

2024. 2. 5



▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 130,000 원**현재주가 (2.2)** 76,000 원**상승여력** 71.1%

KOSPI 2,615.31pt

시가총액 54,186억원

발행주식수 7,130만주

유동주식비율 35.81%

외국인비중 10.76%

52주 최고/최저가 108,600원/59,100원

평균거래대금 185.2억원

주요주주(%)

SK이노베이션 외 4 인 61.20

국민연금공단 6.11

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.1 -25.6 3.5

상대주가 -4.1 -25.6 -2.3

주가그래프**SK아이이테크놀로지** 361610**4Q23 Review: 주력 사업에 집중**

- ✓ 4Q23 매출액 1,725억원, 영업이익 269억원으로 분기별 규모의 경제 구축 중
- ✓ 전방 수요 불확실성 우려에도, 2024년 매출액 7,231억원, 영업이익 582억원 추정
- ✓ 북미 EV/배터리 셀 생산기업들의 IRA 규정에 맞춘 소재 조달처 변경 중
생산Capa 여력이 높은 동사는 계열사 SK On을 포함한 기타 고객사 확보 가능
- ✓ Ex-China 분리막 생산기업 사업 프리미엄 유효, Buy/적정주가 13만원 유지

2023년 영업이익 320억원으로 연간 흑자전환 시현

동사는 4Q23 매출액 1,725억원과 영업이익 269억원으로 2023년 연간 매출액 6,496억원/영업이익 320억원으로 흑자전환에 성공했다. 이는 높아진 LIBS 생산여력에 비례한 생산성 개선과 비주력 FCW 사업 중단에 따른 일부 비용 개선에 기인한다. 현재 주력하는 고객사 SK On의 낮은 사업성과에도 불구하고, 23년 하반기 물량 보장 계약 이행에 따른 동사의 출하량 보장, 비용 절감 효과 등에 시장 예상치를 상회한 호실적이다.

2024년 연간 매출액은 7,231억원, 이익률 8.1%를 추정한다. SK On향 물량 보장 계약 이행에 따른 Q 증가는 여전하다. 또한 전년 계약된 북미 OEM의 배터리 직접 생산규모 증대에 따른 점진적 출하량이 증가될 점이다.

**전방 셀 생산기업들의 IRA 규정 준수를 위한 소재 조달처 변경 중
북미 시장 분리막 공급 여력은 여전히タイト해, FEoC 수혜 현실화 가능**

전해액과 분리막은 IRA Component 규정 기준 북미 지역에서 생산되어야 한다. 북미 시장 내 연간 투자 규모가 확장되는 국내/외 배터리 셀 생산기업들은 해당 규정에 맞춰 해당 소재 조달처를 변경 중이다. 2024년 1월부터 LGES 주도로 전해액은 이미 현지 생산설비를 갖춘 국내 기업들로 대체 중이다. 글로벌 분리막 시장은 전해액과 마찬가지로 중국/일본 기업들이 주도했으나, IRA 규정 및 북미 Ex-China 분리막 생산기업들이 현재 부재한 점에 생산규모/자금여력이 높은 국내 분리막 생산기업들에 중장기 수혜가 이뤄질 점은 여전하다. 전주 실적 설명회에서 동사는 단기 수요 불확실성에 수주/신규 투자 가능성에 다소 신중한 입장을 견지했음에도 소재 국산화의 큰 흐름을 강조한다. 투자의견 Buy와 적정주가 13만원을 유지한다.

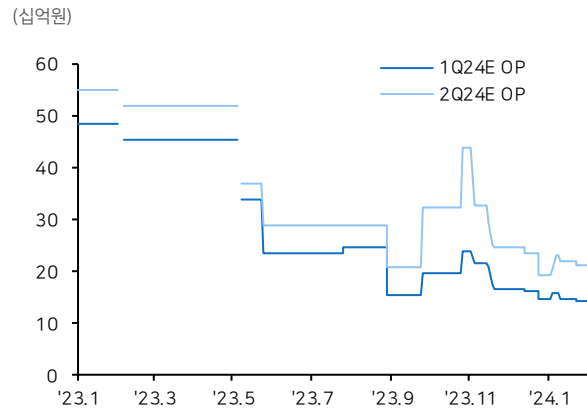
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	603.8	89.2	95.4	1,393	-8.4	31,084	120.6	5.4	56.9	5.6	43.7
2022	585.8	-52.3	-29.7	-416	적전	30,501	-127.3	1.7	41.0	-1.4	60.8
2023E	649.6	32.0	80.5	1,129	흑전	32,809	69.9	2.4	34.5	3.6	79.4
2024E	723.1	58.2	35.2	494	-56.2	33,303	153.8	2.3	16.2	1.5	111.2
2025E	1,130.5	105.5	66.7	936	89.4	34,239	81.2	2.2	11.6	2.8	144.1

표1 SK아이이테크놀로지 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023P	2024E	2025E
매출액	167.9	177.5	186.0	191.8	213.9	256.0	306.9	353.7	649.6	723.1	1,130.5
영업이익	13.4	14.6	15.1	15.1	19.5	23.6	28.9	33.6	32.0	58.2	105.5
%OP	8.0%	8.2%	8.1%	7.9%	9.1%	9.2%	9.4%	9.5%	4.5%	8.1%	9.3%
세전이익	10.8	11.4	11.5	11.2	15.1	18.8	23.6	28.0	98.7	44.9	85.5
순이익(지배주주)	8.7	8.8	9.1	8.7	11.8	14.6	18.4	21.8	80.4	35.2	66.7
%YoY											
매출액	6.5	9.3	34.7	-2.8	17.4	16.9	2.1	11.2	10.9	11.3	56.3
영업이익	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	1,475.2	91.0	-43.6	흑전	81.7	81.2
세전이익	-53.3	흑전	적자확대	흑전	63.2	-43.9	흑전	-88.7	흑전	-54.5	90.3
순이익(지배주주)	-22.0	흑전	적자확대	653.1	47.8	-73.7	흑전	-87.9	흑전	-56.2	89.4
%QoQ											
매출액	-19.4	6.1	20.0	-5.3	-2.7	5.8	4.8	3.1			
영업이익	적자축소	흑전	753.7	240.7	-50.0	8.4	3.5	0.6			
세전이익	흑전	208.8	적전	흑전	-89.1	6.2	0.6	-2.8			
순이익(지배주주)	-38.2	466.7	적전	흑전	-87.9	0.7	3.4	-4.1			

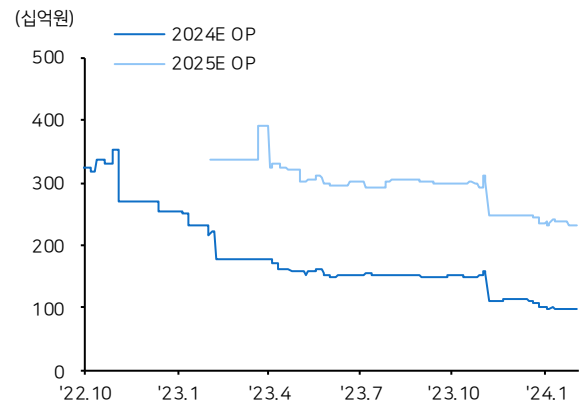
자료: SK아이이테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q24 SK아이이테크놀로지의 영업이익 컨센서스 흐름



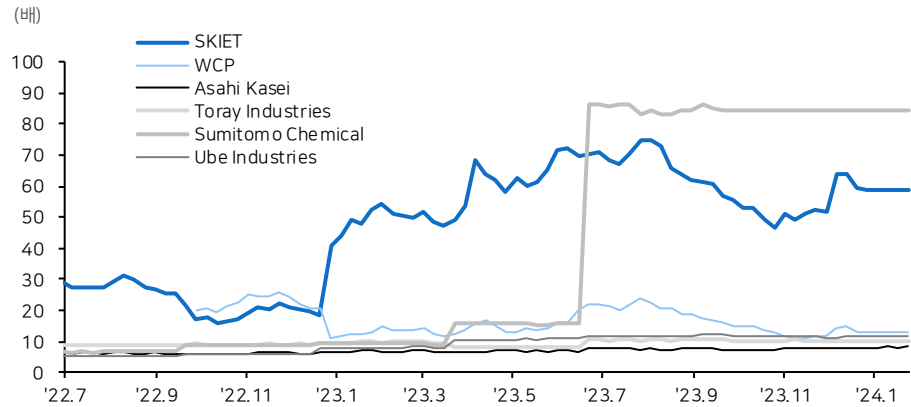
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 SK아이이테크놀로지의 영업이익 컨센서스 흐름



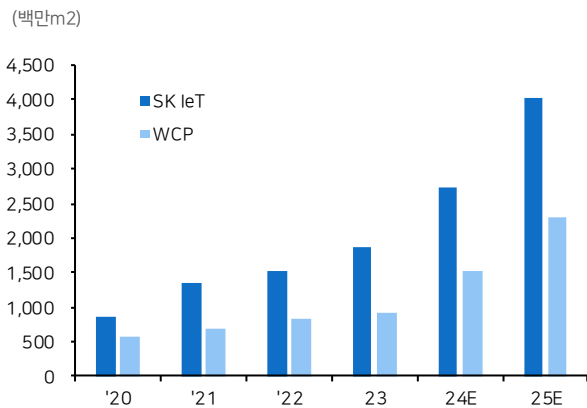
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 분리막 기업들의 EV/EBITDA 추이



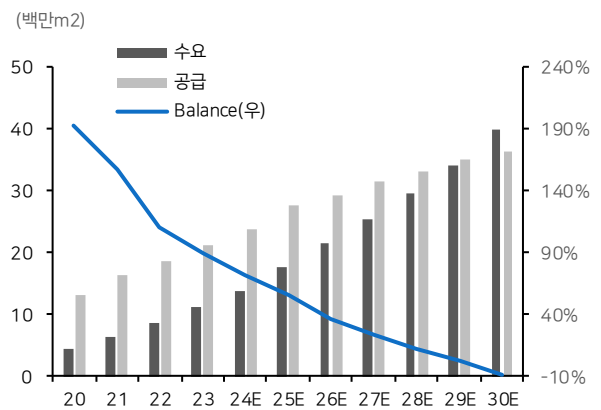
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 LIBS 생산Capa 전망: SK leT vs. WCP



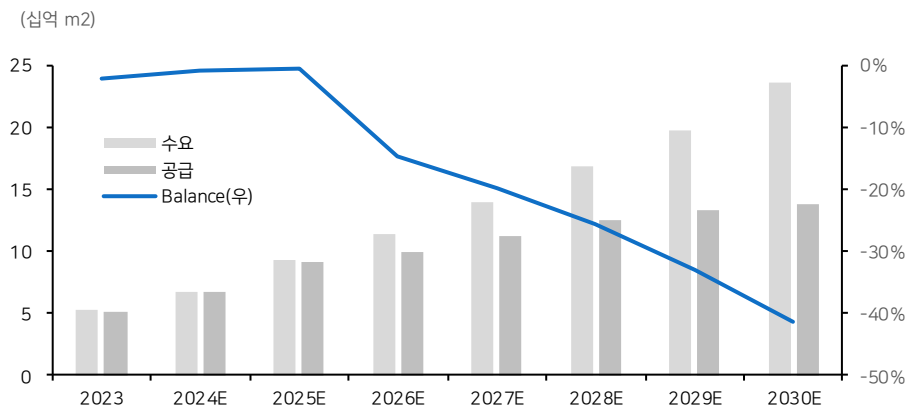
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 분리막 수급 동향



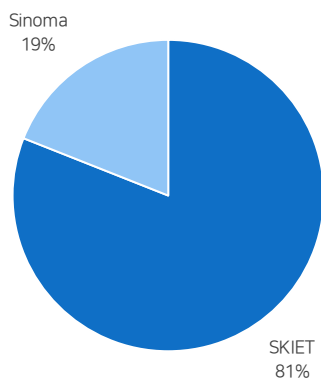
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Ex-China 분리막 수급 전망



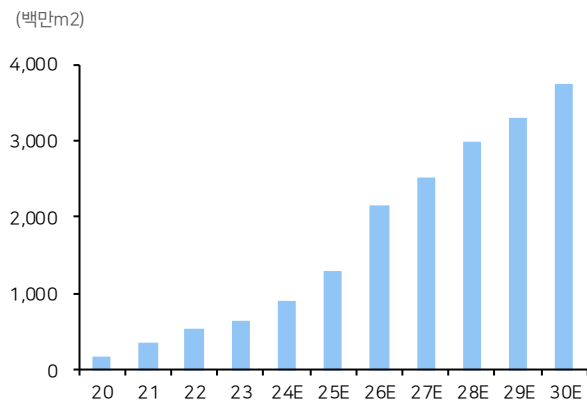
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SK On의 분리막 조달 기업별 비중 (22년 기준)



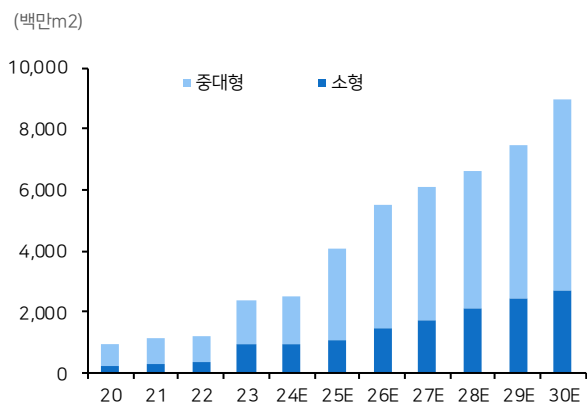
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SK On의 생산Capa 계획에 맞춘 분리막 필요량



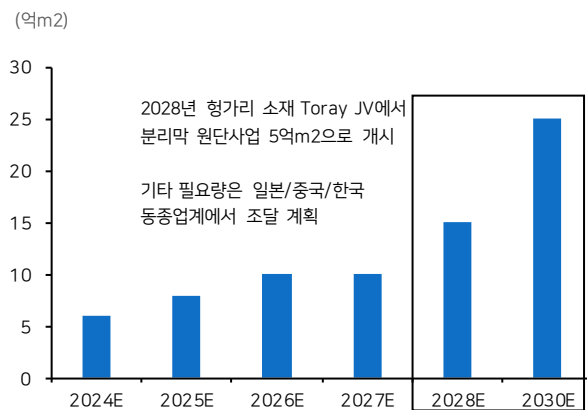
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림9 LGES의 생산Capa 계획에 맞춘 분리막 필요량



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림10 LG화학-Toray JV: 분리막용 원단은 외부 조달 필요



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 아이이테크놀로지 (361610)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	603.8	585.8	649.6	723.1	1,130.5
매출액증가율(%)	28.7	-3.0	10.9	11.3	56.3
매출원가	411.8	529.0	496.1	489.1	730.0
매출총이익	192.0	56.8	153.5	234.0	400.5
판매관리비	102.8	109.1	121.4	175.8	295.0
영업이익	89.2	-52.3	32.0	58.2	105.5
영업이익률(%)	14.8	-8.9	4.9	8.0	9.3
금융손익	-8.7	-6.9	-8.4	-13.3	-19.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	31.1	24.6	75.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	111.6	-34.6	98.9	44.9	85.5
법인세비용	16.2	-4.9	18.3	9.7	18.8
당기순이익	95.4	-29.7	80.5	35.2	66.7
지배주주지분 순이익	95.4	-29.7	80.5	35.2	66.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	109.4	20.6	216.6	396.2	531.8
당기순이익(손실)	95.4	-29.7	80.5	35.2	66.7
유형자산상각비	113.9	150.5	152.5	365.3	532.6
무형자산상각비	3.8	5.4	5.7	4.1	2.6
운전자본의 증감	-50.8	-69.3	27.6	-8.3	-70.1
투자활동 현금흐름	-1,192.5	-83.2	-570.4	-961.1	-1,049.1
유형자산의증가(CAPEX)	-601.0	-754.4	-632.3	-960.0	-1,040.0
투자자산의감소(증가)	-17.8	9.3	-6.5	-1.1	-9.1
재무활동 현금흐름	1,111.0	290.7	563.1	760.0	680.4
차입금의 증감	254.5	259.1	618.2	760.0	680.4
자본의 증가	887.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.5	227.0	223.3	195.2	163.0
기초현금	208.2	235.7	462.7	686.0	881.2
기말현금	235.7	462.7	686.0	881.2	1,044.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,239.4	853.5	991.8	1,218.6	1,647.2
현금및현금성자산	235.7	462.7	686.0	881.2	1,044.2
매출채권	115.3	126.1	131.8	146.5	270.2
재고자산	92.3	112.6	123.4	137.2	253.0
비유동자산	1,945.1	2,643.8	3,205.5	3,797.2	4,311.2
유형자산	1,886.0	2,560.6	3,089.5	3,684.2	4,191.6
무형자산	16.5	11.9	10.9	6.8	4.3
투자자산	17.8	8.5	15.0	16.0	25.2
자산총계	3,184.5	3,497.3	4,197.3	5,015.9	5,958.4
유동부채	501.0	452.5	976.3	1,759.4	2,633.8
매입채무	15.3	20.1	13.7	15.2	28.0
단기차입금	0.0	24.3	157.0	397.0	637.0
유동성장기부채	302.8	138.7	582.1	862.1	1,102.1
비유동부채	467.4	870.2	881.9	882.0	883.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	465.6	868.1	879.9	879.9	879.9
부채총계	968.3	1,322.7	1,858.1	2,641.4	3,517.3
자본금	71.3	71.3	71.3	71.3	71.3
자본잉여금	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8
기타포괄이익누계액	8.8	-3.1	81.6	81.6	81.6
이익잉여금	247.0	216.9	297.3	332.5	399.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,216.2	2,174.7	2,339.2	2,374.4	2,441.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	8,822	8,216	9,111	10,142	15,856
EPS(지배주주)	1,393	-416	1,129	494	936
CFPS	3,328	1,717	3,965	5,997	8,986
EBITDAPS	3,023	1,453	2,668	5,997	8,986
BPS	31,084	30,501	32,809	33,303	34,239
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	120.6	-127.3	69.9	153.8	81.2
PCR	50.5	30.9	19.9	12.7	8.5
PSR	19.0	6.5	8.7	7.5	4.8
PBR	5.4	1.7	2.4	2.3	2.2
EBITDA(십억원)	206.9	103.6	190.2	427.6	640.7
EV/EBITDA	56.9	41.0	34.5	16.2	11.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.6	-1.4	3.6	1.5	2.8
EBITDA 이익률	34.3	17.7	29.3	59.1	56.7
부채비율	43.7	60.8	79.4	111.2	144.1
금융비용부담률	2.6	3.6	3.1	3.9	3.4
이자보상배율(x)	5.6	-2.5	1.6	2.1	2.7
매출채권회전율(x)	6.3	4.9	5.0	5.2	5.4
재고자산회전율(x)	9.0	5.7	5.5	5.6	5.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 아이이테크놀로지 (361610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

