

SK아이이테크놀로지

(361610)

중장기 실적 눈높이의 현실화

일회성 이익 반영으로 4Q23 호실적 기록

동사의 4Q23 실적은 매출액 1,725억원(-3% YoY, -5% QoQ), 영업이익 269억원(흑자전환 YoY, +241% QoQ)으로 시장 기대치(매출액 1,952억원, 영업이익 82억원) 대비 매출액은 하회했지만 영업이익이 크게 상회했다. 주력 사업인 LiBS 매출액과 영업이익은 각각 1,725억원(-3% YoY, -5% QoQ), 영업이익 303억원(흑전 YoY, +140% QoQ)를 기록했다. 출하면적은 약 1.9억m²로 전분기 대비 소폭 감소했지만, 해외 공장 정기보수 기저와 원가절감 등의 비용 감축 효과 약 93억원, 중국 법인 인센티브 약 124억원이 반영되면서 손익 개선이 뚜렷했다. 일회성 이익 효과를 제거하더라도 LiBS 수익성이 개선되고 있다는 점은 긍정적인 요인이다. 반면 신규사업 부문 FCW 매출은 감소했지만 연구개발비용 절감으로 손실폭이 축소됐다. 당사는 4Q23 실적 발표를 통해 사업 포트폴리오의 선택과 집중을 위해 상반기 중 FCW 사업을 중단하고 예정임을 밝혔다. 대신 CO₂ 포집 분리막, 전고체 배터리용 고체 전해질 등 신규 배터리 소재 사업 발굴과 연구개발을 지속해 나갈 계획이다.

2021년 스토리데이에서 제시했던 2025년 영업이익 1조원 목표의 꿈은...

최근 글로벌 금리 인상 기조 속에 북미 유럽 등 주요 국가들의 전기차 수요 둔화세가 뚜렷하다. 전기차 수요 부진의 가장 큰 원인은 내연 기관 대비 비싼 가격 때문이다. 결국 전기차 수요가 살아나기 위해서는 오토론 금리가 빠르게 내려가거나 가격 경쟁력을 높인 신차들이 다양하게 출시되어야 할 것으로 판단된다. 이를 위해 많은 완성차 업체들은 전기차 가격을 낮추기 위해 25년부터 보급형 신차 라인업에 LFP 배터리 채택을 확대할 계획이다. 향후 전기차 배터리 시장이 커질 것은 분명하나 습식 분리막의 삼원계와 건식 분리막의 LFP 배터리간 점유율 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 전망된다. 최근 당사는 기존 고객사들 외에도 다양한 업체들과 분리막 공급을 논의 중인 것으로 알려졌지만 완성차 OEM들도 전기차 판매에 고전하면서 신규 수주 확보가 지연되고 있는 것으로 보인다. 이에 따라 동사의 LiBS 중장기 캐파 증설 계획에도 변화가 불가피하다. 현재 증설 중인 폴란드 공장 가동 시점은 Ph2가 1H23에서 2H24로, Ph3과 Ph4 그리고 북미 공장은 24년 이후일 것으로 전망되어 대부분 당초 예상 대비 1~2년 가량 지연되는 분위기이다. 이에 따라 동사의 중장기 캐파 규모와 실적 추정치를 추가 하향 조정했다.

매수 투자자의견과 목표주가 유지

동사에 대한 매수 투자자의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 26년 예상 EBITDA에 26~28년 전세계/북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균에 PEG 1.0을 반영한 후 50%를 할인한 EV/EBITDA 12.5배를 적용해 산출했다(24, 25년 국내 이차전지 소재 업종 EV/EBITDA ≍ P/E x 약 50%). 분리막은 미국 IRA법 세부 조항 중 배터리 부품에 포함되기 때문에 배터리 셀에 사용되는 소재의 일정 비율을 북미에서 생산된 제품을 사용해야 차량 구매시 소비자세액공제 혜택을 받을 수 있다. 따라서 북미 시장 진출을 노리는 완성차 제조사들과 배터리 셀 업체들은 중국 의존도를 낮추고, 미국 내 밸류체인 생태계를 구축하는 핵심 소재, 원재료에 대한 공급망 재편이 반드시 필요한 상황이다. 이로 인해 북미 내 분리막 수요는 중장기적으로 국내 업체들로 집중될 가능성이 높을 것으로 판단된다. 다만 최근 북미, 유럽 지역 전기차 수요 둔화로 완성차 OEM들의 신차 출시 계획들이 연기되고 있다는 점을 고려해 현실적으로 추정치를 낮춰 바라볼 필요가 있다. 현재의 밸류에이션 매력도를 감안할 때 중장기적인 관점에서 접근할 것을 추천한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	85,000원(유지)
증가(2024.02.05)	67,800원
상승여력	25.4%

Stock Indicator

자본금	71십억원
발행주식수	7,130만주
시가총액	4,834십억원
외국인지분율	10.5%
52주 주가	59,100~108,600원
60일평균거래량	247,018주
60일평균거래대금	19.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.4	-9.0	-33.2	-6.0
상대수익률	-20.9	-12.5	-32.8	-12.2

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	586	650	730	1,071
영업이익(십억원)	-52	32	58	127
순이익(십억원)	-30	80	86	151
EPS(원)	-416	1,127	1,200	2,119
BPS(원)	30,501	31,455	32,482	34,428
PER(배)		60.2	56.5	32.0
PBR(배)	1.7	2.2	2.1	2.0
ROE(%)	-1.4	3.6	3.8	6.3
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	42.6	30.8	24.2	16.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

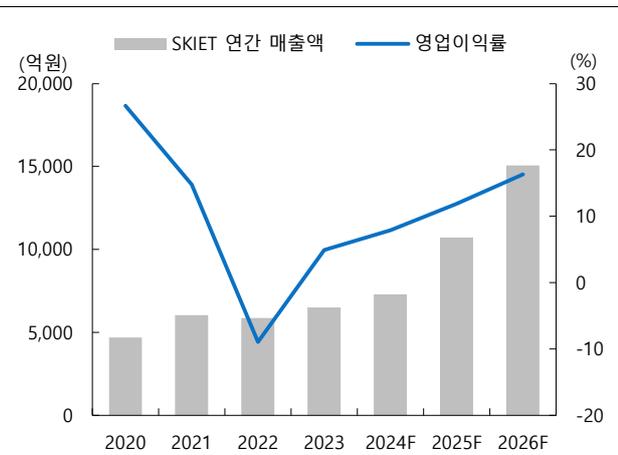
정원석 2122-9203 wschung@hi-ib.com

표1. SK아이이테크놀로지 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,430	1,518	1,822	1,725	1,486	1,655	1,953	2,204	6,496	7,297	10,710	15,059
YoY	7%	9%	35%	-3%	4%	9%	7%	28%	11%	12%	47%	41%
QoQ	-19%	6%	20%	-5%	-14%	11%	18%	13%				
매출원가	1,174	1,241	1,432	1,114	1,231	1,307	1,470	1,445	4,961	5,452	7,824	10,626
매출총이익	256	277	390	611	255	348	483	759	1,535	1,844	2,886	4,433
매출총이익률	18%	18%	21%	35%	17%	21%	25%	34%	24%	25%	27%	29%
판매비 및 관리비	293	268	311	342	270	294	334	370	1,214	1,269	1,613	1,975
판매비율	20%	18%	17%	20%	18%	18%	17%	17%	19%	17%	15%	13%
영업이익	-37	9	79	269	-15	53	149	389	320	576	1,273	2,458
영업이익률	-3%	1%	4%	16%	-1%	3%	8%	18%	5%	8%	12%	16%
YoY	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자지속	478%	89%	45%	흑자전환	80%	121%	93%
QoQ	적자지속	흑자전환	754%	241%	적자전환	흑자전환	179%	161%				
EBITDA	344	399	463	660	435	537	635	875	1,866	2,481	3,825	5,702
EBITDA margin	24%	26%	25%	38%	29%	32%	32%	40%	29%	34%	36%	38%
세전이익	66	204	-275	992	347	411	476	-211	987	1,023	1,831	2,916
순이익	59	334	-307	718	330	386	442	-303	804	855	1,511	2,422
순이익률	4%	22%	-17%	42%	22%	23%	23%	-14%	12%	12%	14%	16%
YoY	-22%	흑자전환	적자지속	653%	460%	15%	흑자전환	적자전환	흑자전환	6%	77%	60%
QoQ	-38%	467%	적자전환	흑자전환	-54%	17%	15%	적자전환				

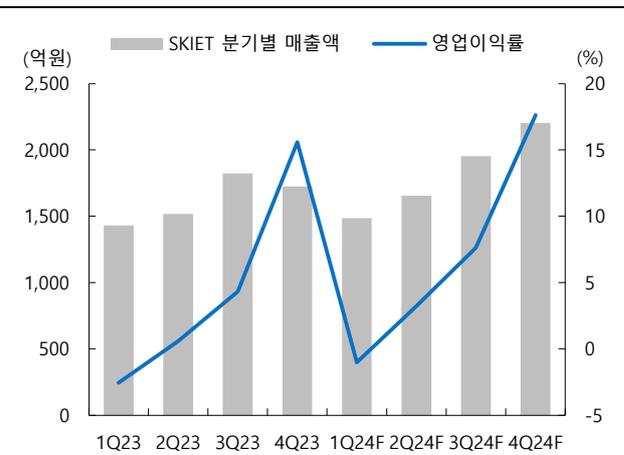
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림1. SK아이이테크놀로지 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



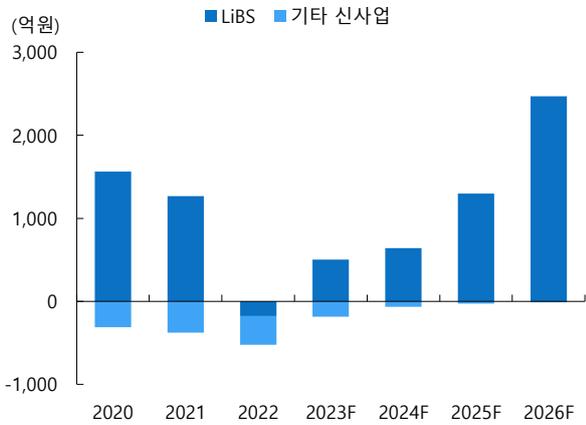
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림2. SK아이이테크놀로지 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



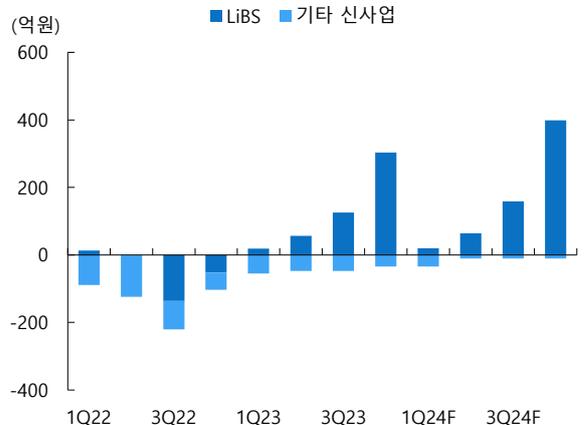
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림3. SK아이이테크놀로지 사업부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



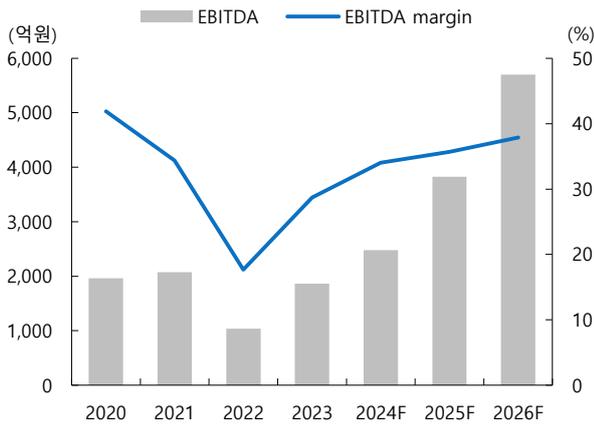
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림4. SK아이이테크놀로지 사업부문별 분기 영업이익 추이 및 전망



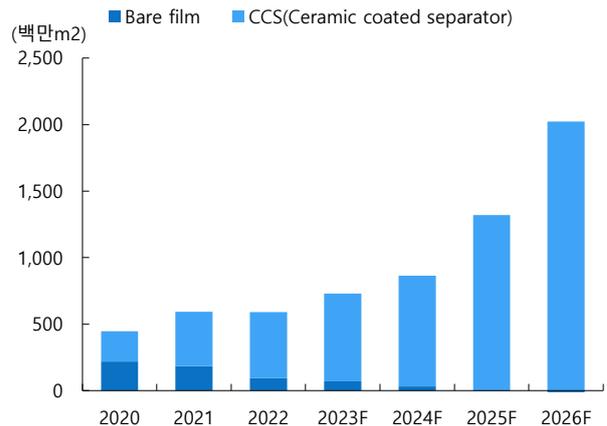
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림5. SK아이이테크놀로지 연간 EBITDA 추이 및 전망



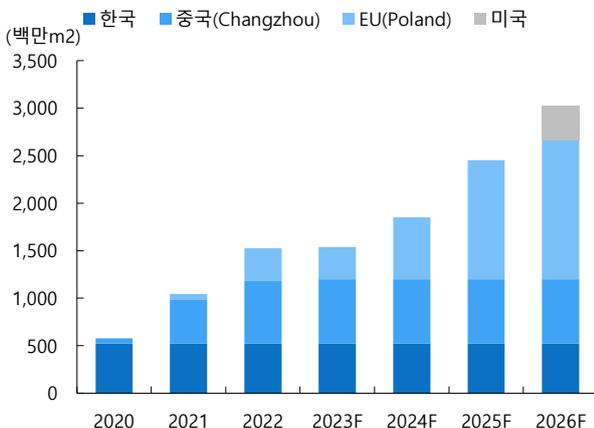
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림6. SK아이이테크놀로지 연간 분리막 출하면적 추이 및 전망



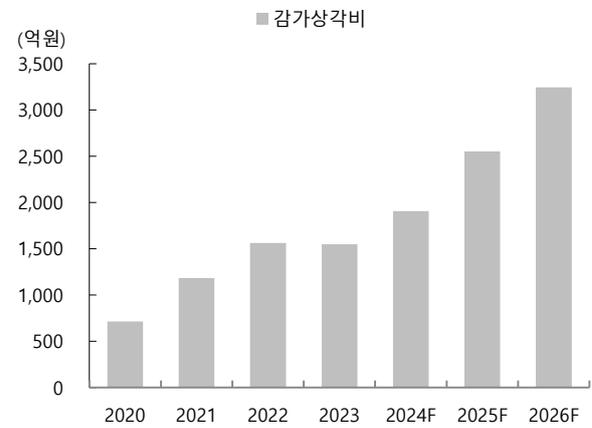
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림7. SK아이이테크놀로지 연간 분리막 Capa. 추이 및 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림8. SK아이이테크놀로지 연간 감가상각비 추이 및 전망



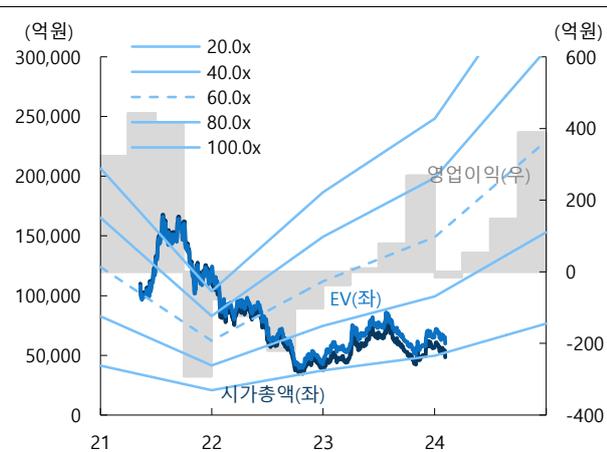
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

표2. SK아이이테크놀로지 목표주가 산출

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
EPS (원)	1,393	-416	1,127	1,200	2,119	3,398	
BPS (원)	31,084	30,501	31,455	32,482	34,428	37,652	
EBITDA (억원)	2,074	1,036	1,866	2,481	3,825	5,702	
고점 P/E (배)	169	-115	96.4	71.0			과거 평균: -
평균 P/E (배)	133	-231	69.8	65.4			과거 평균: -
저점 P/E (배)	99.0	-404	47.0	56.5			과거 평균: -
고점 P/B (배)	7.6	5.5	3.5	2.6			과거 평균: 4.8
평균 P/B (배)	6.0	3.2	2.5	2.4			과거 평균: 3.5
저점 P/B (배)	4.4	1.6	1.7	2.1			과거 평균: 2.4
고점 EV/EBITDA (배)	80.2	120.2	46.1	13.7			과거 평균: 65.1
평균 EV/EBITDA (배)	62.8	70.9	31.2	12.8			과거 평균: 44.4
저점 EV/EBITDA (배)	46.6	37.7	10.4	11.4			과거 평균: 26.5
ROE	5.6%	-1.4%	3.6%	3.8%	6.3%	9.4%	지배주주순이익 기준
적용 EBITDA (억원)			5,702				2026년 예상 EBITDA 적용
Target Multiple (배)			12.5				26~28년 전세계/북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균 x 50%
적정 EV (억원)			71,277				
발행주식수 (천주)			71,298				
적정주가 (원)			82,083				
목표주가 (원)			85,000				26년 예상 실적 기준 P/E 25.0배
전일 증가 (원)			67,800				26년 예상 실적 기준 P/E 20.0배
상승 여력			25.4%				

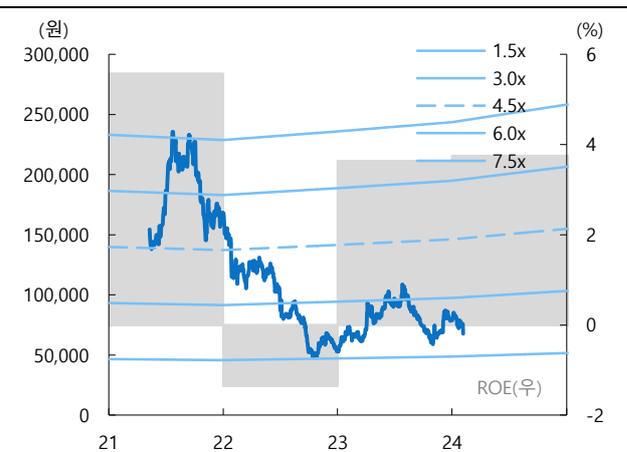
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림9. SK아이이테크놀로지 12개월 Forward EV/EBITDA chart



자료: 하이투자증권

그림10. SK아이이테크놀로지 12개월 Forward P/B chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	853	948	985	1,080	매출액	586	650	730	1,071
현금 및 현금성자산	463	566	554	536	증가율(%)	-3.0	10.9	12.3	46.8
단기금융자산	87	82	86	82	매출원가	529	496	545	782
매출채권	139	140	161	227	매출총이익	57	153	184	289
재고자산	113	112	133	190	판매비와관리비	109	121	127	161
비유동자산	2,644	3,128	3,412	3,614	연구개발비	36	40	45	66
유형자산	2,561	3,068	3,340	3,548	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	12	11	12	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,497	4,076	4,396	4,694	영업이익	-52	32	58	127
유동부채	452	563	510	569	증가율(%)	적전	흑전	79.8	121.1
매입채무	273	300	289	327	영업이익률(%)	-8.9	4.9	7.9	11.9
단기차입금	24	24	24	24	이자수익	23	19	23	20
유동성장기부채	139	221	180	200	이자비용	21	29	35	37
비유동부채	870	1,270	1,570	1,670	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	25	79	52	65
장기차입금	869	1,269	1,569	1,669	세전계속사업이익	-35	99	102	183
부채총계	1,323	1,833	2,080	2,239	법인세비용	-5	18	17	32
자배주주지분	2,175	2,243	2,316	2,455	세전계속이익률(%)	-5.9	15.2	14.0	17.1
자본금	71	71	71	71	당기순이익	-30	80	86	151
자본잉여금	1,891	1,891	1,891	1,891	순이익률(%)	-5.1	12.4	11.7	14.1
이익잉여금	-	-	-	-	지배주주귀속 순이익	-30	80	86	151
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-42	68	73	139
자본총계	2,175	2,243	2,316	2,455	지배주주귀속총포괄이익	-42	68	73	139

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	21	243	195	301	주당지표(원)				
당기순이익	-30	80	86	151	EPS	-416	1,127	1,200	2,119
유형자산감가상각비	150	152	188	252	BPS	30,501	31,455	32,482	34,428
무형자산상각비	2	1	1	1	CFPS	1,720	3,273	3,848	5,671
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-83	-657	-466	-458	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-752	-660	-460	-460	PER		60.2	56.5	32.0
무형자산의 처분(취득)	1	2	3	3	PBR	1.7	2.2	2.1	2.0
금융상품의 증감	-424	99	-7	-23	PCR	30.8	20.7	17.6	12.0
재무활동 현금흐름	291	481	258	120	EV/EBITDA	42.6	30.8	24.2	16.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	-1.4	3.6	3.8	6.3
자본의증감	403	400	300	100	EBITDA이익률	17.1	28.5	33.8	35.5
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	60.8	81.7	89.8	91.2
현금및현금성자산의증감	227	103	-12	-19	순부채비율	22.2	38.6	48.9	52.0
기초현금및현금성자산	236	463	566	554	매출채권회전율(x)	4.5	4.7	4.9	5.5
기말현금및현금성자산	463	566	554	536	재고자산회전율(x)	5.7	5.8	6.0	6.6

자료 : SK아이이테크놀로지, 하이투자증권 리서치본부

SK아이이테크놀로지 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-02-07	Buy	160,000	-29.4%	-18.1%
2022-07-28	Buy	120,000	-34.2%	-21.1%
2022-10-05	Buy	80,000	-25.5%	-8.3%
2023-02-07	Buy	90,000	-19.6%	3.7%
2023-05-03	Buy	100,000	-8.5%	8.6%
2023-07-27	Buy	130,000	-37.8%	-17.5%
2023-11-06	Buy	85,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-