



SK아이이테크놀로지 (361610)

영업레버리지 효과 폭발

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(상향): 125,000원

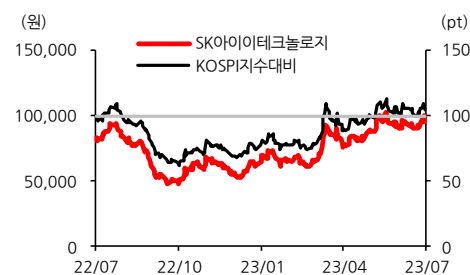
현재 주가(7/26)	108,600원
상승여력	▲ 15.1%
시가총액	77,429억원
발행주식수	71,298천주
52 주 최고가 / 최저가	108,600 / 48,050원
90 일 일평균 거래대금	604.02억원
외국인 지분율	7.8%
주주 구성	
SK 이노베이션 (외 5 인)	61.2%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%
SK 아이이테크놀로지우리사주	3.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	19.6	42.7	56.5	29.9
상대수익률(KOSPI)	19.2	38.4	51.5	22.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	604	586	691	1,033
영업이익	89	-52	32	164
EBITDA	207	104	199	365
지배주주순이익	95	-30	75	145
EPS	1,337	-416	1,045	2,040
순차입금	-212	475	1,033	1,385
PER	125.6	-127.3	103.9	53.2
PBR	5.4	1.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	56.9	41.0	44.0	25.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	5.6	-1.4	3.4	6.3

주가 추이



SK 아이이테크놀로지는 하반기 출하량이 증가하며 영업레버리지 효과가 극대화될 것으로 전망합니다. IRA 로 우호적인 업황에 진입했으며, 추가 주주 기대감도 상존하고 있습니다.

2분기 예상보다 빠르게 전사 흑자전환

동사의 2분기 실적은 매출액 1,518억 원, 영업이익 9억 원으로 컨센서스(23억 원 적자)를 상회했다. 분기 말 물량 차질로 출하량은 가이던스(QoQ +20%)를 하회한 1.7억㎡(QoQ +10%)를 기록했음에도 예상보다 빠르게 전사 흑자전환을 달성했다. 출하량 증가에 따른 영업레버리지와 유틸리티 비용 감소 효과(QoQ 40~50억 원 감소)가 주효했다.

3분기 영업이익 174억 원(OPM 9.2%) 전망

동사의 3분기 실적으로 매출액 1,903억 원, 영업이익 174억 원(OPM 9.2%)을 전망한다. 사측은 하반기 출하량은 상반기 대비 30~40% 증가한다고 가이던스를 제시했다. 3분기에는 QoQ +28% 증가할 것으로 전망한다. 이에 따라 본격적인 영업레버리지 효과를 기대해볼 수 있다. 캡티브 고객사(매출 비중 85% 수준)도 현대차/Ford/VW(미국 ID.4)향 견조한 수요가 기대된다.

목표주가 125,000원으로 상향, 목표주가 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 125,000원으로 상향한다. 25년 EBITDA에 22배를 적용했다. 동사는 7/26일 SKon향 공급계약을 공시했으며, 최소 물량을 보장받는 계약으로 추후 안정적 분리막 출하가 예상된다. 계약 물량 외, 여유 캐파에 대해 기타 고객사로 대응할 수 있다는 차원에서 고객사 확장도 순조롭게 진행되는 모습이다. SKon은 블루오벌/현대차 등 미국 JV도 많아 추후 지속적인 주주 계약도 기대된다. IRA 이후 미국향 분리막은 타이트한 수급 상황이 지속되고 있다. 이에 따라 그동안 연간 7~10% 하락할 것으로 예상되던 ASP도 향후 5% 미만 하락하는 수준으로 안정화될 것으로 기대된다. 아직 FEOC 불확실성 리스크는 상존하고 있지만, 중국 업체가 미국에 진입하더라도 동사의 경쟁력 우위는 지속될 것으로 판단한다. 동사는 이미 중국 경쟁사를 제치고 Sunwoda와 MOU를 맺은 바 있다. 이는 같은 지역에서는 중국 대비 원가 경쟁력도 열위하지 않다는 것을 의미한다.

[표1] SK 아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

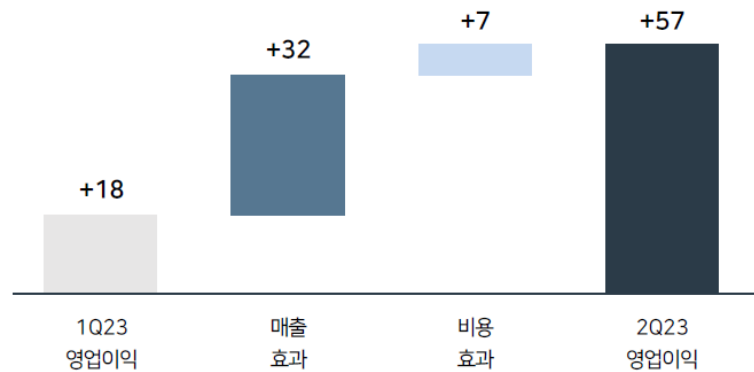
(단위: 십억 원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	134.2	138.9	135.3	177.4	143.0	151.8	190.3	206.3	603.8	585.8	691.5	1,032.5
LiBS(분리막)	134.2	138.8	134.5	177.1	142.8	151.8	189.3	205.3	603.4	584.7	689.3	1,029.2
FCW	0.0	0.1	0.7	0.3	0.2	0.0	1.0	1.0	0.4	1.1	2.2	3.3
영업이익	-7.6	-12.4	-22.0	-10.3	-3.7	0.9	17.4	17.8	89.2	-52.3	32.4	164.1
영업이익률	-5.7%	-8.9%	-16.3%	-5.8%	-2.6%	0.6%	9.2%	8.6%	14.8%	-8.9%	4.7%	15.9%
LiBS(분리막)	1.3	-0.2	-13.7	-5.2	1.8	5.7	22.4	22.8	126.4	-17.8	52.6	177.6
FCW	-8.9	-12.2	-8.3	-5.1	-5.5	-4.7	-5.0	-5.0	-37.0	-34.5	-20.2	-13.5
EBITDA	30.2	26.2	17.9	29.3	34.4	40.0	60.2	63.4	206.9	103.6	197.9	364.8
EBITDA 마진율	22.5%	18.9%	13.2%	16.5%	24.1%	26.3%	31.6%	30.7%	34.3%	17.7%	28.6%	35.3%
순이익(지배)	7.6	-21.8	-25.0	9.5	5.9	4.3	17.5	17.8	95.4	-29.7	45.4	145.4
순이익률(지배)	5.6%	-15.7%	-18.4%	5.4%	4.1%	2.8%	9.2%	8.6%	15.8%	-5.1%	6.6%	14.1%

자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2Q23 출하량 증가(QoQ +10%) 영업레버리지 효과. 3Q23 출하량 QoQ +28% 전망

(단위: 억 원)



자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 아이이테크놀로지 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, 천 주)

		비고
EBITDA	499	2025년 EBITDA 적용
Multiple	22	21~22년(IRA 발표 전) Yunnan Energy의 2yr Fwd EV/EBITDA
기업 가치	10,789	
순차입금	1,738	2025년 말 예상치
주식 수	71,298	
적정 추가	126,934	
목표 추가	125,000	
현재 추가	108,600	
상승 여력	15.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	469	604	586	691	1,033
매출총이익	184	192	57	143	337
영업이익	125	89	-52	32	164
EBITDA	197	207	104	199	365
순이자손익	-5	-8	2	-12	-20
외화관련손익	-2	20	-15	15	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	129	112	-35	50	182
당기순이익	88	95	-30	54	145
지배주주순이익	88	95	-30	75	145
증가율(%)					
매출액	78.4	28.7	-3.0	18.0	49.3
영업이익	55.4	-28.8	적전	흑전	405.7
EBITDA	56.8	5.2	-49.9	92.5	82.9
순이익	38.4	8.2	적전	흑전	171.2
이익률(%)					
매출총이익률	39.2	31.8	9.7	20.7	32.6
영업이익률	26.7	14.8	-8.9	4.7	15.9
EBITDA 이익률	41.9	34.3	17.7	28.8	35.3
세전이익률	27.5	18.5	-5.9	7.3	17.6
순이익률	18.8	15.8	-5.1	7.8	14.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	116	109	21	128	310
당기순이익	88	95	-30	75	145
자산상각비	71	118	156	167	201
운전자본증감	-72	-51	-69	-5	-36
매출채권 감소(증가)	-22	-36	-26	82	-32
재고자산 감소(증가)	-10	-58	-19	60	-35
매입채무 증가(감소)	4	15	14	-174	31
투자현금흐름	-374	-1,193	-83	-596	-642
유형자산처분(취득)	-572	-599	-752	-656	-650
무형자산 감소(증가)	-7	-4	-1	-8	-8
투자자산 감소(증가)	0	0	0	21	20
재무현금흐름	441	1,111	291	14	400
차입금의 증가(감소)	141	224	291	14	400
자본의 증가(감소)	300	887	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	202	228	122	152	346
(-)운전자본증감(감소)	-118	125	-54	61	36
(-)설비투자	573	601	754	656	650
(+)자산매각	-5	-2	1	-8	-8
Free Cash Flow	-258	-500	-577	-573	-348
(-)기타투자	-14	515	-547	-103	3
잉여현금	-244	-1,016	-30	-469	-351
NOPLAT	85	76	-38	24	131
(+) Dep	71	118	156	167	201
(-)운전자본투자	-118	125	-54	61	36
(-)Capex	573	601	754	656	650
OpFCF	-298	-532	-583	-527	-354

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	567	1,239	853	179	295
현금성자산	368	984	557	34	83
매출채권	81	123	139	64	96
재고자산	41	92	113	58	92
비유동자산	1,425	1,945	2,644	3,214	3,675
투자자산	23	43	71	79	82
유형자산	1,394	1,886	2,561	3,116	3,565
무형자산	8	17	12	19	28
자산총계	1,992	3,185	3,497	3,394	3,970
유동부채	273	501	452	610	641
매입채무	204	180	273	62	92
유동성이자부채	9	307	163	534	534
비유동부채	511	467	870	535	935
비유동이자부채	509	466	869	534	934
부채총계	783	968	1,323	1,145	1,576
자본금	63	71	71	71	71
자본잉여금	1,018	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	152	247	217	292	437
자본조정	-24	1	-10	-11	-11
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,208	2,216	2,175	2,249	2,394

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,405	1,337	-416	1,045	2,040
BPS	19,258	31,084	30,501	31,543	33,582
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,221	3,195	1,717	2,138	4,856
ROA(%)	6.4	3.7	-0.9	2.2	3.9
ROE(%)	11.0	5.6	-1.4	3.4	6.3
ROIC(%)	8.5	4.5	-1.6	0.8	3.7
Multiples(x, %)					
PER	0.0	125.6	-127.3	103.9	53.2
PBR	0.0	5.4	1.7	3.4	3.2
PSR	0.0	19.8	6.5	11.2	7.5
PCR	0.0	52.6	30.9	50.8	22.4
EV/EBITDA	0.8	56.9	41.0	44.0	25.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	64.8	43.7	60.8	50.9	65.8
Net debt/Equity	12.5	-9.6	21.8	46.0	57.8
Net debt/EBITDA	76.6	-102.4	458.1	518.0	379.5
유동비율	207.9	247.4	188.6	29.4	46.0
이자보상배율(배)	14.1	5.6	n/a	1.8	6.7
자산구조(%)					
투하자본	77.7	66.1	80.8	96.7	95.8
현금+투자자산	22.3	33.9	19.2	3.3	4.2
자본구조(%)					
차입금	30.0	25.8	32.2	32.2	38.0
자기자본	70.0	74.2	67.8	67.8	62.0

[Compliance Notice]

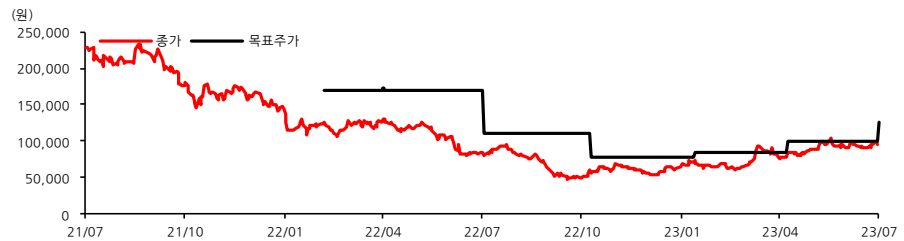
(공표일: 2023년 07월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK아이이테크놀로지 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.03.03	2022.03.03	2022.04.13	2022.04.28	2022.07.28	2022.11.03
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용욱	170,000	170,000	170,000	110,000	77,000
일 시	2023.02.07	2023.05.03	2023.05.16	2023.07.27		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	84,000	100,000	100,000	125,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.03.03	Buy	170,000	-34.34	-22.94
2022.07.28	Buy	110,000	-35.82	-13.91
2022.11.03	Buy	77,000	-19.65	-4.68
2023.02.07	Buy	84,000	-13.85	11.07
2023.05.03	Buy	100,000	-8.94	3.00
2023.07.27	Buy	125,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%