



# SK아이이테크놀로지 (361610)

## Captive향 수요 회복과 고객 다변화가 절실

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

### Hold (하향)

목표주가(하향): 66,000원

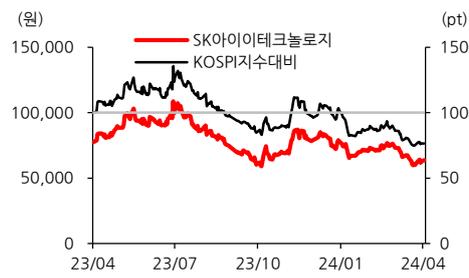
현재 주가(4/29)	63,600원
상승여력	▲ 3.8%
시가총액	45,345억원
발행주식수	71,298천주
52주 최고가 / 최저가	108,600 / 59,100원
90일 일평균 거래대금	116.75억원
외국인 지분율	12.3%
주주 구성	
SK 이노베이션 (외 6인)	61.2%
국민연금공단 (외 1인)	5.1%
SK 아이이테크놀로지우리사주	3.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.1	-16.6	4.8	-17.7
상대수익률(KOSPI)	-11.0	-24.1	-11.9	-25.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	586	650	530	909
영업이익	-52	32	-62	121
EBITDA	104	187	93	291
지배주주순이익	-30	82	-59	91
EPS	-416	1,152	-824	1,270
순차입금	475	861	1,063	1,173
PER	-127.3	68.5	-77.2	50.1
PBR	1.7	2.3	1.9	1.9
EV/EBITDA	41.0	34.7	60.1	19.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-1.4	3.6	-2.5	3.8

### 주가 추이



SK 아이이테크놀로지는 예상보다 부진한 캡티브 고객향 출하로 인해 실적 쇼크를 기록했습니다. 여전히 IRA 법안으로 미국 내 M/S 확대 기대감은 유효하지만, 1) 그 외 지역에서 중국과의 경쟁 심화, 2) 투자 속도 조정으로 인한 실적 불확실성이 높아 투자의견을 하향 조정합니다. 하반기 수요가 회복과 고객사 다변화가 이루어지기를 기대해 봅니다.

### 1분기: Captive 부진에 따른 실적 쇼크

동사의 1분기 실적은 매출액 462억 원, 영업손실 674억 원으로 역대 최대 손실을 기록했다. 출하량이 5,500만㎡로 QoQ 70% 감소했기 때문이다. 2023년 분기 평균 출하량(1.8억㎡)의 30% 수준이다. 동사 매출의 80% 이상을 차지하는 캡티브 고객의 수요 부진과 그에 따른 재고조정 영향이 컸다. 특히 상대적으로 수익성이 견조했던 중국 법인의 가동률이 하락하며 적자 폭이 확대된 것으로 추정된다.

### 북미 신규 고객사와 Captive 회복을 기대

동사의 2분기 실적으로 매출액 720억 원, 영업적자 494억 원을 전망한다. 상반기까지 캡티브 고객의 출하 회복이 더딜 것으로 예상되어 동사의 회복세도 제한적일 전망이다. 다만, 하반기 기대감은 유효하다. 6월부터 북미 신규 고객향 출하가 시작되며, 캡티브 고객사도 하반기 가파른 수요 회복이 기대되기 때문이다. 국내 및 일본 셀업체향 고객 다변화도 기대된다. 불확실성은 높지만 동사도 연초 제시한 2024년 출하량 가이드스(YoY Flat)를 유지했다.

### 투자의견 HOLD, 목표주가 66,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 하향 조정한다. 전방 수요 부진으로 동사의 유럽/북미 투자도 속도 조절이 불가피하다. IRA 법안으로 미국 내 M/S 확대 기대감은 유효하지만, 1) 유럽/아시아 등 미국 외 지역에서 중국과의 경쟁이 치열해지고 있고, 2) 가격 경쟁으로 과거 20~30%에 달했던 수익성 회복도 요원하다. 그에 반해 동사의 25년 EV/EBITDA는 21배로 중국 Peer 6~8배 대비 높은 프리미엄을 받고 있다. 향후 가장 가파른 성장이 예상되는 미국에서 M/S 확대 기대감은 유효하나, 더 큰 업사이드를 기대하기 위해서는 1) 캡티브 고객 및 고객 다변화에 따른 출하량 회복과 2) 가동률 상승에 따른 안정적인 수익성 확보가 우선이다.

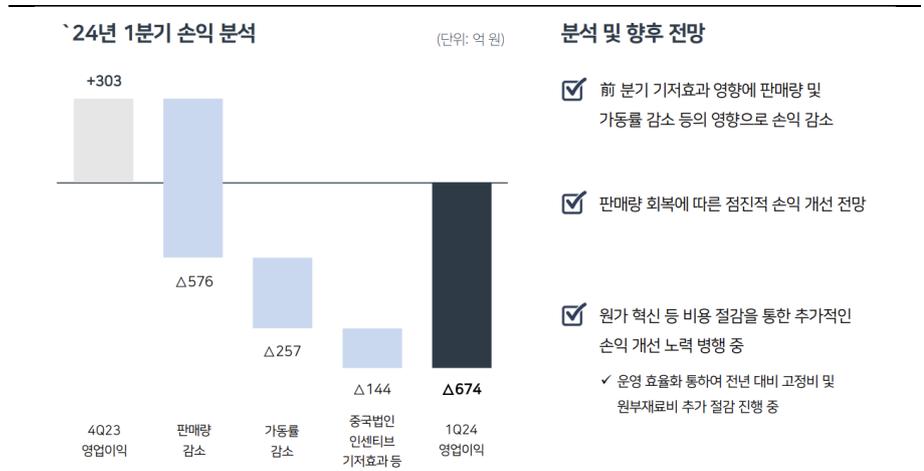
[표1] SK아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	143.0	151.8	182.2	172.5	46.2	72.0	185.2	226.8	585.8	649.6	530.2	908.9
영업이익	-3.7	0.9	7.9	26.9	-67.4	-49.4	19.4	35.0	-52.3	32.0	-62.4	121.3
영업이익률	-2.6%	0.6%	4.3%	15.6%	-146.0%	-68.6%	10.5%	15.4%	-8.9%	4.9%	-11.8%	13.3%
EBITDA	34.4	39.9	46.3	66.3	-28.3	-11.8	58.2	75.0	103.6	186.9	93.1	290.9
EBITDA 마진율	24.1%	26.3%	25.4%	38.5%	-61.3%	-16.4%	31.4%	33.1%	17.7%	28.8%	17.6%	32.0%
순이익(지배)	5.9	33.4	-30.7	73.6	-60.3	-40.3	14.7	27.2	-29.7	82.2	-58.7	90.5
순이익률(지배)	4.1%	22.0%	-16.8%	42.6%	-130.7%	-56.0%	7.9%	12.0%	-5.1%	12.6%	-11.1%	10.0%

자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 1Q24 실적: 캡티브 고객향 출하 부진에 따라 실적 쇼크 기록



자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK아이이테크놀로지 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, 천 주)

	비고
EBITDA(십억 원)	291
Multiple(배)	20
기업 가치(십억 원)	5,904
순차입금 (십억 원)	1,173
주식 수	71,298
적정 주가(원)	66,358
목표 주가(원)	66,000
현재 주가(원)	63,600
상승 여력	3.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	604	586	650	530	909
매출총이익	192	57	153	66	317
영업이익	89	-52	32	-62	121
EBITDA	207	104	187	93	291
순이자손익	-8	2	-8	-11	-13
외화관련손익	20	-15	64	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	112	-35	99	-71	113
당기순이익	95	-30	82	-59	91
지배주주순이익	95	-30	82	-59	91
<b>증가율(%)</b>					
매출액	28.7	-3.0	10.9	-18.4	71.4
영업이익	-28.8	적전	흑전	적전	흑전
EBITDA	5.2	-49.9	80.4	-50.2	212.4
순이익	8.2	적전	흑전	적전	흑전
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	31.8	9.7	23.6	12.5	34.8
영업이익률	14.8	-8.9	4.9	-11.8	13.3
EBITDA 이익률	34.3	17.7	28.8	17.6	32.0
세전이익률	18.5	-5.9	15.2	-13.3	12.5
순이익률	15.8	-5.1	12.6	-11.1	10.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	109	21	125	105	196
당기순이익	95	-30	82	-59	91
자산상각비	118	156	155	156	170
운전자본증감	-51	-69	2	8	-65
매출채권 감소(증가)	-36	-26	-25	-10	-114
재고자산 감소(증가)	-58	-19	-38	-8	-67
매입채무 증가(감소)	15	14	-3	25	116
투자현금흐름	-1,193	-83	-438	-297	-298
유형자산처분(취득)	-599	-752	-499	-300	-300
무형자산 감소(증가)	-4	-1	-4	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	668	70	9	9
재무현금흐름	1,111	291	372	50	100
차입금의 증가(감소)	224	291	372	50	100
자본의 증가(감소)	887	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	228	122	204	97	261
(-)운전자본증가(감소)	125	-54	90	-8	65
(-)설비투자	601	754	499	300	300
(+)자산매각	-2	1	-4	-2	-2
Free Cash Flow	-500	-577	-388	-197	-106
(-)기타투자	515	121	-86	4	4
잉여현금	-1,016	-698	-302	-201	-110
NOPLAT	76	-38	27	-45	97
(+) Dep	118	156	155	156	170
(-)운전자본투자	125	-54	90	-8	65
(-)Capex	601	754	499	300	300
OpFCF	-532	-583	-407	-182	-98

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,239	853	894	761	932
현금성자산	984	557	556	405	395
매출채권	123	139	171	181	295
재고자산	92	113	151	159	225
비유동자산	1,945	2,644	3,189	3,340	3,477
투자자산	43	71	105	109	113
유형자산	1,886	2,561	3,073	3,218	3,348
무형자산	17	12	11	14	16
자산총계	3,185	3,497	4,084	4,101	4,409
유동부채	501	452	718	744	860
매입채무	180	273	224	249	365
유동성이자부채	307	163	477	477	477
비유동부채	467	870	954	1,005	1,105
비유동이자부채	466	869	941	991	1,091
부채총계	968	1,323	1,672	1,748	1,966
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,897	1,897	1,897
이익잉여금	247	217	297	238	329
자본조정	1	-10	146	146	146
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,216	2,175	2,412	2,353	2,443

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,337	-416	1,152	-824	1,270
BPS	31,084	30,501	33,825	33,002	34,271
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,195	1,717	2,860	1,365	3,656
ROA(%)	3.7	-0.9	2.2	-1.4	2.1
ROE(%)	5.6	-1.4	3.6	-2.5	3.8
ROIC(%)	4.5	-1.6	0.9	-1.4	2.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	125.6	-127.3	68.5	-77.2	50.1
PBR	5.4	1.7	2.3	1.9	1.9
PSR	19.8	6.5	8.7	8.6	5.0
PCR	52.6	30.9	27.6	46.6	17.4
EV/EBITDA	56.9	41.0	34.7	60.1	19.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	43.7	60.8	69.3	74.3	80.4
Net debt/Equity	-9.6	21.8	35.7	45.2	48.0
Net debt/EBITDA	-102.4	458.1	460.8	1,141.6	403.4
유동비율	247.4	188.6	124.6	102.4	108.4
이자보상배율(배)	5.6	n/a	1.6	n/a	5.5
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	66.1	80.8	83.2	86.9	87.7
현금+투자자산	33.9	19.2	16.8	13.1	12.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	25.8	32.2	37.0	38.4	39.1
자기자본	74.2	67.8	63.0	61.6	60.9

[ Compliance Notice ]

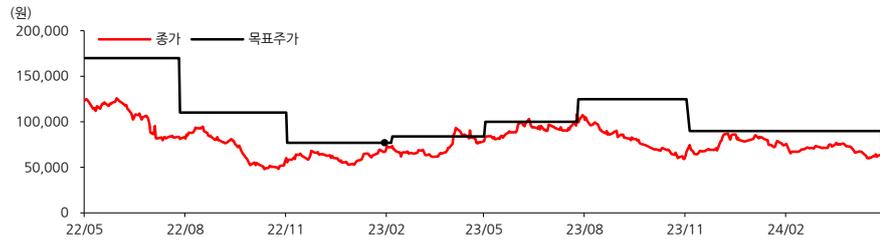
(공표일: 2024년 04월 30일)

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 ]



[ 투자이전 변동 내역 ]

일시	2022.07.28	2022.11.03	2023.02.07	2023.05.03	2023.05.16	2023.07.27
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	77,000	84,000	100,000	100,000	125,000
일시	2023.11.02	2023.11.06	2024.01.24	2024.02.05	2024.04.30	
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	
목표가격	125,000	90,000	90,000	90,000	66,000	

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-8.64	8.60
2023.07.27	Buy	125,000	-35.11	-14.16
2023.11.06	Buy	90,000	-18.83	-3.33
2024.04.30	Hold	66,000		

[ 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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자이전 ]

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: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%