



SK아이이테크놀로지 (361610)

Captive 고객 회복도 필요

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 27,000원

현재 주가(2/6)	23,700원
상승여력	▲13.9%
시가총액	16,898억원
발행주식수	71,298천주
52 주 최고가 / 최저가	76,800 / 21,700원
90 일 일평균 거래대금	46.28억원
외국인 지분율	7.1%

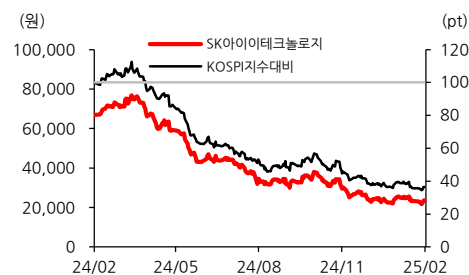
주주 구성	
SK 이노베이션 (외 6 인)	61.2%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
SK 아이이테크놀로지우리사주	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.8	-22.5	-31.2	-63.8
상대수익률(KOSPI)	-7.7	-21.5	-31.8	-62.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	650	218	396	628
영업이익	32	-291	-122	25
EBITDA	187	-135	34	177
지배주주순이익	82	-247	-104	13
EPS	1,152	-3,459	-1,464	184
순차입금	861	1,294	1,395	1,154
PER	68.5	-21.7	-16.2	128.9
PBR	2.3	2.5	0.8	0.8
EV/EBITDA	34.7	-49.3	90.9	16.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	3.6	-10.8	-4.9	0.6

주가 추이



SK 아이이테크놀로지는 가동률 저하로 인한 대규모 적자가 지속되고 있습니다. 1H25 내 신규 고객향 출하가 가시화된 점은 긍정적이나, 빠른 실적 회복을 위해서는 Captive 고객 수요 회복도 중요합니다.

4분기: 재고평가손실로 적자 폭 확대

동사의 4분기 실적은 매출액 593억 원, 영업적자 919억 원으로 적자 폭이 확대됐다. 300억 원의 일회성 비용(불용재고 폐기 등)이 반영됐기 때문이다. 분리막 출하량은 0.7억㎡로 QoQ +12% 증가했으나, 여전히 2024년 평균(1.8억㎡)에는 못 미치는 수치다. Captive 고객향 출하 부진이 지속되며 전사 가동률은 20%를 하회하는 수준이다.

고객사 다각화 기대되나 Captive 고객 회복도 필요

동사의 1분기 실적은 매출액 668억 원, 영업적자 514억 원을 전망한다. 분리막 판매량은 0.8억㎡로 QoQ +14% 증가할 것으로 예상된다. 일회성 비용이 제외돼도 큰 폭의 수익성 개선은 제한적이다. 하반기부터 본격적인 출하 회복이 기대되나, 흑자전환 시점은 1H26에나 가능할 것으로 판단한다.

기다리던 신규 고객향 출하가 가시화되고 있다. 1H25 국내 최대 배터리 업체 및 북미 최대 EV 업체로 출하가 시작될 것으로 기대된다. 더 불어 지난 2월 5일 각형 LFP 배터리용 분리막 수주(5년간 2,914억 원 공급 계약)를 공시했다. 4Q24 ASP로 역산하면 연 0.7억㎡에 달하는 물량이며, 전방 시장이 크게 확대될 수 있는 LFP 배터리향 수주라는 점에서 의미가 크다. 향후 Captive 고객 의존도가 낮아지며 실적 변동성도 완화될 것으로 기대된다. 그러나 여전히 Captive 고객 비중이 74%에 달하고, 2025년에는 Captive 고객향 기저효과가 예상되는 만큼 빠른 실적 회복을 위해서는 Captive 고객 수요 회복세에 주목해야 한다.

목표주가 27,000원으로 하향, 목표주가 BUY 유지

동사는 2025년 출하량 가이드선으로 YoY +70~100%를 제시했다. Captive 고객 수요 불확실성에 따라 범위가 넓다. 2025년 하반기 신규 고객향 출하와 Captive 고객의 re-stocking 수요가 더해지면 연말 흑자전환도 가능할 것으로 추정되기에 향후 수요 증가세 확인하며 접근할 것을 추천한다.

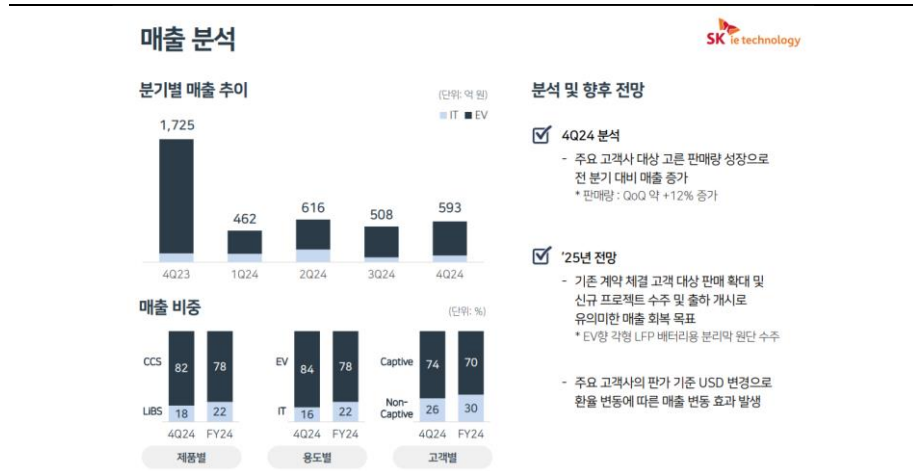
[표1] SK 아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	46.2	61.7	50.8	59.3	66.8	77.6	100.3	151.4	649.6	217.9	396.1	628.4
영업이익	-67.4	-58.7	-73.0	-91.9	-51.4	-42.2	-25.8	-3.1	32.0	-291.0	-122.5	25.4
영업이익률	-146.0%	-95.1%	-143.8%	-155.1%	-77.0%	-54.4%	-25.7%	-2.0%	4.9%	-133.6%	-30.9%	4.0%
EBITDA	-28.3	-19.5	-34.8	-53.7	-12.8	-3.2	13.6	36.5	186.9	-136.3	33.9	176.6
EBITDA 마진율	-61.4%	-31.6%	-68.5%	-90.6%	-19.2%	-4.2%	13.5%	24.1%	28.8%	-62.6%	8.6%	28.1%
순이익(지배)	-62.5	-48.0	-36.1	-100.0	-42.7	-35.4	-22.2	-4.1	82.2	-246.6	-104.4	13.1
순이익률(지배)	-135.4%	-77.8%	-71.1%	-168.8%	-64.0%	-45.6%	-22.1%	-2.7%	12.6%	-113.2%	-26.3%	2.1%

자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 4Q24 실적 분석 및 2025년 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 아이이테크놀로지 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, 천 주)

	비고
EBITDA(십억 원)	177
Multiple(배)	17
기업 가치(십억 원)	3,072
순차입금 (십억 원)	1,154
주식 수	71,298
적정 주가(원)	26,904
목표 주가(원)	27,000
현재 주가(원)	23,700
상승 여력	13.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	586	650	218	396	628
매출총이익	57	153	-162	7	231
영업이익	-52	32	-291	-122	25
EBITDA	104	187	-135	34	177
순이자손익	2	-8	-13	-16	-16
외화관련손익	-15	64	40	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-35	99	-313	-130	16
당기순이익	-30	82	-247	-104	13
지배주주순이익	-30	82	-247	-104	13
증가율(%)					
매출액	n/a	10.9	-66.5	81.8	58.7
영업이익	n/a	흑전	적전	적지	흑전
EBITDA	n/a	80.4	적전	흑전	420.3
순이익	n/a	흑전	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	9.7	23.6	-74.3	1.8	36.8
영업이익률	-8.9	4.9	-133.6	-30.9	4.0
EBITDA 이익률	17.7	28.8	-62.0	8.6	28.1
세전이익률	-5.9	15.2	-143.8	-32.9	2.5
순이익률	-5.1	12.6	-113.2	-26.3	2.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
영업현금흐름	21	125	-114	15	129
당기순이익	-30	82	-247	-104	13
자산상각비	156	155	156	156	151
운전자본증감	-69	2	132	-37	-36
매출채권 감소(증가)	-26	-25	130	-68	-58
재고자산 감소(증가)	-19	-38	101	-46	-23
매입채무 증가(감소)	14	-3	-67	77	45
투자현금흐름	-83	-438	-288	-100	-22
유형자산처분(취득)	-752	-499	-279	-110	-15
무형자산 감소(증가)	-1	-4	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	668	70	3	17	0
재무현금흐름	291	372	127	100	135
차입금의 증가(감소)	291	372	127	100	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	135
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	122	204	-212	53	165
(-)운전자본증가(감소)	-54	90	-59	37	36
(-)설비투자	754	499	279	110	15
(+)자산매각	1	-4	0	-1	-1
Free Cash Flow	-577	-388	-432	-96	113
(-)기타투자	121	-86	-62	6	6
잉여현금	-698	-302	-370	-102	107
NOPLAT	-38	27	-211	-89	21
(+) Dep	156	155	156	156	151
(-)운전자본투자	-54	90	-59	37	36
(-)Capex	754	499	279	110	15
OpFCF	-583	-407	-275	-80	121

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
유동자산	853	894	391	504	827
현금성자산	557	556	286	285	526
매출채권	139	171	47	115	173
재고자산	113	151	41	88	110
비유동자산	2,644	3,189	3,432	3,393	3,264
투자자산	71	105	149	154	160
유형자산	2,561	3,073	3,276	3,229	3,093
무형자산	12	11	8	9	10
자산총계	3,497	4,084	3,824	3,897	4,091
유동부채	452	718	220	298	343
매입채무	273	224	65	142	187
유동성이자부채	163	477	153	153	153
비유동부채	870	954	1,442	1,542	1,543
비유동이자부채	869	941	1,427	1,527	1,527
부채총계	1,323	1,672	1,662	1,840	1,886
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	1,897	1,897	1,898	1,898	1,898
이익잉여금	217	297	50	-55	-41
자본조정	-10	146	143	143	278
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,175	2,412	2,162	2,057	2,205

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024P	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-416	1,152	-3,459	-1,464	184
BPS	30,501	33,825	30,318	28,854	30,932
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,717	2,860	-2,971	738	2,313
ROA(%)	-0.9	2.2	-6.2	-2.7	0.3
ROE(%)	-1.4	3.6	-10.8	-4.9	0.6
ROIC(%)	-1.6	0.9	-6.3	-2.6	0.6
Multiples(x, %)					
PER	-127.3	68.5	-21.7	-16.2	128.9
PBR	1.7	2.3	2.5	0.8	0.8
PSR	6.5	8.7	24.6	4.3	2.7
PCR	30.9	27.6	-25.3	32.1	10.2
EV/EBITDA	41.0	34.7	-49.3	90.9	16.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	60.8	69.3	76.9	89.4	85.5
Net debt/Equity	21.8	35.7	59.8	67.8	52.3
Net debt/EBITDA	458.1	460.8	-957.7	4,111.7	653.4
유동비율	188.6	124.6	177.5	169.4	241.3
이자보상배율(배)	n/a	1.6	n/a	n/a	0.9
자산구조(%)					
투하자본	80.8	83.2	88.8	88.7	83.0
현금+투자자산	19.2	16.8	11.2	11.3	17.0
자본구조(%)					
차입금	32.2	37.0	42.2	45.0	43.2
자기자본	67.8	63.0	57.8	55.0	56.8

[Compliance Notice]

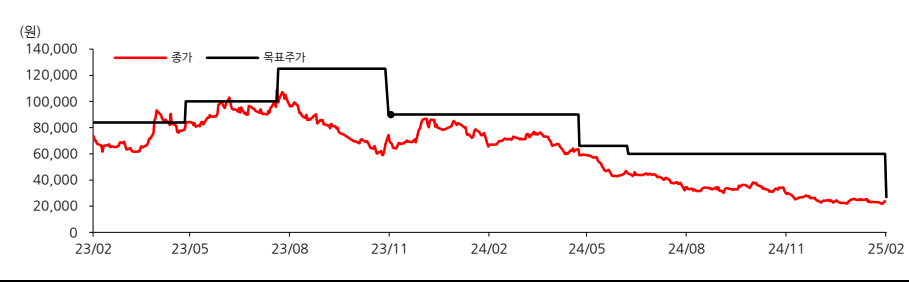
(공표일: 2025년 02월 07일)

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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK아이이테크놀로지 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2023.02.07	2023.05.03	2023.05.16	2023.07.27	2023.11.02	2023.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	84,000	100,000	100,000	125,000	125,000	90,000
일시	2024.01.24	2024.02.05	2024.04.30	2024.06.14	2025.02.07	
투자의견	Buy	Buy	Hold	Buy	Buy	
목표가격	90,000	90,000	66,000	60,000	27,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-23.32	-10.00
2024.06.14	Buy	60,000	-46.22	-23.08
2025.02.07	Buy	27,000		

[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: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%