



SK아이이테크놀로지 (361610)

수익성 개선 시점 지연

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

Hold (하향)

목표주가(하향): 26,000원

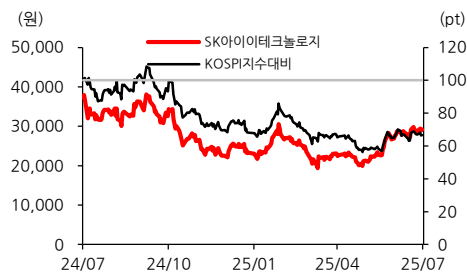
현재 주가(7/30)	29,200원
상승여력	▼ 11.0%
시가총액	20,819억원
발행주식수	71,298천주
52 주 최고가 / 최저가	38,450 / 19,400원
90 일 일평균 거래대금	39.86억원
외국인 지분율	6.8%
주주 구성	
SK 이노베이션 (외 5 인)	61.2%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
SK 아이이테크놀로지우리사주	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.6	30.1	25.3	-21.3
상대수익률(KOSPI)	2.6	2.8	-3.0	-40.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	648	218	320	457
영업이익	50	-291	-220	-114
EBITDA	205	-135	-71	53
지배주주순이익	82	-247	-109	-82
EPS	1,152	-3,459	-1,446	-1,003
순차입금	861	1,387	1,321	1,246
PER	68.5	-6.5	-20.2	-29.1
PBR	2.3	0.7	0.9	1.0
EV/EBITDA	31.6	-22.3	-47.9	62.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	3.6	-10.4	-4.5	-3.3

주가 추이



2분기: 출하량 급증했으나, 수익성 개선은 제한적

동사의 2분기 실적은 매출액 827억 원, 영업적자 537억 원을 기록했다. Captive 고객을 중심으로 출하량이 QoQ +60% 증가했으나, 평가 하락으로 수익성 개선은 제한적이었다. 전방 산업이 부진한 상황에서 중국의 저가 분리막도 과잉 공급되다 보니 가동률 상승을 위해 평가 하락을 피할 수 없었다.

3분기: Captive향 견조한 수요 이어지나 적자도 지속

동사의 3분기 실적으로 매출액 881억 원, 영업적자 128억 원을 전망한다. Captive 고객향으로 출하량은 유지될 것으로 예상되지만, OBBB 법안 통과 이후 북미 중심으로 불확실성은 높아졌다. 낮아진 평가로 인해 수익성 개선도 제한적일 전망이다. 동사는 2023년 약 7억㎡의 분리막을 판매하여 7.8%의 영업이익률을 기록했다, 최근 낮아진 평가와 높아진 고정비 하에 10억㎡의 판매는 확보해야 BEP를 달성할 수 있을 것으로 추정된다. 2025년 동사의 분리막 판매량은 4.7억㎡로 전망한다.

3,000억 원 제3자 배정 유상증자 발표

동사는 7월 30일 FI 투자자 대상 제3자 배정 방식으로 3,000억 원의 유상증자(증자 비율 14.7%)를 발표했다. 1) 운영자금과 2) R&D 역량 강화를 위해 사용될 계획이다. 동사는 동종 업체 대비 재무 구조가 안정적(2Q25 부채비율 75%)이나, 1) 대규모 적자 지속에 따른 부담과 2) 전방 산업 부진에 따라 선제적으로 유동성을 확보하려는 목적이다.

투자의견 Hold, 목표주가 26,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견을 Hold로 하향한다. 유상증자에 따른 지분율 희석을 고려했으나, 그보다 흑자전환 시점이 요원한 점이 더 큰 문제다. 유럽과 미국의 탈중국 움직임으로 인해 동사도 2025년부터 빠르게 고객사 다변화가 이루어지고 있으나, BEP 수준인 10억㎡ 판매를 달성하기 위해서는 시간이 필요하다. 이에 따라 동사는 유상증자 및 비핵심 자산(청주공장/FCW 사업) 유동화를 통해 재무 건전성을 갖추면서 시간을 벌 체력을 확보하려는 있는 모습이다. 향후 고객사 다변화를 통한 출하 확대와 유럽/미국의 탈중국 전략으로 인한 평가 합의가 원만히 이루어지길 기대해 본다.

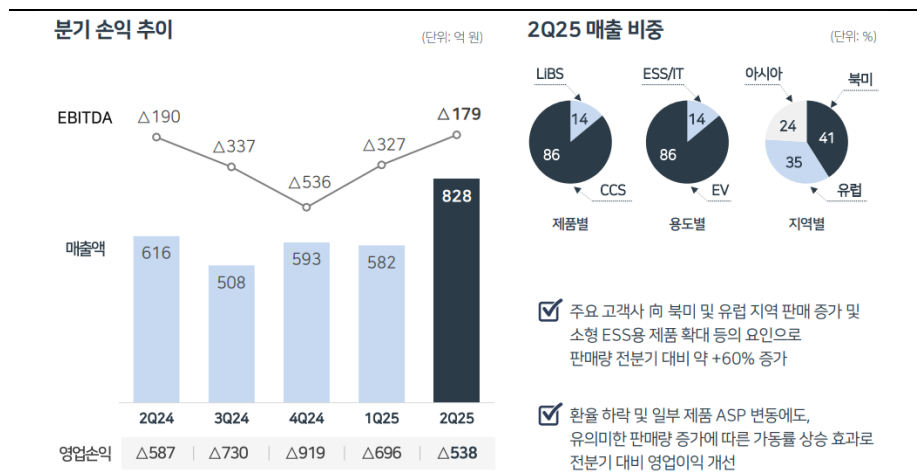
[표1] SK아이이테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	46.2	61.7	50.8	59.3	58.2	82.7	88.1	90.9	648.3	217.9	319.9	456.7
영업이익	-67.4	-58.7	-73.0	-91.9	-69.6	-53.7	-50.6	-46.5	50.1	-291.0	-220.5	-114.4
영업이익률	-146.0%	-95.1%	-143.8%	-155.1%	-119.6%	-64.9%	-57.5%	-51.2%	7.7%	-133.6%	-68.9%	-25.1%
EBITDA	-28.3	-19.5	-34.8	-53.7	-34.0	-17.9	-12.8	-7.1	205.0	-136.5	-71.7	53.0
EBITDA 마진율	-61.4%	-31.6%	-68.5%	-90.6%	-58.3%	-21.6%	-14.5%	-7.8%	31.6%	-62.7%	-22.4%	11.6%
순이익(지배)	-62.5	-48.0	-36.1	-100.1	-21.7	-19.0	-37.7	-30.8	82.2	-246.6	-109.2	-82.0
순이익률(지배)	-135.4%	-77.8%	-71.1%	-168.9%	-37.2%	-23.0%	-42.8%	-33.9%	12.7%	-113.2%	-34.1%	-18.0%

자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 4Q24 실적 분석 및 2025년 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK아이이테크놀로지 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, 천 주)

	비고
EBITDA(십억 원)	177
Multiple(배)	17
기업 가치(십억 원)	3,326
순차입금 (십억 원)	1,167
주식 수	81,787
적정 주가(원)	26,394
목표 주가(원)	26,000
현재 주가(원)	29,200
상승 여력	-11.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	586	648	218	320	457
매출총이익	57	157	-162	-103	53
영업이익	-52	50	-291	-220	-114
EBITDA	104	205	-135	-71	53
순이자손익	2	-8	-14	-18	-19
외화관련손익	-15	64	-25	55	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-35	117	-313	-169	-103
당기순이익	-30	82	-247	-109	-82
지배주주순이익	-30	82	-247	-109	-82
증가율(%)					
매출액	-3.0	10.7	-66.4	46.8	42.7
영업이익	적전	흑전	적전	적지	적지
EBITDA	-49.9	97.9	적전	적지	흑전
순이익	적전	흑전	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	9.7	24.2	-74.3	-32.3	11.6
영업이익률	-8.9	7.7	-133.6	-68.9	-25.1
EBITDA 이익률	17.7	31.6	-61.8	-22.2	11.6
세전이익률	-5.9	18.0	-143.8	-52.9	-22.5
순이익률	-5.1	12.7	-113.2	-34.1	-18.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	21	125	-87	-117	128
당기순이익	-30	82	-247	-109	-82
자산상각비	156	155	156	149	167
운전자본증감	-69	2	45	2	43
매출채권 감소(증가)	-26	-25	121	-37	54
재고자산 감소(증가)	-19	-38	0	67	-23
매입채무 증가(감소)	14	-3	-17	-39	12
투자현금흐름	-83	-438	-333	-92	-55
유형자산처분(취득)	-752	-499	-313	-80	-45
무형자산 감소(증가)	-1	-4	0	0	0
투자자산 감소(증가)	668	70	-10	-6	-1
재무현금흐름	291	372	148	340	0
차입금의 증가(감소)	291	372	148	40	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	300	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	122	204	-95	-113	86
(-)운전자본증가(감소)	-54	90	23	26	-43
(-)설비투자	754	499	314	80	45
(+)자산매각	1	-4	0	0	0
Free Cash Flow	-577	-388	-432	-219	83
(-)기타투자	121	-86	-59	-22	9
잉여현금	-698	-302	-373	-197	75
NOPLAT	-38	41	-211	-160	-83
(+) Dep	156	155	156	149	167
(-)운전자본투자	-54	90	23	26	-43
(-)Capex	754	499	314	80	45
OpFCF	-583	-392	-391	-117	82

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	853	894	550	638	682
현금성자산	557	556	324	445	520
매출채권	139	171	66	111	57
재고자산	113	151	140	70	92
비유동자산	2,644	3,189	3,600	3,699	3,585
투자자산	71	105	186	218	227
유형자산	2,561	3,073	3,407	3,475	3,352
무형자산	12	11	7	6	6
자산총계	3,497	4,084	4,150	4,336	4,267
유동부채	452	718	928	986	998
매입채무	273	224	105	45	57
유동성이자부채	163	477	822	939	939
비유동부채	870	954	898	836	836
비유동이자부채	869	941	889	827	827
부채총계	1,323	1,672	1,826	1,822	1,834
자본금	71	71	71	82	82
자본잉여금	1,897	1,897	1,898	2,188	2,188
이익잉여금	217	297	50	-60	-142
자본조정	-10	146	305	305	305
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,175	2,412	2,325	2,515	2,433

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-416	1,152	-3,459	-1,446	-1,003
BPS	30,501	33,825	32,604	30,746	29,743
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,717	2,860	-1,339	-1,498	1,049
ROA(%)	-0.9	2.2	-6.0	-2.6	-1.9
ROE(%)	-1.4	3.6	-10.4	-4.5	-3.3
ROIC(%)	-1.6	1.4	-6.0	-4.2	-2.2
Multiples(x, %)					
PER	-127.3	68.5	-6.5	-20.2	-29.1
PBR	1.7	2.3	0.7	0.9	1.0
PSR	6.5	8.7	7.4	6.9	5.2
PCR	30.9	27.6	-16.8	-19.5	27.8
EV/EBITDA	41.0	31.6	-22.3	-47.9	62.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	60.8	69.3	78.5	72.4	75.4
Net debt/Equity	21.8	35.7	59.7	52.5	51.2
Net debt/EBITDA	458.1	420.1	-1,030.9	-1,859.3	2,350.7
유동비율	188.6	124.6	59.3	64.7	68.3
이자보상배율(배)	n/a	2.6	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	80.8	83.2	87.9	85.2	83.1
현금+투자자산	19.2	16.8	12.1	14.8	16.9
자본구조(%)					
차입금	32.2	37.0	42.4	41.3	42.1
자기자본	67.8	63.0	57.6	58.7	57.9

[Compliance Notice]

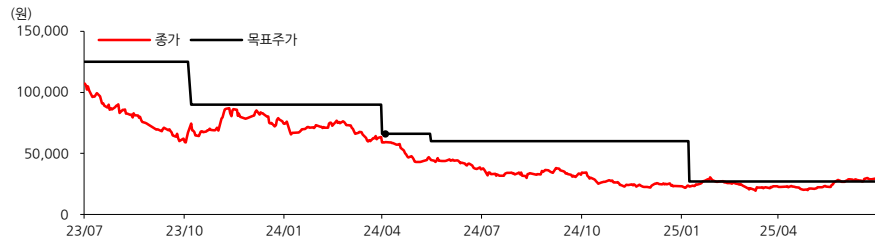
(공표일: 2025년 07월 31일)

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]

일시	2023.11.02	2023.11.06	2024.01.24	2024.02.05	2024.04.30	2024.06.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Buy
목표가격	125,000	90,000	90,000	90,000	66,000	60,000
일시	2025.02.07	2025.07.31				
투자의견	Buy	Hold				
목표가격	27,000	26,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-8.57	13.15
2025.07.31	Hold	26,000		

[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: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%