

2024.08.01

# SK아이이테크놀로지

## (361610)

### 실적 부진의 장기화

#### 전방 시장 수요 둔화에 따른 실적 부진 2Q24에도 지속

동사의 2Q24 실적은 매출액 617억원(-59% YoY, +34% QoQ), 영업이익 -587억원(적자전환 YoY, 적자지속 QoQ)으로 시장기대치(매출액 707억원, 영업이익 -421억원)을 하회하며 부진했다. 주력 고객사인 SK온을 중심으로 분리막 출하량이 전분기 대비 약 30% 늘면서 매출이 증가했지만 낮은 가동률에 따른 고정비 부담으로 손익 개선폭은 제한적이었다. 하반기 분리막 판매량은 상반기 대비 회복세를 나타낼 것으로 예상되나 북미, 유럽 전기차 시장 수요 성장 둔화의 회복 시점 지연, 11월 예정인 미국 대선 등 불확실성이 존재한다. 또한 매출 증가에도 불구하고 과잉재고 우선 소진으로 인해 가동률 회복과 수익성 개선은 제한적일 전망이다. 그러나 7월부터 북미 1위 전기차 고객사인 SK온 출하가 시작되었다는 점은 긍정적이다. 아직까지 이들의 배터리 셀 내재화 캐파 규모가 크지 않아 수요 증가폭에 대한 기대감은 높지 않지만 중장기적인 측면에서 고객사 다변화를 통해 물량을 확보해 나갈 수 있을 것으로 보인다.

#### 실적 정상화를 논하기에는 아직 이른 시점

최근 전기차 시장은 ① 일부 국가들의 전기차 구매 보조금 축소, ② 전 세계 고금리 기조 장기화와 경제 불확실성, ③ 내연 기관 대비 높은 차량 가격, ④ 충전의 불편함에 따른 소비자 선호도 변화(BEV→PHEV, HEV) 등 여러 가지 요인들이 복합적으로 작용하면서 수요가 급격히 둔화되었다. 특히 많은 완성차 업체들은 전기차 가격을 낮추기 위해 2025년부터 보급형 신차 라인업에 LFP 배터리 채택을 확대할 계획이다. 향후 전기차 배터리 시장이 커질 것은 분명하나 습식 분리막의 삼원계와 건식 분리막의 LFP 배터리간 점유율 경쟁이 치열해지고 있는 것이다. 특히 유럽 OEM 출하 비중이 높아 부진을 면치 못하고 있는 캡티브 고객사인 SK온 매출 비중이 절대적으로 높다는 점도 동사 실적에 부담으로 작용하고 있다. 대외적인 환경의 불확실성이 커 현재 증설 중인 폴란드 Ph2 공장 가동 시점도 예측하기 어렵다. 고정비 부담이 높은 분리막 사업 특성상 동사 실적의 정상화는 시간이 필요할 것으로 판단되어 중장기 실적 전망치를 낮췄다.

#### 현 주가에서 상승 여력 제한적, 투자의견 Hold로 하향

동사에 대한 목표주가를 37,000원으로 조정하고 투자의견을 Hold로 하향한다. 목표주가는 분리막 사업이 설비 감가상각비 부담이 크다는 점을 고려해 2026년 예상 EBITDA에 2026~2028년 전 세계, 북미 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균에 PEG 1.0을 반영해 50% 할인하여 EV/EBITDA 12.5배를 적용해 산출했다. 미국 IRA 세무 조항에서 분리막이 배터리 부품에 포함되면서 중국산 분리막 수요가 점차 국내 업체들로 빠르게 이동할 것이라는 기대감이 커지고 있다. 이로 인해 북미 내 분리막 수요는 점차 국내 업체들로 집중될 가능성이 높다. 다만 실질적인 수혜는 2028년경부터 나타날 전망이다. 미국 대선 결과에 따른 변수도 존재한다. 이를 고려할 때 2026년 예상 실적 기준 P/E 63.7배, EV/EBITDA 13.4배 수준의 멀티플이 반영된 현 주가의 상승 매력도는 높지 않다고 판단된다.



#### Company Brief

### Hold (Downgrade)

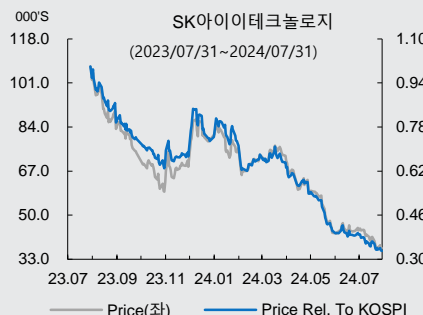
목표주가(12M)	37,000원(하향)
증가(2024.07.31)	37,300원
상승여력	-0.8%

#### Stock Indicator

자본금	71십억원
발행주식수	7,130만주
시가총액	2,659십억원
외국인지분율	10.4%
52주 주가	37,100~107,300원
60일평균거래량	268,559주
60일평균거래대금	12.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.4	-36.9	-49.7	-65.2
상대수익률	-14.4	-39.8	-60.7	-70.5

#### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	650	320	742	1,223
영업이익(십억원)	32	-199	-9	63
순이익(십억원)	82	-174	-11	42
EPS(원)	1,152	-2,447	-149	586
BPS(원)	33,825	31,325	31,123	31,655
PER(배)	68.5			63.7
PBR(배)	2.3	1.2	1.2	1.2
ROE(%)	3.6	-7.5	-0.5	1.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	35.4	-	22.2	15.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@hi-ib.com

[IT RA]

손우성 2122-9785 useong@hi-ib.com

표1. SK아이이테크놀로지 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,430	1,518	1,822	1,725	462	617	916	1,201	6,496	3,195	7,422	12,233
YoY	7%	9%	35%	-3%	-68%	-59%	-50%	-30%	11%	-51%	132%	65%
QoQ	-19%	6%	20%	-5%	-73%	34%	48%	31%				
매출원가	1,174	1,241	1,432	1,114	797	911	869	869	4,961	3,447	4,230	6,934
매출총이익	256	277	390	611	-335	-295	47	331	1,535	-251	3,192	5,300
매출총이익률	18%	18%	21%	35%	-73%	-48%	5%	28%	24%	-8%	43%	43%
판매비 및 관리비	293	268	311	342	339	292	514	592	1,214	1,737	3,278	4,665
판매비율	20%	18%	17%	20%	73%	47%	56%	49%	19%	54%	44%	38%
영업이익	-37	9	79	269	-674	-587	-467	-261	320	-1,989	-86	635
영업이익률	-3%	1%	4%	16%	-146%	-95%	-51%	-22%	5%	-62%	-1%	5%
YoY	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자지속	적자전환	적자전환	적자전환	흑자전환	적자전환	적자지속	흑자전환
QoQ	적자지속	흑자전환	754%	241%	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속				
EBITDA	344	399	463	663	-283	-190	-66	140	1,869	-399	1,862	3,234
EBITDA margin	24%	26%	25%	38%	-61%	-31%	-7%	12%	29%	-12%	25%	26%
세전이익	66	204	-275	992	-725	-625	-466	-248	987	-2,064	-127	496
순이익	59	334	-307	736	-625	-480	-339	-301	822	-1,745	-107	418
순이익률	4%	22%	-17%	43%	-135%	-78%	-37%	-25%	13%	-55%	-1%	3%
YoY	-22%	흑자전환	적자지속	672%	적자전환	적자전환	적자지속	적자전환	흑자전환	적자전환	적자지속	흑자전환
QoQ	-38%	467%	적자전환	흑자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속				

자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림1. SK아이이테크놀로지 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망

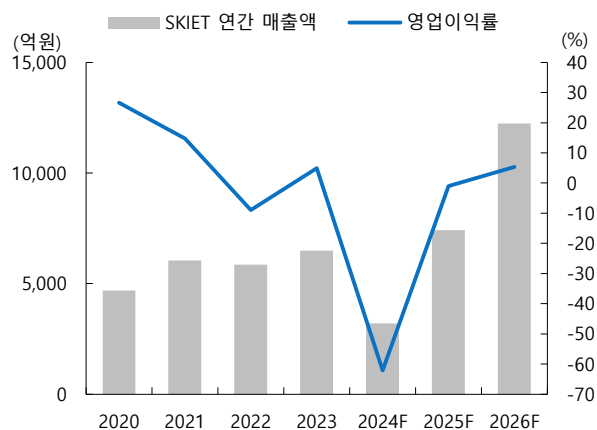


그림2. SK아이이테크놀로지 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망

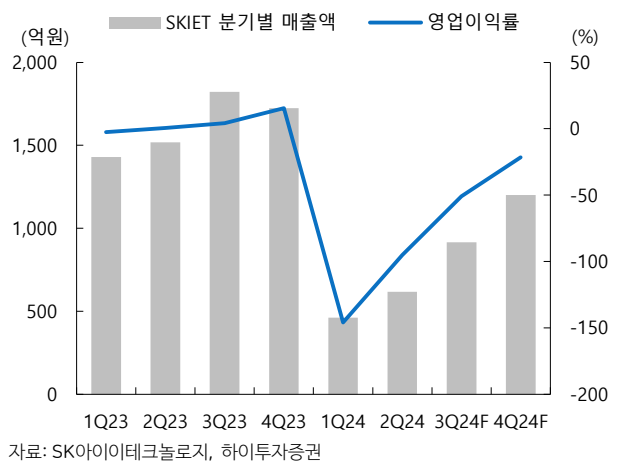
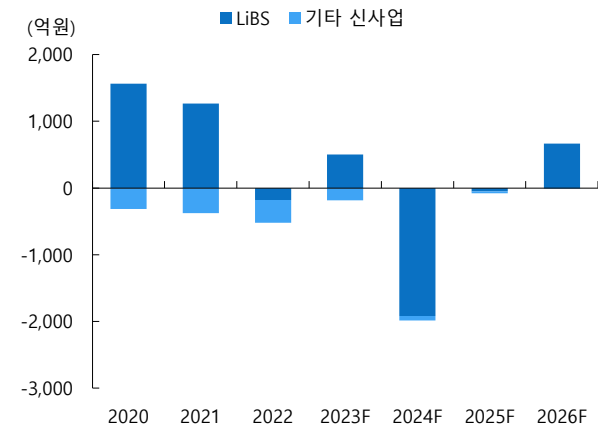
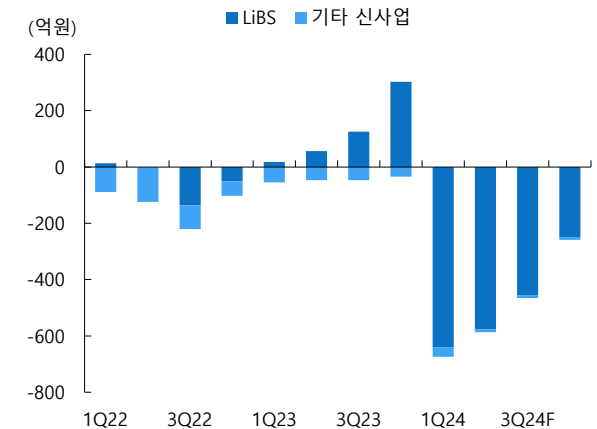


그림3. SK아이이테크놀로지 사업부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



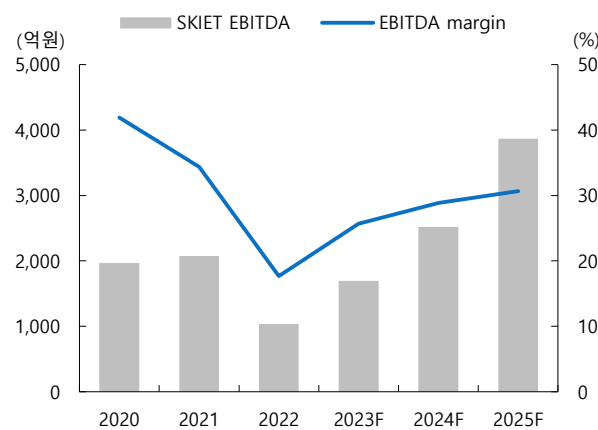
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림4. SK아이이테크놀로지 사업부문별 분기 영업이익 추이 및 전망



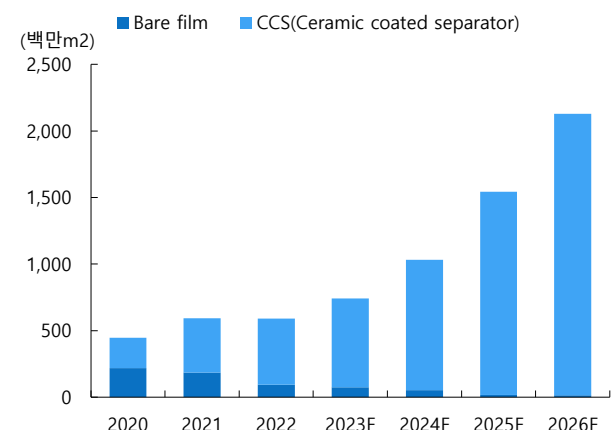
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림5. SK아이이테크놀로지 연간 EBITDA 추이 및 전망



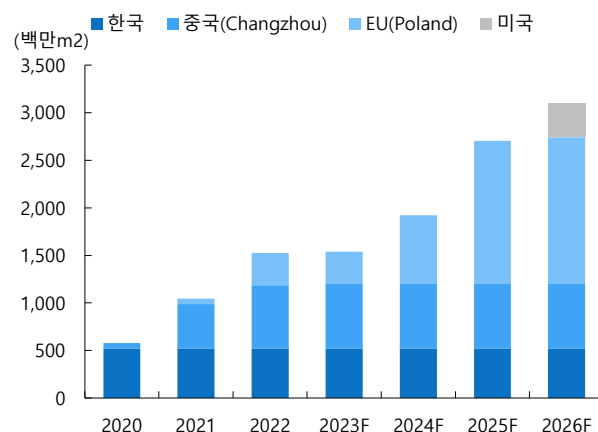
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림6. SK아이이테크놀로지 연간 분리막 출하면적 추이 및 전망



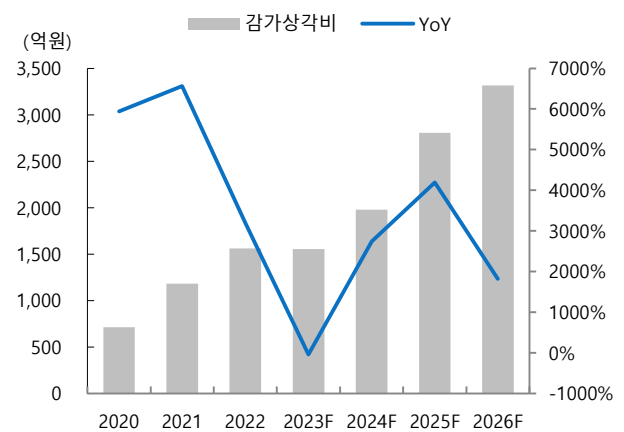
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림7. SK아이이테크놀로지 연간 분리막 Capa. 추이 및 전망



자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림8. SK아이이테크놀로지 연간 감가상각비 추이 및 전망



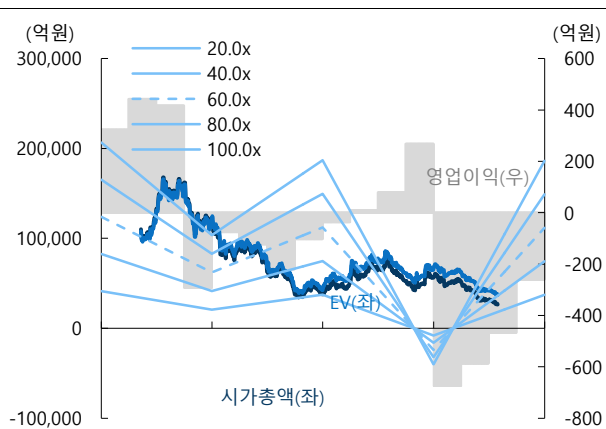
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

표2. SK아이이테크놀로지 목표주가 산출

	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	
EPS (원)	-416	1,152	-2,447	-149	586	1,462	
BPS (원)	30,501	33,825	31,325	31,123	31,655	33,064	
EBITDA (억원)	1,036	1,869	-399	1,862	3,234	3,683	
고점 P/E (배)	-115	94.2	-15.2				과거 평균: -
평균 P/E (배)	-231	68.3	-24.9				과거 평균: -
저점 P/E (배)	-404	46.0	-34.8				과거 평균: -
고점 P/B (배)	5.5	3.2	2.7				과거 평균: 4.8
평균 P/B (배)	3.2	2.3	1.9				과거 평균: 3.3
저점 P/B (배)	1.6	1.6	1.2				과거 평균: 2.2
고점 EV/EBITDA (배)	120.2	46.0	-93.3				과거 평균: -
평균 EV/EBITDA (배)	70.9	34.6	-136				과거 평균: -
저점 EV/EBITDA (배)	37.7	24.8	-179				과거 평균: -
ROE	-1.4%	3.6%	-7.5%	-0.5%	1.9%	4.5%	지배주주순이익 기준
적용 EBITDA (억원)			3,234				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)			40,423				
발행주식수 (천주)			71,298				
적정주가 (원)			36,836				
목표주가 (원)			37,000				27년 예상 실적 기준 P/E 23.9배
전일 종가 (원)			37,300				27년 예상 실적 기준 P/E 25.5배
상승 여력			-0.8%				

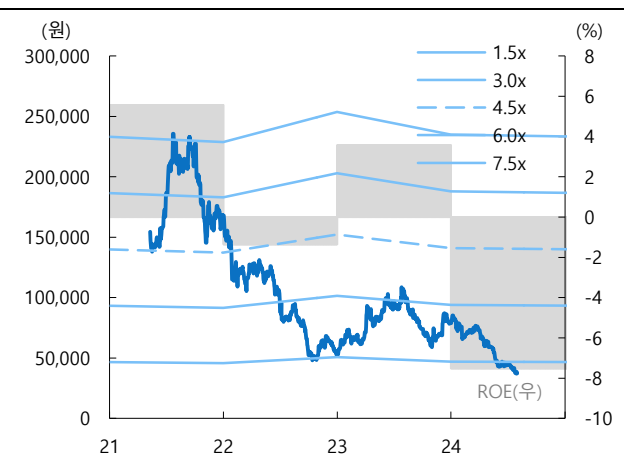
자료: SK아이이테크놀로지, 하이투자증권

그림9. SK아이이테크놀로지 12개월 Forward EV/EBITDA chart



자료: 하이투자증권

그림10. SK아이이테크놀로지 12개월 Forward P/B chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

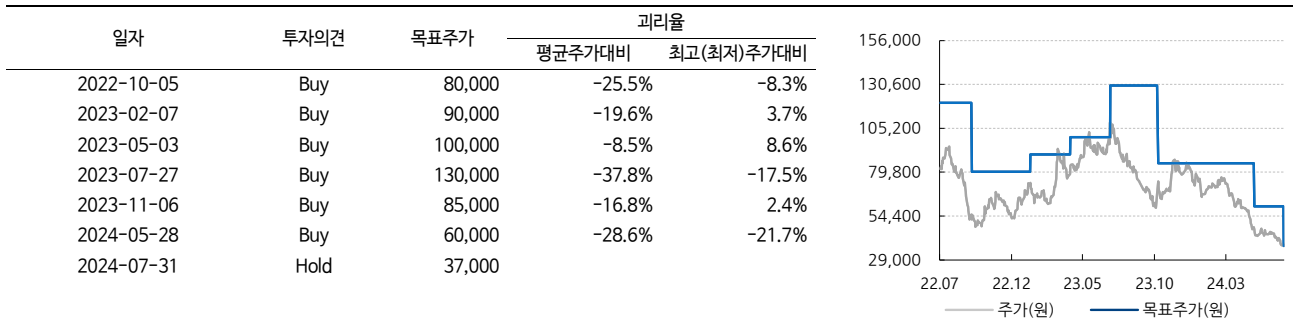
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	894	516	628	835	매출액	650	320	742	1,223
현금 및 현금성자산	538	335	263	280	증가율(%)	10.9	-50.8	132.3	64.8
단기금융자산	18	19	18	19	매출원가	496	345	423	693
매출채권	171	78	184	293	매출총이익	153	-25	319	530
재고자산	151	68	149	227	판매비와관리비	121	174	328	466
비유동자산	3,189	3,379	3,554	3,704	연구개발비	26	13	29	49
유형자산	3,073	3,279	3,448	3,598	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	9	8	8	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,084	3,894	4,183	4,539	영업이익	32	-199	-9	63
유동부채	718	407	409	428	증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전
매입채무	224	204	236	240	영업이익률(%)	4.9	-62.2	-1.2	5.2
단기차입금	106	106	106	106	이자수익	12	11	8	9
유동성장기부채	370	80	50	65	이자비용	20	24	26	33
비유동부채	954	1,254	1,554	1,854	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	8	16	12	14
장기차입금	941	1,241	1,541	1,841	세전계속사업이익	99	-206	-13	50
부채총계	1,672	1,661	1,964	2,282	법인세비용	17	-32	-2	8
지배주주지분	2,412	2,233	2,219	2,257	세전계속이익률(%)	15.2	-64.6	-1.7	4.1
자본금	71	71	71	71	당기순이익	82	-174	-11	42
자본잉여금	1,891	1,891	1,891	1,891	순이익률(%)	12.6	-54.6	-1.4	3.4
이익잉여금	-	-	-	-	지배주주귀속 순이익	82	-174	-11	42
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	154	-4	-4	-4
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	236	-178	-14	38
자본총계	2,412	2,233	2,219	2,257	지배주주귀속총포괄이익	236	-178	-14	38

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	125	121	12	50	주당지표 (원)				
당기순이익	82	-174	-11	42	EPS	1,152	-2,447	-149	586
유형자산감가상각비	149	154	191	210	BPS	33,825	31,325	31,123	31,655
무형자산상각비	2	2	2	1	CFPS	3,273	-260	2,544	3,547
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-438	-362	-361	-363	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-499	-360	-360	-360	PER	68.5			63.7
무형자산의 처분(취득)	4	3	3	3	PBR	2.3	1.2	1.2	1.2
금융상품의 증감	7	-203	-72	18	PCR	24.1	-143.5	14.7	10.5
재무활동 현금흐름	372	8	269	314	EV/EBITDA	35.4	-	22.2	15.9
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	3.6	-7.5	-0.5	1.9
자본의증감	84	300	300	300	EBITDA이익률	28.2	-13.4	24.7	22.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	69.3	74.4	88.5	101.1
현금및현금성자산의증감	76	-204	-71	17	순부채비율	35.7	48.1	63.8	75.9
기초현금및현금성자산	463	538	335	263	매출채권회전율(x)	4.2	2.6	5.7	5.1
기말현금및현금성자산	538	335	263	280	재고자산회전율(x)	4.9	2.9	6.9	6.5

자료 : SK아이이테크놀로지, 하이투자증권 리서치본부

SK아이이테크놀로지 투자이건 및 목표주가 변동추이



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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%