

SK아이이테크놀로지

(361610)

실적 바닥 지나고 있지만 주가 상승 여력 제한적

4Q24 판매량 증가에도 대규모 재고 관련 비용 발생으로 적자폭 확대

동사의 4Q24 실적은 매출액 593억원(-66% YoY, +17% QoQ), 영업이익 -919억원(적자전환 YoY, 적자지속 QoQ)으로 시장기대치(매출액 585억원, 영업이익 -833억원)를 하회했다. 주요 고객사들의 고른 주문 확대로 분리막 판매량이 전분기 대비 약 12% 증가한 것은 긍정적이었다. 그러나 판매량 확대와 운영비 절감 노력에도 불구하고 재고 감축을 위한 생산 가동률 하락으로 고정비 부담 증가와 대규모 재고 관련 일회성 비용(약 308억원)이 발생하면서 영업이익은 적자폭이 확대되었다.

흑자전환 시점 2026년으로 예상

지난해 분리막 시장은 북미, 유럽 전기차 수요 둔화로 인한 주요 배터리 셀 업체들의 재고 조정과 공급 과잉에 따른 분리막 업체들간의 경쟁 심화로 인해 어려운 업황을 거처왔다. 그러나 올해 상반기 이후 주요 고객사들의 분리막 재고가 상당히 소진될 것으로 예상된다는 점에서 올해 동사의 분리막 판매량은 전년 대비 회복세를 나타낼 것으로 전망된다. 특히 동사는 지난 2월 5일에 약 2,194억원 규모의 이차전지용 분리막 중장기 공급 계약을 체결했다고 공시했다. 계약을 체결한 고객사는 비밀 유지 조건으로 공개하지 않았지만 각형 LFP 배터리용 분리막 원단을 공급할 예정이며, 공급 기간은 2030년 2월 초까지 총 5년이다. 동사는 이번 계약을 통해 파우치와 원형 배터리에 이어 각형 분리막까지 모든 배터리 폼팩터로 포트폴리오를 확대하였고, 주력 고객사인 SK온 의존도를 낮출 수 있게 되었다. 현재 동사는 다양한 글로벌 완성차 제조사와 배터리 셀 업체들과 공급을 논의 중이며, 연내 신규 공급 계약이 가시화될 가능성도 있다는 점은 긍정적이다. 다만 동사가 실적 컨퍼런스 콜을 통해 밝힌 4Q24 분리막 가동률은 약 20% 초반 수준으로 생산원가 내 감가상각비 비중이 높은 분리막 사업 특성상 실적 개선을 위해서는 물량 회복에 따른 가동률 상승이 반드시 뒷받침되어야 한다. 4Q24말 재고자산이 약 1,401억원 수준으로 매출액 대비 약 236% 비율을 나타내고 있어 재고 정상화 예상 시점인 올해 하반기부터 의미 있는 가동률 상승세가 나타날 것으로 예상되며, 흑자전환 시점은 2026년으로 전망된다. 이를 반영한 2025년 매출액과 영업이익은 각각 3,733억원(+71% YoY), -2,007억원(적자지속 YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

목표주가 25,000원으로 하향, Hold 투자의견 유지

동사에 대한 목표주가를 25,000원으로 하향하고, Hold 투자의견을 유지한다. 목표주가는 분리막 사업의 높은 설비 투자비 특성을 고려해 2027년 예상 EBITDA에 2027~2029년 북미/유럽 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률에 PEG 1.0을 적용 후 50% 할인한 12.5배를 적용해 산출했다(전세계 이차전지 업종 상대 비교하여 할인을 적용). 북미, 유럽 전기차 시장 수요 둔화로 인해 낮아진 가동률은 폴란드 공장 Ph2 완공으로 고정비 부담이 더욱 커지게 되었으며, 북미 현지 캐파 증설 계획도 연기되었다. 이에 따라 중장기 기업가치 하락이 불가피하며, 밸류에이션 부담으로 주가 상승 여력은 제한적일 것으로 판단된다.

Company Brief

Hold (Maintain)

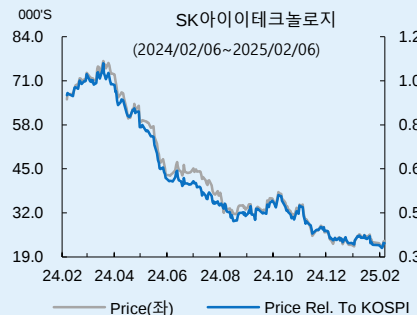
목표주가(12M)	25,000원(하향)
증가(2025.02.06)	23,700원
상승여력	5.5%

Stock Indicator

자본금	71십억원
발행주식수	7,130만주
시가총액	1,690십억원
외국인지분율	7.1%
52주 주가	21,700~76,800원
60일평균거래량	182,308주
60일평균거래대금	4.6십억원

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

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	650	218	373	599
영업이익(십억원)	32	-291	-201	-26
순이익(십억원)	82	-244	-173	-43
EPS(원)	1,152	-3,428	-2,421	-597
BPS(원)	33,825	30,345	27,871	27,220
PER(배)	68.5			
PBR(배)	2.3	0.8	0.9	0.9
ROE(%)	3.6	-10.7	-8.3	-2.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	35.4	-	-	22.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

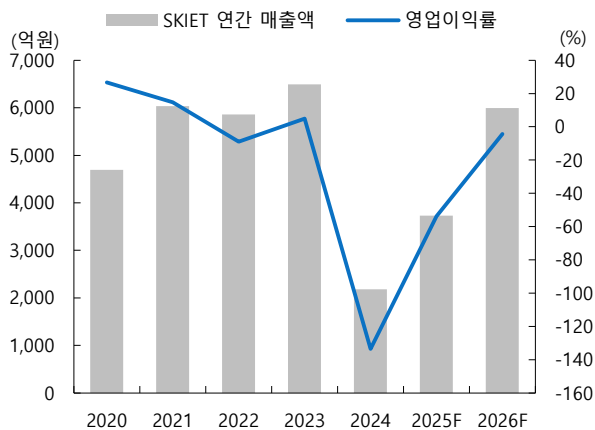
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. SK아이이테크놀로지 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	462	617	508	593	616	755	1,078	1,283	2,179	3,733	5,992
YoY	-68%	-59%	-72%	-66%	33%	22%	112%	117%	-66%	71%	61%
QoQ	-73%	34%	-18%	17%	4%	23%	43%	19%			
매출원가	797	912	949	1,141	1,033	1,034	1,191	1,213	3,798	4,471	4,735
매출총이익	-335	-295	-441	-548	-417	-279	-113	70	-1,619	-739	1,258
매출총이익률	-73%	-48%	-87%	-93%	-68%	-37%	-10%	5%	-74%	-20%	21%
판매비 및 관리비	339	292	289	371	280	284	345	359	1,291	1,268	1,523
판매비율	73%	47%	57%	63%	45%	38%	32%	28%	59%	34%	25%
영업이익	-674	-587	-730	-919	-696	-563	-458	-289	-2,910	-2,007	-265
영업이익률	-146%	-95%	-144%	-155%	-113%	-75%	-42%	-23%	-134%	-54%	-4%
YoY	적자지속	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속
QoQ	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속			
EBITDA	-283	-190	-340	-518	-293	-158	-19	178	-1,332	-292	1,746
EBITDA margin	-61%	-31%	-67%	-87%	-48%	-21%	-2%	14%	-61%	-8%	29%
세전이익	-725	-625	-597	-1,186	-719	-601	-495	-327	-3,133	-2,141	-537
순이익	-625	-480	-361	-978	-636	-518	-391	-181	-2,444	-1,726	-426
순이익률	-135%	-78%	-71%	-165%	-103%	-69%	-36%	-14%	-112%	-46%	-7%
YoY	적자전환	적자전환	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속
QoQ	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속			

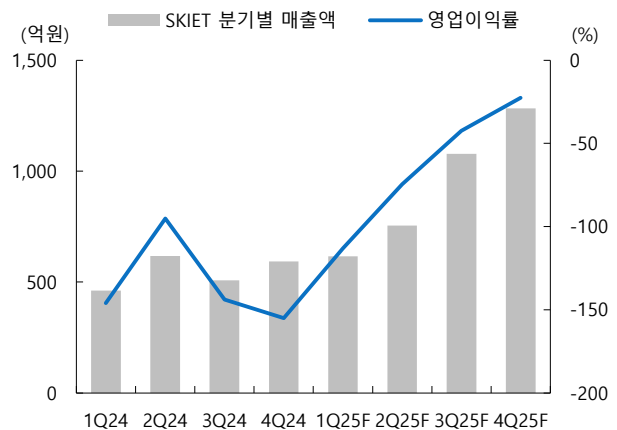
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림1. SK아이이테크놀로지 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



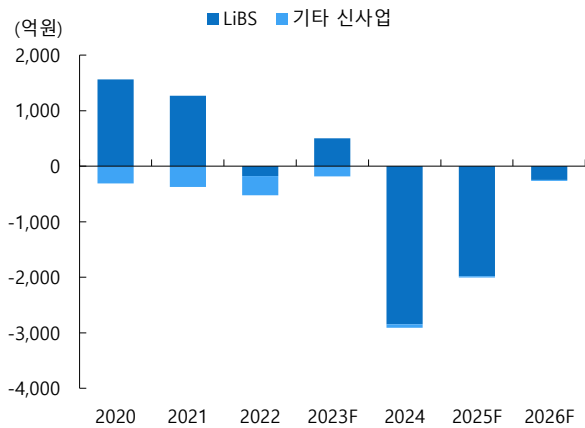
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림2. SK아이이테크놀로지 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



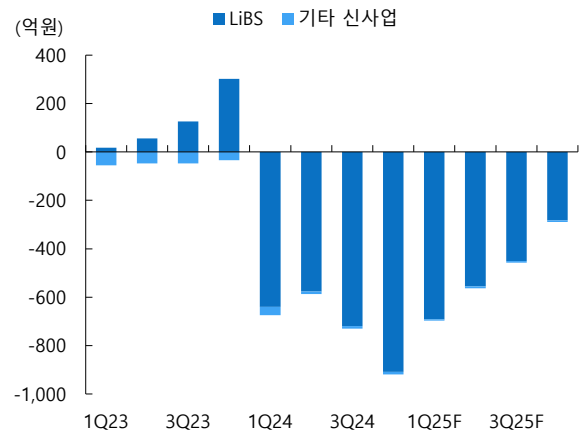
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림3. SK아이이테크놀로지 사업부문별 연간 영업이익 추이 및 전망



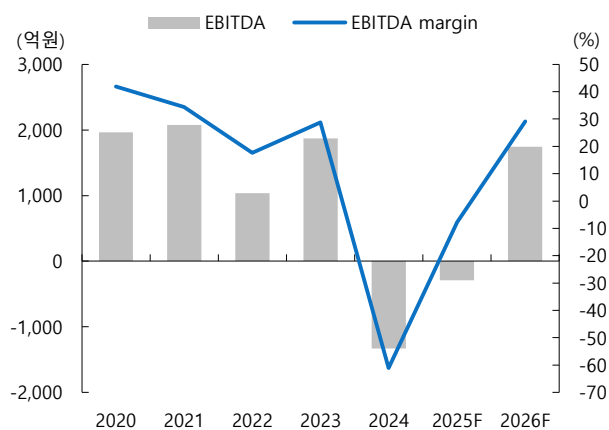
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림4. SK아이이테크놀로지 사업부문별 분기 영업이익 추이 및 전망



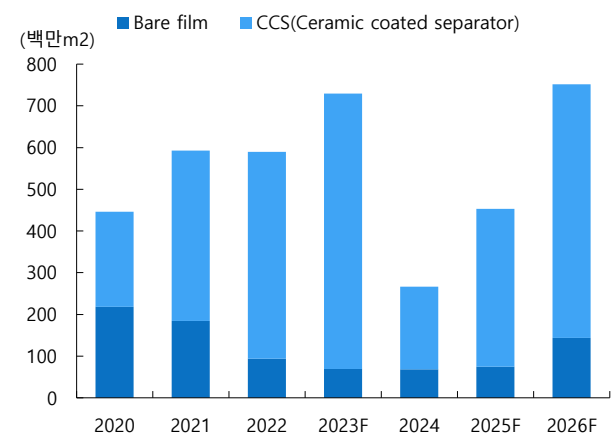
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림5. SK아이이테크놀로지 연간 EBITDA 추이 및 전망



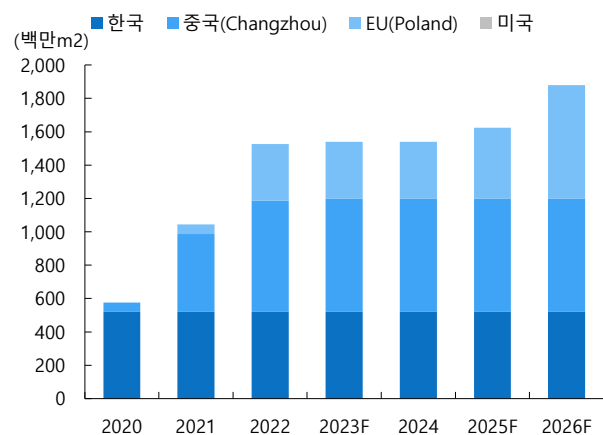
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림6. SK아이이테크놀로지 연간 분리막 출하면적 추이 및 전망



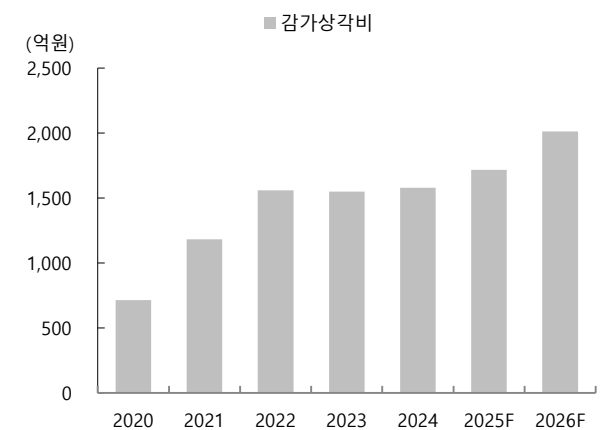
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림7. SK아이이테크놀로지 연간 분리막 Capa. 추이 및 전망



자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림8. SK아이이테크놀로지 연간 감가상각비 추이 및 전망



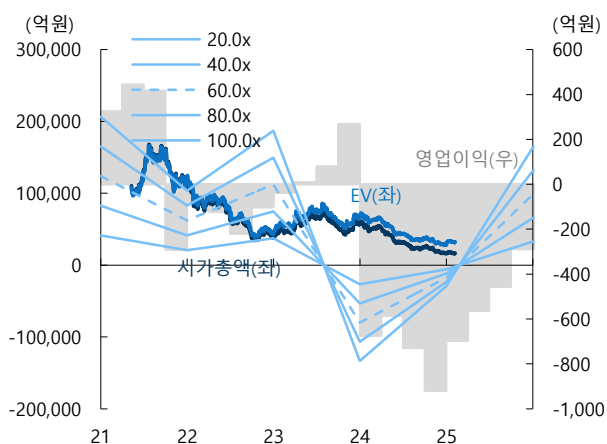
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

표2. SK아이이테크놀로지 목표주가 산출

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
EPS (원)	-416	1,152	-3,428	-2,421	-597	358	
BPS (원)	30,501	33,825	30,345	27,871	27,220	27,525	
EBITDA (억원)	1,036	1,869	-1,332	-292	1,746	2,629	
고점 P/E (배)	-115	94.2	-6.6	-9.0			과거 평균: -
평균 P/E (배)	-231	68.3	-14.1	-9.9			과거 평균: -
저점 P/E (배)	-404	46.0	-24.9	-10.6			과거 평균: -
고점 P/B (배)	5.5	3.2	2.8	0.9			과거 평균: 4.0
평균 P/B (배)	3.2	2.3	1.6	0.9			과거 평균: 2.8
저점 P/B (배)	1.6	1.6	0.7	0.8			과거 평균: 1.8
고점 EV/EBITDA (배)	120.2	46.0	23.9	20.7			과거 평균: -
평균 EV/EBITDA (배)	70.9	34.6	-15.3	19.9			과거 평균: -
저점 EV/EBITDA (배)	37.7	24.8	-54.6	19.0			과거 평균: -
ROE	-1.4%	3.6%	-10.7%	-8.3%	-2.2%	1.3%	지배주순이익 기준
적용 EBITDA (억원)				2,629			2027년 예상 EBITDA 적용
Target Multiple (배)				12.5			27~29년 북미/유럽 전기차 배터리 예상 수요 연평균 성장률 평균 x 50%
적정 EV (억원)				32,865			
발행주식수 (천주)				71,298			
적정주가 (원)				24,251			
목표주가 (원)				25,000			27년 예상 실적 기준 P/E 69.9배
전일 종가 (원)				23,700			27년 예상 실적 기준 P/E 66.3배
상승 여력				5.5%			

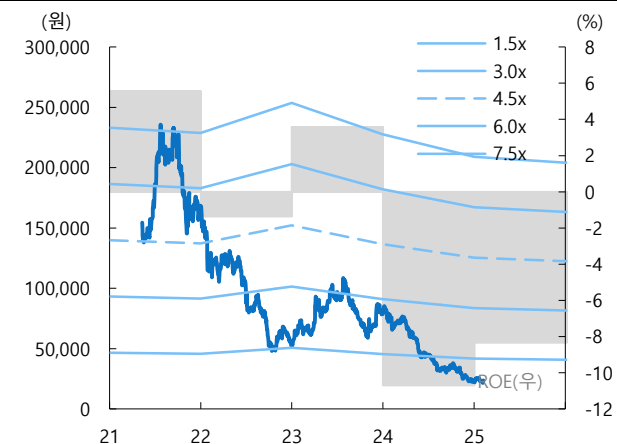
자료: SK아이이테크놀로지, iM증권 리서치본부

그림9. SK아이이테크놀로지 12개월 Forward EV/EBITDA chart



자료: iM증권 리서치본부

그림10. SK아이이테크놀로지 12개월 Forward P/B chart



자료: iM증권 리서치본부

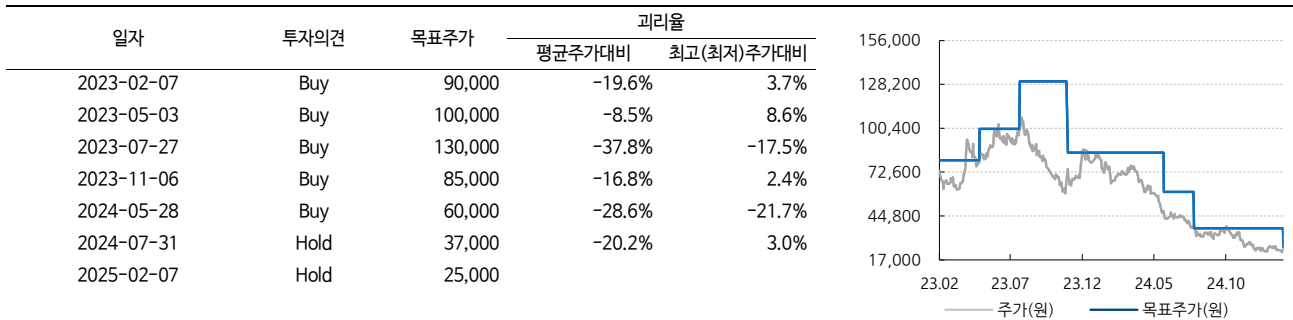
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	894	442	361	453	매출액	650	218	373	599
현금 및 현금성자산	538	213	122	104	증가율(%)	10.9	-66.5	71.3	60.5
단기금융자산	18	19	18	19	매출원가	496	380	447	473
매출채권	171	53	92	144	매출총이익	153	-162	-74	126
재고자산	151	140	114	171	판매비와관리비	121	129	127	152
비유동자산	3,189	3,380	3,579	3,751	연구개발비	26	9	15	24
유형자산	3,073	3,280	3,473	3,646	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	9	8	8	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,084	3,822	3,940	4,204	영업이익	32	-291	-201	-26
유동부채	718	404	398	409	증가율(%)	흑전	적전	적지	적지
매입채무	224	201	226	221	영업이익률(%)	4.9	-133.6	-53.8	-4.4
단기차입금	106	106	106	106	이자수익	12	7	4	4
유동성장기부채	370	80	50	65	이자비용	20	24	26	33
비유동부채	954	1,254	1,554	1,854	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	8	6	7	6
장기차입금	941	1,241	1,541	1,841	세전계속사업이익	99	-313	-214	-54
부채총계	1,672	1,658	1,953	2,263	법인세비용	17	-69	-41	-11
지배주주지분	2,412	2,163	1,987	1,941	세전계속이익률(%)	15.2	-143.8	-57.4	-9.0
자본금	71	71	71	71	당기순이익	82	-244	-173	-43
자본잉여금	1,891	1,891	1,891	1,891	순이익률(%)	12.6	-112.2	-46.2	-7.1
이익잉여금	-	-	-	-	지배주주귀속 순이익	82	-244	-173	-43
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	154	-4	-4	-4
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	236	-248	-176	-46
자본총계	2,412	2,163	1,987	1,941	지배주주귀속총포괄이익	236	-248	-176	-46

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	125	0	-8	16	주당지표 (원)				
당기순이익	82	-244	-173	-43	EPS	1,152	-3,428	-2,421	-597
유형자산감가상각비	149	153	167	187	BPS	33,825	30,345	27,871	27,220
무형자산상각비	2	2	2	1	CFPS	3,273	-1,257	-53	2,040
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-438	-362	-361	-363	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-499	-360	-360	-360	PER	68.5			
무형자산의 처분(취득)	4	3	3	3	PBR	2.3	0.8	0.9	0.9
금융상품의 증감	7	-324	-92	-17	PCR	24.1	-18.9	-443.9	11.6
재무활동 현금흐름	372	8	269	314	EV/EBITDA	35.4	-	-	22.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	3.6	-10.7	-8.3	-2.2
자본의증감	84	300	300	300	EBITDA이익률	28.2	-62.5	-8.5	27.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	69.3	76.6	98.3	116.6
현금및현금성자산의증감	76	-325	-91	-18	순부채비율	35.7	55.2	78.4	97.3
기초현금및현금성자산	463	538	213	122	매출채권회전율(x)	4.2	1.9	5.1	5.1
기말현금및현금성자산	538	213	122	104	재고자산회전율(x)	4.9	1.5	2.9	4.2

자료 : SK아이이테크놀로지, iM증권 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 기관투자가 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.

[투자의건]

종목추천 투자등급

종목투자의건은 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 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%