

2023. 7. 27



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월) **130,000 원**

현재주가 (7.26) **108,600 원**

상승여력 **19.7%**

KOSPI	2,592.36pt
시가총액	77,429억원
발행주식수	7,130만주
유동주식비율	35.81%
외국인비중	7.83%
52주 최고/최저가	108,600원/48,050원
평균거래대금	616.9억원

주요주주(%)

SK이노베이션 외 4 인	61.20
국민연금공단	6.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.6	56.5	29.9
상대주가	19.1	49.0	20.9

주가그래프



# SK아이이테크놀로지 361610

## 가속의 업황 진행 중

- ✓ 2Q23 Review: 매출액 1,518억원, 영업이익 9억원으로 7개 분기 만에 흑자전환
- ✓ 당분기 실적 호조 배경은 출하량 정상화 및 원가 개선(유틸리티 비용 안정화 등)
- ✓ 2H23 고객사의 생산Site별 가동 정상화에 동사의 출하량 가이던스 역시 상향 중
- ✓ 2023년 분리막에 투자심리 개선→ 동사는 다수의 신규 고객사 확보로 추가 성장 동력을 확보 전망, No.1 분리막 사업자로서 가속의 업황이 진행될 가능성을 주목
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 13만원을 유지

**2Q23 Review: 연결 기준 영업이익 7개 분기 만에 흑자전환 성공**

동사는 2Q23 매출액 1,518억원, 영업이익 9억원으로 적자를 전망했던 시장 컨센서스를 상회, 7개 분기만에 흑자전환에 성공했다. LIBS부문은 영업이익 57억원(OPM 4%), 전방 고객사의 생산Site별 가동률 상승과 유틸리티 비용 등 원가 개선을 배경으로 한다. 주요 고객사의 가동 상황은 바닥을 지난 점으로 판단, 향후 동사 플란트 생산설비의 라인별 생산성 개선에 추세적 이익 추정치 상향을 전망한다.

**국내 No.1 분리막 생산기업의 자신감: 외부 고객사향 비중 확대 목표**

기존 중국발 공급과잉으로 평가받던 분리막 사업은 미국 IRA 정책의 주요 부품(Component, 북미 지역내 직접 생산)으로 지정되며 판도가 바뀌었다. 권역별 ex-China 이차전지 공급망 구축 흐름에 미국과 유럽 소재 생산거점을 마련하는 국내 배터리 3개사 및 Panasonic의 신규 프로젝트에 생산규모로 대응 가능한 동사와의 파트너십이 강화되었다. 특히 동사는 2025년 생산Capa 목표 40.2억m<sup>2</sup>의 최대 생산Capa를 제시, 선제적 시장 선점 효과로 Captive 외 신규 고객사와의 협업을 통한 추가 Q 성장을 예상한다. 향후 가시화될 성과물로는 국내 기업향 원단 판매, 북미 소재 외부 고객사향 분리막 공급을 추정한다.

**신규 Event, 추정치 상향 가능. 투자의견 Buy, 적정주가 13만원 유지**

외부 고객사와의 공급계약 가시성, 점진적 가동률 상승에 추세적 수익성 개선 전망으로 투자의견 Buy를 제시한다. 또한 분리막 생산기업들의 평균 멀티플 하락에도 동사의 사업 경쟁력을 고려한 프리미엄을 반영한다. 적정주가 13만원 (EV/EBITDA 15배)을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	603.8	89.2	95.4	1,393	-8.4	31,084	120.6	5.4	56.9	5.6	43.7
2022	585.8	-52.3	-29.7	-416	적전	30,501	-127.3	1.7	41.0	-1.4	60.8
2023E	680.8	11.2	44.6	625	흑전	32,221	173.8	3.4	46.6	2.0	81.0
2024E	1,242.1	88.5	58.3	817	30.8	33,038	132.9	3.3	17.8	2.5	119.6
2025E	1,938.7	209.4	157.7	2,212	170.6	35,251	49.1	3.1	12.1	6.5	152.9

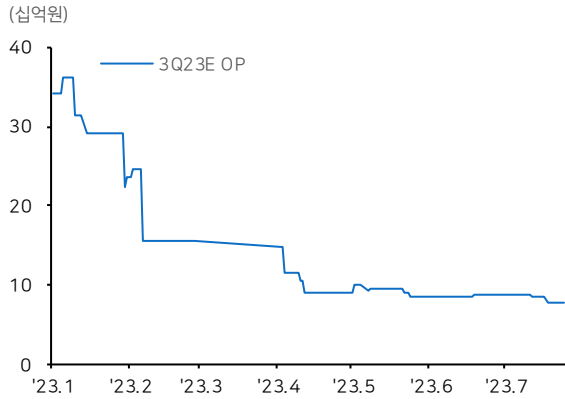
(십억원)	2Q23P	2Q22	(% YoY)	1Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	151.8	138.9	9.3	143.0	6.1	172.6	-12.0	174.6	-13.1
영업이익	1.0	-12.4	흑전	-3.7	흑전	-1.5	흑전	-5.4	흑전
세전이익	20.4	-17.8	흑전	6.6	208.8	-4.3	흑전	-6.8	흑전
순이익(지배주주)	33.4	-21.8	흑전	5.9	466.7	-2.1	흑전	-0.9	흑전
영업이익률(%)	0.6	-8.9		-2.6		-0.9		-3.1	
순이익률(%)	22.0	-15.7		4.1		-1.2		-0.5	

자료: SK아이이테크놀로지, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	143.0	151.8	170.1	215.9	264.8	302.6	334.7	339.9	680.8	1,242.1	1,938.7
영업이익	-3.7	0.9	4.5	9.4	15.6	21.0	25.2	26.7	11.2	88.5	209.3
%OP	-2.6%	0.6%	2.6%	4.4%	5.9%	6.9%	7.5%	7.9%	1.6%	7.1%	10.8%
세전이익	6.6	20.4	1.5	5.6	11.0	15.8	19.7	20.8	34.0	67.4	182.5
순이익(지배주주)	5.9	33.4	1.2	4.7	9.6	13.6	17.1	18.0	45.2	58.3	157.7
%YoY											
매출액	6.5	9.3	25.7	21.7	85.1	99.4	96.8	57.5	16.2	82.5	56.1
영업이익	적자축소	흑전	흑전	흑전	흑전	2,168.1	459.7	184.1	흑전	692.6	136.5
세전이익	-53.3	흑전	흑전	흑전	66.9	-22.4	1,230.2	274.8	흑전	97.9	170.8
순이익(지배주주)	-22.0	흑전	흑전	-50.4	63.0	-59.2	1,324.4	280.5	흑전	28.9	170.7
%QoQ											
매출액	-19.4	6.1	12.0	26.9	22.7	14.3	10.6	1.6			
영업이익	적자축소	흑전	387.5	108.7	66.2	34.1	20.3	5.9			
세전이익	흑전	208.8	-92.7	275.0	98.4	43.6	24.5	5.7			
순이익(지배주주)	-38.2	466.7	-96.4	294.3	103.3	41.9	25.2	5.3			

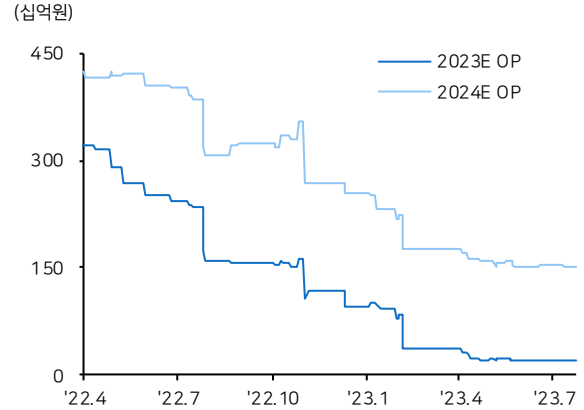
자료: SK아이이테크놀로지, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q23 SK아이이테크놀로지의 영업이익 컨센서스 흐름



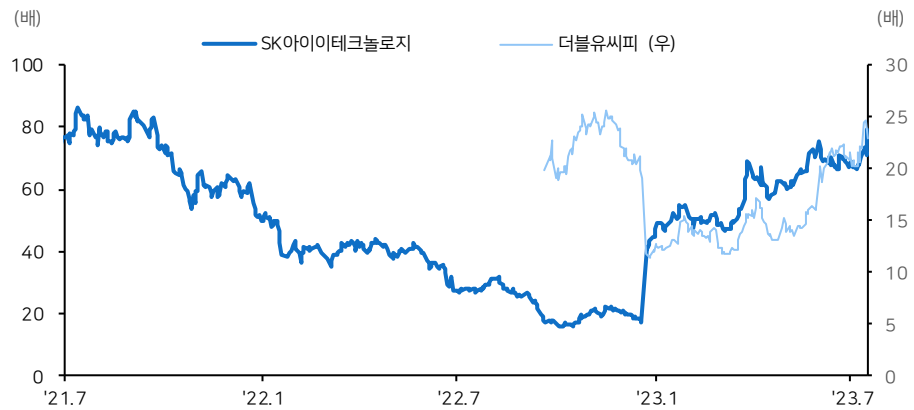
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 SK아이이테크놀로지의 영업이익 컨센서스 흐름



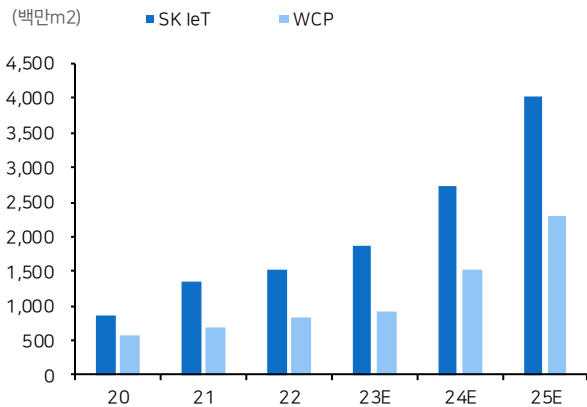
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK아이이테크놀로지와 더블유씨피 EV/EBITDA 추이



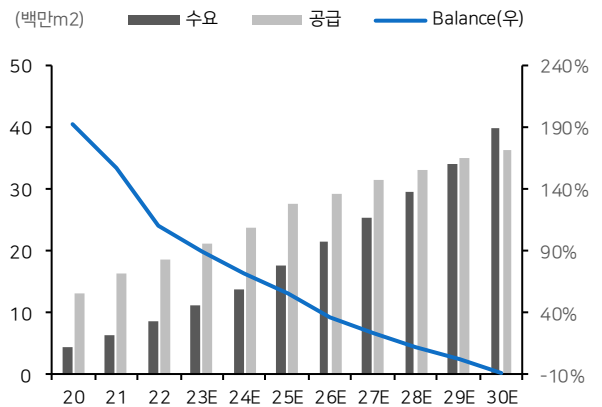
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 LIBS 생산Capa 전망: SK IeT vs. WCP



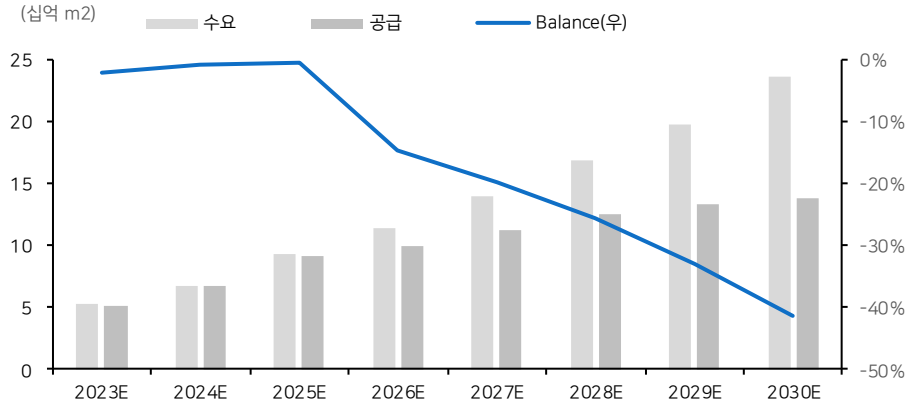
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 분리막 수급 동향



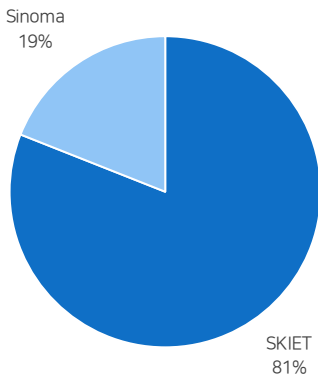
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Ex-China 분리막 수급 전망: 한국 외 공격적 투자계획 공개한 분리막 경쟁기업들 미미



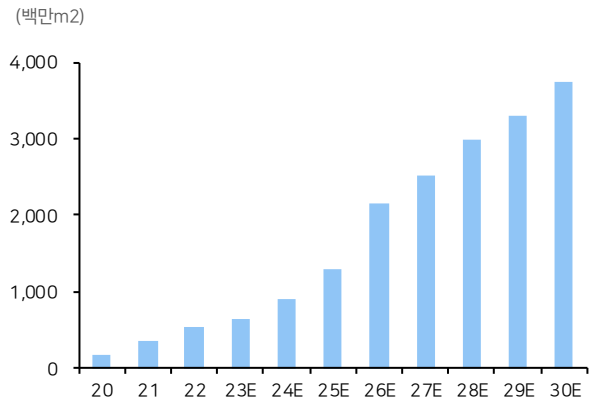
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림7 SK On의 분리막 조달 기업별 비중 (22년 기준)



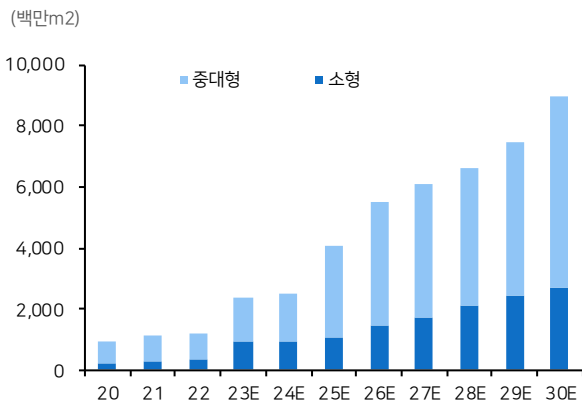
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SK On의 생산Capa 계획에 맞춘 분리막 필요량



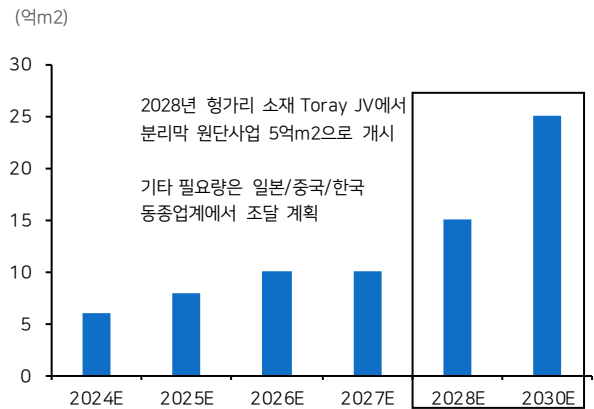
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림9 LGES의 생산Capa 계획에 맞춘 분리막 필요량



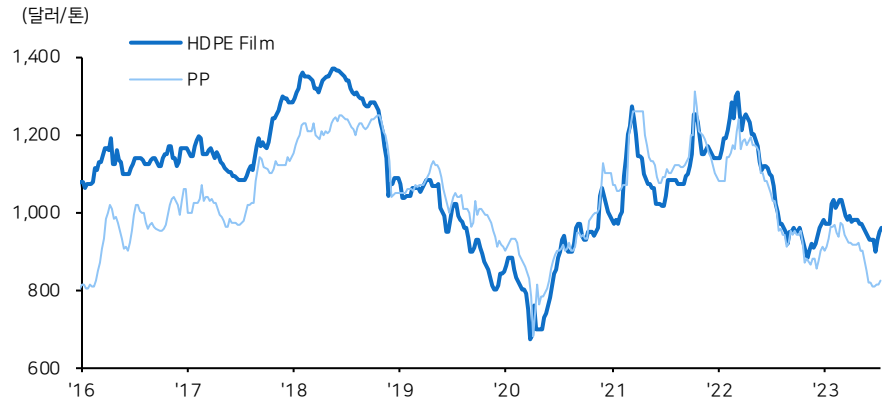
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림10 LG화학-Toray JV: 분리막용 원단은 외부 조달 필요



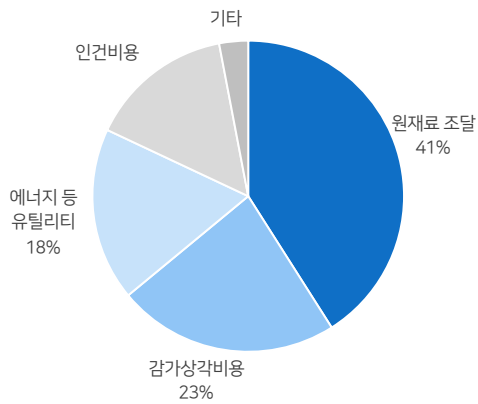
자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림11 LIBS 주요 원재료 가격 동향: 동북아 기준 PE/PP는 공급 과잉에 가격 하향 안정화



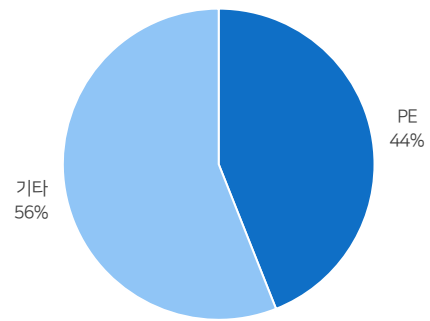
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 분리막 원가 구성



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

그림13 분리막용 원재료별 원가비중 구성



자료: SNE리서치, 메리츠증권 리서치센터

## SK 아이이테크놀로지 (361610)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>603.8</b>	<b>585.8</b>	<b>680.8</b>	<b>1,242.1</b>	<b>1,938.7</b>
매출액증가율 (%)	28.7	-3.0	16.2	82.5	56.1
매출원가	411.8	529.0	515.1	870.3	1,304.8
매출총이익	192.0	56.8	165.6	371.8	633.9
판매관리비	102.8	109.1	154.4	283.3	424.6
<b>영업이익</b>	<b>89.2</b>	<b>-52.3</b>	<b>11.2</b>	<b>88.5</b>	<b>209.4</b>
영업이익률	14.8	-8.9	1.6	7.1	10.8
금융손익	-8.7	-6.9	0.6	-21.1	-26.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	31.1	24.6	21.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	111.6	-34.6	33.7	67.4	182.5
법인세비용	16.2	-4.9	-10.9	9.1	24.8
<b>당기순이익</b>	<b>95.4</b>	<b>-29.7</b>	<b>44.6</b>	<b>58.3</b>	<b>157.7</b>
지배주주지분 순이익	95.4	-29.7	44.6	58.3	157.7

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>1,239.4</b>	<b>853.5</b>	<b>802.3</b>	<b>1,288.7</b>	<b>2,020.0</b>
현금및현금성자산	235.7	462.7	341.5	586.5	893.7
매출채권	115.3	126.1	178.7	281.4	461.8
재고자산	92.3	112.6	196.0	308.6	506.5
비유동자산	1,945.1	2,643.8	3,355.2	3,884.0	4,336.3
유형자산	1,886.0	2,560.6	3,265.6	3,791.3	4,234.3
무형자산	16.5	11.9	9.2	5.7	3.5
투자자산	17.8	8.5	11.5	18.0	29.6
<b>자산총계</b>	<b>3,184.5</b>	<b>3,497.3</b>	<b>4,157.5</b>	<b>5,172.6</b>	<b>6,356.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>501.0</b>	<b>452.5</b>	<b>1,324.3</b>	<b>2,280.1</b>	<b>3,304.0</b>
매입채무	15.3	20.1	15.1	23.8	39.1
단기차입금	0.0	24.3	205.4	445.4	685.4
유동성장기부채	302.8	138.7	688.4	968.4	1,208.4
비유동부채	467.4	870.2	535.9	537.0	539.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	465.6	868.1	533.4	533.4	533.4
<b>부채총계</b>	<b>968.3</b>	<b>1,322.7</b>	<b>1,860.2</b>	<b>2,817.1</b>	<b>3,843.0</b>
자본금	71.3	71.3	71.3	71.3	71.3
자본잉여금	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8	1,896.8
기타포괄이익누계액	8.8	-3.1	75.3	75.3	75.3
이익잉여금	247.0	216.9	261.6	319.9	477.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>2,216.2</b>	<b>2,174.7</b>	<b>2,297.3</b>	<b>2,355.6</b>	<b>2,513.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>109.4</b>	<b>20.6</b>	<b>178.8</b>	<b>451.5</b>	<b>678.7</b>
당기순이익(손실)	95.4	-29.7	44.6	58.3	157.7
유형자산상각비	113.9	150.5	173.8	434.2	597.1
무형자산상각비	3.8	5.4	5.4	3.6	2.2
운전자본의 증감	-50.8	-69.3	-15.0	-44.6	-78.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,192.5</b>	<b>-83.2</b>	<b>-769.3</b>	<b>-966.6</b>	<b>-1,051.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-601.0	-754.4	-813.2	-960.0	-1,040.0
투자자산의감소(증가)	-17.8	9.3	-2.9	-6.6	-11.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,111.0</b>	<b>290.7</b>	<b>463.5</b>	<b>760.1</b>	<b>680.1</b>
차입금의 증감	254.5	259.1	486.1	760.1	680.1
자본의 증가	887.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.5	227.0	-121.2	245.0	307.2
기초현금	208.2	235.7	462.7	341.5	586.5
기말현금	235.7	462.7	341.5	586.5	893.7

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	8,822	8,216	9,548	17,421	27,192
EPS(지배주주)	1,393	-416	625	817	2,212
CFPS	3,328	1,717	2,953	7,381	11,341
EBITDAPS	3,023	1,453	2,670	7,381	11,341
BPS	31,084	30,501	32,221	33,038	35,251
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	120.6	-127.3	173.8	132.9	49.1
PCR	50.5	30.9	36.8	14.7	9.6
PSR	19.0	6.5	11.4	6.2	4.0
PBR	5.4	1.7	3.4	3.3	3.1
EBITDA	206.9	103.6	190.4	526.3	808.6
EV/EBITDA	56.9	41.0	46.6	17.8	12.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.6	-1.4	2.0	2.5	6.5
EBITDA 이익률	34.3	17.7	28.0	42.4	41.7
부채비율	43.7	60.8	81.0	119.6	152.9
금융비용부담률	2.6	3.6	3.1	2.6	2.3
이자보상배율(x)	5.6	-2.5	0.5	2.7	4.7
매출채권회전율(x)	6.3	4.9	4.5	5.4	5.2
재고자산회전율(x)	9.0	5.7	4.4	4.9	4.8

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 아이이테크놀로지 (361610) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

