

SK COMPANY Analysis



Analyst

윤혁진

hyyoon2019@sksec.co.kr

02-3773-9025

Company Data

자본금	110 억원
발행주식수	2,192 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	76,322 억원
주요주주	
에코프로(와11)	51.05%

외국인지분률	14.30%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(22/02/13)	333,000 원
KOSDAQ	877.42 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	567,500 원
52주 최저가	153,100 원
60일 평균 거래대금	1,313 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-21.6%	-13.3%
6개월	7.0%	28.3%
12개월	78.3%	95.9%

에코프로비엠 (247540/KQ | 매수(유지) | T.P 530,000 원(상향))

펀더멘탈은 더 좋아지고, 심리만 악화된 상황은 매수 기회

- 4Q21 실적발표 포인트: 컨센 상회하는 가이던스(1Q22 매출액 20% 이상 증가, 2022년 매출액 100% 이상 증가한 3조원 이상). 화재 영향 크지 않음(CAM4 1분기 중 가동 예정, 다른 공장의 조기 가동)
- 높은 성장성의 이유는 수요가 좋은 하이니켈 양극재와 메탈가격 전가의 판가 구조 때문
- 금리상승에도 불구하고 인플레이션 헤지가 가능한 사업구조와 높은 성장성이 가장 큰 매력

4Q21 실적 review: 각종 우려를 잠재우는 실적발표

에코프로비엠 주가는 연말 양도세 이슈, 금리 상승에 따른 성장주 주가 조정, 오창 공장 화재, 임직원 내부자 거래 이슈 등에 따라 2021년 11월 고점대비 41% 하락한 상황이다. 금리인상, 우크라이나 사태 등 매크로 이슈는 여전하지만, 회사 자체적인 상황은 막연한 우려에서 벗어나고 있다고 판단한다. 공장 화재에 따라 CAM4N 4천톤은 연중 가동이 어렵지만, CAM4 1만톤은 3월 중 풀가동을 예상하고 있어 2022년 실적에 매출액 800 억원 수준의 영향으로 제한될 전망이다(2022년말 생산능력 126,000톤). 임직원 내부자 거래는 개개인의 문제로 회사 영업에는 차질이 없다고 경영진은 선을 그었다.

4Q21 실적은 매출액 5,039 억원(+104%YoY, +23%QoQ), 영업이익 286 억원(+99%YoY, -30%QoQ), OPM 5.7%를 기록했다. 매출 성장은 고객사(삼성SDI, SK온)의 유럽, 미국 공장 본격 가동에 따른 물량 증가와 리튬 등 원재료 가격 인상에 따른 판가 상승 영향이 크며, 이익률은 CAM6 12월 조기가동에 따른 고정비 부담, CI 비용, 인건비 등 영향으로 다소 낮게 나왔다. 일회성 비용 제외시 별도로 8.5%, 연결로는 7%대로 양호하다고 판단한다.

인플레이션 전가가 가능한 사업구조와 하이니켈 양극재의 수요 호조는 지속

1분기 실적은 매출액 6,283 억원(+139%YoY, +25%QoQ), 영업이익 382 억원(+114%YoY, +34%QoQ), 영업이익률 6.1%를 전망한다. 2022년 연간으로는 매출액 2.99조원(+101%YoY), 영업이익 2,124 억원(+83%)를 전망한다. 2022년 셀 업체들의 실적 전망을 보면, 차량용 반도체 수급난이 전기차 시장에도 영향을 미치고 있다고 판단할 수 있다. 하지만, 에코프로비엠의 1분기와 2022년 전망치는 컨센서스를 상회한 수치를

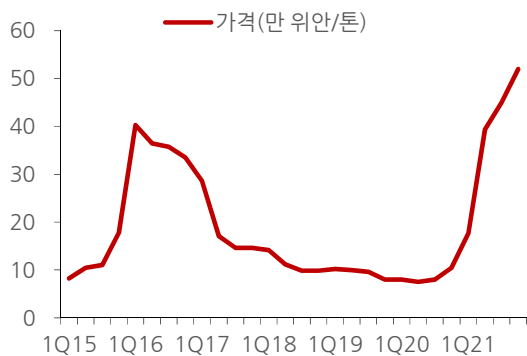
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	5,892	6,161	8,547	14,856	29,920	46,816
yoy	%	103.3	4.6	38.7	73.8	101.4	56.5
영업이익	억원	503	371	548	1,162	2,124	3,504
yoy	%	125.6	-26.3	47.7	112.1	82.8	64.9
EBITDA	억원	728	662	916	1,901	2,845	4,431
세전이익	억원	429	283	476	1,151	2,039	3,405
순이익(지배주주)	억원	369	345	469	1,021	1,584	2,613
영업이익률%	%	8.5	6.0	6.4	7.8	7.1	7.5
EBITDA%	%	12.4	10.8	10.7	12.8	9.5	9.5
순이익률	%	6.3	5.6	5.5	6.8	6.1	6.6
EPS(계속사업)	원	2,345	1,744	2,247	4,705	6,911	11,403
PER	배	0.0	30.4	75.7	106.4	48.2	29.2
PBR	배	0.0	2.9	8.1	21.0	11.0	8.1
EV/EBITDA	배	0.0	19.4	41.0	58.9	28.1	18.3
ROE	%	26.7	13.0	11.5	20.6	25.6	32.0
순차입금	억원	1,802	1,866	1,377	1,706	3,007	3,613
부채비율	%	189.3	75.7	71.0	122.6	128.6	115.3

제시하고 있다. 차량용 반도체가 부족한 완성차 업체들은 저가보다는 고가 차량(특히 전기차)에 차량용 반도체를 좀더 할당하고 있으며, 이러한 완성차들의 전략은 동사의 하이니켈 양극재 수요를 탄탄히 뒷받침해주고 있다고 판단한다. 특히 최근 BMW iX의 수요 호조는 동사의 CAM6 라인의 조기가동으로 이어졌으며, Ford F150 전기차 생산 준비 등 고객사들의 신차 판매 호조가 에코프로비엠 성장의 핵심이다. 양극재 업체들의 실적은 NCM523 이나, NCM622 보다 하이니켈 양극재인 NCM811, NCM9 반반, NCA 에서 주로 성장이 나오고 있는 것으로 추정한다.

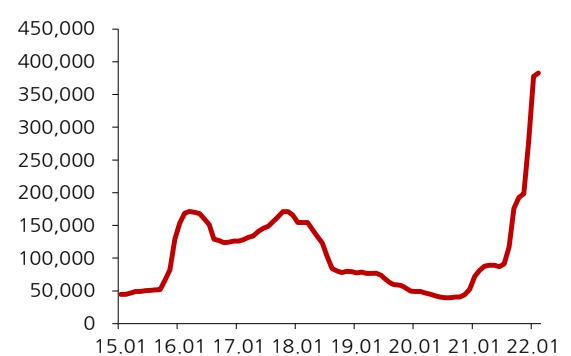
또한 니켈, 코발트 시세를 판가에 전가하는 사업구조는 인플레이션, 특히 배터리 관련 메탈가격 상승세에 수혜를 보고 있다. 최근 니켈 선물가격은 작년 2 월대비 26.6% 상승한 상황이며, 탄산리튬 현물 가격은 전년대비 4 배 이상 오른 가격에 거래되고 있다. 1분기 뿐만 아니라 2022 년에도 P(가격)과 Q(물량)이 둘 다 상승하는 구조를 보일 것으로 판단한다.

LiPF₆ 가격 추이 (단위: 만 위안/톤)



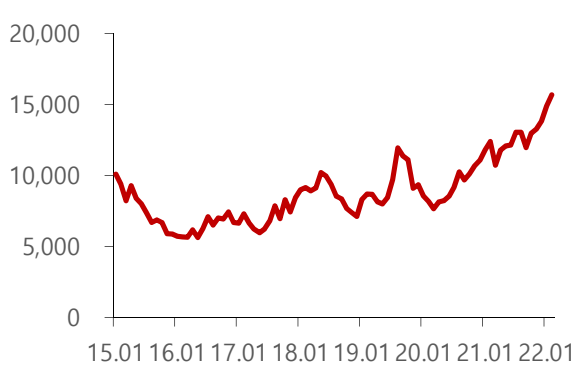
자료: 전지망, SK 증권

Li₂CO₃ 가격 추이 (단위: 위안/톤)



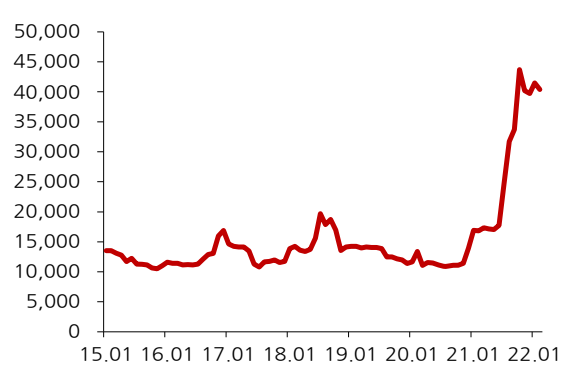
자료: bloomberg, SK 증권

니켈 가격 추이 (단위: 달러/톤)



자료: LME, SK 증권

망간 가격 추이 (단위: 위안/톤)



자료: bloomberg, SK 증권

하이니켈 양극재에 대한 수요 호조에 따른 에코프로이엠 CAM6 공장 조기가동(2021년 12월), CAM5N 조기가동(4Q22)에 따라 2022년과 2023년 실적 전망치를 상향한다. 2022년의 매출액과 영업이익 증가폭에 비해서 EPS 증가폭은 낮는데, 에코프로이엠(삼성 SDI와의 조인트벤처, 지분율 60%)의 매출 비중이 상대적으로 높은 해이기 때문이다. 2023년부터는 다시 에코프로비엠 자체 공장의 비중이 높아지면서 EPS 증가율도 높아질 것으로 추정한다.

투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 실적 전망치 상향에 따라 기존 37만원에서 53만원으로 상향한다. 펀더멘탈은 여전히 좋은 상태지만, 심리만 악화된 현 상황은 좋은 매수기회라 판단한다. 금리상승에도 불구하고 인플레이션 헤지가 가능한 사업구조와 하이니켈 양극재에 대한 높은 수요가 투자포인트이다.

에코프로비엠 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,632	3,104	4,081	5,039	6,283	6,702	7,779	9,156	8,547	14,856	29,920	46,816	61,087
Non-IT	1,427	1,702	2,170	2,270	2,702	2,681	3,112	3,333	5,091	7,569	11,827	10,300	13,439
EV	1,041	1,210	1,728	2,507	3,330	3,686	4,279	5,292	3,098	6,486	16,587	34,176	44,594
ESS	152	180	160	229	188	268	311	439	304	721	1,207	1,873	2,443
기타(전구체 등)	12	12	23	33	63	67	78	92	54	80	299	468	611
매출비중													
Non-IT	54%	55%	53%	45%	43%	40%	40%	36%	60%	51%	40%	22%	22%
EV	40%	39%	42%	50%	53%	55%	55%	58%	36%	44%	55%	73%	73%
ESS	6%	6%	4%	5%	3%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	4%	4%
기타(전구체 등)	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
영업이익	178	290	407	286	382	438	559	744	548	1,162	2,124	3,504	4,693
OPM	6.8%	9.4%	10.0%	5.7%	6.1%	6.5%	7.2%	8.1%	6.4%	7.8%	7.1%	7.5%	7.7%

자료: 에코프로비엠 SK 증권

에코프로비엠 실적 추정 변경

(단위: 억원 %)

구분	2021			2022E		
	기존	변경 후	차이	기존	변경 후	차이
매출액	14,733	14,856	0.8%	23,363	29,920	28.1%
Non-IT	6,931	7,569	9.2%	7,243	11,827	63.3%
EV	6,753	6,486	-4.0%	14,719	16,587	12.7%
ESS	1,000	721	-27.9%	1,168	1,207	3.3%
기타	50	80	60.0%	234	299	28.1%
영업이익	1,185	1,162	-2.0%	2,000	2,124	6.2%
OPM	8.0%	7.8%		8.6%	7.1%	

자료: 에코프로비엠 SK 증권

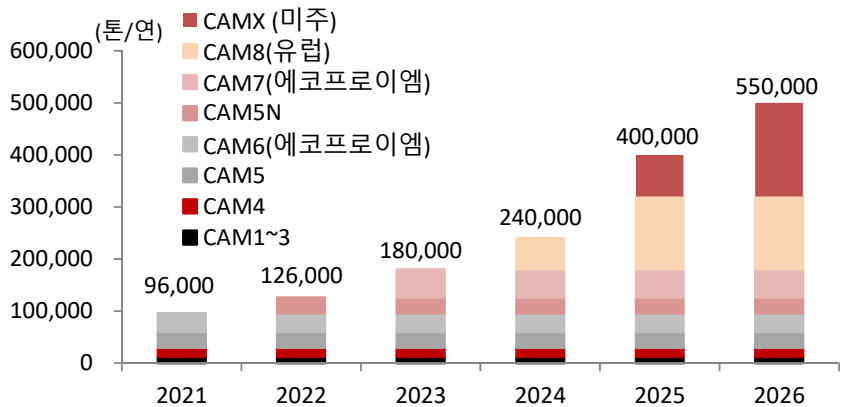
에코프로비엠 목표주가 변경

(단위: 원 배)

기존 목표주가 (22, 23년 EPS, Growth에 PEG 1x)	2022E		2023E		신규 목표주가 (22, 23년 EPS, Growth에 PEG 1x)
	2022E	2023E	2022E	2023E	
EPS (원)	6,067	9,098	6,911	11,403	EPS (원)
EPS Growth	46.7%	50.0%	47%	65%	EPS Growth
목표주가	37만원		53만원		목표주가

자료: 에코프로비엠 SK 증권

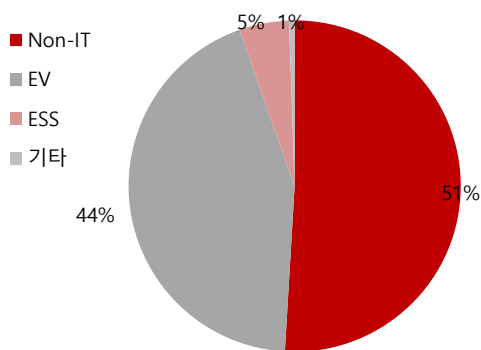
에코프로비엠 양극재 설비 Capacity 추이 및 전망(연말기준)



자료: 에코프로비엠 SK 증권

에코프로비엠 양극재 어플리케이션별 비중(2021E)

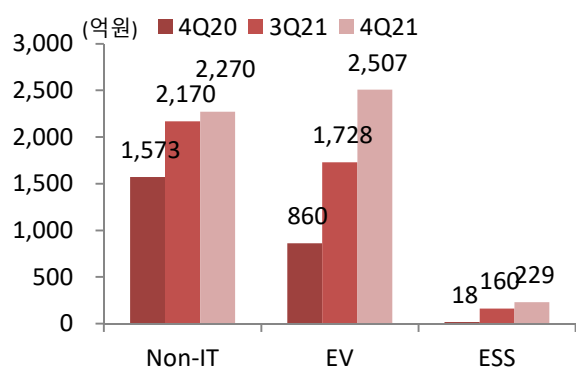
(단위: %)



자료: 에코프로비엠 SK 증권

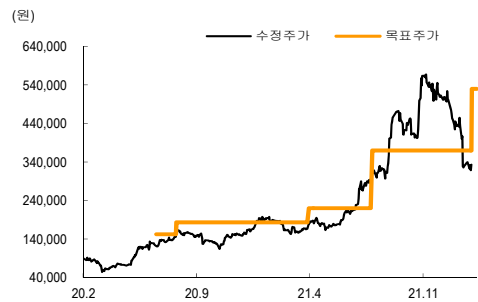
에코프로비엠 부문별 매출 추이

(단위: 억원)



자료: 에코프로비엠 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.13	매수	530,000원	6개월		
2021.08.09	매수	370,000원	6개월	17.50%	53.38%
2021.04.12	매수	220,000원	6개월	-4.74%	33.86%
2020.11.24	매수	183,000원	6개월	-13.43%	7.92%
2020.08.06	매수	183,000원	6개월	-21.65%	-11.26%
2020.07.06	매수	152,000원	6개월	-11.06%	0.66%
2020.06.29	매수	152,000원	6개월	-19.74%	-17.83%



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 2월 13일 기준)

매수	94.07%	중립	5.93%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,455	3,048	7,421	10,890	15,136
현금및현금성자산	201	592	2,955	2,097	1,490
매출채권및기타채권	655	806	1,401	2,821	4,414
재고자산	1,589	1,568	2,726	5,489	8,589
비유동자산	4,048	4,942	5,490	6,299	7,354
장기금융자산	0	4	7	7	7
유형자산	3,767	4,360	4,849	5,564	6,496
무형자산	141	133	113	98	86
자산총계	6,504	7,990	12,912	17,189	22,490
유동부채	1,379	1,890	4,177	6,280	8,639
단기금융부채	731	697	2,103	2,103	2,103
매입채무 및 기타채무	503	936	1,627	3,278	5,128
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,423	1,427	2,935	3,389	3,404
장기금융부채	1,337	1,274	2,758	3,200	3,200
장기매입채무 및 기타채무	7	20	20	20	20
장기충당부채	0	5	13	23	36
부채총계	2,802	3,317	7,112	9,669	12,043
지배주주지분	3,702	4,436	5,460	6,930	9,406
자본금	103	105	110	110	110
자본잉여금	2,694	2,745	2,834	2,834	2,834
기타자본구성요소	-25	229	233	233	233
자기주식	-49	-49	-48	-48	-48
이익잉여금	930	1,357	2,283	3,753	6,229
비지배주주지분	0	237	339	590	1,041
자본총계	3,702	4,673	5,800	7,520	10,447
부채외자본총계	6,504	7,990	12,912	17,189	22,490

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	128	1,250	760	324	1,479
당기순이익(손실)	283	476	1,003	1,835	3,064
비현금성항목등	442	481	-703	1,010	1,367
유형자산감가상각비	267	343	733	701	910
무형자산감가상각비	24	26	5	20	17
기타	148	105	-1,416	10	10
운전자본감소(증가)	-539	298	618	-2,317	-2,612
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-81	-229	838	-1,420	-1,593
재고자산감소(증가)	-201	20	-126	-2,764	-3,100
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-331	439	-211	1,650	1,851
기타	75	68	117	217	230
법인세납부	-59	-4	-157	-204	-340
투자활동현금흐름	-1,823	-944	-1,361	-1,408	-1,837
금융자산감소(증가)	1	-4	-204	0	0
유형자산감소(증가)	-1,818	-984	-1,174	-1,417	-1,842
무형자산감소(증가)	-12	-5	-5	-5	-5
기타	7	48	22	14	10
재무활동현금흐름	1,801	90	2,962	226	-249
단기금융부채증가(감소)	156	-120	984	0	0
장기금융부채증가(감소)	-8	-3	1,911	442	0
자본의증가(감소)	1,706	48	88	0	0
배당금의 지급	0	-31	-94	-114	-137
기타	-53	196	73	-103	-112
현금의 증가(감소)	106	391	2,362	-858	-606
기초현금	96	201	592	2,955	2,097
기말현금	201	592	2,955	2,097	1,490
FCF	-1,779	244	-425	-1,106	-378

자료 : 에코프로비엠 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,161	8,547	14,856	29,920	46,816
매출원가	5,430	7,492	12,945	26,629	41,875
매출총이익	731	1,056	1,911	3,291	4,941
매출총이익률 (%)	11.9	12.4	12.9	11.0	10.6
판매비와관리비	360	508	749	1,167	1,438
영업이익	371	548	1,162	2,124	3,504
영업이익률 (%)	6.0	6.4	7.8	7.1	7.5
비영업손익	-87	-72	-11	-86	-99
순금융비용	38	41	39	88	102
외환관련손익	-9	-35	14	13	13
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	283	476	1,151	2,039	3,405
세전계속사업이익률 (%)	4.6	5.6	7.8	6.8	7.3
계속사업법인세	-61	10	148	204	340
계속사업이익	345	467	1,003	1,835	3,064
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	345	467	1,003	1,835	3,064
순이익률 (%)	5.6	5.5	6.8	6.1	6.6
지배주주	345	469	1,021	1,584	2,613
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	5.49	6.87	5.29	5.58
비지배주주	0	-3	-18	251	451
총포괄이익	373	455	1,003	1,835	3,064
지배주주	373	458	1,021	1,584	2,613
비지배주주	0	-3	-18	251	451
EBITDA	662	916	1,901	2,845	4,431

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	4.6	38.7	73.8	101.4	56.5
영업이익	-26.3	47.7	112.1	82.8	64.9
세전계속사업이익	-33.9	68.0	141.7	77.1	67.0
EBITDA	-9.0	38.4	107.4	49.7	55.7
EPS(계속사업)	-25.6	28.9	109.4	46.9	65.0
수익성 (%)					
ROE	13.0	11.5	20.6	25.6	32.0
ROA	6.2	6.4	9.6	12.2	15.4
EBITDA마진	10.8	10.7	12.8	9.5	9.5
안정성 (%)					
유동비율	178.1	161.3	177.7	173.4	175.2
부채비율	75.7	71.0	122.6	128.6	115.3
순차입금/자기자본	50.4	29.5	29.4	40.0	34.6
EBITDA/이자비용(배)	14.8	21.5	45.7	27.7	39.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,744	2,247	4,705	6,911	11,403
BPS	18,010	21,088	23,823	30,236	41,041
CFPS	3,219	4,014	8,111	10,056	15,450
주당 현금배당금	150	450	500	600	700
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	41.9	75.7	120.6	69.5	42.1
PER(최저)	25.9	22.3	32.5	46.2	28.0
PBR(최고)	4.1	8.1	23.8	15.9	11.7
PBR(최저)	2.5	2.4	6.4	10.6	7.8
PCR	16.5	42.4	61.7	33.1	21.6
EV/EBITDA(최고)	25.0	41.0	66.6	38.8	25.2
EV/EBITDA(최저)	17.0	13.1	18.1	27.0	17.6