

SK COMPANY Analysis



Analyst
윤혁진

hjoon2019@sksecurities.co.kr
02-3773-9025

Company Data

자본금	115 억원
발행주식수	2,192 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	107,034 억원
주요주주	
에코프로(외11)	51.05%
외국인지분률	10.50%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(22/04/18)	467,000 원
KOSDAQ	918.23 pt
52주 Beta	1.15
52주 최고가	567,500 원
52주 최저가	163,100 원
60일 평균 거래대금	1,369 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	40.4%	32.3%
6개월	5.2%	12.7%
12개월	147.4%	171.4%

에코프로비엠 (247540/KQ | 매수(유지) | T.P 600,000 원(상향))

하이니켈 양극재는 가격과 수요도 하이!!

- 1Q22 매출액 +25%QoQ, 영업이익 +32%QoQ 증가한 호실적 추정
- 오창 공장 화재에도 불구하고, 양극재 판가 상승과 포함 CAM6 공장 조기 가동 영향
- 이익률은 전분기 일회성 제외한 OPM 7%대 대비 소폭 하락한 5.7% 추정
- 높은 성장성의 이유는 수요가 좋은 하이니켈 양극재와 메탈가격 전기의 판가 구조 때문
- 양극재 가격은 1 분기, 2 분기 각각 10% 이상씩 상승 전망, P와 Q가 동시 상승하는 구간

1Q22 실적 Preview: 화재에도 불구하고 호실적 전망

에코프로비엠 주가는 연말 양도세 이슈, 금리 상승에 따른 성장주 주가 조정, 오창 공장 화재, 임직원 내부자 거래 이슈 등에 따라 2021년 11월 고점대비 40% 하락한 후 회사의 정상화 노력과 성장전략 공유 등의 노력에 따라 다시 30% 이상 반등한 상태이다. 현 시점에서는 1 분기 실적과 2 분기 전망이 중요한데, 둘 다 양호할 것으로 전망한다.

1 분기 실적은 매출액 6,300 억원(+139%YoY, +25%QoQ), 영업이익 361 억원(+103%YoY, +32%QoQ), 영업이익률 5.7%로 추정한다. CAM4 공장 화재에 따른 가동 중단에도 불구하고 출하량은 10% 가량 증가할 것으로 예상하며, 메탈가격 상승에 따른 양극재 가격 상승 효과가 10% 이상으로 추정된다. 셀 업체들보다 양호한 실적은 양극재 가격 상승과 하이니켈 수요 호조 때문으로 판단한다. 셀 업체를 통해 최종 공급되는 Ford의 F-150 Lightning(4/26 출시)과 BMW iX 향으로 양호한 양극재 출하가 지속되고 있으며, 하이니켈 양극재는 고객사 전기차 중에서도 프리미엄급에 적용되기 때문에 차량용 반도체 공급부족에도 수요가 좋은 것으로 판단한다. 이에 따라 EV 용 양극재 매출비중은 지난 4 분기 50%에서 1 분기에는 60%까지 상승할 것으로 예상하며, Non-IT 매출비중은 CAM4 공장 화재에 따른 출하 부진으로 36% 수준으로 낮아질 것으로 판단한다. EV 용 양극재 판매 증가가 1 분기 호실적의 핵심이다.

1 분기 영업이익률은 5.7%로 화재 관련 일회성 비용과 CAM6 공장 조기 가동에 따른 고정비(감가비, 인건비, 유트리티 비용 등)로 지난 4 분기 일회성을 제외한 영업이익률 7%대보다는 낮아질 것으로 예상한다.

영업실적 및 투자지표

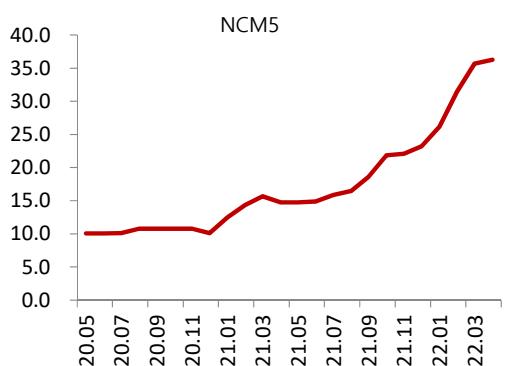
구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	6,161	8,547	14,856	32,049	47,795	62,360
yoY	%	4.6	38.7	73.8	115.7	49.1	30.5
영업이익	억원	371	548	1,150	2,264	3,693	4,955
yoY	%	-26.3	47.7	110.0	96.8	63.2	34.2
EBITDA	억원	662	916	1,584	3,393	5,192	6,239
세전이익	억원	283	476	1,144	2,226	3,612	4,835
순이익(자배주주)	억원	345	469	1,008	1,702	2,773	3,630
영업이익률%	%	6.0	6.4	7.7	7.1	7.7	8.0
EBITDA%	%	10.8	10.7	10.7	10.6	10.9	10.0
순이익률	%	5.6	5.5	6.6	6.3	6.8	7.0
EPS(계속사업)	원	1,744	2,247	4,649	7,424	12,098	15,837
PER	배	30.4	75.7	107.7	61.8	37.9	29.0
PBR	배	2.9	8.1	20.8	15.1	11.0	8.1
EV/EBITDA	배	19.4	41.0	72.5	33.9	22.8	18.8
ROE	%	13.0	11.5	20.3	27.2	33.5	32.1
순차입금	억원	1,866	1,377	4,480	8,852	12,003	10,308
부채비율	%	75.7	71.0	139.2	189.3	190.7	154.6

2Q22 실적: 판가 상승과 수요 호조 지속

2분기 매출액은 7,532 억원(+143%YoY, +20%QoQ), 영업이익 538 억원(+85%YoY, +49%QoQ), 영업이익률 7.1%로 전망한다. CAM4 12,000 톤 공장(16,000 톤 중)이 4월 11일부터 가동 재개되어 매출액 증가에 기여할 것으로 예상하며, 지난 12월 조기 가동된 CAM6 공장의 안정화로 출하량 증가가 예상된다. 또한 주요 고객사의 전기차 신차(Ford F-150Lightning, BMW iX 등) 예약 상황이 좋기 때문에 양극재 수요도 양호할 것으로 전망된다. 또한 양극재 판가 상승에 따른 가격 효과가 2분기에도 10% 가량 발생할 것으로 예상한다. 4월에 반영되는 양극재 판가는 지난 12월, 1월, 2월의 평균가격의 평균이기 때문에 1월부터 본격적으로 상승하기 시작한 니켈 가격 상승에 영향을 받아 상승할 것으로 전망된다.

중국 NCM5 시리즈 가격 추이

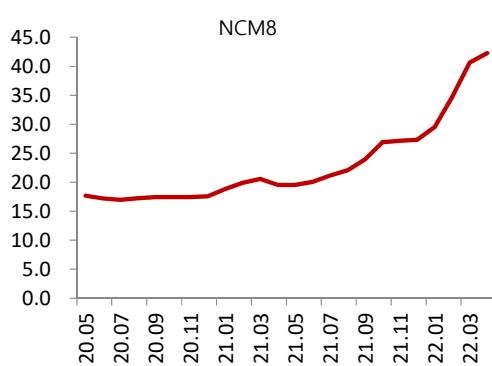
(단위 : 만위안/톤)



자료 : 산업자료, SK증권

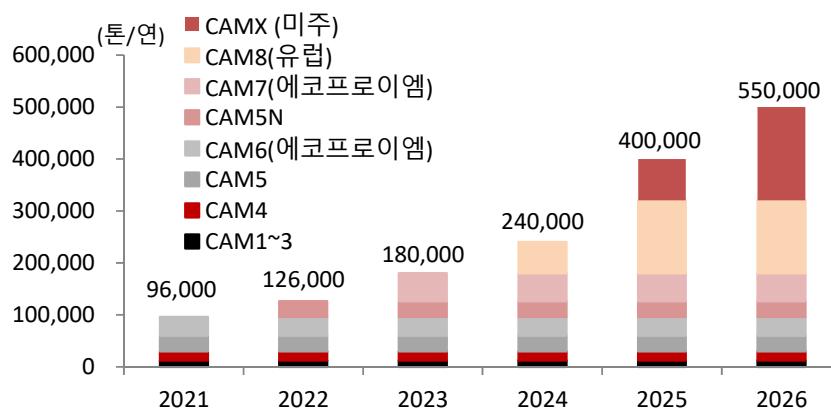
중국 NCM8 시리즈 가격 추이

(단위 : 만위안/톤)



자료 : 산업자료, SK증권

에코프로비엠 양극재 설비 Capacity 추이 및 전망(연말기준)



자료 : 에코프로비엠, SK증권

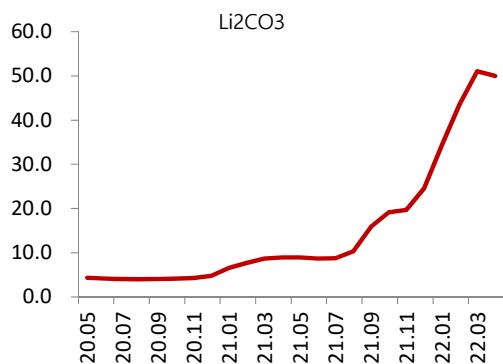
2022년 실적 전망: 전년을 뛰어넘는 성장 전망

2022년 실적은 매출액 3.2조원(+116%YoY), 영업이익 2,264억원(+97%), 영업이익률 7.1%로 2021년 매출액 성장률 +74%를 뛰어 넘을 것으로 전망한다.

차량용 반도체 수급난이 전기차 시장에도 영향을 미치고 있다고 판단할 수 있지만, 하이니켈 양극재는 무풍지대라 판단된다. 차량용 반도체가 부족한 완성차 업체들은 전기차 신차에 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 조기자동으로 이어졌으며, Ford F150 Lightning 전기차 생산 본격화 등 고객사들의 신차 판매 호조가 에코프로비엠 성장의 핵심이다. 양극재 업체들의 실적은 NCM523이나, NCM622보다 하이니켈 양극재인 NCM811, NCM9 반반, NCA에서 주로 성장이 나오고 있는 것으로 추정한다. 1분기 뿐만 아니라 2022년 연중내내 P(가격)과 Q(물량)이 둘 다 상승하는 구조를 보일 것으로 판단한다.

탄산리튬(Li₂CO₃) 가격 추이

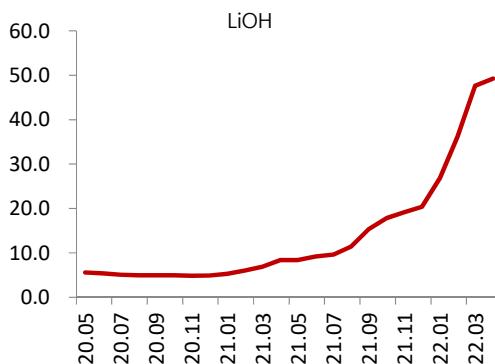
(단위 : 만위안/톤)



자료 : 산업자료, SK증권

수산화리튬(LiOH) 가격 추이

(단위 : 만위안/톤)



자료 : 산업자료, SK증권

니켈 가격 추이

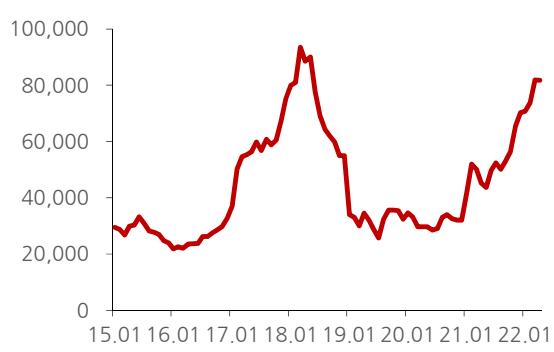
(단위 : 달러/1.5톤)



자료 : LME, SK증권

코발트 가격 추이

(단위 : 달러/톤)



자료 : LME, SK증권

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

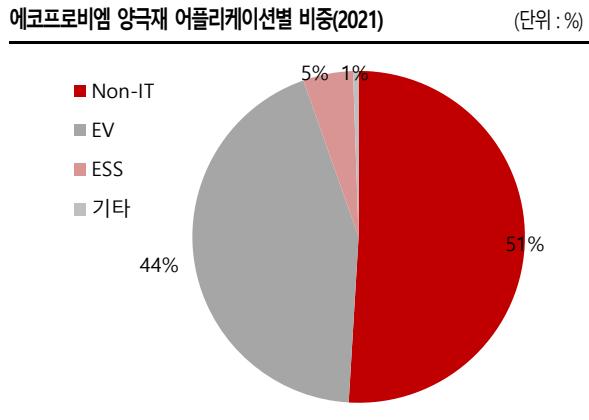
투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 실적 전망치 상향에 따라 기존 53만원에서 60만원으로 상향한다.

에코프로비엠 실적 추이 및 전망													(단위: 억원 %)
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,632	3,104	4,081	5,039	6,300	7,532	8,333	9,885	8,547	14,856	32,049	47,795	62,360
Non-IT	1,427	1,702	2,170	2,270	2,268	3,013	3,333	3,598	5,091	7,569	12,213	10,515	13,719
EV	1,041	1,210	1,728	2,507	3,780	4,142	4,583	5,713	3,098	6,486	18,214	34,890	45,523
ESS	152	180	160	229	189	301	333	474	304	721	1,302	1,912	2,494
기타(전구체 등)	12	12	23	33	63	75	83	99	54	80	320	478	624
매출비중													
Non-IT	54%	55%	53%	45%	36%	40%	40%	36%	60%	51%	38%	22%	22%
EV	40%	39%	42%	50%	60%	55%	55%	58%	36%	44%	57%	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	275	361	538	597	768	548	1,150	2,264	3,693	4,955
OPM	6.8%	9.4%	10.0%	5.5%	5.7%	7.1%	7.2%	7.8%	6.4%	7.7%	7.1%	7.7%	7.9%

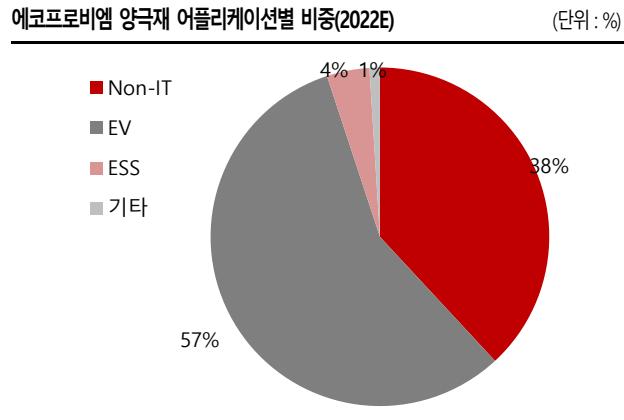
자료: 에코프로비엠, SK증권

에코프로비엠 목표주가 변경				(단위: 원, 배)
기존 목표주가 (22, 23년 EPS, Growth에 PEG 1x)		신규 목표주가 (22, 23년 EPS, Growth에 PEG 1x)		
2022E		2023E		2022E
EPS (원)	6,911	11,403	EPS (원)	7,424
EPS Growth	47%	65%	EPS Growth	60%
목표주가	53만원			60만원

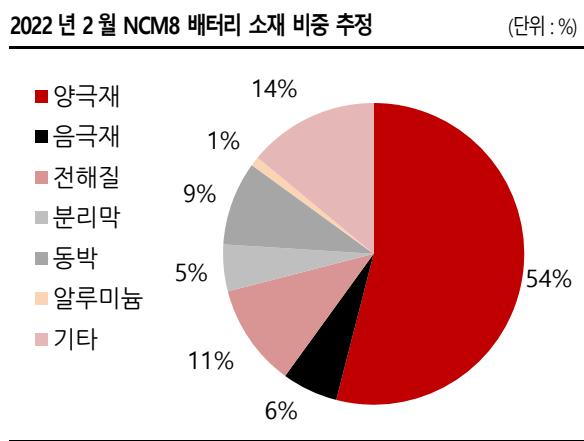
자료: 에코프로비엠, SK증권



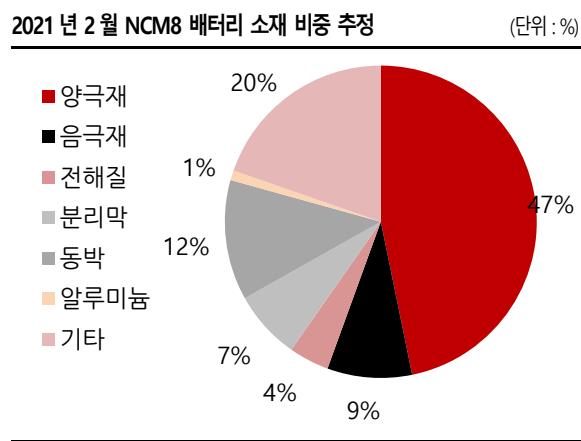
자료: 에코프로비엠 SK 증권



자료: 에코프로비엠 SK 증권



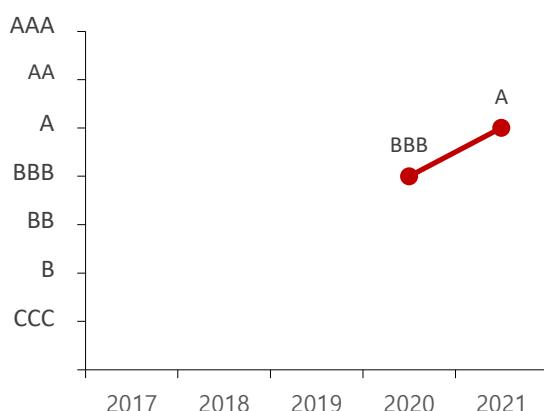
자료: 산업자료, SK 증권



자료: 산업자료, SK 증권

ESG 하이라이트

에코프로비엠 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
에코프로비엠 종합 등급	A	N/A	N/A
환경(Environment)	322	N/A	N/A
사회(Social)	504	N/A	N/A
지배구조(Governance)	55.1	N/A	N/A
<비교업체 종합 등급>			
알엔에프	A	N/A	N/A
포스코케미칼	A	N/A	N/A

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 에코프로비엠 ESG 평가

최근 에코프로비엠은 공장 화재 및 불공정거래 이슈 등이 발생했으나, 내부 컴플라이언스 위원회 및 경영 시스템 구축, 임직원 교육 강화 등 내부통제 강화 계획을 수립 및 이행 중. 또한, 지배구조 측면에서도 적극적 IR 및 PR 도입을 통한 실질적 주주권리 재고방안을 마련하는 등 향후 ESG 경영 개선 방향성이 명확하다는 판단

자료: SK 증권

에코프로비엠 ESG 채권 발행 내역

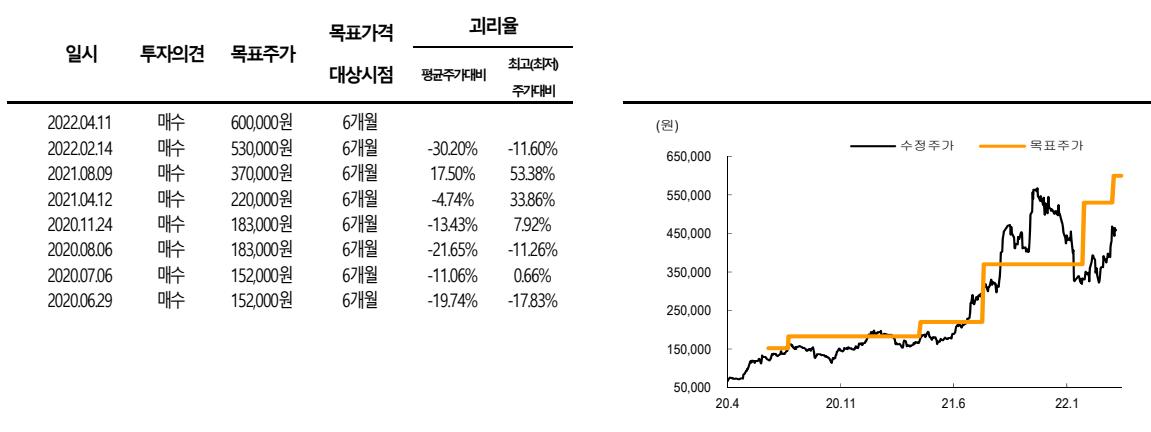
발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

에코프로비엠 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.04.06	사회(Social)	국과수 청주 에코프로비엠 화재 원인 불명, 원인미상 통보
2022.02.22	사회(Social)	화재로 4 명 사상자 낸 에코프로비엠 압수수색
2022.01.28	지배구조(Governance)	에코프로비엠 임직원 내부자거래 수사 인정

자료: 주요 언론사, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자윤혁자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 4월 19일 기준)

매수	92.8%	중립	7.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	3,048	7,391	13,691	20,523	28,433
현금및현금성자산	592	1,046	10	123	1,818
매출채권및기타채권	806	2,675	5,770	8,605	11,227
재고자산	1,568	3,394	7,322	10,919	14,246
비유동자산	4,942	6,867	8,645	10,884	9,656
장기금융자산	4	10	10	10	10
유형자산	4,360	6,388	8,116	10,321	9,058
무형자산	133	121	110	102	95
자산총계	7,990	14,259	22,336	31,407	38,090
유동부채	1,890	6,129	9,082	11,786	14,288
단기금융부채	697	3,577	3,577	3,577	3,577
매입채무 및 기타채무	936	2,131	4,596	6,854	8,943
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,427	2,168	5,532	8,818	8,841
장기금융부채	1,274	1,955	5,290	8,554	8,554
장기매입채무 및 기타채무	20	20	20	20	20
장기충당부채	5	10	26	38	49
부채총계	3,317	8,297	14,614	20,604	23,128
지배주주지분	4,436	5,517	6,978	9,583	13,021
자본금	105	115	115	115	115
자본잉여금	2,745	2,929	2,929	2,929	2,929
기타자본구성요소	229	233	233	233	233
자기주식	-49	-48	-48	-48	-48
이익잉여금	1,357	2,240	3,732	6,367	9,837
비지배주주지분	237	444	744	1,220	1,940
자본총계	4,673	5,961	7,722	10,803	14,961
부채와자본총계	7,990	14,259	22,336	31,407	38,090

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,250	-1,009	-1,255	788	2,013
당기순이익(손실)	476	1,144	2,004	3,251	4,352
비현금성항목등	481	560	1,389	1,941	1,887
유형자산감가상각비	343	406	1,105	1,476	1,263
무형자산상각비	26	28	24	22	21
기타	105	129	10	10	10
운전자본감소(증가)	298	-2,674	-4,425	-4,043	-3,742
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-229	-1,679	-3,095	-2,835	-2,622
재고자산감소(증가)	20	-1,826	-3,928	-3,597	-3,327
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	439	736	2,466	2,258	2,089
기타	68	94	133	131	119
법인세납부	-4	-39	-223	-361	-484
투자활동현금흐름	-944	-2,373	-2,841	-3,695	-13
금융자산감소(증가)	-4	-12	0	0	0
유형자산감소(증가)	-984	-2,360	-2,832	-3,681	0
무형자산감소(증가)	-5	-14	-14	-14	-14
기타	48	13	4	0	1
재무활동현금흐름	90	3,836	3,059	3,021	-305
단기금융부채증가(감소)	-120	1,960	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-3	1,603	3,336	3,264	0
자본의증가(감소)	48	188	0	0	0
배당금의 지급	-31	-94	-210	-137	-160
기타	196	179	-66	-106	-145
현금의 증가(감소)	391	454	-1,037	113	1,695
기초현금	201	592	1,046	10	123
기말현금	592	1,046	10	123	1,818
FCF	244	-3,459	-4,104	-2,915	1,987

자료 : 에코프로비엠, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	8,547	14,856	32,049	47,795	62,360
매출원가	7,492	12,955	28,524	42,623	55,890
매출총이익	1,056	1,901	3,525	5,172	6,471
매출총이익률 (%)	12.4	12.8	11.0	10.8	10.4
판매비와관리비	508	751	1,262	1,479	1,515
영업이익	548	1,150	2,264	3,693	4,955
영업이익률 (%)	6.4	7.7	7.1	7.7	8.0
비영업손익	-72	-6	-37	-81	-120
순금융비용	41	42	62	106	145
외환관련손익	-35	42	35	35	35
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	476	1,144	2,226	3,612	4,835
세전계속사업이익률 (%)	5.6	7.7	7.0	7.6	7.8
계속사업법인세	10	166	223	361	484
계속사업이익	467	978	2,004	3,251	4,352
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	467	978	2,004	3,251	4,352
순이익률 (%)	5.5	6.6	6.3	6.8	7.0
지배주주	469	1,008	1,702	2,773	3,630
지배주주귀속 순이익률(%)	5.49	6.79	5.31	5.8	5.82
비지배주주	-3	-30	302	478	722
총포괄이익	455	945	1,971	3,218	4,319
지배주주	458	977	1,671	2,742	3,599
비지배주주	-3	-33	300	476	720
EBITDA	916	1,584	3,393	5,192	6,239

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	38.7	73.8	115.7	49.1	30.5
영업이익	47.7	110.0	96.8	63.2	34.2
세전계속사업이익	68.0	140.3	94.6	62.2	33.9
EBITDA	38.4	72.9	114.2	53.0	20.2
EPS(계속사업)	28.9	106.9	59.7	63.0	30.9
수익성 (%)					
ROE	11.5	203	27.2	33.5	32.1
ROA	6.4	8.8	11.0	12.1	12.5
EBITDA마진	10.7	10.7	10.6	10.9	10.0
안정성 (%)					
유동비율	161.3	120.6	150.8	174.1	199.0
부채비율	71.0	139.2	189.3	190.7	154.6
순차입금/자기자본	29.5	75.1	114.6	111.1	68.9
EBITDA/이자비용(배)	21.5	35.3	51.2	48.9	42.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,247	4,649	7,424	12,098	15,837
BPS	21,088	24,071	30,444	41,810	56,814
CFPS	4,014	6,649	12,350	18,635	21,438
주당 현금배당금	450	920	600	700	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	75.7	122.1	64.7	39.7	30.3
PER(최저)	22.3	32.9	43.0	26.4	20.1
PBR(최고)	8.1	23.6	15.8	11.5	8.5
PBR(최저)	2.4	6.4	10.5	7.6	5.6
PCR	42.4	75.3	37.1	24.6	21.4
EV/EBITDA(최고)	41.0	81.8	34.5	23.3	19.2
EV/EBITDA(최저)	13.1	23.6	24.4	16.7	13.7