

SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sksecurities.co.kr
02-3773-8477

Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	167 만주
액면가	5,000 원
시가총액	62,757 십억원
주요주주	
LG(외)	33.37%
국민연금공단	9.98%
외국인지분율	42.50%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(21/01/04)	889,000 원
KOSPI	2944.45 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	889,000 원
52주 최저가	230,000 원
60일 평균 거래대금	345 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.1%	-2.5%
6개월	75.4%	28.2%
12개월	185.9%	111.3%

LG 화학 (051910/KS | 매수(신규편입) | T.P 1,100,000 원(신규편입))

2 차전지 HYBRID CHANGE

4Q 영업이익은 8,577 억원이 예상돼 컨센서스를 소폭 상회하는 실적 기대. 11 월 여수 크래커 화재 이슈에도 ABS, PVC 등의 가격 강세가 이를 상쇄. 가격 강세는 상반기까지 흐름 이어질 전망. 또한, 전지사업부 상승 추세 이어나갈 것으로 예상. 전량 수주 예정인 테슬라 모델 Y 판매량 호조인 상황. 이에 배터리사업부의 Multiple 을 반영한 SOTP 그리고 내재가치 중심의 DCF 를 혼합해 목표주가 1,100,000 원, 투자의견 매수를 제시함

여수 공장 차질에도 좋은 분위기

4 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 8 조 2,767 억원, 8,577 억원이 예상돼 12/31 일 기준 컨센서스(8 조 6,385 억원 / 8,293 억원)와 유사한 수준 예상한다. 화학의 경우 대표제품인 ABS, PVC 가격이 3 분기 대비 4 분기 각각 +32.5%, +26.4% 상승에 궁정 적 흐름 이어졌다. 다만, 11 월 여수 공장 화재가 이 효과를 상쇄할 전망이다. 전지 사업부의 경우 전분기에 이어 상승 추세 이어나갈 것으로 기대된다. 코나 EV 이슈에도 지난 판매보증 충당금 설정액(3Q 기준 5,207 억원)으로 큰 차질은 없을 것으로 판단한다.

전기차 시장 성장에 배터리 고속 질주

과거 전지 사업부의 확대에도 제한적이었던 이익 기여도는 2021 년도를 기점으로 빠르게 증가할 것으로 기대한다. 화학 사업부도 여수 크래커 증설(에틸렌 +80 만톤) 및 PO 생산능력 확보로 양적 증대가 이뤄질 전망이다. 하지만, 전지사업부의 빠른 이익 개선세 및 주요 공급사들의 판매량 호조에 더 큰 성장세가 기대된다. 전량 수주를 맡은 테슬라 모델 Y 의 경우 지난 10 월 신차판매 1 만대를 넘어서며 순항 중이다. 2021 년 전지사업부 이익 기여도 28%를 상회하며 동사의 이익의 Hybrid 체질 개선이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 1,100,000 원, 신규 커버리지 신규 개시

동사는 기존 화학의 양적 성장에 더해 전지사업부의 성장성 및 증가하는 이익 기여도에 높은 Multiple 부여 합당한 상황이다. Valuation 은 사업부별 EV/EBITDA Multiple 을 별도로 부여한 SOTP 와 내재가치 중심의 DCF 를 혼합해 EV 86 조원을 산정했다. 이에 목표주가 1,100,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	25,698	28,183	28,625	29,835	37,967	43,696
yoY	%	24.4	9.7	1.6	4.2	27.3	15.1
영업이익	십억원	2,928	2,246	896	2,587	3,920	3,902
yoY	%	47.0	-23.3	-60.1	188.8	51.5	-0.5
EBITDA	십억원	4,331	3,733	2,752	4,945	6,937	8,687
세전이익	십억원	2,564	1,940	561	2,437	3,791	3,685
순이익(자배주주)	십억원	1,945	1,473	313	1,707	2,786	2,706
영업이익률%	%	11.4	8.0	3.1	8.7	10.3	8.9
EBITDA%	%	16.9	13.3	9.6	16.6	18.3	19.9
순이익률%	%	7.9	5.4	1.3	6.2	7.7	6.5
EPS(계속사업)	원	24,854	18,812	4,003	21,241	35,033	34,009
PER	배	16.3	18.5	79.3	38.8	25.4	26.1
PBR	배	2.0	1.6	1.5	3.4	3.3	3.0
EV/EBITDA	배	7.2	7.9	11.2	14.3	11.4	9.2
ROE	%	12.9	8.9	1.8	9.5	14.0	12.4
순차입금	십억원	266	2,813	6,483	8,828	12,371	12,490
부채비율	%	53.3	67.1	95.7	101.3	114.0	114.6

1. Highlight View 3

(1) 화학 시황 특수 단기 지속

4분기 화학 사업부 실적은 지난 11월 여수 크래커 화재에 따른 가동 중단 여파를 받을 전망이다. 다만, ABS, PVC, 등 화학시황 호조에 상대적으로 양호한 이익이 예상된다. ABS 가격은 3분기 평균 \$1,826/t에서 12월 21일 누적 평균 \$1,963/t을 기록해 32.5% 급등했다. PVC도 QoQ 26.4% 상승했다. 전반적인 가격 강세 수혜가 예상된다.

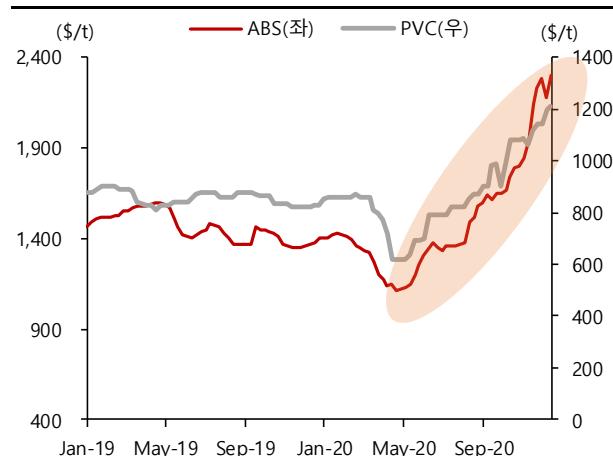
(2) 2차 전지, 눈 앞에 보이는 성장

현재 전기차 신차 판매량은 10월 기준 전체 신차판매의 4.4%에 달하는 것으로 추정돼 전년 동기 2%에서 크게 증가했다. 앞으로도 전기차/배터리 시장의 전망은 밝다. 동시에 주된 공급업체인 현대차, 폭스바겐의 전기차 판매량은 지난 10월 누적기준 전년 동기 대비 각각 18.7%, 114.7% 상승해 동반성장 예상된다. 또한, 테슬라 모델 Y를 단독 수주. 모델 3 만큼의 초기 신차 판매 효과는 확인되지 않으나 절대적인 수치에서 꾸준히 판매량(작년 6월 7,500 대 → 10월 10,602 대)이 늘고 있어 수혜가 기대된다.

(3) 여수 크래커 증설에 커지는 화학, 더 커지는 전지

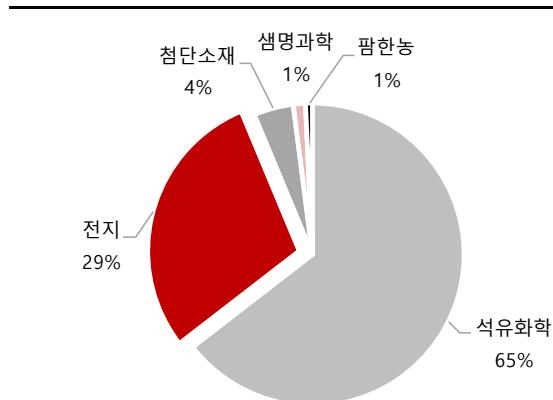
세번째로 양적 성장과 함께 이루어지는 전사 이익 구조의 변화에 주목이 필요하다. 여수 크래커 증설 완료 시 에틸렌 생산능력은 약 340만톤으로 화학 사업부의 몸집은 커질 것이다. 그럼에도 전지 부분 이익이 더욱 가파르게 상승, 두각을 보일 전망이다. 올해 이익의 28%를 상회할 것으로 예상, 하이브리드 형태의 이익 구성이 기대된다.

ABS, PVC 가격 추이



자료: Cischem, SK증권

2021E 전지 사업부 이익 전사 28%를 상회할 것으로 기대



자료: SK증권 추정

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망	(단위 : 십억원, %)									
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	QoQ	2019	2020E	2021E
매출액	8,326.0	7,115.7	6,935.2	7,507.3	8,276.7	-0.6%	10.2%	28,625.0	29,834.9	37,966.7
영업이익	18.9	236.5	571.6	902.1	857.7	4437.9%	-4.9%	895.6	2,567.9	3,811.0
영업이익률	0.2%	3.3%	8.2%	12.0%	10.4%	10.1%	-1.7%	3.1%	8.6%	10.0%
세전이익	-136.3	176.0	470.0	707.6	1,083.3	흑전	53.1%	560.6	2,437.0	3,790.9
세전이익률	-1.6%	2.5%	6.8%	9.4%	13.1%	14.7%	3.7%	2.0%	8.2%	10.0%
지배순이익	-77.8	21.1	382.3	512.3	790.9	흑전	54.4%	313.4	1,706.5	2,786.2
지배주주순이익률	-0.9%	0.3%	5.5%	6.8%	9.6%	10.5%	2.7%	1.1%	5.7%	7.3%
사업부별 매출액										
석유화학	3,898	3,696	3,313	3,584	3,351	-14.0%	-6.5%	15,548	13,943	16,188
전지	2,481	2,261	2,823	3,144	4,008	61.6%	27.5%	8,350	12,236	17,448
첨단소재	1,178	1,107	789	963	1,018	-13.6%	5.8%	4,774	3,878	4,602
생명과학	164	159	160	172	171	3.7%	-0.9%	628	662	687
팜한농	99	221	178	102	101	1.7%	-1.6%	590	602	612
사업부별 영업이익										
석유화학	315.8	242.6	434.7	721.6	670.7	112.4%	-7.1%	1417.8	2069.6	2619.4
이익률	8.1%	6.6%	13.1%	20.1%	20.0%	11.9%	-0.1%	9.1%	14.8%	16.2%
전지	-249.6	-51.8	155.5	168.8	206.5	흑전	22.4%	-454.3	479.0	1185.4
이익률	-10.1%	-2.3%	5.5%	5.4%	5.2%	15.2%	-0.2%	-5.4%	3.9%	6.8%
첨단소재	25.7	62.1	35.0	59.0	46.1	79.4%	-21.9%	108.1	202.2	172.1
이익률	2.2%	5.6%	4.4%	6.1%	4.5%	2.3%	-1.6%	2.3%	5.2%	3.7%
생명과학	-1.6	23.5	14.1	8.5	11.7	흑전	38.0%	37.2	57.8	52.7
이익률	-1.0%	14.8%	8.8%	4.9%	6.9%	7.9%	1.9%	5.9%	8.7%	7.7%
팜한농	-15.3	34.9	11.6	-9.6	-10.5	적지	적지	20.9	26.4	29.9
이익률	-15.5%	15.8%	6.5%	-9.4%	-10.5%	5.0%	-1.1%	3.5%	4.4%	4.9%

자료: LG 화학, SK 증권 추정

3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
기초소재	4,086	3.9	15,935	국내 동종업계 (롯데, 금속, 대한 시장 컨센)
전자	2,364	21.7	51,230	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, 파나소닉 컨센) * 국내기업에 가중치 2 배
침단소재	398	8.2	3,264	해외 OLED 소재 동종업계 평균 (Sumitomo, Nitto Denko)
바이오	119	13.4	1,591	국내 주요 동종업계 (대웅제약, 녹십자, 보령제약)
팜한농	57	20	1,139	경농 EV/EBITDA 적용
Peer Valuation 영업가치 (A*1)			73,159	
DCF 영업가치 (A*2)			99,449	* 3년 추정 / 27년 (+3.5%) / / 1% 영구성장
추정 Enterprise Value(A)			86,304	A*1, A*2 평균
순부채(B)			7,798	3Q20
우선주 시가총액(C)			2,933	2021-01-04 기준
관계주식(D)			278	장부가액 기준
보통주 유통 주식수(천주)(E)			68,940	
추정 금액(원) [= (A-B-C+D)/E]			1,100,244	
Target price(원)			1,100,000	
현 주가(원)			889,000	2021-01-04 기준
Upside(%)			24%	

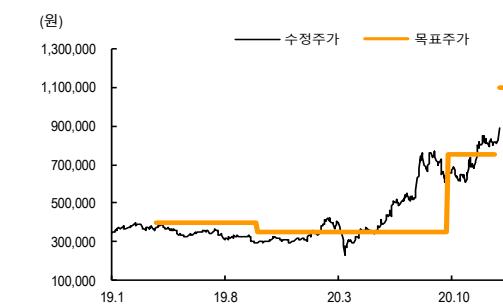
자료 SK 증권 추정

DCF Valuation					(단위: 십억원)
FCF	2021E	2022E	2023E	Terminal Value	
Forecasted Value	-2,074	1,017	2,024	130,194	
Discounted Value as of 4Q20E	-1,975	922	1,750	69,327	
Sum of Discounted Value(A)	70,024				
2020E EBITDA(B)	4,945				
Target EV/EBITDA(=A/B)	14				
12M fwd EBITDA	7,023				
Enterprise Value (DCF*)	99,449				
g* Average Growth rate	3.5%	* '24~'50			
g (Implied growth rate)	1.0%				
WACC	5.0%				
Cost of equity	8.0%	* 5년 평균			
Risk Free rate	2.1%				
Market Risk Premium	5.0%				
Beta	1.18				
Cost of Debt	3%	* 3Q20 기준			
Target Debt/Equity	112%				
Weight of Equity	0.5				
Weight of Debt	0.5				

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate는 미 국채 10년물 5년 평균

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율	
				평균주기대비	최고(최저) 주기대비
2021.01.05	매수	1,100,000원	6개월		
2020.12.28	담당자 변경				
2020.09.28	매수	750,000원	6개월	-2.66%	18.53%
2020.05.21	매수	350,000원	6개월	20.61%	119.43%
2020.03.30	매수	350,000원	6개월	-5.29%	19.86%
2019.10.07	매수	350,000원	6개월	-5.82%	19.86%
2019.07.02	매수	400,000원	6개월	-14.93%	-2.75%
2019.04.01	매수	400,000원	6개월	-11.98%	-2.75%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)은 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 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.
 - 당시는 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 (2021년 1월 5일 기준)

매수	90.16%	중립	9.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	12,089	11,870	14,053	17,155	20,228
현금및현금성자산	2,514	1,889	2,661	2,068	2,986
매출채권및기타채권	4,624	3,933	4,630	6,765	7,786
재고자산	4,289	5,034	5,004	6,317	7,270
비유동자산	16,856	22,155	25,274	29,337	30,920
장기금융자산	158	268	253	253	253
유형자산	13,839	18,594	21,133	24,661	25,969
무형자산	2,006	2,206	2,350	2,300	2,258
자산총계	28,944	34,024	39,327	46,492	51,148
유동부채	7,274	8,942	10,286	12,270	13,701
단기금융부채	1,632	1,356	2,603	2,603	2,603
매입채무 및 기타채무	4,717	6,523	6,484	8,186	9,421
단기충당부채	108	447	458	580	659
비유동부채	4,348	7,699	9,508	12,495	13,606
장기금융부채	3,738	7,059	8,914	11,864	12,901
장기매입채무 및 기타채무	10	11	12	14	14
장기충당부채	218	265	251	285	345
부채총계	11,622	16,641	19,794	24,766	27,308
자본주주지분	17,083	17,005	18,864	20,919	22,894
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,275	2,418	2,418	2,418
기타자본구성요소	-374	-374	-246	-246	-246
자기주식	-355	-355	-226	-226	-226
이익잉여금	14,994	14,799	16,347	18,366	20,305
비지배주주지분	239	379	669	807	946
자본총계	17,322	17,384	19,533	21,727	23,840
부채와자본총계	28,944	34,024	39,327	46,492	51,148

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	2,199	3,260	4,532	4,045	7,119
당기순이익(손실)	1,940	561	2,251	2,917	2,837
비현금성항목등	2,212	3,161	3,007	4,064	5,893
유형자산감가상각비	1,379	1,720	2,187	2,841	4,617
무형자산상각비	108	137	172	177	168
기타	679	1,300	901	-106	-106
운전자본감소(증가)	-1,264	115	-105	-1,727	-719
매출채권및기타채권의 감소증가)	52	595	-501	-2,135	-1,021
재고자산감소증가)	-959	-719	-106	-1,313	-953
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	165	217	453	1,702	1,235
기타	-523	21	49	19	20
법인세납부	-689	-577	-621	-1,209	-892
투자활동현금흐름	-3,581	-6,041	-5,077	-6,519	-6,090
금융자산감소(증가)	-77	-20	75	0	0
유형자산감소(증가)	-3,777	-6,159	-5,856	-6,444	-6,000
무형자산감소(증가)	-108	-232	-127	-127	-127
기타	380	370	831	51	37
재무활동현금흐름	1,662	2,091	1,336	1,881	-111
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,241	2,686	1,594	2,950	1,037
자본이증가(감소)	-1	0	0	0	0
배당금의 지급	494	484	-178	-767	-767
기타	-85	-111	-81	-302	-381
현금의 증가(감소)	264	-625	772	-594	918
기초현금	2,249	2,514	1,889	2,661	2,068
기밀현금	2,514	1,889	2,661	2,068	2,986
FCF	-1,321	-2,238	-2,370	-2,279	927

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	28,183	28,625	29,835	37,967	43,696
매출원가	22,837	23,779	23,453	29,327	34,374
매출총이익	5,346	4,846	6,382	8,640	9,323
매출총이익률 (%)	19.0	16.9	21.4	22.8	21.3
판매비와관리비	3,100	3,950	3,795	4,720	5,421
영업이익	2,246	896	2,587	3,920	3,902
영업이익률 (%)	8.0	3.1	8.7	10.3	8.9
비영업손익	-306	-335	-150	-129	-217
순금융비용	88	164	210	257	345
외환관련손익	-70	-4	9	9	9
관계기업투자등 관련손익	5	22	-4	12	12
세전계속사업이익	1,940	561	2,437	3,791	3,685
세전계속사업이익률 (%)	6.9	2.0	8.2	10.0	8.4
계속사업법인세	421	184	643	917	892
계속사업이익	1,519	376	1,794	2,874	2,793
중단사업이익	0	0	44	44	44
*법인세효과	0	0	-3	0	0
당기순이익	1,519	376	1,838	2,917	2,837
순이익률 (%)	5.4	1.3	6.2	7.7	6.5
지배주주	1,473	313	1,707	2,786	2,706
지배주주귀속 순이익률(%)	52.3	1.09	5.72	7.34	6.19
비지배주주	47	63	131	131	131
총포괄이익	1,433	449	1,881	2,960	2,880
지배주주	1,388	383	1,742	2,822	2,742
비지배주주	45	65	139	139	139
EBITDA	3,733	2,752	4,945	6,937	8,687

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	9.7	1.6	4.2	27.3	15.1
영업이익	-23.3	-60.1	188.8	51.5	-0.5
세전계속사업이익	-24.3	-71.1	334.7	55.6	-2.8
EBITDA	-13.8	-26.3	79.7	40.3	25.2
EPS(계속사업)	-24.3	-78.7	430.6	64.9	-2.9
수익성 (%)					
ROE	89	1.8	9.5	14.0	12.4
ROA	5.6	1.2	5.0	6.8	5.8
EBITDA마진	13.3	9.6	16.6	18.3	19.9
안정성 (%)					
유동비율	166.2	132.8	136.6	139.8	147.6
부채비율	67.1	95.7	101.3	114.0	114.6
순차입금/자기자본	16.2	37.3	45.2	56.9	52.4
EBITDA/이자비용(배)	27.6	13.2	19.3	22.9	22.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	18,812	4,003	21,241	35,033	34,009
BPS	218,227	217,230	240,983	267,235	292,462
CFPS	37,811	27,718	51,927	74,143	95,692
주당 현금배당금	6,000	2,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.5	98.6	39.8	25.4	26.1
PER(최저)	16.3	72.2	10.8	25.4	26.1
PBR(최고)	2.0	1.8	3.5	3.3	3.0
PBR(최저)	1.4	1.3	1.0	3.3	3.0
PCR	9.2	11.5	15.9	12.0	9.3
EV/EBITDA(최고)	9.8	13.3	14.7	11.4	9.2
EV/EBITDA(최저)	7.1	10.5	5.4	11.4	9.2