

SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

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

Company Data

자본금	41 십억원
발행주식수	650 만주
자사주	32 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,521 십억원
주요주주	
이순규(와12)	39.87%
국민연금공단	11.17%
외국인지분율	17.60%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(21/01/04)	234,000 원
KOSPI	2944.45 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	253,500 원
52주 최저가	61,500 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-15.2%
6개월	103.5%	49.3%
12개월	95.7%	49.7%

대한유화 (006650/KS | 매수(신규편입) | T.P 275,000 원(신규편입))

2021년 긍정적 시작

4Q 영업이익은 704 억원이 예상돼 컨센서스와 유사한 실적 기대. 2020년도 하반기 화학 시황 호조 올해 상반기까지 이어질 것으로 기대. 또한 LiBS 용 분리막 소재 등 고부가 가치 제품 확대 예상. 다만, 현재 기업의 이익의 질은 Pure 에 더 가까운 것으로 판단. 2021~2022년 끝나지 않은 공급과잉에 유의할 필요. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.88 부여, 목표주가 275,000 원 투자의견 매수를 제시함

대표제품 PE/PP 를 중심 실적 상향

4분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 4,825 억원, 704 억원이 예상돼 12/31일 기준 컨센서스(4,769 조원 / 717 억원)과 유사한 수준을 예상한다. 대표 제품인 HDPE 는 3Q 기준 평균 \$857/t 에서 \$920/t 으로 +7.4% 상승했다. 또한 PP 가격도 \$921/t 에서 \$1,041/t 으로 +13% 상승했다. 원재료 납사 가격은 \$400 중반으로 여전히 저가 매력 존재해 spread 에 긍정적일 전망이다.

일단 시작은 좋다 2021년 + 진행중인 분리막 탑재

2020년 하반기의 가격 강세가 올해 상반기까지 긍정적으로 영향을 미칠 전망이다. 다만, 국내 주요 업체의 크래커 재가동 물량 / 중국을 중심으로 한 2021~2022년 글로벌 공급과잉이 재부각 되면서 이 효과는 점차 소멸될 것으로 판단한다. 또한, 시장의 주목을 받는 분리막의 경우, 이익기여도 상향에도 전사 이익 기준 유가와의 민감도는 여전히 높은 것으로 판단된다. 물론 배터리 시장의 성장은 이제 시작인 만큼, 전사의 이익 성격에 변화(Pure → Specialty)를 줄지 주목할 만한 포인트이다.

투자의견 매수, 목표주가 275,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 2020년도 하반기 강세의 영향을 상반기까지 끌고 나갈 것으로 전망한다. 또한 분리막 원료를 중심으로 한 고부가가치 제품 성장이 기대된다. 다만 아직 해소되지 않은 공급과잉 이슈는 장기적 부담일 전망이다. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.88 부여. 이에 목표주가 275,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	1,779	2,554	2,074	1,853	2,160	2,093
yoY	%	11.5	43.5	-18.8	-10.7	16.6	-3.1
영업이익	십억원	284	319	114	160	182	138
yoY	%	-17.1	12.2	-64.3	40.6	13.5	-24.2
EBITDA	십억원	379	454	261	313	335	333
세전이익	십억원	280	336	128	179	201	158
순이익(자배주주)	십억원	214	257	106	135	153	120
영업이익률%	%	16.0	12.5	5.5	8.6	8.4	6.6
EBITDA%	%	21.3	17.8	12.6	16.9	15.5	15.9
순이익률	%	12.1	10.1	5.1	7.3	7.1	5.7
EPS(계속사업)	원	32,972	39,602	16,360	20,772	23,474	18,429
PER	배	8.0	3.9	7.2	11.1	9.8	12.5
PBR	배	1.2	0.6	0.4	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	5.1	2.2	2.8	4.0	3.6	3.3
ROE	%	15.5	16.2	6.1	7.4	7.8	5.8
순차입금	십억원	212	2	-39	-237	-293	-394
부채비율	%	33.8	16.6	13.9	12.1	12.4	12.7

1. Highlight View 3

(1) 살아난 대표 제품 PE/PP

동사의 주력 제품인 PE 와 PP 의 가격이 4 분기에 들어 회복 중이다. HDPE 는 3Q 기준 평균 \$857/t 에서 \$920/t 으로 +7.4% 상승했다. 또한 PP 가격도 \$921/t 에서 \$1,041/t 까지 +13% 상승했다. 플라스틱 수요가 올라온 점도 있지만 그보다는 최근 코로나 19 및 크래커 가동률 하락의 여파가 큰 것으로 해석된다. 향후 코로나 19 수요 당분간 지속 가능하나 LG 화학/롯데 등 주요 크래커 가동에 수급 완화 예상된다.

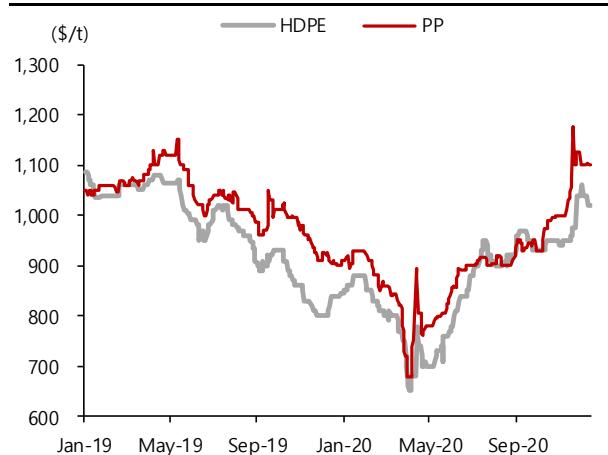
(2) 오랫동안 준비해 온 분리막과 다가올 전기차 시장

전기차 및 배터리 시장의 성장과 함께 동사의 분리막 사업도 주목을 받고 있다. 2010년부터 개발을 진행하며 내부적인 특화제품으로써 키우고 있는 부분이다. 구체적인 숫자를 제공치 않기에 과거 영업이익률과 유가와의 민감도를 통해 이익의 기여도를 가늠해보았다. 유가와 역행하는 추세기준으로 전사 이익의 성격을 바꿀 정도는 아닌 것으로 판단된다. 다만, 이제 시작인 배터리 시장의 성장에 변화의 여지는 있다는 판단이다.

(3) 다만 주의해야할 중국 발 공급과잉

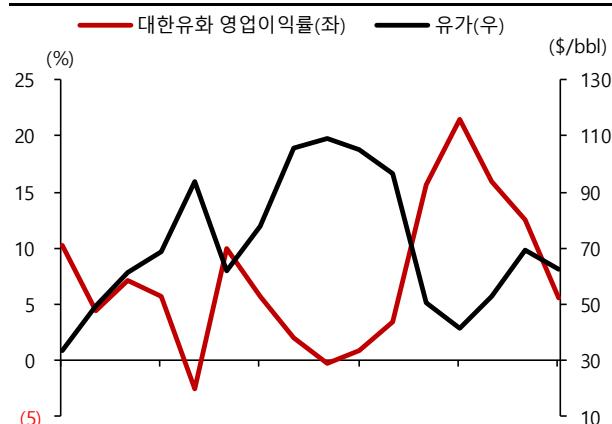
중국의 경제활동에 재개에 따른 증설 물량에 대한 우려가 있다. 2021~2022년 밀렸던 증설 물량이 나올 전망이다. 당사의 주요 제품인 PE/PP로 범용성 제품이 주를 이루는 만큼 상대적으로 민감도가 클 것으로 판단한다. 다만, LiBS 용 제품 등 고부가가치 PE/PP 가 이를 일정 부분 완화시킬 수 있을 것으로 기대한다.

PE(HDPE)/PP 가격 상승세



자료: Cischem, SK증권

여전히 높은 유가와의 민감도



자료: Petronet, dataguide, SK증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망	(단위 : 십억원, %)									
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	QoQ	2019	2020E	2021E
매출액	566.3	496.0	439.5	434.7	482.5	-14.8%	11.0%	2,074.3	1,852.7	2,160.2
영업이익	11.8	-45.7	72.4	63.1	70.4	494.7%	11.5%	113.8	160.1	181.7
영업이익률	2.1%	-9.2%	16.5%	14.5%	14.6%	12.5%	0.1%	5.5%	8.6%	8.4%
세전이익	12.2	-40.8	73.1	71.4	75.1	517.0%	5.1%	127.7	178.8	201.3
세전이익률	2.1%	-8.2%	16.6%	16.4%	15.6%	13.4%	-0.9%	6.2%	9.7%	9.3%
지배순이익	10.7	-30.2	54.1	54.2	56.9	432.5%	5.0%	106.3	135.0	152.6
지배주주순이익률	1.9%	-6.1%	12.3%	12.5%	11.8%	9.9%	-0.7%	5.1%	7.3%	7.1%
사업부별 매출액										
석유화학(Inc 부제품)	562	492	435	425	472	-16.1%	11.1%	2,059	1,824	2,103
산업가스용(코리아에어텍)	9	9	8	7	9	2.3%	38.7%	34	34	51
사업부별 영업이익										
석유화학(Inc 부제품)	10.4	-47.0	70.9	62.4	69.1	564.4%	10.7%	109.1	155.5	174.8
이익률	1.9%	-9.5%	16.3%	14.7%	14.6%	12.8%	-0.1%	5.3%	8.5%	8.3%
산업가스용(코리아에어텍)	1.2	1.1	1.3	0.7	1.3	5.4%	92.4%	4.4	4.3	6.9
이익률	12.9%	11.6%	15.5%	9.6%	13.3%	0.4%	3.7%	12.9%	12.6%	13.5%

자료: 대한유화, SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	7.3%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.2
Target P/B	0.88
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	312,085
적정주가 (단위: 원)	275,563
Target Price (단위: 원)	275,000
현재주가(2021-01-04) (단위: 원)	234,000
상승여력	17.5%

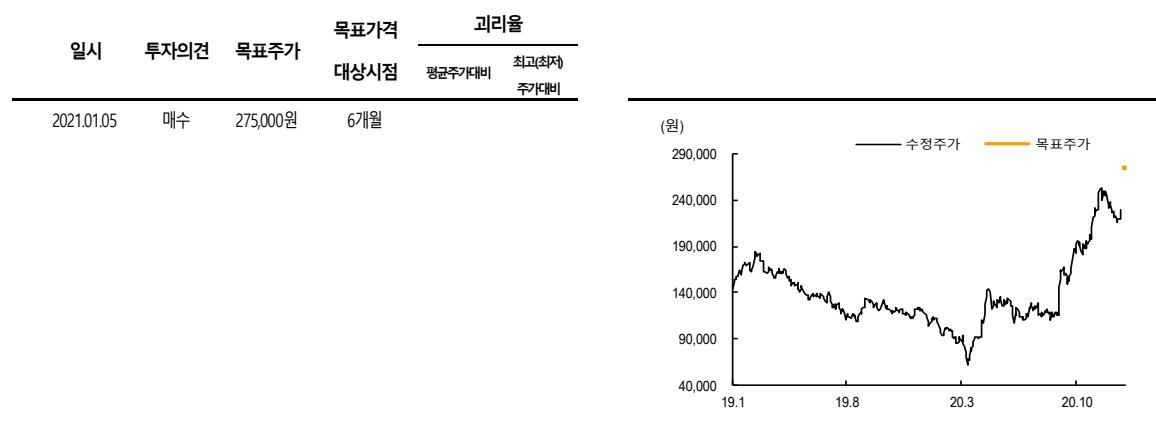
자료 SK 증권 추정

주: Risk Free Rate는 미 국채 10 년물 5 년 평균

Target ROE

	2019	4Q21E	4Q22E	4Q23E
ROE(지배주주지분)	6.1%	7.8%	5.8%	9.4%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	7.3%			

자료 SK 증권 추정



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 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 (2021년 1월 5일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	429	464	604	715	826
현금및현금성자산	54	98	271	341	463
매출채권및기타채권	202	197	168	191	185
재고자산	168	161	138	156	152
비유동자산	1,555	1,562	1,523	1,564	1,568
장기금융자산	3	4	6	6	6
유형자산	1,381	1,383	1,325	1,353	1,340
무형자산	6	7	9	10	12
자산총계	1,984	2,026	2,127	2,279	2,394
유동부채	135	91	93	120	136
단기금융부채	5	7	21	38	56
매입채무 및 기타채무	61	60	51	58	56
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	148	156	137	131	134
장기금융부채	51	55	36	32	35
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	283	248	230	251	269
자본주주지분	1,701	1,779	1,897	2,028	2,125
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
기타자본구성요소	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	1,402	1,479	1,599	1,732	1,829
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,701	1,779	1,897	2,028	2,125
부채와자본총계	1,984	2,026	2,127	2,279	2,394

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	350	226	325	252	303
당기순이익(순실)	336	128	161	153	120
비현금성항목등	148	149	159	182	213
유형자산감가상각비	136	148	153	153	195
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	19	9	4	-3	-3
운전자본감소(증가)	-61	0	45	-40	8
매출채권및기타채권의 감소증가)	19	0	22	-23	6
재고자산감소증가)	-5	15	24	-19	5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-59	15	4	7	-2
기타	-16	-30	-5	-5	-1
법인세납부	-73	-50	-38	-43	-38
투자활동현금흐름	-111	-151	-123	-175	-178
금융자산감소(증가)	-1	-4	-21	0	0
유형자산감소(증가)	-115	-153	-101	-181	-182
무형자산감소(증가)	-1	0	-2	-2	-2
기타	5	5	1	8	6
재무활동현금흐름	-195	-30	-29	-8	-3
단기금융부채증가(감소)	136	116	11	17	18
장기금융부채증가(감소)	-302	-120	-23	-4	3
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	-25	-15	-20	-22
기타	-5	-1	-2	-2	-2
현금의 증가(감소)	44	44	173	69	122
기초현금	10	54	98	271	341
기말현금	54	98	271	341	463
FCF	238	46	213	76	124

자료 : 대한유화, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554	2,074	1,853	2,160	2,093
매출원가	2,178	1,914	1,650	1,928	1,908
매출총이익	376	160	203	232	184
매출총이익률 (%)	14.7	7.7	11.0	10.8	8.8
판매비와관리비	57	46	43	51	47
영업이익	319	114	160	182	138
영업이익률 (%)	12.5	5.5	8.6	8.4	6.6
비영업손익	18	14	19	20	20
순금융비용	2	0	-2	-3	-4
외환관련손익	-1	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	8	13	13	13
세전계속사업이익	336	128	179	201	158
세전계속사업이익률 (%)	13.2	6.2	9.7	9.3	7.6
계속사업법인세	79	21	44	49	38
계속사업이익	257	106	135	153	120
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	257	106	135	153	120
순이익률 (%)	10.1	5.1	7.3	7.1	5.7
지배주주	257	106	135	153	120
지배주주귀속 순이익률(%)	10.08	5.13	7.29	7.06	5.72
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	253	102	134	151	118
지배주주	253	102	134	151	118
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	454	261	313	335	333

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	43.5	-18.8	-10.7	16.6	-3.1
영업이익	12.2	-64.3	40.6	13.5	-24.2
세전계속사업이익	20.1	-62.0	40.0	12.6	-21.5
EBITDA	19.8	-42.5	19.8	6.9	-0.6
EPS(계속사업)	20.1	-58.7	27.0	13.0	-21.5
수익성 (%)					
ROE	16.2	6.1	7.4	7.8	5.8
ROA	13.0	5.3	6.5	6.9	5.1
EBITDA마진	17.8	12.6	16.9	15.5	15.9
안정성 (%)					
유동비율	318.0	507.8	646.7	594.7	608.8
부채비율	16.6	13.9	12.1	12.4	12.7
순자기자본비율	0.1	-2.2	-12.5	-14.5	-18.6
EBITDA/이자비용(배)	125.4	179.1	196.4	210.0	170.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	39,602	16,360	20,772	23,474	18,429
BPS	261,707	273,632	291,828	312,060	326,867
CFPS	60,449	39,059	44,319	47,037	48,433
주당 현금배당금	4,000	2,500	3,200	3,600	2,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.6	11.3	12.2	10.8	13.8
PER(최저)	3.7	6.7	3.0	2.6	3.3
PBR(최고)	1.3	0.7	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.6	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	2.5	3.0	5.2	4.9	4.8
EV/EBITDA(최고)	49	44	45	40	37
EV/EBITDA(최저)	2.1	2.6	0.5	0.3	0.0