

# Industry Analysis

SK Research center

2021/01/05



## 석유화학

## 화학의 Specialty 타이밍

- 1) 지난 화학시황 호조에 잊혀졌던 화학의 '공급과잉'
- 2) 업스트림보다는 다운스트림, 스페셜티 기업에게 주목
- 3) 동반 중심 SKC, 셀룰로스의 롯데정밀화학 성장성 기대

에너지·화학. 박한샘, 3773-8477

# SK INDUSTRY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sksec.co.kr

02-3773-8477

## 석유화학

### 화학의 SPECIALTY 타이밍

최근 화학의 기대감에도 아직 공급과잉 사이클은 끝나지 않았다는 판단. '22~'23년까지 공급 압박 계속될 전망. 따라서 현 시점 업스트림 대비 높은 영업이익률과 낮은 변동성을 보였던 다운스트림 업체에서 기회를 찾고자 함. 그 중에서도 기술력이 결합된 "스페셜티/하이브리드" 기업에 주목. 시장은 이들에게 높은 Multiple을 부여해왔음. 국내 기업들 중에선 SKC, 롯데정밀화학의 스페셜티 성장성에 주목해 추천종목으로 제시

#### 기대 이상이었던 2020년 화학

작년 화학 시장은 코로나19에도 강세를 시현했음. 주요 기업의 시가총액은 yoy 약 122% 가까이 증가했음. 주된 이유로는 1) 낮아진 유가, 2) 코로나19로 인한 고무, 플라스틱, 위생용품 등 특수 수요 증가, 3) 코로나19 발 섯다운 및 가동률 하락, 4) 8월 미국 걸프만에 들이닥쳤던 허리케인 발 공급 차질이 있음. 문제는 이런 요인들이 혼재하면서 기존 화학 산업이 갖던 공급과잉을 잊게 만들었다는 점

#### 끝나지 않은 화학의 공급과잉

그럼에도 아직 화학의 공급과잉 사이클은 끝나지 않았다는 판단. 미국에 이어 중국을 중심으로 한 크래커 증설로 '21~'22년까지 공급과잉이 지속될 것으로 예상. 기초유분뿐만 아니라 업스트림 주요 제품도 상황은 동일. '22년 3yrs Capacity CAGR Peak로 주가 선반영에 대한 기대감 가질 수 있으나 과거 '01년 동일 추이를 살펴볼 시 주가와 실적 모두 만족한 기업은 소수에 불과. 게다가 '21년에는 '19년 밀렸던 증설 물량이 쏟아질 것으로 추정. 또한 코로나19 기간 지연되었던 신규 크래커 증설/투자까지 감안하면 오히려 더욱 큰 공급과잉을 우려해야 해야할 국면임

#### 공급과잉에도 기회를 찾았던 다운스트림

화학의 난항 속 다운스트림에서 기회를 찾고자 함. 화학의 기초유분과 업스트림 제품의 공급과잉이 뚜렷했던 과거 '01/'08/'12년도 업스트림 기업들의 영업이익률은 약세였던 반면, 다운스트림 기업들은 상대적인 강세를 시현했음. 그 이유는 이들이 판매 제품들이 특수 수요에 맞춘 제품으로 시황에 덜 민감했기 때문임. 주가도 불안정한 화학 시장에서는 다운스트림 기업들이 업스트림 대비해서 상대적으로 하방이 덜하고, 상방이 열려있는 경향을 보였음

#### 다운스트림 + Premium → "Specialty / Hybrid"

여러 다운스트림 기업 중에서도 다운스트림+기술력이 접목된 스페셜티/하이브리드 기업에 주목. 해당 기업들은 다운스트림의 장점뿐만 아니라 기술력을 바탕으로 한 장벽과 이익 안정성으로 시장의 프리미엄을 부여 받았음. 글로벌 30개 기업으로 살펴봐도 순수화학 기업 대비 높은 valuation을 부여 중. 스페셜티/하이브리드에 대한 지향은 글로벌뿐만 아니라 국내에서도 활발. 영역은 반도체소재/2차전지/바이오 등 다양. 이들 기업중에서도 안정적인 화학의 캐시카우와 동반의 성장성이 결합된 SKC, 셀룰로스라는 특화제품으로 스페셜티 전향을 준비 중인 롯데정밀화학을 추천

# Contents

1. 끝나지 않은 화학의 공급과잉	3
2. 눈 여겨 보아야 할 다운스트림	17
3. 화학의 변신: Specialty Multiple	25
4. 기업분석	67
1) LG 화학	68
2) 롯데케미칼	75
3) 대한유화	81
4) 금호석유	87
5) SKC	93
6) 롯데정밀화학	108

## Compliance Notice

- 작성자(박한샘)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 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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 1월 5일 기준)

매수	88.37%	중립	11.63%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 1. 끝나지 않은 화학의 공급과잉

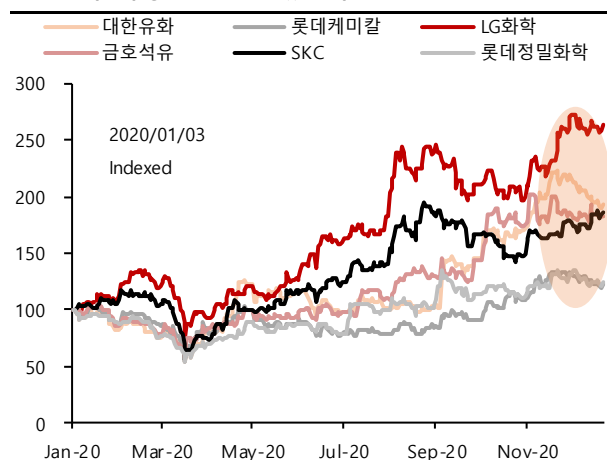
### (1) 기대 이상이었던 작년 하반기

2020년 한해는 코로나 19로 시작해 코로나 19로 끝났다 평해도 지나치지 않다. 주식 시장도 쉽지 않은 않았다. 여러 국가들의 부양책이 나오기 전까지만 해도 유동성 리스크와 파산에 대한 걱정이 줄어 있었을 정도이니 말이다. 화학업체들도 별반 다르지 않았다. 그럼에도 불구하고 20년 화학업종의 시가총액은 yoy 122% 성장했다. 악재가 한번에 해소된 것이었을까? 그렇지 않다. 하반기까지만 해도 코로나 19 재확산 우려는 팽배했다. 그렇다면 끝 판에 화학업종의 추세를 지켜 세운 것은 무엇일까.

가장 큰 원인을 뽑으라고 한다면 낮아진 유가를 택할 것이다. 유가를 논하는 이유는 화학의 가장 기초 원료가 원유에서 나오기 때문이다. 정확히 말하면 원유를 가공시켜 각종 석유제품과 함께 나오는 것이 바로 '납사'다. 국내 대표 화학업종들은 납사를 수입해 이를 쪼개서 하단의 화학 제품을 생산한다. 당연히 납사 가격이 하락하면 원가 부담이 덜어지니 긍정적이다. 물론, 화학제품이 원재료 가격을 추종하다 보니 덩달아 가격이 하락해 수혜가 제한된 점도 있지만 스프레드 측면에서 상당 부분 긍정적이었다.

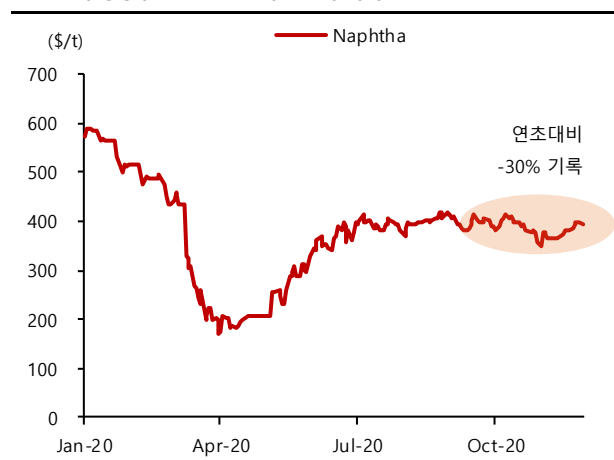
두 번째와 세 번째 이유는 수요와 공급이라는 근본적인 이야기로 넘어간다. 시작은 코로나 19가 불러온 몇 가지 변화의 바람이다. 코로나 19는 화학 시황에 '병'과 '약'을 주었다. 수요 측면의 변화는 GDP를 보면 된다. 대부분의 화학제품은 범용성이 커 일상 생활과 밀접해 있다. 그만큼 화학제품의 수요는 GDP와 연관성이 높다.

2020년 하반기 상승 모멘텀을 받았던 화학



자료: Dataguide, SK 증권 / 시가총액 기준(2020/01/03 Indexed)

연초 대비 상당부분 낮아진 원재료 납사 가격

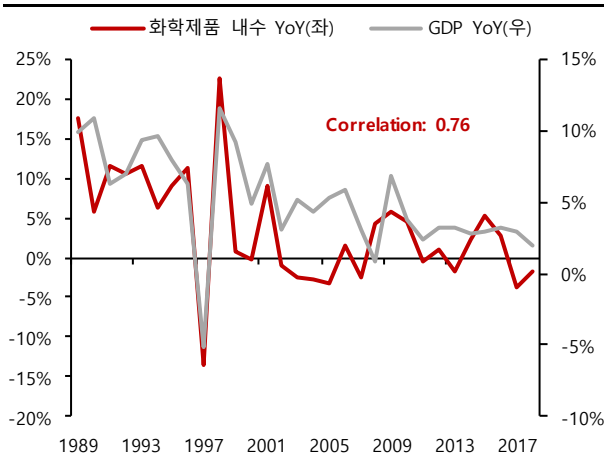


자료: Bloomberg, SK 증권

국내 화학제품 내수 yoy 와 국내 GDP yoy 를 기준으로 살펴봐도 높은 상관관계 (0.76)가 있음을 확인할 수 있다. 코로나 19 가 화학산업에 준 여파도 이것으로 해석 가능하다. 9 월 기준 IMF 가 전망하는 국내 그리고 세계 Real GDP YoY 는 2020 년 각각 -1.2%, -3.0%로 전망됐다. 다시 말해 코로나 19 로 인해서 생산과 소비 양측에 타격을 주면서 화학제품의 수요가 급격하게 빠졌다고 해석 가능하다. 그렇다면, 코로나 19 가 준 것은 ‘병’뿐일까?

그렇지 않다. 화학 시황에 긍정적인 측면도 존재하였다. 코로나 19 가 가진 특수성은 일부제품들의 수요를 상승시켰다. 흔히 우리가 생각할 수 있는 소독용 알코올, 위생용 장갑 그리고 플라스틱에 대한 수요가 그것들이다. 일회용품의 사용 증가 그리고 손세정제, 위생장갑 구매 확산 덕분에 라텍스 수출금액은 1Q 2.4m\$에서 3Q 합산 3.3m\$로 증가, 아세톤 수출금액은 10.9m\$에서 14.6m\$로 증가해 합산 +34% 증가했다.

GDP 와 상관관계가 높은 화학제품 수요



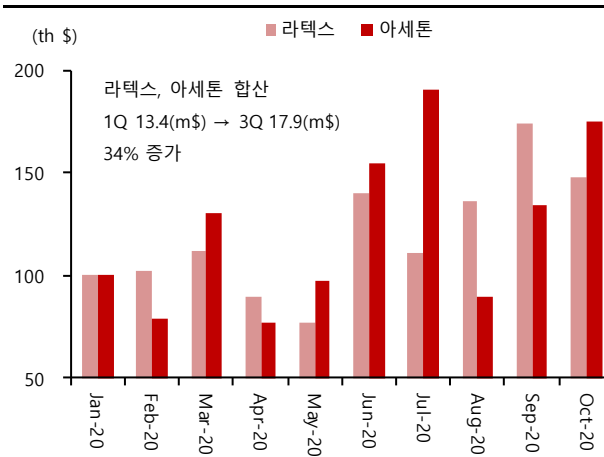
자료: 한국석유화학협회(KPIA), 한국무역협회(KITA), SK 증권

그리고 하향된 2020 년 GDP 전망치 (국내: -1.2%, 세계: -3.0%)



자료: IMF, SK 증권

코로나 수혜 제품(라텍스, 아세톤) 수출 상승 (1Q → 3Q 34% 증가)



자료: Kotis, SK 증권

코로나 19 로 급증한 플라스틱 수요

방역 필수품처럼 된 일회용품... 美-유럽도 ‘플라스틱 규제’ 유예

투자심리가 석유화학 업계에 따르면 코로나 19 확산에 따라 (중략) 플라스틱 제품 사용도 늘어나는 추세다. 비닐장갑, 문손잡이 덮개 등 일회용 플라스틱은 방역 필수품이 됐다. (중략) 최근 환경부에 따르면 올해 1분기(1~3월) 플라스틱 포장재 사용량은 20%나 늘었다. (중략) 환경 관련 규제가 엄격한 유럽과 미국도 플라스틱 사용이 불가피하다는 점을 인정하는 분위기다. 영국에서는 최근 플라스틱 빨대 등의 사용 금지 조치가 6개월 연기됐다. (후략)

자료: 동아닷컴(2020.07.22), SK 증권

동시에 코로나 19 는 공급에서도 화학 시황에 긍정적인 바람을 불어넣었다. 코로나 19 의 여파로 Dupont, LyondellBasell 등 화학 업체들은 가동률을 떨어뜨리고, 때로는 섯다운을 진행했다. 일부 크래커 업체들이 가동률을 회복, 생산을 재개하였으나 이를 정상화 하는 데에는 상당한 시간이 소요됐다. 결국 이는 일부 제품들의 가격 상승을 견인했다. 이들은 코로나 19 가 준 약과 같았다.

#### 글로벌 주요 기업 코로나 19 이후 섯다운 및 연기/생산감축 사례

기업명	국가	내 용	주요제품
Zhejiang Huahong	중국	5 월-> 6 월 중순으로 PDH 신규 가동 연기	프로필렌
Zhejiang Petrochemical	중국	4 월-> 6 월 중순으로 PDH 신규 가동 연기	프로필렌
Arlanxeo	싱가포르	4~5 월 한 달 간으로 추정	BR, PBR
Formosa Plastics	미국	텍사스 LDPE 신규공장 가동 8 월 초로 연기 (5 월 발표)	LDPE
Dupont	미국	완성차, 항공업계의 부진을 감안 50% 섯다운	Polymer
LyondellBasell	미국	코로나 19 발 섯다운 대응으로 가동률을 60-80% 수준으로 감축	Overall Petrochemical
IOC	인도	Paradip Refinery와 연결된 설비 가동 중단 (3 월 섯다운 이후)	기초유분
Haldia Petrochemicals	인도	3 월 25 일(락다운 시행) 이후 크래커 섯다운	기초유분

자료: 각종언론, SK 증권

#### 정유업체 섯다운에 화학 제품 생산량까지 감소

More than a quarter of Europe's ethylene capacity under threat

The pandemic has severely curtailed travel, leading to a loss in demand for fuel. As a result, refineries will reduce rates or cease production *and this in turn will reduce feedstocks used by crackers to produce ethylene*, says the Independent Commodity Intelligence Services (ICIS). *Reduced refining rates threaten 6.6m t/y of ethylene capacity; 5.9m t/y of propylene capacity; and 4m t/y of benzene capacity* (후략)

자료: mrcplast(2020.08.28), SK 증권

#### '20년 2분기 기준 유럽, 미국 크래커 가동률 75~80% 수준으로 감소

LyondellBasell cuts rates across system on lower demand amid coronavirus

LyondellBasell's overall global petrochemical and refining assets were expected to operate at 60% to 80% of nameplate capacity through the second quarter, (중략). *European crackers were seen running at 80% to 85%, while US crackers were expected to run at about 75%, he said.* (중략) Others included ExxonMobil, Phillips 66 and Eastman Chemical. (후략)

자료: 이투데이(2020.08.27), SK 증권



그리고 공급축소를 가중시킨 두번째 이벤트가 연말 즈음에 발생했다. 8월 말 미국 텍사스 걸프만 지역에 상륙한 허리케인 '하비'와 '로라'다. 걸프만 지역은 미국 정유 그리고 화학의 주요한 생산단지로서 전체 45%에 달하는 정제능력과 다수의 화학설비들이 즐비해 있다. 때문에 태풍 하비에 앞서 쉘브론, 엑손모빌 등 주요 에너지 기업들은 크래커 가동을 줄이거나 섯다운을 택했고, 몇몇 공장들의 생산이 제한되었다. 코로나 19로 생산이 축소된 시점에서 태풍의 여파로 물량공급이 타이트해진 것이다. 결국 미국 PE 제품 수출 기준으로 볼 때 8월 수출은 MoM -8% 하락했다.

이러한 타이트한 수급은 주요 국가들의 수출(공급) 및 생산(수요) 데이터로도 확인 가능하다.

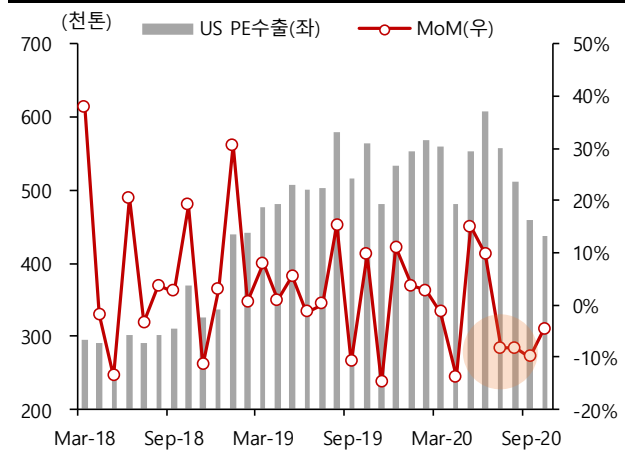
미국 허리케인 로라 상륙으로 걸프만 화학업체 섯다운

Chevron Phillips to shut multiple crackers ahead of Hurricane Laura's landfall

Chevron Phillips Chemical is shutting down its Port Arthur, Texas cracker in preparation for Hurricane Laura, (중략) The company's Cedar Bayou crackers 1 and 2 have capacities of 837,000 mt/year and 1.7million mt/year(중략) ExxonMobil is reducing operating rates at its Baytown, Texas, crackers in preparation for Hurricane Laura, sources said(후략)

자료: mrcplast(2020.08.28), SK 증권

허리케인 여파로 미국 8월 수출물량은 -8% 하락



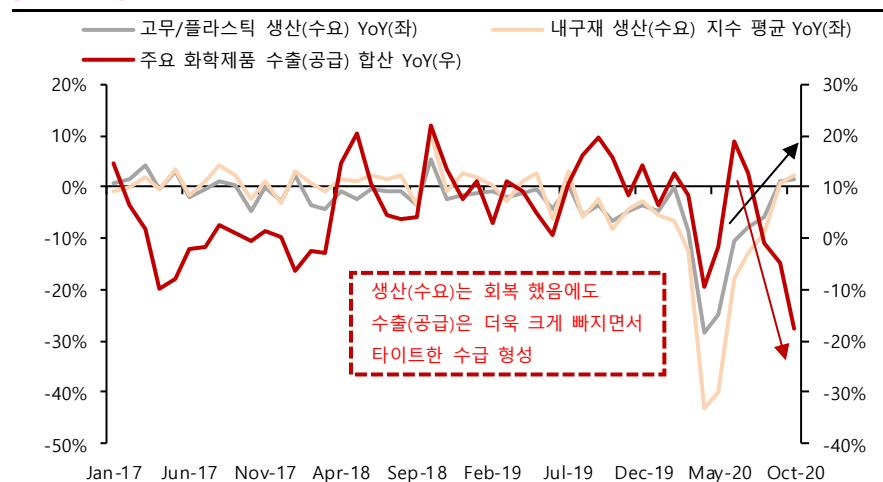
자료: United State International Trade Commission, SK 증권

아래 차트는 코로나19 기간 동안 수혜가 컸던 HDPE, PP, ABS, PVC, BPA, Acetone, SBR, PO 제품과 관련 생산 제품을 중심으로 수급을 나타낸 차트다. 글로벌 화학 생산의 20%(에틸렌 기준)를 넘게 차지하는 미국 그리고 한국의 화학제품 수출 물량을 합해 YoY 를 구했고, 글로벌 기준 GDP 가 큰 미국, 인도, 독일, 일본, 한국의 내구재와 고무/플라스틱 생산 지수를 평균하여 YoY 를 구했다.

그림을 보면 작년 중순까지만 해도 수출(공급)과 생산(수요)이 모두 하락해 가격에 미치는 영향은 제한적이었으나 하반기에 접어들면서 국면이 뒤바뀌었음을 확인할 수 있다. 내구재 및 고무/플라스틱 제품의 소비는 코로나19 기간 늘어나면서 생산은 빠르게 회복(YoY +1.4%)했다. 하지만, 정작 해당 제품들의 원재료가 되는 화학제품들의 생산은 원활치 못했다. 자연스레 수출은 크게 하락해 YoY -18%를 기록하게 됐다.

정리해보면 이번 화학 시장 호조는 첫 번째로 언급되었던 1) 낮은 원재료 가격 그리고 2) 코로나19로 인한 특정 제품의 수요 급증, 3)유지보수 및 코로나 섯다운 등의 이벤트들에서 발생한 공급 차질이 맞물려서 나타난 산출물이라는 평가이다. 그리고 분명한 점은 2020 년은 여러 요인들이 혼재하면서 기존 화학 산업이 갖고 있었던 공급과잉 우려를 잠시 잊게 만들었다는 점이다.

**[KEY CHART]** '20년 하반기 타이트한 수급: 수요회복에도 주요 생산국 수출은 -18%



자료 CEIC, SK 증권

주. 생산(수요)는 미국, 인도, 일본, 독일, 한국 합산 / 수출은 미국, 한국 기준



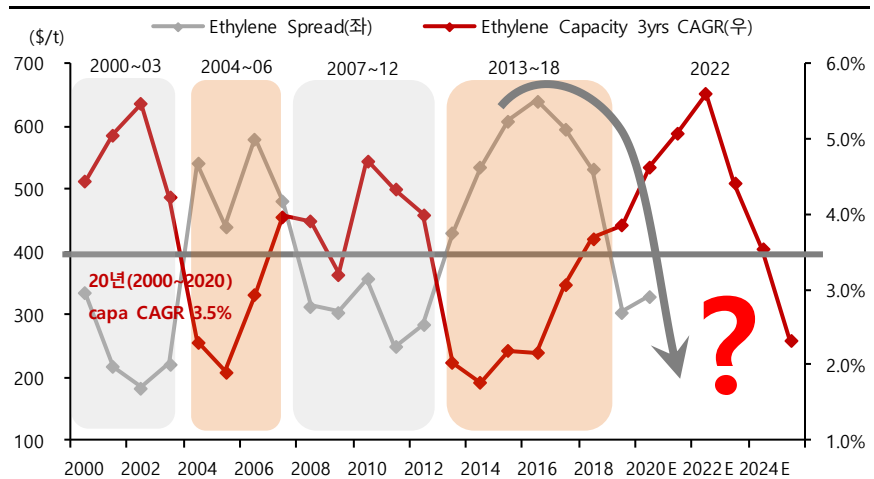
## (2) 착각의 늪: 끝나지 않은 공급과잉

위에서 열거한 몇가지 사건들로 작년 하반기 화학 시황이 워낙 좋았던 탓인지, 화학업 종에 대한 기대감은 점차 높아지고 있는 상황이다. 대표 화학 업종들의 주가는 이를 선 반영하기도 하였으며, 매우 큰 상승세를 시현하였다. 실적도 이를 따라갈까? 펀더멘털 측면에서 화학의 현 위치를 바라볼 필요가 있다는 판단이다. 화학은 기본적으로 capacity 를 기준으로 장기사이클을 따르고 있기에 이를 통해서 다가올 2021 년 국면을 예상할 수 있다.

일단 아래는 우리가 흔히 화학산업의 ‘쌀’이라고 부르는 에틸렌의 spread 와 공급능력 (3years CAGR)을 그린 차트이다. 그림에서 알 수 있다시피 지금은 몇 번에 걸쳐서 온 장기 공급 cycle 의 ‘그 중간’에 있다. 그리고 peak 는 2022 년으로 예상되고 있다.

즉, 2022 년말까지는 빠른 속도로 Capacity 가 확장될 예정이다. 2020 년 하반기 몇가지 요인들에 따라 spread 가 개선되는 모습을 보였으나 끝나지 않은 capacity 증대에 공급 과잉 국면은 지속되리라는 판단이다.

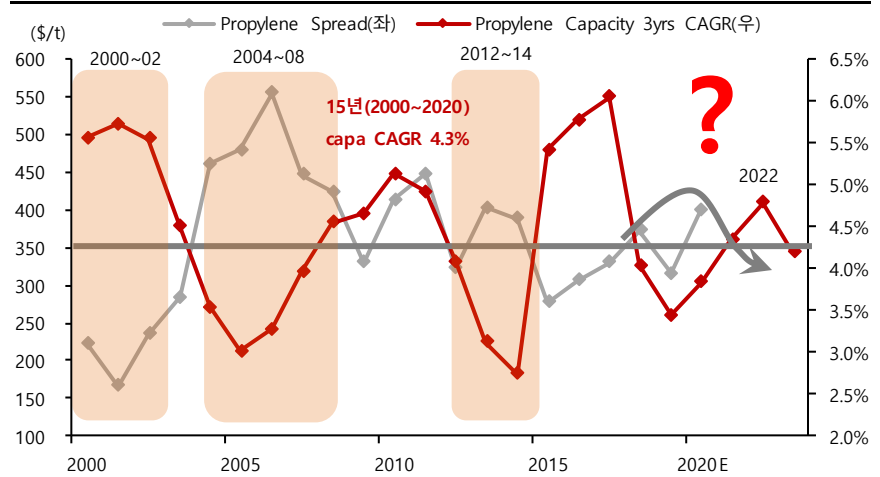
[Key Chart] 에틸렌 Spread 와 Capacity 3yrs CAGR 장기 시계열 : 2022 년까지 상승 예상



자료 산업자료, SK 증권

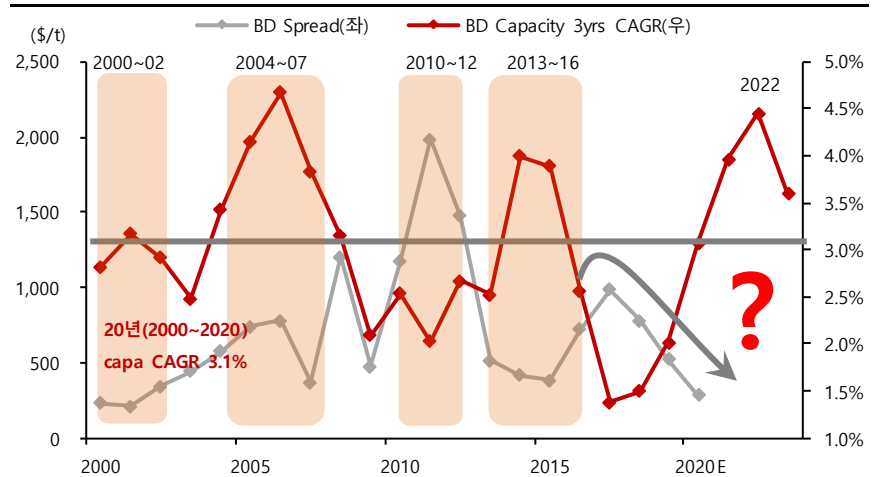
에틸렌 뿐만 아니라 여타 기초유분 제품에서도 동일한 cycle 이 발견된다. 대부분 2022년까지 꾸준한 capacity 의 증대 그리고 공급물량 확대가 이어질 것으로 예상된다. 그러나 프로필렌은 증분의 크기가 상대적으로 작은 편이나, 합성고무를 만들 때 주로 쓰이는 부타디엔은 역사적 최고치 (+4.7%)에 근접한 capacity 확장 추세(2022E 3yrs CAGR: +4.5%)가 전망되고 있다. 따라서 기초유분 제품들의 spread 상승은 제한되리라 평가다.

프로필렌 Spread 와 Capacity 3yrs CAGR 장기 시계열 - 2022년까지 capacity 빠르게 확장



자료 산업자료, SK 증권

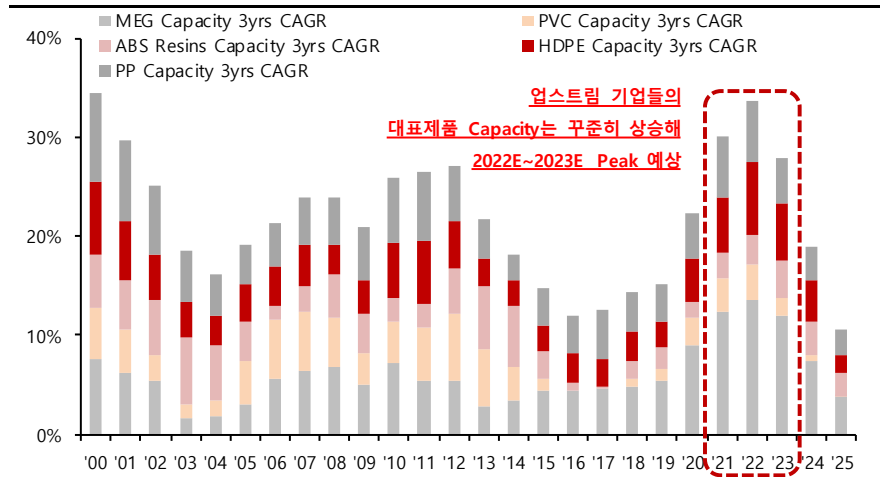
부타디엔 Spread 와 Capacity 3yrs CAGR 장기 시계열 - 2022년까지 capacity 빠르게 확장



자료 산업자료, SK 증권

그 외 화학제품들도 상황은 유사하다. 주요 제품들은 공급과잉 국면을 맞이 하고 있다. 나열을 해보면 MEG, PVC, HDPE, PP, ABS 정도가 있을 것이다. 모두 2022 년, 길게는 2023 년까지 공급이 계속 늘어나는 과정 속에 놓여있다. 또한, 위에서 나열한 제품들은 모두 국내 주요 업스트림 화학 업체들의 간판 제품에 속하기도 한다.

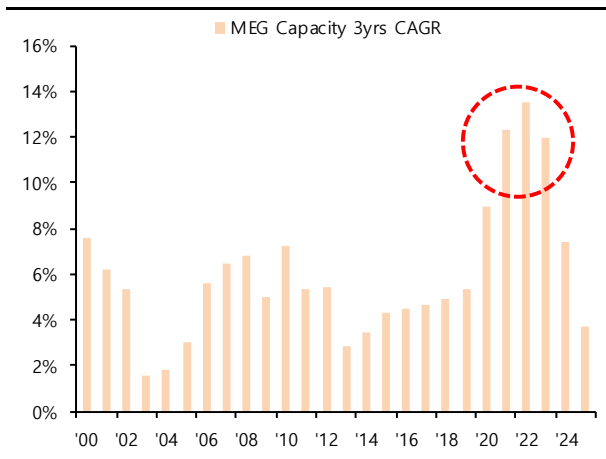
2022~2023 년이 되어야 Peak 일 업스트림 대표제품 Capacity 확장 국면: 현재 지속 상승세



자료: 산업자료, SK 증권

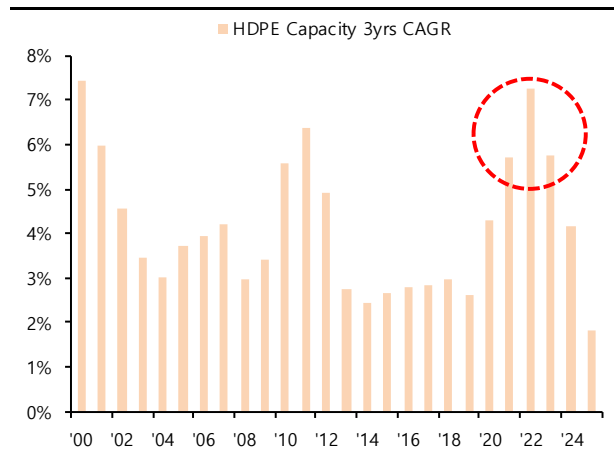
이중에서 눈에 띄는 것은 MEG 와 PE 의 Capacity 증가 속도이다. MEG 와 PE 모두 각각 3yrs CAGR 기준 10%, 6%를 넘어서면서 역사적인 수준으로 공급물량이 쏟아질 것으로 예상된다. 게다가 MEG 같은 경우 높은 재고에 대한 부담이 지속되고 있어 스프레드 상향을 기대하기 어려운 상황이다. 중국 동부항 재고 기준으로 여전히 110 만톤을 넘어선 수준으로 2012 년 이후 평균치인 79 만톤을 크게 상회하는 수준이다

그 중에서 단연 눈에 들어오는 것은 MEG 와



자료: 산업자료, SK 증권

PE(HDPE) capacity 확장 국면



자료: 산업자료, SK 증권

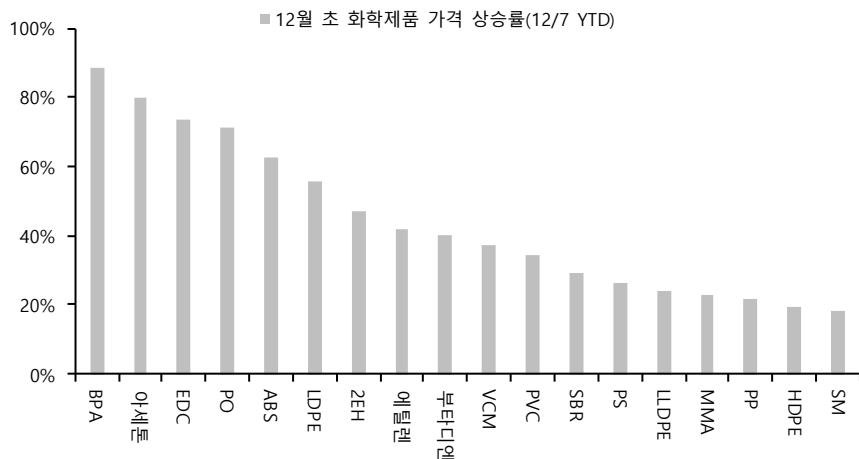
그러나 일부는 반대의 시선으로 시장을 바라보고 있다. 2022년이 Peak의 시점이고 그 이후로는 점차 스프레드가 개선될 것이니, 기대감이 선반영되어 주가도 상승하지 않을까 하고 말이다. 또한 현재의 제품 수요 강세의 국면에 대한 긍정적인 시선을 갖기도 한다. 이 또한 '일부' 사실이다. 하지만 최선의 선택인지는 점검해볼 필요가 있다.

일단 현재의 수요 강세에 대한 고민이 필요하다. 일반적으로 수요는 GDP를 많이 따라가는 화학 시장의 특성상, 화학산업의 펀더멘털을 바라볼 때는 공급을 중요시 여긴다. 하지만 이번 코로나19로 수요의 움직임이 컸기에 이에 대한 점검이 필요하다.

결론부터 말하자면, 현 화학제품 수요 강세가 지속되기는 힘들다는 판단이다. 먼저 작년 1월 초 대비 12월 초까지 가격 상승세가 컸던 제품들을 정리해보면 BPA(+88.6%), 아세톤(+79.7%), EDC(+73.3%), PO(+71.1%), ABS(+62.9%), LDPE(+55.7%), 2-EH(+47.0%), VCM(+37.2%), PVC(+34.1%), SBR(+29.5%), PS(+26.6%), LLDPE(+24.2%), MMA(+22.9%), PP(+21.5%), HDPE(+19.6%) 등이 있다.

그리고 각 제품들의 수요처를 기반으로 키워드를 나열해보면 일회용 플라스틱/ 위생용품(손세정제, 고무장갑)/가전, 가구/ 건축(인테리어)로 요약된다.

#### 지난 해 가격 상승세가 컸던 주요 화학 제품들



자료: CIschem, SK 증권

해당 키워드들은 실제로 코로나 19 와 관계가 깊다. 먼저 일회용 플라스틱은 코로나 19 로 배달 문화 및 위생에 대한 경계심으로 수요가 급증했다. 위생용품은 당연한 결과다. 그리고 집에 머무는 시간이 늘어나 가전, 가구, 인테리어 쪽 수요가 좋았다. 문제는 코로나 19 의 지속성과 앞으로의 동향이다. 코로나 19 의 해소 시점에 대해서는 알 수 없다. 다만, 시나리오별 아이디어는 정리가 가능하다.

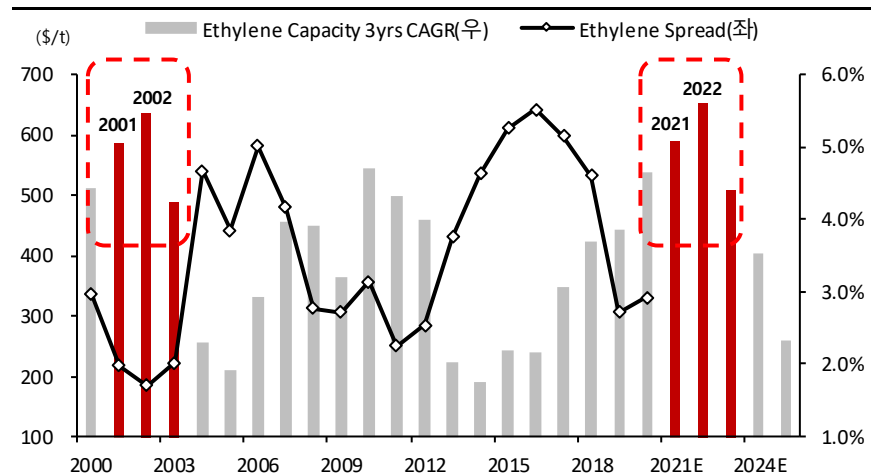
첫 번째로 코로나 19 가 진정되지 않을 경우, 플라스틱과 위생용품에 대한 수요는 당분간 견조할 가능성이 높다. 다만, 위에서 언급한 공장 가동 및 증설의 정상화 그리고 최근 주목받는 플라스틱 폐기물/사용제한 조치라는 제약요인이 있다는 점을 감안할 필요가 있다. 실제로 지난해 11 월 환경부는 플라스틱 일회용품 규제에 대한 로드맵을 발표하기도 했다. 또한, SK 증권 Cyclical Bulletin Release 37 에서도 소개가 되었듯이 가전/가구의 긴 교체주기를 고려할 때 추가적인 내구재 수요를 기대하기는 힘들다는 판단이다. 두 번째로 코로나 19 가 진정될 시에는 대부분의 수혜 효과는 사라지리라 평가한다. 그나마 배달용/인테리어 수요가 방어하는 형태일 것으로 전망한다.

즉, 이전 코로나 19 기간의 수요 강세가 앞으로도 동일한 효과를 화학 시황에 부여하지 못할 가능성이 높다. 앞에서 이야기 했듯이 대체로 수요는 경제성장률을 따라가는 것이 일반적이다. 그리고 현재 주요국 및 글로벌 GDP 전망치는 내려와 있다는 점을 다시 한번 되새길 필요가 있다.

### (3) 2021 년 화학을 역사에 물어보다

그렇다면 주가 선 반영의 가능성은 얼마나 있을까? 공급증을 해소하기 위해 과거 2000년대 초반을 돌아보았다. 신기하게도 2001 년도는 현재의 국면과 매우 유사하다. 대부분의 주요 화학 제품들이 공급과잉 국면에 처해있었고 그만큼 spread 도 부진하였다. 자연스레 화학업체들의 실적이 대체로 좋지 못한 시기이기도 했다. 유사한 검증은 위해서 2021 년과 비슷한 국면을 맞이했던 2001 년 화학 대표주들의 주가를 살펴보았다.

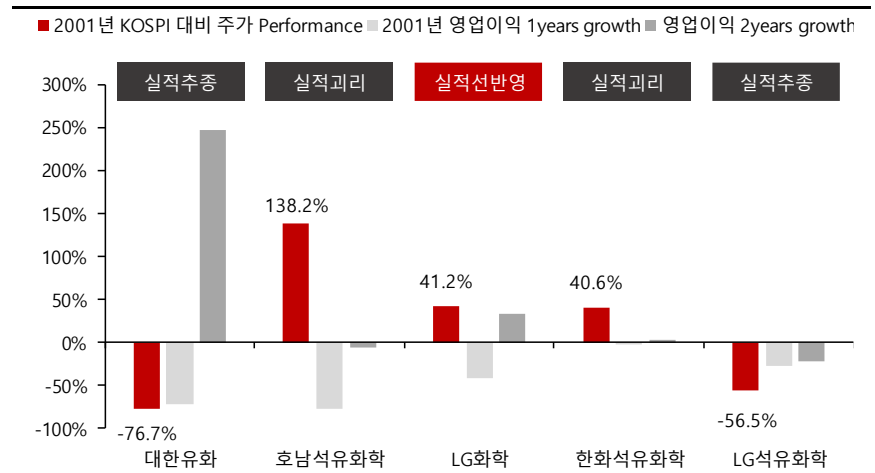
유사한 공급과잉에 시달렸던 2001 년도



자료 산업자료, SK 증권

아래는 2001 년 대표 화학업종으로 뽑혔던 대한유화, 호남석유화학, LG 화학, 한화석유화학, LG 석유화학의 주가와 당해 년도 그리고 2002 년까지 이익성장률을 나타낸 그림이다.

[Key chart] 2001 년 실제 선 반영의 아이디어를 보여주었던 종목은 LG 화학



자료 Dataguide, Quantwise, SK 증권

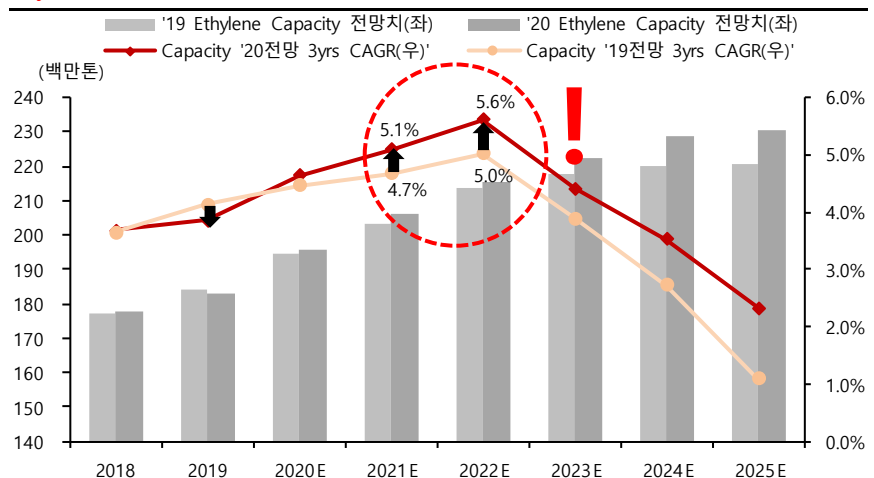
주: LG 화학은 2001 년 4 월 25 일 대비, LG 석유화학은 7 월 18 일 대비 / KOSPI 대비 상대수익률

이 그림에서 알 수 있듯이 대표 화학 업종들의 주가 추이는 모두 방향성을 하나로 입 모아 이야기할 수 없을 정도로 엇갈리는 양상을 보였다. 대한유화, LG 석유화학의 경우 당해 년도 실적을 추종하며 KOSPI 대비 각각 -76.7%, -56.5% 하락한 반면, 호남석유, 한화석유화학은 2 년간의 실적부진에도 불구하고 138.2%, 40.6% 상승하는 모습을 보였다. 오로지 LG 화학이 선 반영된 실적 기대감을 2002 년에 충족시켜주었다.

다시 풀어서 이야기하면, 그나마 실적이 개선될 것으로 기대감이 생겼던 호남석유, LG 화학, 한화석유화학 중에서 실제로 '선반영'이라는 시장의 아이디어를 충족시켜주었던 종목은 LG 화학 뿐 이었다. 현재의 상황도 비슷하다 판단한다. 물론 2022 년을 넘어서 나아질 것으로 예상되는 업황을 믿고 장기적인 수를 놓는다면 기다림에는 이유가 있다. 하지만, 무작정 다가오지 않은 미래를 믿고 투자하기엔 리스크가 따르는 구간이다.

또한, 현재 Capacity 증설 계획의 변화에도 주의를 해야한다. 아래는 2019 년 전망치를 기준으로 한 3yrs CAGR 과 2020 년 전망치를 기반으로 한 3yrs CAGR 를 동시에 그려놓은 차트이다. 눈에 띄는 점은 2022 년의 수치가 크게 상승했다는 점이다. 2019 년 전망치를 기준으로 5%를 남짓할 것으로 예상되었던 수치는 거의 6%에 육박한다. 무언가 계획의 차질 혹은 변화가 생겼다고 설명할 수 밖에 없는 움직임이다. 이는 2019 년 수치를 통해 설명가능하다. 2020 년 기준으로 2019 년의 capacity 수치는 대략 적으로 확정된 수치이다. 이를 살펴보면 2019 년 예상치 대비 생산능력의 증대가 작게 이루어졌다는 것을 확인가능하다. 즉, 2019 년에 들어와야 했을 capacity 증대 분이 그 이후 시점으로 밀렸다고 설명할 수 밖에 없다. 이는 단순 연도별 증분을 통해서도 확인이 가능하다.

[Key chart] 2021~2022 년도 공급과잉은 더욱 크게 다가올 전망

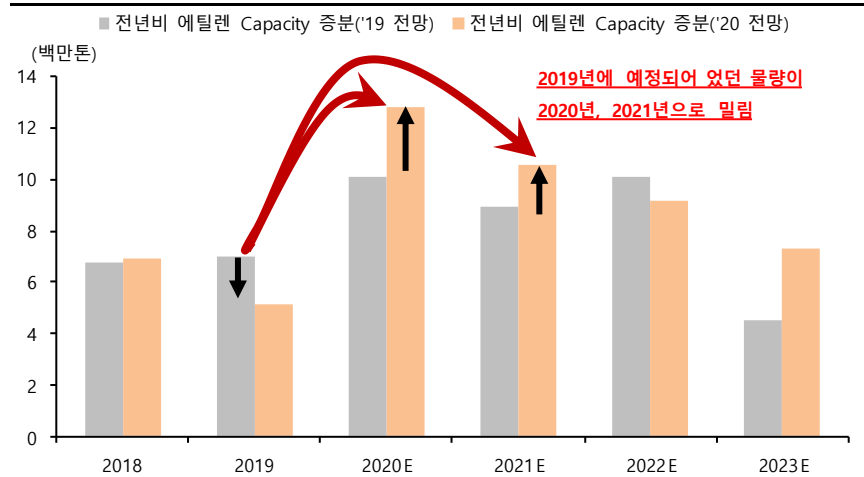


자료 산업자료, SK 증권



아래는 에틸렌 capacity 의 연도별 단순 증분을 나타낸 그래프이다. 세밀하게 뜯어 보면 2019 년 투자/증설 계획이 2020 년 그리고 2021 년으로 미뤄졌음을 확인 가능하다.

**연도별 단순 Capacity 증분으로 2019 년 물량이 2020~2021 년으로 밀렸음을 확인 가능**



자료: 산업자료, SK 증권

그런데 또 다른 의문점이 든다. 바로 2020 년은 코로나 19 의 해라는 점이다. 즉, 2020 년에 계획되어 있었던 capacity 증대 마저도 2021 년 길게는 2022 년까지 밀려났을 가능성이 굉장히 높다. 이렇게 되면 우리가 기대하는 2022 년 Peak 시점도 2023 년까지 밀려날 개연성이 생기고 실적 회복의 시점도 예상보다 더 지연될 가능성도 다분하다.

구체적 수치를 파악하기 쉽지 않기에 대신 국내 대표 화학산업 사이트인 Cischem 에서 나온 신증설 소식을 3 월부터 검토했다. 총 407 개 뉴스를 확인했고 실제로 증설 및 가동 연기 소식은 많았다.

**Cischem 신증설프로세스 콘텐츠에서 제공하는 설비 가동/증설 연기 내용(요약)**

No.	기사 제목	Dates
1	Zhejiang Petrochemical, MMA 설비 가동 연기	2020-05-12
2	Sinochem Quanzhou, cracker 가동 연기	2020-05-08
3	DuPont, Tyvek 확장 프로젝트 연기	2020-05-07
4	Formosa, 미국 LDPE 설비 가동 연기	2020-05-12
5	Formosa, 미국 PP 플랜트 가동 연기	2020-06-27
6	BPCL, propylene 유도품 complex 가동 연기	2020-06-19
7	Versalis, ABS 생산능력 증설 연기	2020-07-21
8	Formosa Plastics, 미국 LDPE 플랜트 가동 일정 연기	2020-07-28

자료: Cischem, SK 증권

대표적으로 Formosa 는 미국 LDPE 설비 가동을 연기했으며, Sinochem Quanzhou 는 크래커 가동을 연기하기도 했다.

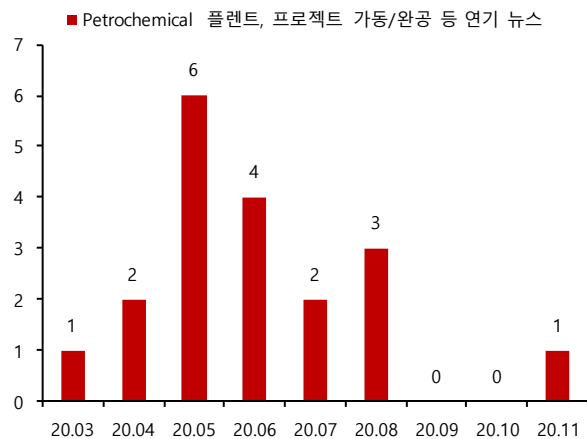
하지만 또 하나 짚고 넘어가야할 부분이 있다. 바로 해당 소식이 나온 시점이다. 대부분의 가동/완공 등 연기 뉴스가 나온 시점은 5~8 월 사이로 코로나가 크게 주목을 받았던 시점이다. 그 이후로는 관련 뉴스는 점차 줄어들었다. 그리고 그 반대로 증설/확장/건설이라는 키워드로 뉴스를 스크리닝한 결과 증설에 대한 계획은 7 월 12 개로 가장 작은 숫자를 보인 이후 11 월 20 개로 재차 증가했다.

물론 단순 뉴스만으로 총량에 대해서 증설이 얼마만큼 미뤄질 것인지는 알 수 없다. 하지만, 분위기 자체는 파악이 가능하다. 코로나 19 가 이슈화가 된 시점 연기가 되었던 증설 계획도 시간이 지남에 따라 정상화될 가능성이 높다. 게다가 미국의 에탄 증심 크래커 증설에서 시작된 화학의 공급과잉 cycle 은 중국이 바톤을 이어받는 양상인데, 험난한 국면에서도 중국은 끊임없는 크래커 증설 계획을 발표했다. CNOOC&Shell 은 신규 150 만톤 크래커 확장 계획을 밝혔으며, Sinochem Quanzhou 는 연기했던 크래커 가동을 8 월부터 정상화시켜 통합적인 가동은 2020 년말을 내다보았다.

즉, 2022 년 capacity Peak 이후 화학 cycle 의 반전을 단순히 믿고 국내 대표 화학기업들에 베팅하기에는 손이 망설여 지는 시점이라는 것이다. 공급과잉의 cycle 은 끝나지 않았고 잠시 미루어 졌을 가능성이 있다.

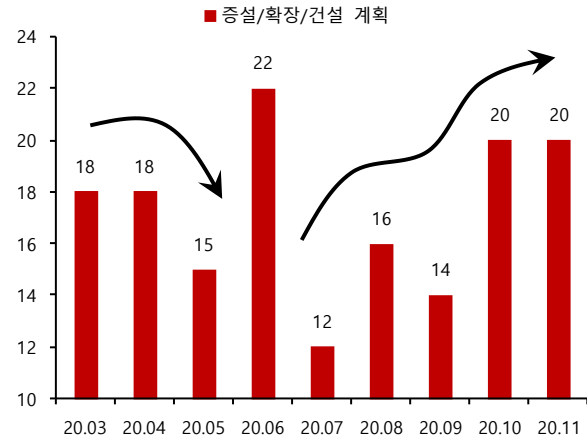
그렇다면, 2022 년 길게는 2023 년이 생산능력 확대의 Peak 시점이라는 가정하에 어느 기업을 주목해야 할까?

Cischem 뉴스 기준, 연말에 가까워 질수록 설비 연기 소식은 감소



자료: Cischem, SK 증권

반대로 증가하는 증설/확장/건설에 대한 소식



자료: Cischem, SK 증권

## 2. 눈 여겨 보아야 할 다운스트림

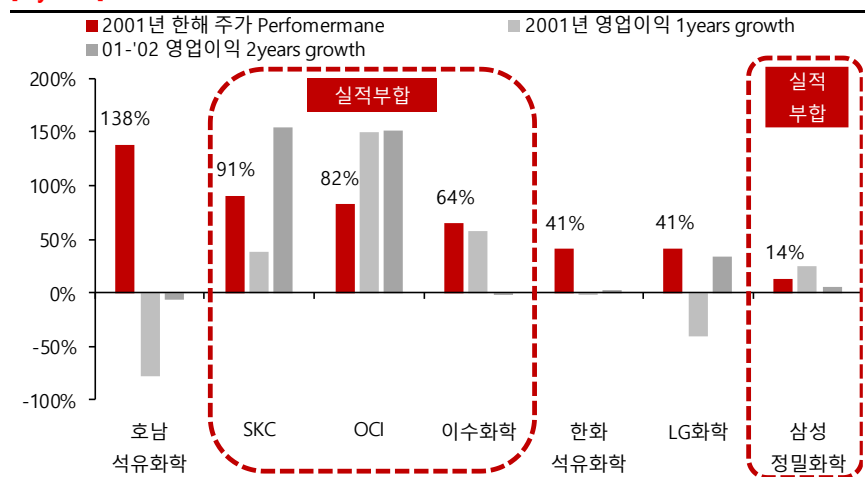
### (1) 난세에 빛나던 다운스트림 업체들

2001 년도를 다시 살펴보자. 아래 차트는 KOSPI 대비 아웃퍼폼을 보였던 화학 업체들의 주가와 당해 년도 그리고 2002 년까지 이익성장률을 나타낸 그림이다. 이미 앞에서 이야기 했듯이 흔히 업스트림(Upstream) 화학업체(LG 화학, 호남석유(현 롯데케미칼), 한화석유화학(현 한화솔루션) 등)라고 칭하는 기업들은 단기간 내의 실적과는 무관하게 상승세를 시현했다.

그렇다면, 그 이외의 아웃퍼폼 기업들은 누구일까? 실적개선과 함께 주가도 동시에 상승한 SKC, OCI, 이수화학, 삼성정밀화학(현 롯데정밀화학)이 그들이다. 그리고 놀랍게도 이 기업들은 다운스트림(Downstream) 제품을 주로 생산하는 기업들이라는 공통점이 있다.

다운스트림 기업은 업스트림에 해당하는 대한유화, 롯데케미칼과 같은 기업들이 생산한 화학제품을 원료로 하여 2 차, 3 차 혹은 N 차의 제품을 만드는 기업들을 이야기한다. 그렇다면, 왜 업스트림의 기업들이 실적이 난항(주요 제품 스프레드가 하락)일 때 다운스트림 업체들의 주가가 좋았던 것일까?

[Key chart] 대표 화학 업종 이외에 아웃퍼폼을 보였던 2001 년 기업: 다운스트림



자료: Dataguide, SK 증권

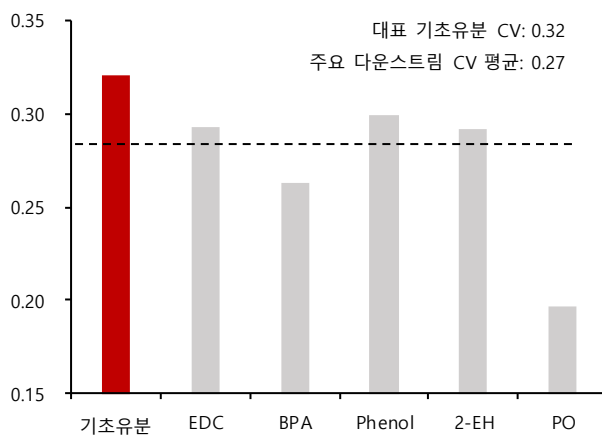
주: 주가 Performance 는 KOSPI 대비 상대수익률

이는 기본적으로 두 가지 특징에서 시작한다. 첫 번째로 다운스트림 업체들의 정의에서 알 수 있듯이 업스트림 업체들이 생산하는 제품이 위 업체들에게는 원재료이자, 곧 비용이기 때문이다. 두 번째로, 다운스트림으로 내려갈수록 제품의 특징이 뚜렷하고, 수요처가 명확하다는 점이다. 일반적으로 업스트림 제품에 속할수록 범용성이 높다는 표현을 한다. 대개 업스트림 제품들이 많이 생산하는 기초유분 그리고 PE, PP 수지, MEG, TPA 등 주요 제품들은 플라스틱과 합성섬유의 원료로 사용된다. 그만큼 그 수요처와 활용도가 높은 점이 특징이다. 반면에 다운스트림 업체들이 주로 생산하는 제품들은 PPG, BPA, 복합 PE/PP, PET 필름 등으로 범용성 제품들을 2차 가공하거나, 활용도에 맞게 재가공한 완성 제품에 가깝다.

그리고 위와 같은 기본적인 특징으로 다운스트림 제품은 대체로 가격 변동성이 낮은 편이다. 업스트림의 기초유분 제품들의 2000 년도부터의 가격 변동성(CV=Std/avg)를 살펴보면 0.32 에 가깝다. CV(Covariance)가 클수록 변동성이 크다고 해석하면 된다. 주로 부타디엔과 톨루엔의 가격변동성이 큰 편이고, 에틸렌과 프로필렌 등은 상대적으로 낮은 편이다. 반면, 주요 5 개 다운스트림 제품군들의 가격 변동성은 약 0.27 로 상대적으로 낮은 편이다.

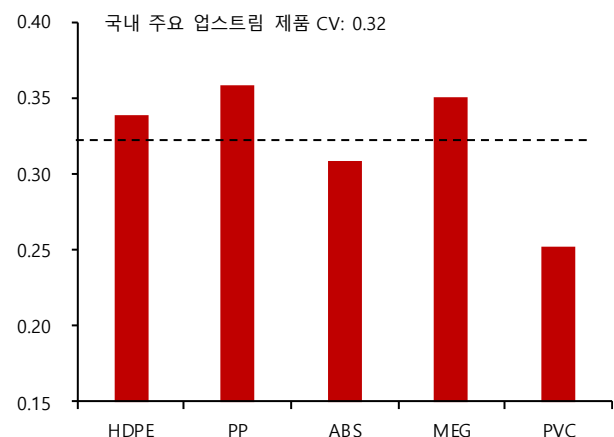
그렇다면 업스트림 기업들이 많이 생산하는 것으로 알려져 있는 HDPE, PP, ABS, MEG, PVC 등의 5 개 제품의 가격 변동성은 어느 정도일까? 2000 년도부터 제품들의 평균을 구해보면 약 0.32 로 귀결되는 것을 알 수 있다. 즉, 기초유분이나 최종판매제품 측면에서 모두 업스트림 제품들의 가격 변화 폭이 상대적으로 크다는 것을 의미한다.

낮은 가격 변동성을 가진 다운스트림 제품 가격 변동성



자료: Cishchem, SK 증권

주요 업스트림 제품은 가격 변동성이 상대적으로 높음



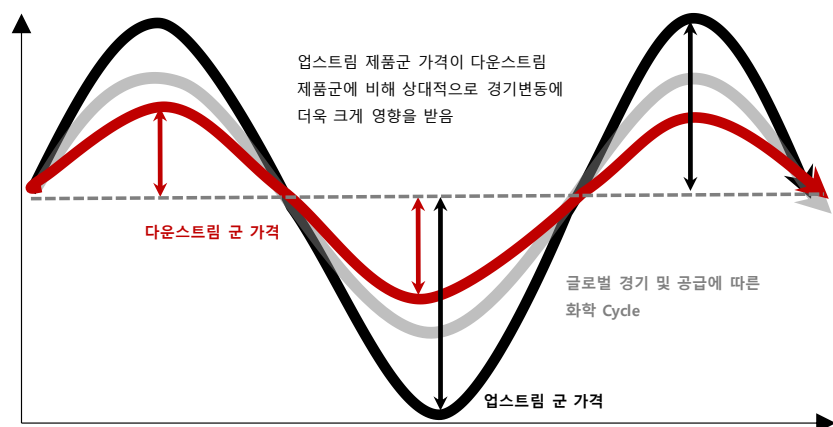
자료: Cishchem, SK 증권

이 결론이 의미하는 바는 무엇일까? 사실 장점과 단점이 각각 있다. 왜냐하면, 상황에 따라서는 최종 제품의 가격변동성이 클수록 더 큰 수익을 얻을 수 있다는 것을 의미하기도 하기 때문이다. 하지만, 다른 한편으로는 경기가 악화되거나 업황이 좋지 못할 때는 그만큼 가격이 많이 하락할 수 있다는 맹점을 안고 있다. 즉, 다시 말해 화학 경기가 좋을 때는 가격이 큰 폭으로 올라 수혜를 얻을 수 있는 확률이 높은 반면, 경기가 좋지 못할 때는 가격의 낙폭이 커서 피해를 더 크게 볼 수 있다는 것이다. 거꾸로 가격변동성이 낮은 제품 군들의 경우, 경기가 좋을 때는 spread 의 크기가 낮지만 반대로 경기가 안 좋을 때 가격이 떨어지는 폭이 작다 보니 상대적으로 안정적으로 수익을 낼 수 있는 구조인 것이다.

그림으로 표현해보면 아래와 같을 것이다. 경기가 좋고 제품 수요가 많을 때는 업스트림군에 해당하는 범용성 제품군들의 가격 상승폭은 크지만, 수요가 한정된 다운스트림 제품군은 상승비율이 상대적으로 낮을 것이다.

반대로, 경기가 좋지 못할 때는 다운스트림 제품군들의 가격 하락폭이 다소 작을 것이다. 다만, 알아야할 점은 가격이 민감하다는 것을 의미할 뿐이지 업스트림 가격이 실제로 다운스트림 보다 높아진다던가 혹은 낮아지는 내용은 아니다. 일반적으로 N 차의 가공 제품이 될수록 비싼 것이 시장의 기본적인 룰이다.

#### 상대적인 가격 변동성이 낮은 다운스트림 기업들의 제품들



자료 SK 증권

## (2) `01/`08/`12 년 다운스트림 아웃퍼폼

이처럼 가격 변동성이 낮은 제품을 판매하는 기업들은 주요한 특징을 하나 갖게 된다. 바로 업스트림의 난항이 발생하는 구간에 영업이익률이 상대적으로 양호한 수치를 보인다는 점이다. 아무래도 가격이 덜 떨어지다 보니 실적 방어가 가능한 것이다. 이는 지난 2001년 업스트림 기업들과 주요 다운스트림 기업들의 영업이익률을 살펴보면 알 수 있다. 먼저 다운스트림 제품을 주로 취급하는 13 개의 기업을 선택했다. 해당 기업의 주요 제품과 원재료는 아래와 같다.

2001년 국내 주요 다운스트림 기업 리스트 및 화학 주요제품

기업명	주요 제품 (2001년)	*주요 원재료 (2001년)
KPX 케미칼	PPG	프로필렌
국도화학	Epoxy 수지	BPA, ECH
휴켄스	DNT	톨루엔
휴비스	폴리에스터(장/단섬유)	TPA, EOG
OCI	TDI, 소다회, 카본블랙, PVA	DNT, Coal Tar, VAM
금호석유	SBR, PS 등	SM, BD, C4
SKC	PET FILM	TPA, EG, DMT
울촌화학	포장재	PP 레진, PET 필름, PE 레진
HDC 현대 EP	복합 PE/PP, PS	PP, PE, SM
SH 에너지화학	EPS 레진	SM
삼성정밀화학	암모니아, 요소, ECH, 가성소다	납사, 벙커 C, 메탄올
이수화학	알킬벤젠-LAB	등유
한솔케미칼	과산화수소, 라텍스, 요소수지	URA, SM, BD 등

자료 각 업체 SK 증권

주: 원재료는 업스트림 관련 제품 위주로 작성

비교대상은 대한유화, 호남석유화학, LG 화학, 한화석유화학 5 개 기업으로 삼았다.

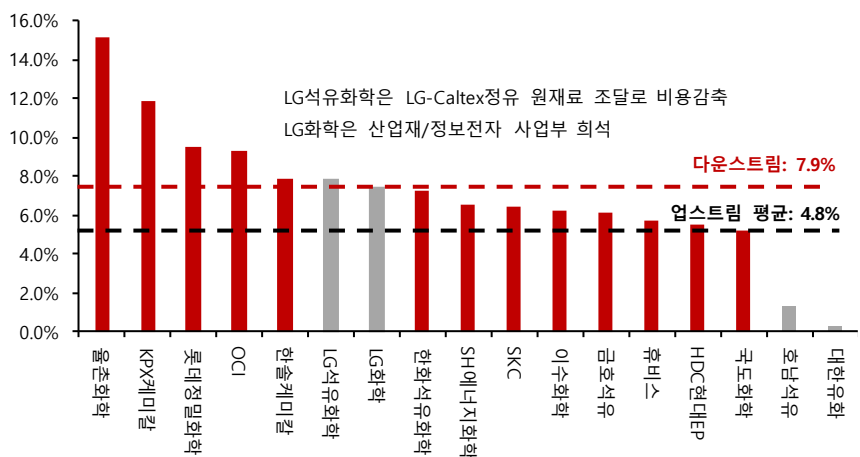
2001년 국내 주요 업스트림 기업 리스트

기업명	주요 제품 (2001년)	주요 원재료 (2001년)
대한유화	HDPE, PP, 프로필렌, 에틸렌	납사
호남석유화학	HDPE, PP, EOG, 올레핀	납사
LG 화학	HDPE/LDPE 등 유화, ABS, PS, EPS 등 수지, 산업재, 정보전자소재	에틸렌, SM 등
한화석유화학	LDPE, LLDPE, 가성소다	에틸렌
LG 석유화학	올레핀, HDPE 등	납사

자료 각 업체 SK 증권

위 분류 방식을 기준으로 각 기업들의 영업이익률을 살펴 보았다. 2001 년으로 살펴보면 다운스트림 업체들의 이익률이 상대적으로 우수했음을 확인 할 수 있다. 업스트림 업체들의 평균은 대략 4.8%를 기록하였고, 다운스트림 업체들의 영업이익률 평균은 7.9%를 기록했다. 확연한 차이다.

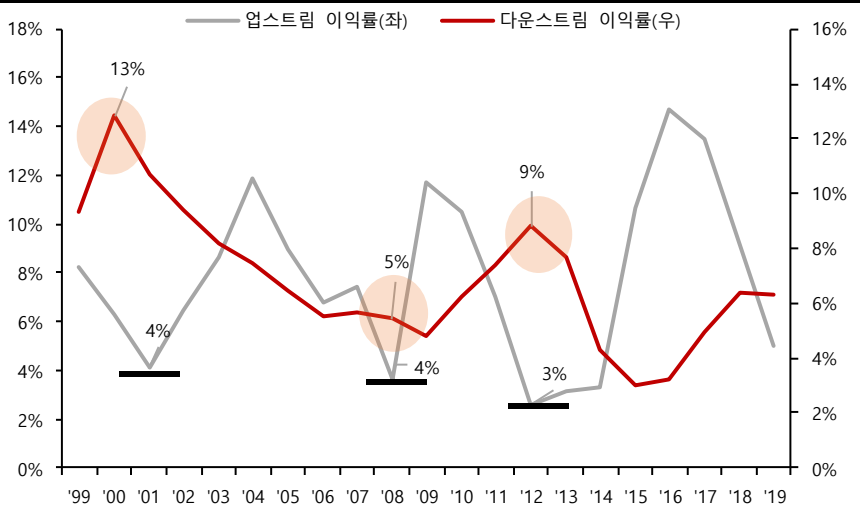
2001 년 당시 높은 영업이익률을 보여준 다운스트림



자료 Dataguide, SK 증권

그렇다면 항상 국내 다운스트림 기업들이 높은 영업이익률을 자랑했을까? 그렇지 않다. 경우에 따라서는 업스트림 기업들이 높은 이익률을 보였다. 하지만, 중요한 점은 업스트림 업체들의 제품군이 약세 구간일 때 상대적으로 다운스트림 업체들의 이익률은 방어적인 기조 혹은 호조를 보였다는 점이다. 이는 과거 '08/'12 수치로도 검증이 된다.

[Key chart] 2001 년/ 2008 년/ 2012 년 상대적으로 양호했던 다운스트림 영업이익률

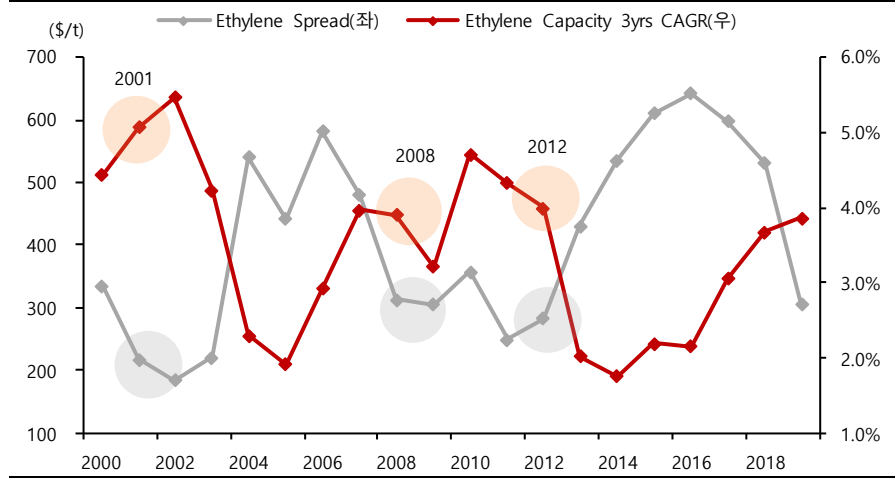


자료 Dataguide, SK 증권



위에서 언급했듯이 펀더멘털리 2001 년 업스트림 주요 제품군들은 Capacity 확장국면으로 공급과잉 압박을 받았다. 그리고 이는 위에서 예시가 된 '08/'12 년에도 동일했다. 2008 년과 2012 년도 부근에서 주요 제품군들의 공급과잉은 뚜렷했다. 대표 화학제품인 에틸렌의 히스토리를 살펴봐도 이 구간들은 모두 spread 가 부진했던 구간에 속한다.

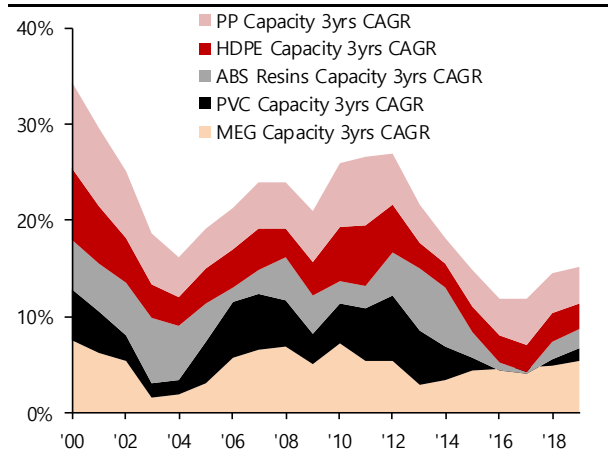
2008, 2012 년도 역시나 문제였던 공급과잉



자료 산업자료, SK 증권

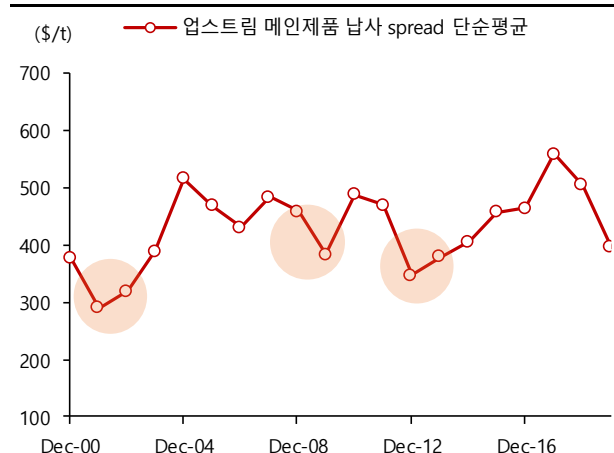
타 제품도 이와 유사했다. 실제로 ABS, PVC, MEG 제품의 스프레드가 모두 부진했던 시기이다. 특히나 2012 년도에는 2008 년 대비 이 폭이 크게 나타나면서 상대적으로 몇몇 다운스트림 업체들이 큰 수해를 본 기간이기도 하다.

2008, 2012 업스트림 주요 제품 공급 Peak



자료 산업자료, SK 증권

좋지 못했던 '08/'12 업스트림 메인제품 Spread



자료 Cishchem, SK 증권

주: 산정 제품은 PP, HDPE, ABS, PVC, MEG

그렇다면 가장 궁금한 당시 실제 주가는 어땠을까? 앞에서 이야기 했다시피 업스트림 업체들의 주가는 2001 년도에 가까워지면서 크게 하락했다. 업스트림 업체들의 평균으로 1999 년도 2000 년도 최고점 수준과 비교하면 2001 년도 최저점은 거의 -84% 빠졌다. 낙폭이 컸던 대한유화의 경우 수정주가 기준 최고점 대비 -90% 가까이 빠지기도 했다.

**2000 년도 초반 주요 업스트림 기업 수정주가 추이**



자료: Quantwise, SK 증권

이는 2008 년도 2012 년도에도 동일했다. 각각 평균 -77%, -65%에 가까운 주가 급락을 시현했다. 2008 년도에는 대한유화가 -87%, 호남석유가 -81% 빠졌다. 그나마 LG 화학이 -58%로 가장 작게 빠졌다.

**2008 년도 주요 업스트림 기업 수정주가 추이**



자료: Quantwise, SK 증권

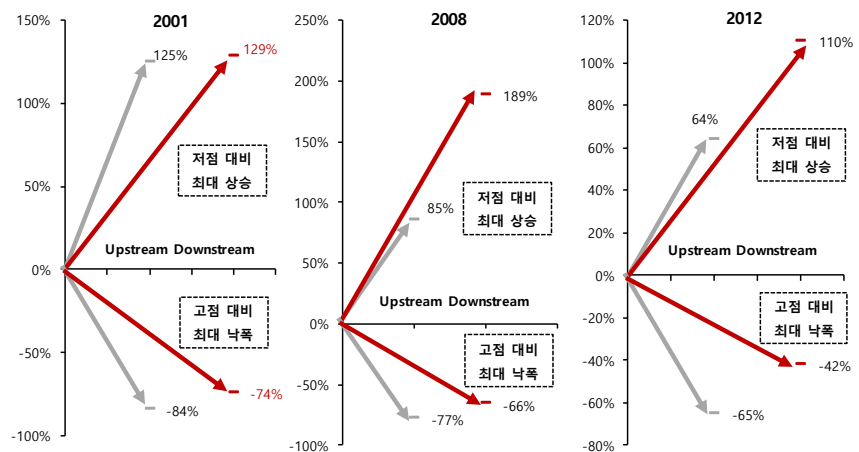
반대로 앞서 이야기한 다운스트림 업체들의 주가는 어땠을까? 사실 하나의 방향성으로 이야기하기는 쉽지 않다. 그 이유는 각 기업마다 생산하는 제품이 제 각각이며 각자의 특성에 따라 높은 수익률 혹은 큰 폭의 하락을 시현했기 때문이다.

이러한 중구난방에 가까운 주가의 흐름은 다음의 차트로 요약하고자 한다. 아래 차트는 업스트림과 다운스트림 업체들의 '01/08/12 년 이전 고점 대비 downside(%) 정도와 이전 년도 저점 대비 해당 년도 최고치를 통해 upside(%)를 나타낸 차트이다. 이를 통해서 상대적으로 리스크는 줄이면서 투자의 기회를 찾는 방향성을 찾고자 했다.

결론은 명확하다. 공급과잉 국면으로 화학 시황이 좋지 못했던 시기(01/08/12)에 업스트림의 하방 대비 다운스트림의 하방이 더 작았던 반면, 주가가 아웃퍼폼 할 수 있는 상방은 다운스트림에게 더욱 열려 있다는 것을 확인할 수 있다. 업스트림 업체들의 하방은 3개년 평균 -76%인 반면 다운스트림업체의 하방은 -61%였다. 거꾸로 업스트림 업체의 상방은 평균 91%였지만 다운스트림은 143%를 기록했다.

즉, 불안정한 화학 시황에서는 상대적으로 하방이 닫혀있고, 상방이 열려있는 다운스트림 업체에게 기회가 있다는 판단이다. 그리고 특히 스페셜티 제품 중심의 다운스트림을 추천한다.

[Key chart] '01/08/12년 근 시점 대비 주가 상승 여력 및 하방: 다운스트림이 매력적



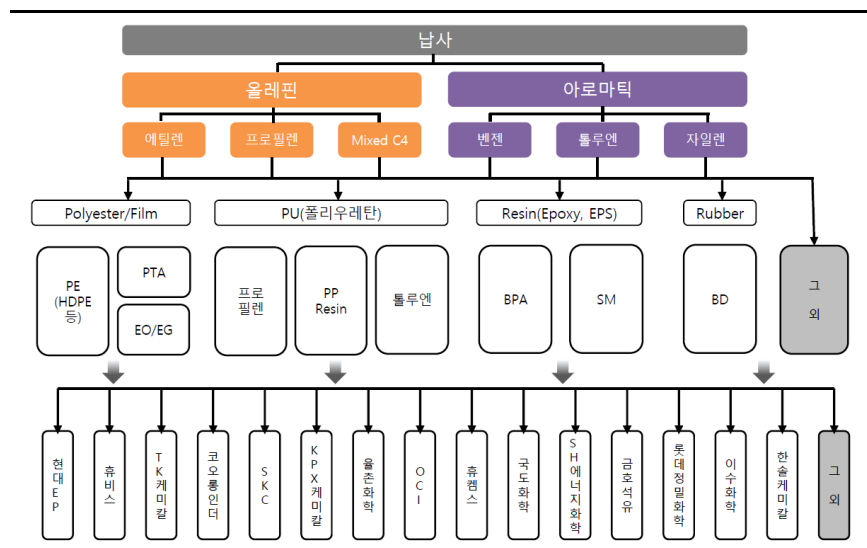
자료: Quantwise, SK 증권

### 3. 화학의 변신: Specialty Multiple

#### (1) 화학에 기술을 더하다: Specialty

아래는 국내 주요 다운스트림 업체들과 업스트림 제품들을 나타낸 그림이다.

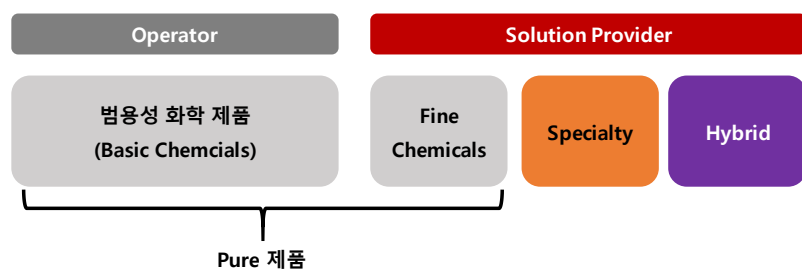
국내 주요 다운스트림 업체 산정



자료 SK 증권

여러 다운스트림 업체들이 있겠지만 그 중에서도 주목할만한 기업들은 스페셜티 (Specialty) 기업이라는 판단이다. 먼저 스페셜티 기업이란 무엇일까? 제품에 대한 이야기 보다 먼저 기업에 대한 접근이 필요하다. 일반적으로 화학회사들은 크기는 두 개, 제품별로 세분화시켜 세 개의 종류로 구분된다. 크기는 오퍼레이터(Operator)와 솔루션 프로바이더(Solution Provider)이다.

화학 업체들의 CATEGORIES



자료 SK 증권

개념은 LG 주간경제(2006)을 차용했다. 오퍼레이터(Operator)는 기초유분과 우리가 흔히 알고 있는 Basic 화학제품을 주로 생산하는 업체다. 제품의 특성으로는 다소 범용성이 높은 편이다. 이들은 일반적으로 수직 통합을 통해서 생산의 효율화를 추구하고, M&A 를 통해 지분을 확보하고 Capacity 를 증대시켜 규모의 경제를 지향한다. 앞에서 일반화시켜 이야기한 국내 업스트림 업체들이 대체로 이에 속한다.

반면, 솔루션 프로바이더(Solution Provider)는 특정 수요에 맞춘 제품을 생산한다. 다 품종 소량 생산 체계에 가까운 것이 특징이다. 물론 이들은 소수의 제품만을 생산하고 특정 용도에 맞춘 제품을 생산하다 보니 범용성이 떨어지는 것이 특징 중 하나이다. 그리고 솔루션 프로바이더들이 제공하는 제품 중의 하나가 바로 스페셜티 제품이라고 생각하면 편할 것이다. 스페셜티 제품은 특정 수요에 맞추어 제작된 제품에 가까우며 일반적으로 고도의 기술이 집약돼 생산의 장벽이 다소 높은 것이 특징이다. 물론 솔루션 프로바이더 기준으로 농약, 비료와 같은 다소 범용성이 큰 화학제품도 포함된다. 다만, 기업이 솔루션 프로바이더에 속할 지라고 농약과 같은 제품군은 스페셜티 보다는 광범위하게는 순수화학(Pure) 제품, 세밀하게는 정밀화학(Fine Chemical)군에 속한다.

마지막으로 화학기업들이 화학제품과 다소 거리가 먼 제품을 만드는 경우가 있다. 가장 가까운 일례가 LG 화학이다. LG 화학의 배터리 사업부는 사실상 본업과는 완전히 다른 비즈니스에 가깝다. 이들의 비중이 큰 기업들을 우리는 하이브리드 기업이라 칭한다.

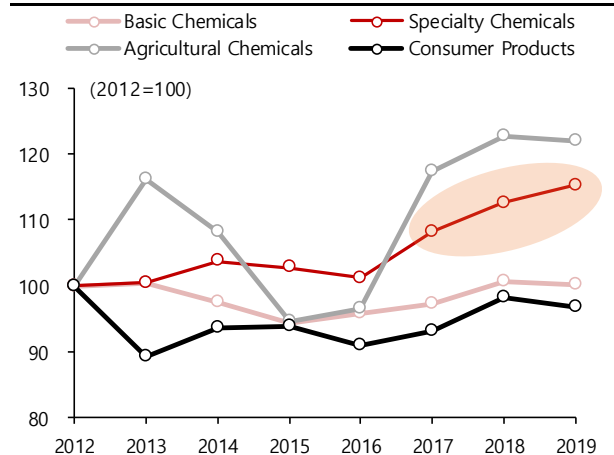
지금까지 이야기한 스페셜티 기업은 이미 글로벌 화학업계에서 각광을 받는 제품들이었다. 실제로, 미국 ACC(American Chemistry Council)에 따르면 2012 년도 이후로 농업용제품(비료, 농약 등)에 이어 가장 빠르게 생산량이 성장해왔다. 농업에 대한 비중이 높은 미국의 환경을 고려하면 단연 압도적인 수치이다.

주요 생산 제품 특성에 따른 기업 분류

기업분류	제품군	특징
Pure	Basic Chemicals 제품	일반 범용성이 높은 화학제품으로, 규모의 경제가 적용되기 용이
Specialty	전자 소재, 화장품 소재 등	특정 수요에 초점을 맞춘 제품으로 고도의 기술이 필요한 경우가 많음
Hybrid	의약품, 배터리 등	기존 화학업과는 다른 새로운 비즈니스. 일반적으로 High-Tech 제품군을 칭함

자료: SK 증권

미국 내 빠르게 성장하는 스페셜티 제품 생산(2012 INDEXED)



자료: ACC, SK 증권

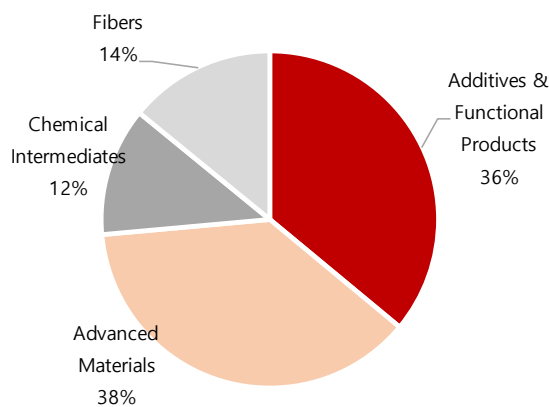
전세계적으로 스페셜티 및 하이브리드 기업으로 이름을 알린 기업에는 Eastman, ShinEtsu, Sumitomo Chemical 등이 있다. 이제부터 이야기할 스페셜티 및 하이브리드 기업들의 특징을 설명하기 전에 앞서 각 기업들이 판매하는 제품 혹은 제공하는 서비스의 사례를 제시하고자 한다.

먼저 Eastman 은 1920 년 미국에 설립되었으며 다양한 범용성 제품들과 스페셜티 제품을 판매하고 있다. 비중으로 따지면 스페셜티 제품이 70% 가까이 된다. 시가총액은 2020 년 12 월초 기준 약 13.9 B\$에 달하는 기업이다. 2019 년 매출 약 9.27 B\$, 영업이익이 1.12 B\$을 기록하면서 대략 12.1%의 영업이익률을 보였다. 사업부는 크게 Additives & Functional Products ("AFP"), Advanced Materials("AM"), Chemical Intermediates ("CI"), 마지막으로 Fibers 까지 4 개로 나누어져 있다.

첨가제 & 기능성 제품(AFP) 사업부는 운송, 소비재, 건축 등에 사용되는 제품을 생산하며, 이는 펄프(Pulp)와 프로필렌 그리고 프로판 등을 원료로 삼아 만드는 제품들이다. 예시로는 타이어 물성 향상을 위한 첨가제 등이 있다. 뒤에서도 이야기 하겠지만 펄프를 원료로 하여 셀룰로오스계 제품을 생산하는 국내 기업에는 롯데정밀화학이 있다.

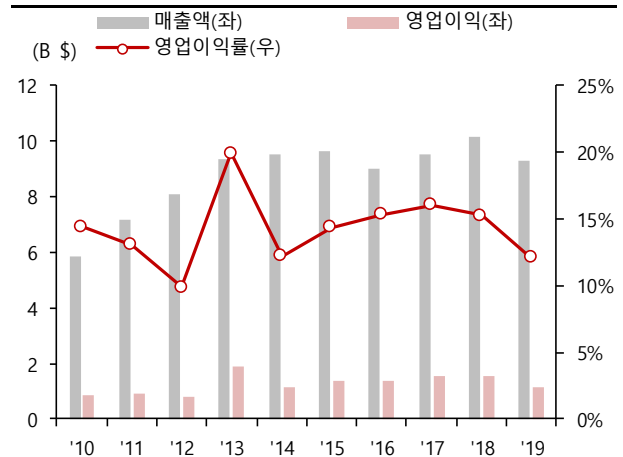
첨단소재 사업부(AM)에서는 내구재, 건축, 헬스 등에 쓰이는 폴리머, 필름, 특수 플라스틱을 생산한다. 예를 들어 Saflex™ Q series 제품은 건축 및 자동차에 적용되어 소음을 줄이는데 쓰인다. 또한, 창문에 붙이는 필름은 광학적 특성은 유지시키면서 태양열은 차단한다. 특수한 목적에 맞게 설계된 제품들이다. 다음으로 화학중간체(CI) 사업부는 우리가 흔히 아는 일반적인 화학제품들이 주를 이룬다. 에틸렌에서부터 올레핀 제품들이 이에 속한다. 마지막으로 Fibers 부문은 담배필터에 쓰이는 아세테이트 토우(acetate tow) 및 각종 직물에 쓰이는 섬유(yarn)를 생산한다.

Eastman 사업부별 영업이익 비중(2019)



자료: Eastman, SK 증권

Eastman 매출액 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

또 다른 기업으로는 일본의 대표 스페셜티 기업인 신에츠(Shin Etsu)가 있다. 신에츠는 1926 년도에 설립되어 반도체 실리콘, 포토마스크 블랭크 등 반도체 소재뿐만 아니라 셀룰로스계 제품에서 모두 글로벌 최상단의 점유율을 확보하고 있다. 2019 년 매출액 1,543.5 십억엔, 영업이익 406 십억엔을 기록했으며, 영업이익률은 자그마치 26.3%를 보여주었다. 신에츠는 글로벌 기준으로도 최상위 랭크에 위치한 화학기업임과 동시에, 높은 이익률을 선보이며 명실공히 글로벌 스페셜티 기업이기도 하다. 12 월초 기준 시가총액은 7.2 조엔(약 69 B\$)를 기록했다.

사업부별로 보면 PVC & CA, 반도체 실리콘, 전자재료 소재, 실리콘, 스페셜티, 기타 Processing & Trading & Specialized Services 사업부가 있다. 먼저 PVC와 CA(염소 및 가성소다) 사업부의 제품들은 범용성 제품에 가까우며 PVC 는 건축의 PVC 파이프라인, 전선 코팅소재 등에 사용되고, 가성소다는 비누 등에 사용된다.

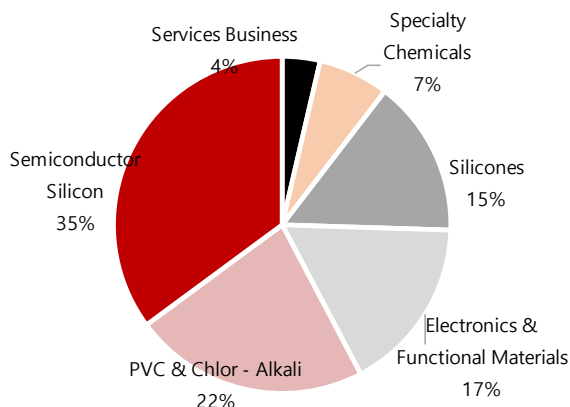
다음으로 반도체 실리콘(silicon) 사업은 회로 기판에 사용되는 웨이퍼를 생산하는 사업부이다. 사업부 전체에서 영업이익 비중(2019 년도 기준)이 35%에 달할 만큼 큰 사업부이기도 하다.

그리고 유사한 명칭을 가진 사업부로 실리콘(silicone) 사업부가 있다. 화장품과 각종 플라스틱 제품, 심지어 산소를 투과시키는 성능 때문에 렌즈에 적용되기도 한다.

**반도체 실리콘(silicon) vs 실리콘-고무(silicones)?**

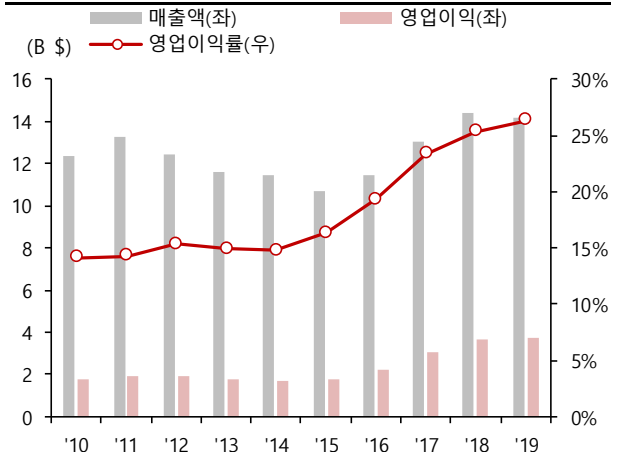
사업부 명칭에 오해의 소지가 있어 간단히만 정리하면, 반도체 웨이퍼에 쓰이는 실리콘(silicon)은 규소 그리고 실리콘(silicone)은 규소와 산소로 이루어진 고분자 화합물을 뜻한다. 일상생활의 실리콘 제품은 모두 후자를 뜻한다.

Shin-etsu 사업부별 영업이익 비중(2019)



자료: Shin-etsu, SK 증권

Shin-etsu 매출액 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

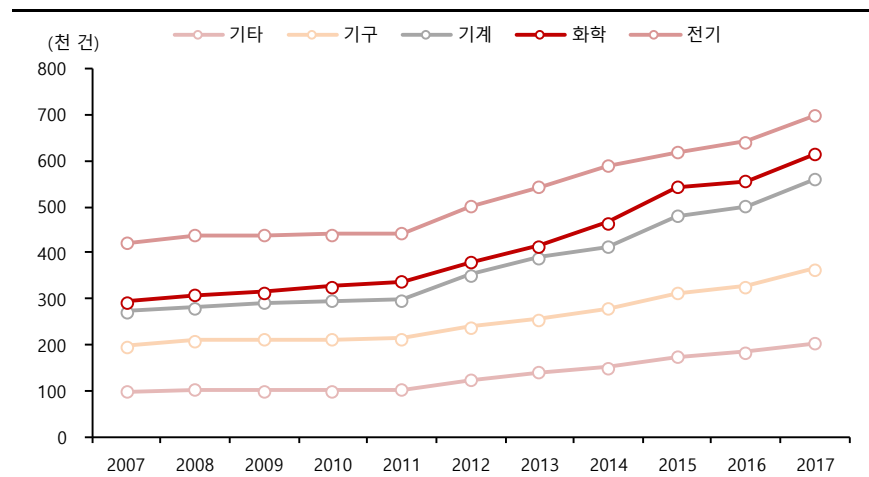


네번째로 전자 재료 사업부가 있다. 위에서 언급한 블랭크 마스크, 포토레지스트, 퀴즈 등 반도체 관련소재, 희토류 자석 등이 이에 속한다. 전체 영업이익의 17%로 적지 않은 비중을 차지하고 있다. 그리고 스페셜티 케미컬(Specialty Chemicals) 사업부에서는 셀룰로스를 제품으로 주로 생산한다. 의약품에서 식료품 그리고 건축에 이르기까지 다양한 영역에서 제품에 적용되고 있다. 마지막으로 Processing, Trading & Specialized Service 사업부가 있다. 이 사업부는 자회사인 Shin-Etsu Polymer 와 Shin-Etsu Engineering Co. LTD 의 실적을 포함한다. 두 기업 모두 자동차에 들어가는 제품을 생산하거나, 검사/조립 장비를 생산하는 등 기존 화학업과는 별도의 사업을 진행중이다.

여기까지만 이야기해보면 위 기업들이 화학회사인지 기술회사인지 의구심이 들 정도로 기존 화학 사업과 연관성이 낮음을 확인할 수 있다. 하지만, 이러한 트렌드는 위 두개의 기업에서만 보이는 특징이 아니다. 글로벌 기업 전체를 보더라도 스페셜티&하이브리드 기업으로의 전환은 빠르게 일어나고 있다.

화학산업의 특허로도 확인이 가능하다. 아래는 글로벌 기준 WIPO 대분류에 따른 분야별 특허 공개건수를 나타낸 차이다. 전기 업종에서 특허가 빠르게 증가하는 것은 당연하지만, 화학 업종이 기구, 기계와 같은 기술 분야의 특허 수를 월등히 넘는 것은 화학 업종에서 일어나는 하나의 트렌드라 판단한다. 2017 년 기준 약 61.4 만건이 공개(Published)되었다. 물론 의약, 바이오 섹터도 화학 전체에 포함이 되지만, 유기정밀화학/고분자화학/기초재료화학이 전체의 30% 가까이 차지한다는 점과 고분자와 기초재료화학 특허 공개건수가 각각 '07~'17 CAGR +6.7%, +9.2% 증가했다는 점을 감안하면 화학의 기술투자는 빠르게 증가하고 있다. 그리고 이는 최근 화학회사들의 스페셜티/하이브리드의 전환 흐름과 일맥상통한다. 일반적으로 스페셜티 혹은 하이브리드 제품의 경우 기술집약도가 매우 높기 때문에 특허가 동반되는 것이 필연적이기 때문이다.

WIPO 대분류 분야별 공개건수(글로벌)



자료: WIPO, 특허청, SK 증권

## (2) 다운스트림 + “프리미엄” → Specialty

그렇다면 무엇이 스페셜티로의 변화를 유발했을까? 이를 확인하기 위해 스페셜티의 진입이 빨랐던 BASF, Eastman 등 글로벌 주요 화학회사 30 개를 표본으로 그 특성을 찾아보았다. 여기에는 국내 4 개사도 포함시켰다. 해당 기업들의 리스트는 아래와 같다.

글로벌 주요 30 개 화학 대표업체

	Pure	Specialty	Non-chem	비고 1 (기타)	비고 2 (기준)
<b>Pure Chemical</b>					
Reliance	95.1%		3.7%		영업이익
LyondellBasell	94.2%		3.9%		영업이익
SABIC	83.1%		16.9%		매출액
Braskem	94.3%		5.6%		영업이익
Formosa Plastics	100.0%				매출액
Formosa Fiber	100.0%				매출액
Westlake	100.0%				영업이익
PTT Global Chemical	85.4%	-7.1%	21.8%		세전수입
Mitsui Chemical	96.3%		3.7%		영업이익
Lotte Chemical	100.0%				영업이익
Kumho Petrochemical	98.8%		1.2%		매출액
LG Chemical	91.9%	10.1%	-2.0%		영업이익
<b>Specialty Chemical</b>					
Dow	78.8%	21.2%			EBITDA
Tosoh	43.7%	40.7%	15.7%		영업이익
Eastman	32.9%	68.7%			영업이익
AkzoNobel		65.2%	34.8%		영업이익
Arkema		100.0%			영업이익
Huntsman	37.2%	50.8%	11.5%		EBITDA
BASF	47.5%	34.5%	17.3%		영업이익
Solvay	27.1%	69.8%			EBITDA
Lanxess	17.3%	82.7%			영업이익
SKC	68.6%	27.7%	4.7%		영업이익
<b>Hybrid</b>					
Mitsubishi Chemical	51.7%	23.7%	23.5%	Healthcare*	매출액
Toray	43.4%	23.8%	32.8%	IT-related	영업이익
Sumitomo Chemical	40.5%	18.7%	39.9%	Pharmaceuticals	영업이익
ShinEtsu	24.2%	8.4%	67.1%	IT-related	영업이익
AsahiKasei	30.4%	4.3%	65.8%	Real Estate / Healthcare	영업이익
DuPont			100.0%	Nutrition / Electronic	영업이익
DSM		41.6%	57.9%	Nutrition	영업이익
Wacker	19.4%		80.6%	Silicones	영업이익

자료 Bloomberg, SK 증권

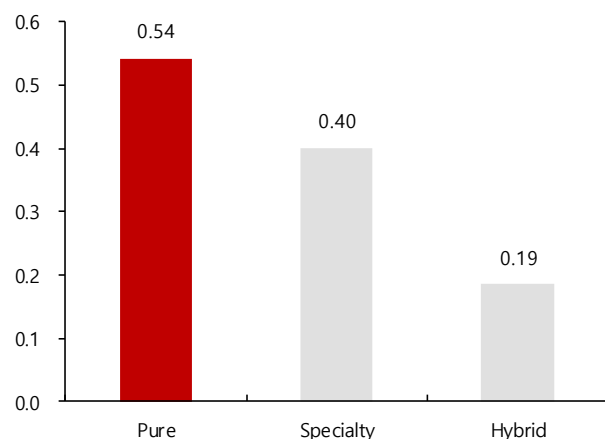
분류 기준은 영업이익/매출액 등을 사업부 비중을 구한 후 순수화학의 비중이 80% 이상이면 퓨어(Pure)로 정했다. 그 이외는 스페셜티와 하이브리드 기업으로 나뉜다. 하이브리드 사업부의 비중이 스페셜티보다 유사하거나 높으며 하이브리드로 분류했다. 다만, 위 사업부 비중 및 분류 기준은 과거 10 개년치를 합산한 것이기에 현재의 수치 및 기업의 성격과 차이가 있을 수 있다.

결과적으로 퓨어 기업들에는 LyondellBasell, Formosa Plastic, Formosa Fiber, 롯데케미칼 등 12 개 기업을 선정했고, 스페셜티 기업에는 Eastman, AkzoNobel, BASF 등 10 개 기업을 선정했다. 마지막으로 Mitsubishi Chemical, ShinEtsu, Toray 등 8 개 기업들은 하이브리드 기업으로 분류했다.

일단 분류에 대한 검증 차원에서 유가와 민감도를 살펴보았다. 2006 년부터 2020 년 2 분기까지 유가와 영업이익률 간의 상관관계를 살펴보면, 퓨어 기업들이 0.54 / 스페셜티 기업이 0.40 / 하이브리드 기업이 0.19 를 기록했다. 숫자의 절대 값이 클수록 유가와 상관관계가 높다고 판단하면 된다. 해석해보면 퓨어와 스페셜티는 그나마 유가와 상관성이 있는 반면, 하이브리드 기업은 사실상 유가와 무관함을 확인할 수 있다. 화학과는 별개의 비즈니스를 하는 비중이 높으니 어찌 보면 당연한 결과이다.

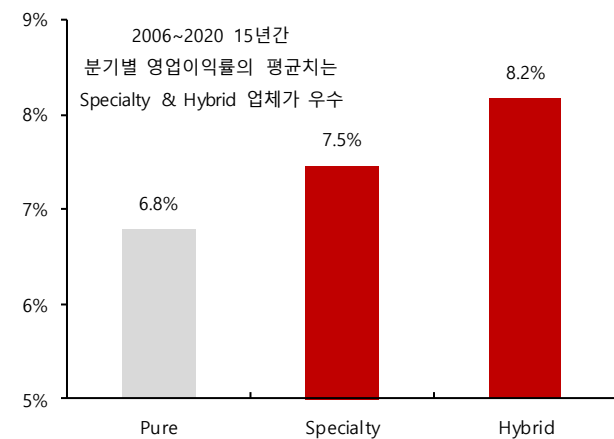
그리고 스페셜티 제품의 특성도 어느정도 다운스트림 기업들의 특성과 유사하다. 대체로 특정 산업에 필요한 고부가가치 소재에 가깝기 때문에 높은 가격과 일부 확정 수요를 확보하고 있다. 따라서 영업이익률의 변동폭이 상대적으로 낮고, 퓨어 기업 대비해 영업이익률이 대체로 높은 편이다. 실제로 2006 년부터 15 년간 스페셜티의 영업이익률은 7.5%로 퓨어 기업의 영업이익률(6.8%) 대비 우수한 성적을 보였다.

유가에 대한 민감도가 높은 퓨어 기업들



자료: Bloomberg, SK 증권

이익률이 상대적으로 우수한 스페셜티 기업



자료: Bloomberg, SK 증권

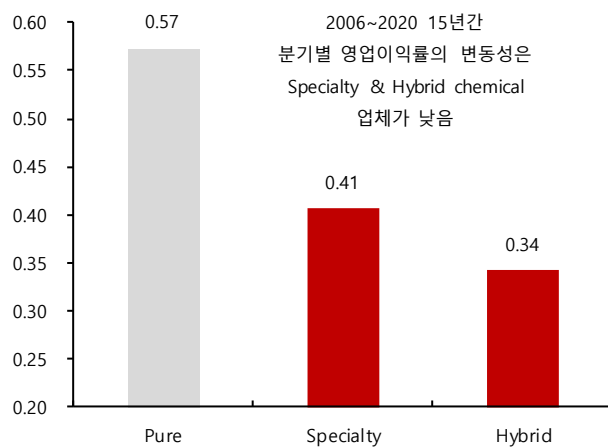
영업이익률의 변동성도 과거 15년간 퓨어 기업은 CV(변동성)가 0.57을 보인 반면, 스페셜티 기업과 하이브리드 기업은 각각 0.41, 0.34를 보여 낮은 변동성을 보여왔다.

그리고 미국화학협회에서도 밝혔듯이 미국 주요 제품들의 가격을 2012년도 수치로 인덱스화 시켜본 결과 2012년도 이후로 화학제품 전체 가격은 소폭 하락한 반면, 스페셜티 제품군은 꾸준한 상승세를 보였다. 이는 스페셜티 기업들이 높은 이익률을 자랑하는 요인 중의 하나이다.

현재까지의 이야기를 돌아해보면 스페셜티 기업도 앞서 설명한 단순 다운스트림 기업과는 별다른 차이가 없는 것으로 받아들여지기도 한다. 왜냐하면 일반적인 다운스트림 제품들도 가격변동성이 낮고, 경우에 따라 높은 이익률을 시현했던 순간이 있기 때문이다.

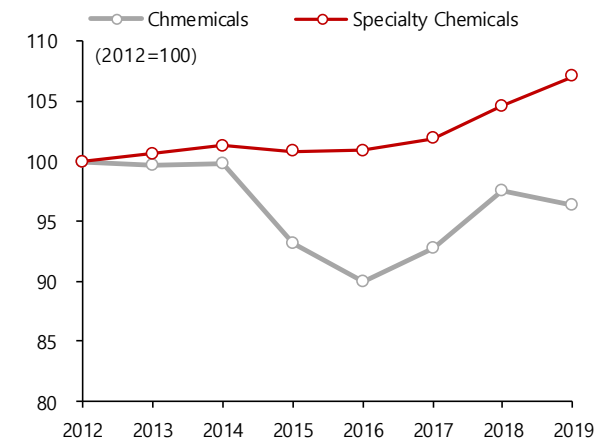
하지만 위에서 정밀화학과의 스페셜티 제품의 차이를 밝혔듯이 스페셜티 기업들은 각자의 기술력을 보유하고 있고 고객사에 특화된 제품을 판매 중이다. 비료, 농약 등 단순 정밀제품과는 달리 장기간 R&D(연구개발)를 통해서 얻은 결과물이란 뜻이다. 이를 살펴보기 위해 각 기업들의 매출액 대비 연구개발비 그리고 총자산 대비 무형자산(영업권 제외)의 비중을 확인했다.

상대적으로 낮은 스페셜티&하이브리드 기업들의 이익 변동성



자료: Bloomberg, SK 증권

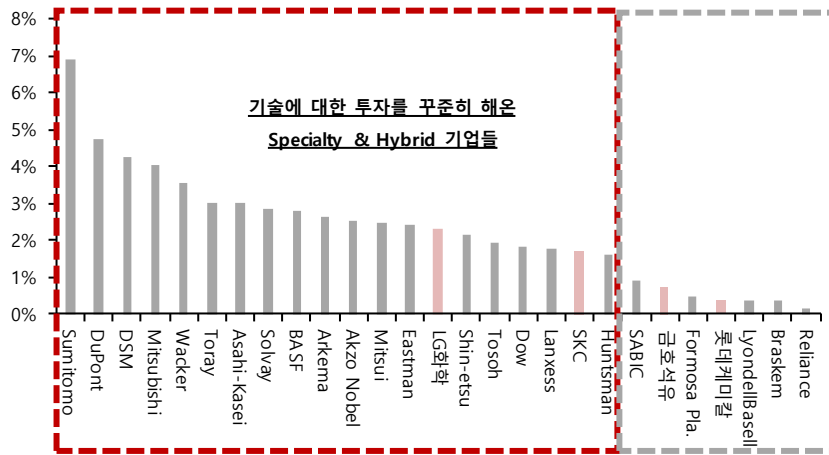
꾸준한 가격 상승을 선보이는 스페셜티 제품



자료: ACC, SK 증권

확인 결과, 위 기업들의 지난 10년간 R&D 투자 비중을 보아도 상위에 위치했던 것은 스페셜티 혹은 첨단 기술을 추종하는 하이브리드 기업이었다. Sumitomo, Dupont, DSM 과 같은 기업들의 연구개발비는 전체 매출액의 4% 이상을 차지하기도 하였다.

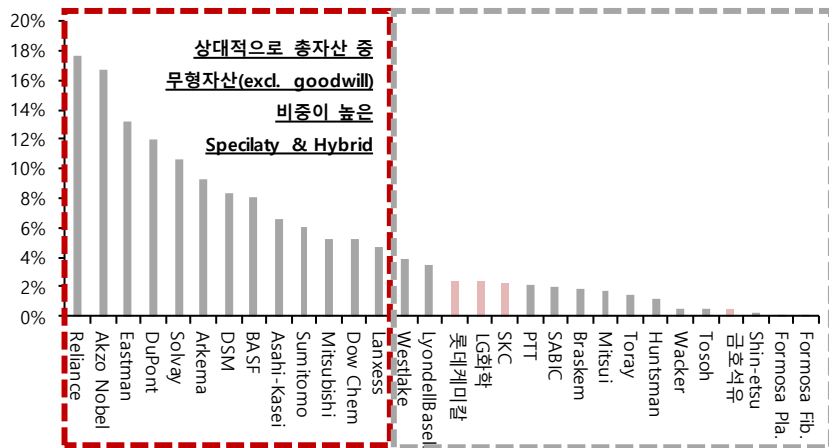
연구개발을 꾸준히 해온 스페셜티 & 하이브리드 기업들



자료 Bloomberg, SK 증권

뿐만 아니라 스페셜티 & 하이브리드 기업들은 연구개발에 대한 비중을 늘려온 만큼 전체 자산 중에서 무형자산의 비중이 높은 편이다. 무형자산에는 특허권(저작권), 영업권, 소프트웨어 등이 포함된다. 위에서 열거한 기업들의 비중으로 볼 때 과거 기술투자를 진행해왔던 기업들은 총자산 중 5% 이상 크기는 10% 이상을 무형자산이 차지했다. 반면 퓨어 기업들은 대체로 5% 미만을 유지했다. 다만, 이번 무형자산 산정에는 영업권(Goodwill)은 제외시켰다.

무형자산(excl. goodwill)의 비중이 높은 스페셜티 & 하이브리드 기업들



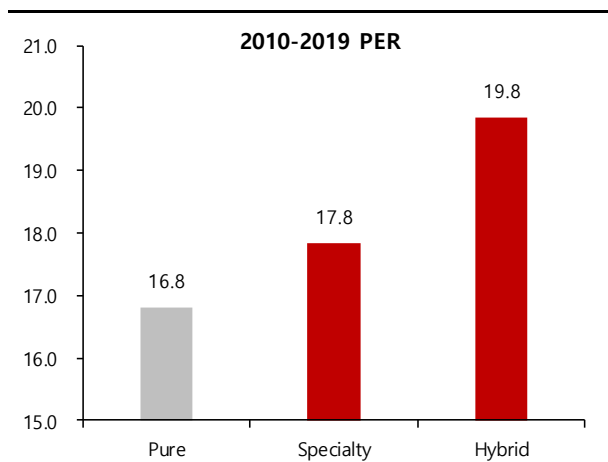
자료 Bloomberg, SK 증권

이렇듯 스페셜티 & 하이브리드 기업들은 ‘기술’이라는 무기를 가지고 사업을 영위해 특정 고객들에게 맞춤형 솔루션을 제공할 수 있었다. 이는 곧 기업이 독보적인 입지를 지킬 수 있는 장벽과 같았으며, 안정적인 매출과 이익률을 유지시킬 수 있는 기반이 었다.

중요한 점은 시장에서도 이러한 스페셜티 & 하이브리드 기업들의 특성에 대한 프리미엄을 부여 해왔다는 사실이다. 기업가치평가 톨인 PER(Price to Earning)를 기준으로 지난 10년간 퓨어 기업의 평균 PER 은 16.8 에 그친 반면, 스페셜티기업은 17.8로 더욱 높은 프리미엄을 부여 받았다. 하이브리드 기업 같은 경우엔 더욱 높은 수치(19.8)를 기록했다. 그리고 2021년 fwd PER 을 살펴봐도 이러한 흐름이 당분간 지속될 것임을 확인 할 수 있다. 최근 배터리 소재로써 동박, 분리막 등이 주목을 받고, 반도체 관련 소재 기업들이 시장의 이목을 끄는 이유이다.

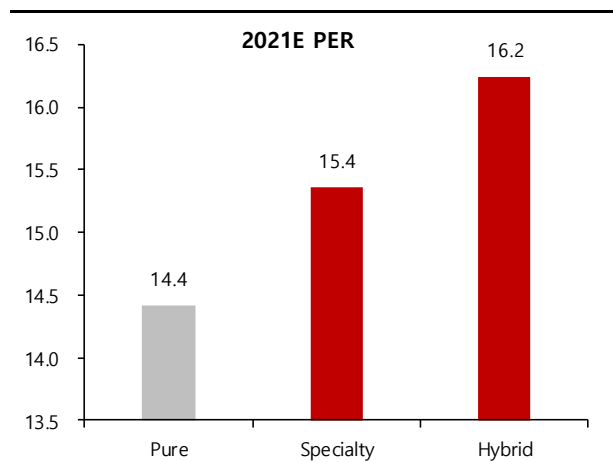
즉, 과거에도 그러하였듯이 현재에도 스페셜티 기업에 대한 Multiple Premium 은 지속해서 반영될 수 있다는 입장이다. 게다가 현재의 스페셜티 기업들은 반도체, 배터리, 제약관련 소재 등을 개발하고 있다. 전방의 High-Tech 산업들은 최근 시장의 큰 관심을 받고 있고, 관련 소재를 만드는 기업들도 이에 대한 프리미엄 부여 혹은 주가 부양까지 이뤄질 가능성도 다분하다

2010-2019 주요 30대 기업 PER 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

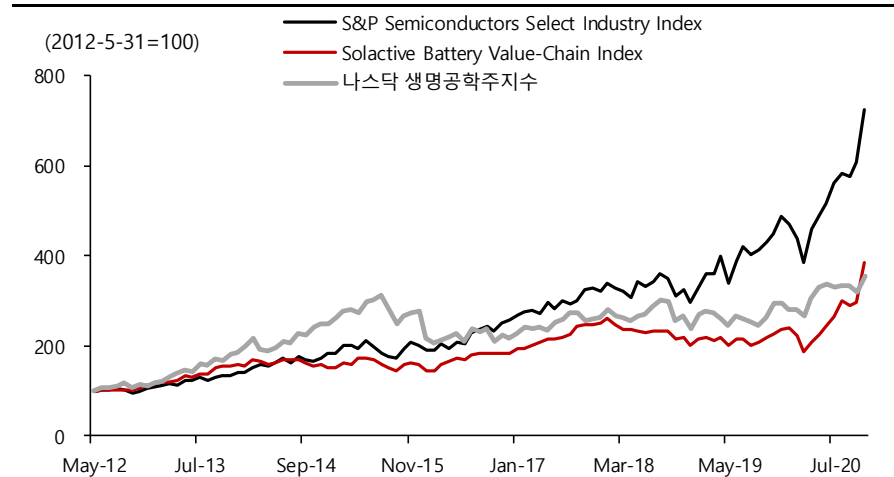
2021E년 주요 30대 기업 PER 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

결론적으로 화학 업황의 성장을 함께 할 수 있으면서도 2021년 끝나지 않은 공급과잉의 리스크를 줄일 수 있는 다운스트림, 그리고 다운스트림 중에서도 Multiple Premium 상향의 여지가 높은 스페셜티 & 하이브리드 기업에 주목하는 바이다.

#### 시장의 기대를 받는 반도체/배터리/제약 (Sector 별 주요 INDEX 흐름)



자료 Bloomberg, SK 증권



### (3) 대한민국에도 부는 Specialty의 바람

사실 스페셜티 그리고 하이브리드에 대한 관심은 이미 대한민국에서도 불어오고 있었다. 스페셜티에 대한 개념은 오래되었으나, 최근 코로나 19 및 공급과잉 여건에 그 관심이 재차 커진 것으로 파악된다. 국내에는 굴지의 화학기업 LG 화학, 롯데케미칼이 있기에 두 기업부터 차근차근 이야기해보고자 한다.

올해 1월 롯데케미칼의 합병 소식이 있었다. 2015년에 인수했던 롯데첨단소재의 합병이었다. 이전에도 관심은 있었지만 이를 기점으로 롯데케미칼의 스페셜티 투자에 속도를 내는 시그널로 확인된다. 물론 롯데첨단소재의 제품(ABS, PC)가 앞에서 언급한 스페셜티 제품군과는 조금은 거리가 있는 것은 사실이다. 범용성 제품에 가깝기 때문이다.

#### 롯데첨단소재 합병 Flow



자료: 롯데케미칼 SK 증권

하지만, 롯데케미칼은 기존에 가졌던 화학 비즈니스가 가졌던 씨클릭과 영업이익의 변동성이라는 문제를 해소하기 위해 혹은 성장 동력을 신규로 발굴하기 위해 전향을 계획하고 있다는 점 또한 사실이다. 이뤄지지는 않았지만 '19년에는 히타치케미칼 인수를 시도했으며, 올해는 쇼와덴코 지분 4.69%를 사들이는 것으로 그 의지를 표명했다.

#### 롯데첨단소재 합병 소식, 2020년 1월 완료

롯데케미칼, 롯데첨단소재 합병 결정... "화학사 시너지 발휘"

(전략) 롯데케미칼은 22일 오후 이사회를 열고 **롯데첨단소재 합병을 결의했다고 밝혔다.** (중략) 롯데케미칼은 **"스페셜티 소재 분야에서 전문적인 기술과 다양한 제품을 보유한 첨단소재를 합병해 제품 원료에서부터 최종 제품까지 고객의 요구에 더욱 적극적으로 대응,** 시장 경쟁력을 강화할 수 있게 됐다"며 "자동차용 컴파운딩 제품의 교차 판매를 통해 수익성을 증대하고 R&D·구매 등의 지원부문까지 통합해 효율성을 더욱 강화할 계획"이라고 밝혔다.(후략)

자료: 매일경제(2019.08.22), SK 증권

#### 롯데케미칼, 쇼와덴코 지분 매입

롯데케미칼, 히타치 인수전서 경쟁했던 쇼와덴코 지분 매입

**롯데케미칼이 지난해 히타치케미칼 인수전에서 경쟁했던 일본 화학 소재기업인 쇼와덴코의 지분 4.69%를 1천 700억원에 사들였다.**

(중략) **쇼와덴코는 반도체 소재 등 고부가 소재 특화 업체로** 지난해 롯데를 꺾고 히타치케미칼을 인수했다. 신동빈 롯데그룹 회장은 이날 임원회의에서 신종 코로나바이러스 감염증(코로나 19) 이후인 '포스트 코로나'에 대응해 미래 성장 가능성이 있는 분야에 대해 집중적으로 투자해야 한다고 강조했다.(후략)

자료: 한국경제(2020.05.20), SK 증권

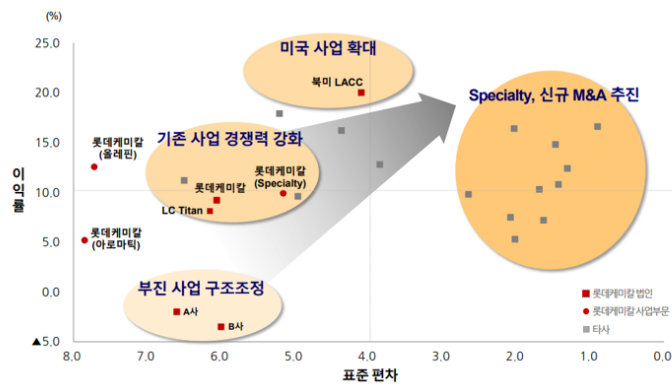
그리고 이러한 스페셜티 투자 계획은 지난 2019년 하반기 가졌던 CIO 간담회를 통해서도 확인할 수 있었다. Vision 2030 아래 매출 50조원, 영업이익률 15% Target을 제시했다. 그리고 그 방법으로 내놓았던 것이 미국 사업 확대, 기존 사업 경쟁력 강화, 부진한 사업의 구조조정 그리고 'Specialty, 신규 M&A 추진'이다.

즉, 2019년에 제시한 Vision 2030의 일환으로 롯데첨단소재의 합병 그리고 히타치케미칼 인수 시도, 쇼와텐코의 지분인수가 이루어졌다고 해석 가능하다.

### 2019년 CIO 간담회에서 보여준 Specialty 사업 확장의 의지와 2030 Roadmap

[비전 2030] 매출 50조 / 영업이익률 15% / Global Top 7 석유화학회사

- ①지역 포트폴리오 : 한국 50%, 미국 25%, 아시아 외 25%, ②제품 포트폴리오 : 범용 50%, 고부가제품 50%



자료: 롯데케미칼 SK 증권

뿐만 아니라 지난 2020년 3분기 컨퍼런스콜에서 공개된 정보에 따르면 현재 PE를 활용한 분리막 사업을 추진중인 것으로 나타났다.

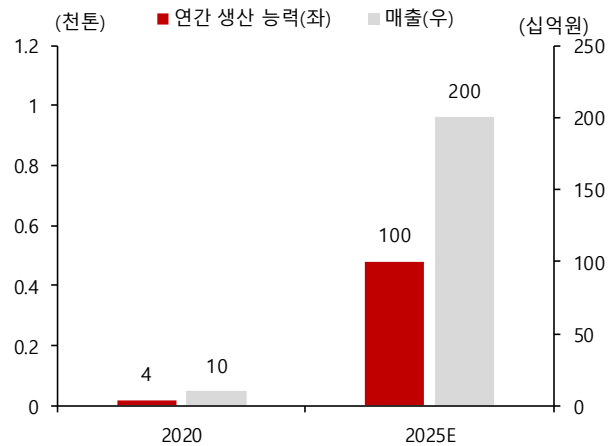
#### 롯데케미칼이 새롭게 뛰어든 분리막 사업

롯데케미칼 "2025년 분리막 제품 매출 2천억원 목표"

(전략) 롯데케미칼은 6일 올해 3분기 실적을 발표한 후 진행된 콘퍼런스콜에서 "현재 파우더 형태로 분리막 제품을 생산하고 있으며 연간 판매 규모는 4천t, 매출액은 100억원"이라며 "내년 상반기 안에 설비 보완 작업을 마친 후 오는 2025년 연간 판매 규모 10만t, 매출액 2천억원을 목표로 하고 있다"고 했다.  
 (중략) "아시아권에서 파우더 생산 업력이 30년 이상으로 가장 길어 노하우가 충분하며 분리막 시장이 성숙하길 기다리고 있다"고 말했다. (후략)

자료: 롯데케미칼 SK 증권

#### 롯데케미칼이 제시 중인 분리막 사업 목표: 2025년 매출 2,000억원

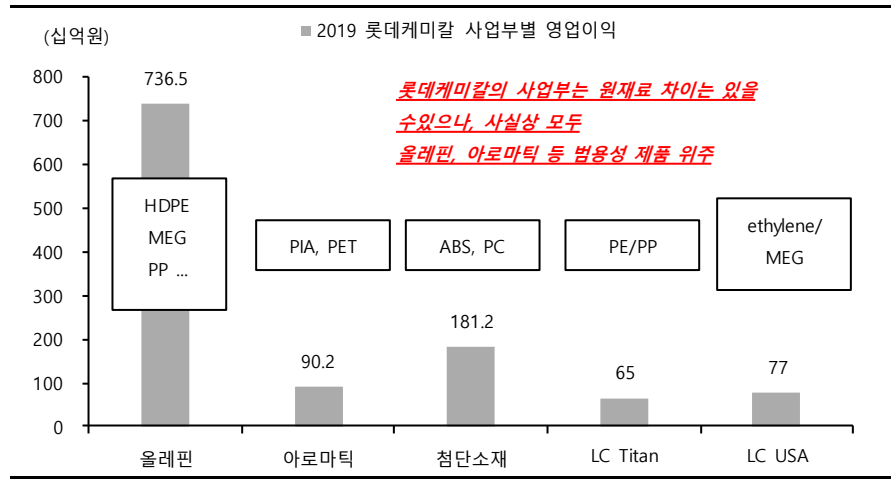


자료: 롯데케미칼 SK 증권

파우치 형태로 PE 분리막 제품을 생산하고 있으며 연간 판매 규모는 4 천톤, 매출액은 약 100 억원 수준인 것으로 발표됐다. 그리고 2025 년까지 연간 판매량을 10 만톤까지 끌어올리고 매출액을 연 2,000 억원까지 올릴 것을 목표로 삼고 있다.

이렇듯 국내 대표 화학 기업인 롯데케미칼은 스페셜티 기업으로의 체질 변화를 앞두고 있다. 물론 단기 내에 변화는 쉽지 않은 것으로 판단한다. 아직까지 롯데케미칼의 사업 비중에서 스페셜티 사업의 비중은 매우 미미하기 때문이다. 앞서 언급된 ABS 와 PC 는 범용성 제품에 가깝고, 생산 중인 분리막도 이제 막 시작한 사업이기 때문이다. 현재 롯데케미칼의 사업부 영업이익은 사실상 전부 일반 화학제품에서 기인한다.

**롯데케미칼 사업부는 올레핀/아로마틱 제품 위주로 구성**



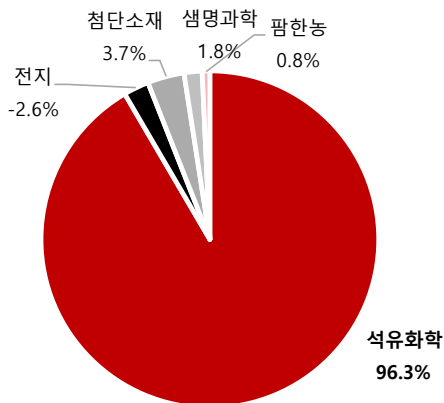
자료 롯데케미칼, SK 증권

그럼에도 국내 대표 화학 기업에서 변화가 일어나고 있다는 점을 인지할 필요는 있다. 대표기업의 움직임은 다른 화학 기업들에게도 영향을 미칠 확률이 높다. 그리고 이러한 상황은 국내 대표 화학 기업인 LG 화학의 경우에도 마찬가지다.

이미 LG 화학은 하이브리드 기업에 가까운 모습으로 변화하는 중이다. 과거 평균적으로 영업이익의 많은 부분을 차지했던 사업은 석유화학이었다. 시황에 따라서 첨단소재와 전지 사업부가 특정 시점 영업이익 기여도가 높아지기는 했으나 현재까지의 전체적인 기업의 분위기는 석유화학에 의존적이었다. 2015~2019 누적 영업이익의 비중으로만 봐도 석유화학 부분이 90%를 훨씬 뛰어넘었다.

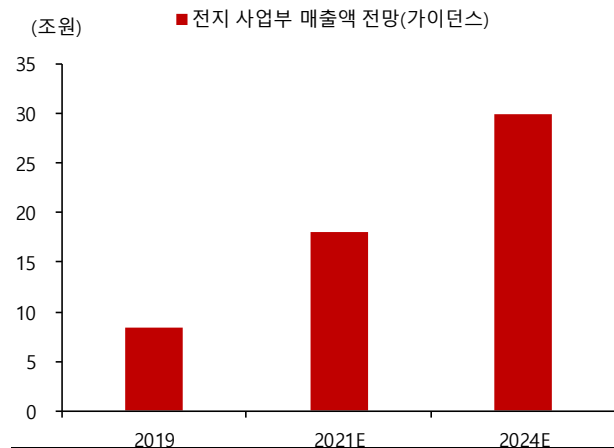
하지만, 미래의 LG 화학은 분위기가 반전될 것으로 기대된다. 그 이유는 이미 시장의 기대를 받고 있는 2 차전지 사업 때문이다. 2020년 3분기 기준으로 영업이익 비중은 약 18%에 달하는데 앞으로는 그 비중이 더욱 커질 것으로 예상된다. 가이드언스 기준 2024년 매출 30조원을 목표로 잡고 있으며, 이는 2020년 매출액과 견줄만한 수준이다. 그만큼 체질 개선은 더욱 빠르게 진행되리라 판단한다.

LG 화학 사업부별 영업이익 비중 (2015~2019년 누적)



자료: LG 화학, SK 증권  
 주: 전지 사업부는 2019년 영업손실로 적자

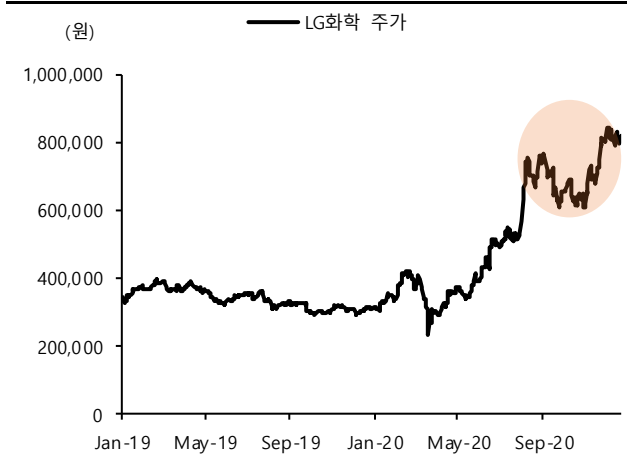
LG 화학 2 차전지 목표 매출 가이드언스



자료: LG 화학, SK 증권

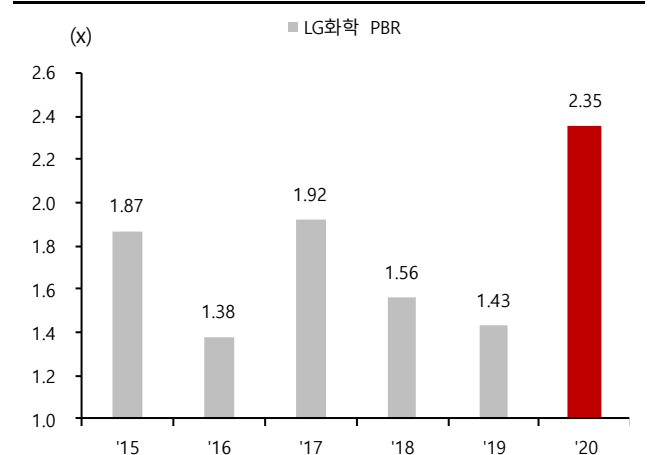
그리고 이는 시장에서 빠르게 인식됐다. 2020 년에 들어서고 코로나 19 가 본격화된 시점 직후부터 주가는 급등해 80 만원선에 진입했다. 또한, PBR 기준 Multiple 도 2018 년 1.5x, 2019 년 1.4x 를 기록했던 것을 감안하면, 2020 년 12 월말 누적 평균 PBR 은 2.35 를 기록해 이전 대비 높은 프리미엄을 부여 받는 상태이다. 그리고 이러한 흐름에 맞추어 LG 화학은 LG 에너지솔루션의 분사를 결정했다.

LG 화학 2019~2020 주가 History



자료: Dataguide, SK 증권

LG 화학 PBR Multiple 추이



자료: Dataguide, SK 증권 / 20 년은 12/24 누적평균

9/17 공시를 통해 발표 했으며, 2020 년 12 월 1 일 공식적으로 분사가 이루어졌다. 그리고 이는 하이브리드(전지) 사업을 확장시키려는 계획으로 풀이된다.

LG 화학 배터리 사업부 분사 주요 타임라인

구분	일 자
이사회 결의일	2020 년 09 월 17 일
분할계획서 승인을 위한 주주총회일	2020 년 10 월 30 일
분할기일	2020 년 12 월 1 일

자료: LG 화학, SK 증권

이렇듯 국내 대표 화학기업인 롯데케미칼, LG 화학에서도 스페셜티 & 하이브리드로의 움직임이 엿보인다. 그리고 이러한 흐름은 국내 화학 기업들의 사업 및 투자 내역을 통해서도 확인 가능하다.

롯데케미칼과 LG 화학 이외에도 반도체 소재와 동박을 키우는 SKC, 셀룰로스계 제품을 확장하는 롯데정밀화학, 분리막 생산을 늘려가는 대한유화 등 많은 기업들이 투자를 서두르고 있다.

**[Key table]** 국내 주요 화학 기업들의 스페셜티 및 하이브리드 사업/투자 내역

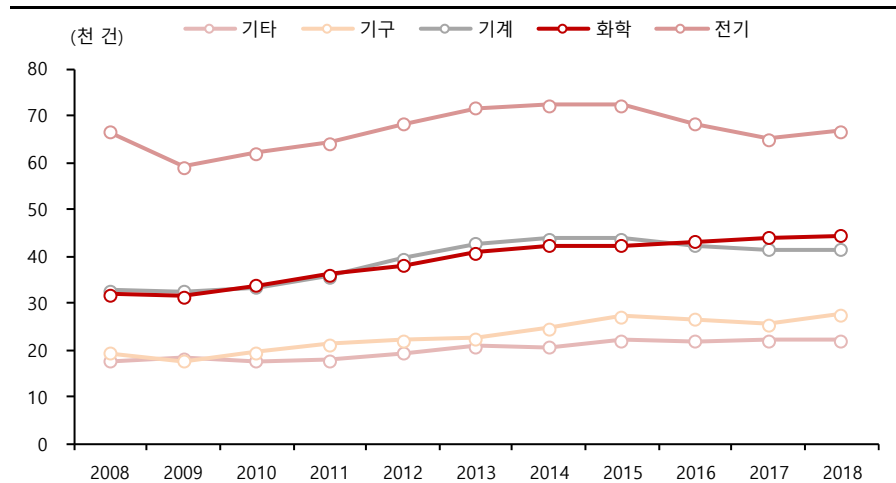
기업명	진행중인 Specialty 혹은 Hybrid 투자 내역
롯데케미칼	PE 분리막 관련 투자 (2025년 연간 판매 규모 10만t, 매출액 2천억원을 목표)
LG 화학	2차전지 관련 투자(2024년 매출 30조원 목표)
SKC	반도체 소재(CMP 및 반도체실리콘 등) 및 동박(SK 넥실리스) 신규 증설 투자
롯데정밀화학	셀룰로스계 신규 투자(식의약품: 애니코트/애니애디 증설)
대한유화	PE 분리막 관련 투자(UHMWPE), LIBS 용 PP
한화솔루션	셀, 모듈 등 태양광 사업
OCI	폴리실리콘 등 태양광소재
코스모화학	양극활물질 등 2차전지 소재 사업
코오롱플라스틱	BASF와의 협력을 통해 엔지니어링 플라스틱 제품 확장
울촌화학	2차전지 관련 알루미늄 파우치(포장재) 제품 생산

자료 각종 언론, SK 증권

그리고 현재의 투자의 방향성에서 대략적인 흐름을 알 수 있는데 대다수의 기업들은 2차전지를 중심으로한 소재 사업을 키우고 있음을 확인 가능하다. LG 화학, SKC, 대한유화, 코스모화학, 울촌화학 등이 이에 속한다. 그 이외 투자 분야로 나누자면 친환경 중심의 셀룰로스, 태양광 관련 투자 그리고 자동차 경량화에 주로 사용되는 엔지니어링 플라스틱이 진행 중인 것으로 파악된다.

또한 앞서 글로벌 기업들의 특허 내역에서 트렌드를 파악할 수 있었듯이 국내 기업들의 특허 트렌드를 통해서도 화학 산업에서 기술을 중심으로 한 변화가 일어나고 있음이 확인 가능하다. 화학 관련 특허는 2018년 44,421건을 기록하며 2008년 이후로 빠르게 증가했다.

WIPO 대분류 분야별 공개건수(국내)



자료: 특허청, SK 증권

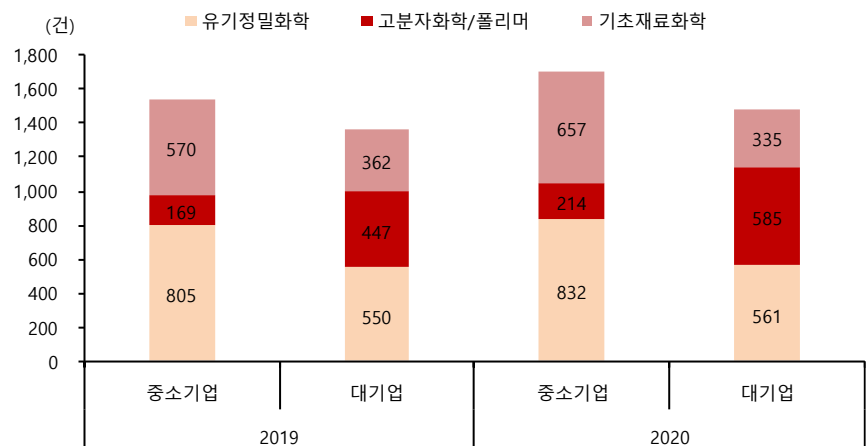
이는 소분류 기준으로도 동일하다. 특허청이 공개한 자료에 따르면, 지난 해 8 월까지 누적기준 유기정밀화학의 특허는 1,393 건으로 전년도 동기(1,355 건) 대비 2.8% 증가했으며, 고분자화학/폴리머는 올해 799 건을 기록해 전년도 616 건에서 29.7% 가까이 증가했다. 또한 기초재료화학은 932 → 992 건으로 6.4% 늘어났다.

이렇듯 국내 화학 산업 또한 주요 화학사들의 스페셜티 투자 및 비중 확대, 신규 특허 취득을 통해 기술력 확보라는 움직임이 발견되고 있다. 즉, 글로벌리 진행되었던 화학 산업의 탈바꿈은 국내에서도 동일하게 진행중이라는 판단이다. 또한, 이러한 투자의 이유가 과거 2002 년, 2008 년, 2012 년의 화학 시장의 난조와 이익의 변동성에서 기인한 것이라 본다.

문제는 위에서 언급했듯이 아직 화학의 공급과잉이 재차 부각될 수 있는 시점이라는 점이다. Double Dip 과 같은 화학 시장의 난조가 다시 한번 찾아 올 수 있다는 점에서 스페셜티와 하이브리드 제품에 대한 방향성은 지속되라 판단한다.

따라서 다가올 2021 년은 이러한 준비가 잘 되어 있는 화학 기업에 주목할 필요가 있다.

화학 대분류 내 소분류 특허 건수(2019 -> 2020 년 8 월 누적 기준)



자료: 특허청, SK 증권

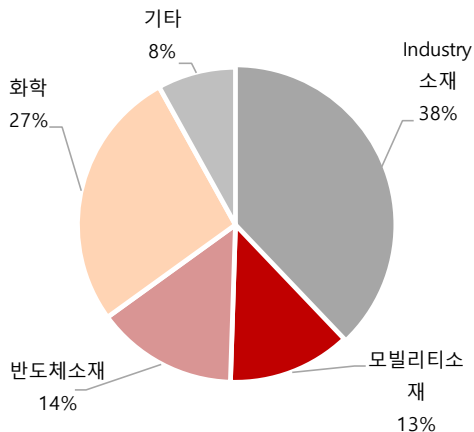


#### (4) 국내 유일무이 Specialty: SKC

그렇다면 구체적으로 올해 업스트림과 상반된 실적을 보일 다운스트림 그리고, 스페셜티/프리미엄 프리미엄을 부여 받을 수 있는 국내 기업에는 누가 있을까? 현재 매력적인 기업들을 뽑자면 국내 기업들 대표 화학 업종중에서는 SKC, 롯데정밀화학이 현 국면에서 양호한 실적을 보여줄 것으로 기대한다. 그리고 업스트림 종목 중 LG 화학이 배터리 부문 확대로 하이브리드에 가까워지는 양상이다.

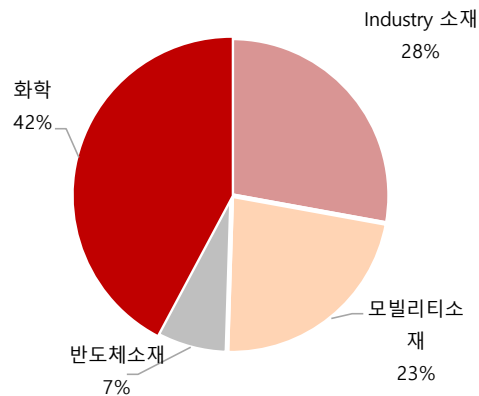
사실 SKC 는 이미 과거부터 국내 유일무이 스페셜티라는 칭호를 얻었던 기업이다. SKC 가 이제까지 영위해왔던 사업은 필름부문, PO/POD 등 화학 부문, 반도체 소재 부문 등이 있다. 그리고 최근 KCFT 를 인수한 이후 동박 사업을 시작했다.

SKC 매출 구성(2020년 3Q 누적 기준)



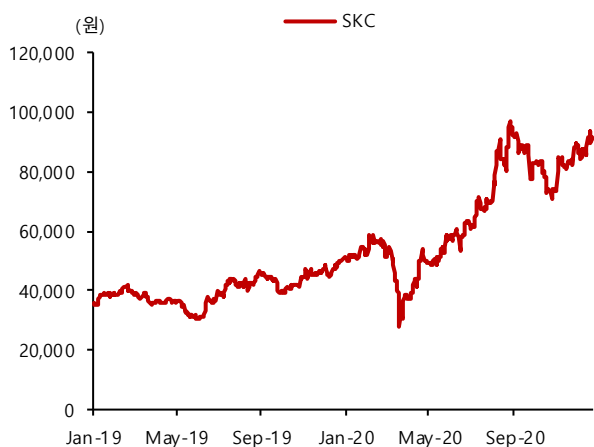
자료: SKC, SK 증권

SKC 영업이익 구성(기타사업부는 적자로 제외, 3Q20 누적)



자료: SKC, SK 증권

SKC 주가 흐름



자료: Dataguide, SK 증권

SKC, KCFT(현 SK 넥실리스) 인수 완료

SKC, 동박 제조 1위 KCFT 인수 완료

(전략) SKC는 전기차 배터리 핵심소재인 동박 제조업체 KCFT 인수를 완료하고 모빌리티 사업을 확대한다고 6일 밝혔다.

SKC는 오는 7일 KCFT 주식대금 1조 1900억 원을 완납하고 인수 절차를 마무리한다. 이에 따라 KCFT는 SKC의 100% 투자사가 된다. SKC는 지난해 6월 13일 KCFT 인수를 공식 발표한 뒤 국내외 기업결합신고 등 인수절차를 진행해왔다. (중략) KCFT 인수로 SKC는 미래 성장동력인 모빌리티 사업을 강화한다는 방침이다. (후략)

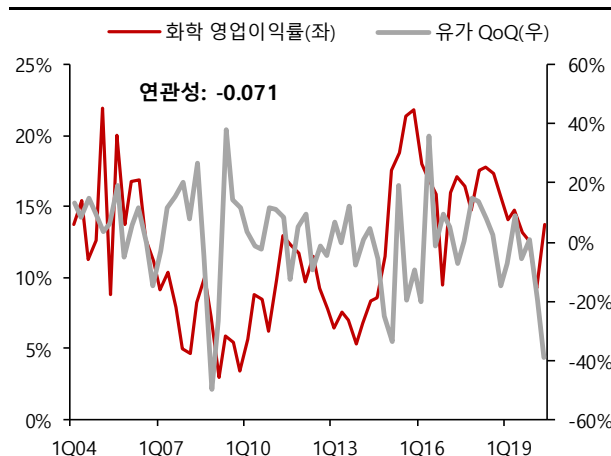
자료: 조선비즈(2020.01.06), SK 증권

그렇다면 무엇이 SKC 를 스페셜티 기업으로 만들었을까? 일반적으로 시장에서 기대했던 바는 필름 혹은 반도체에 대한 부분이다. 외관상 하이테크와 가까운 이름을 갖고 있기 때문이다.

하지만, 실상은 그렇지 않다. SKC 에게 스페셜티와 같은 프리미엄을 부여해왔던 것은 바로 ‘화학’ 부문이다. 일반적으로 대부분 기업들의 화학 부문은 유가와 크게 연동되어 높은 영업이익률 변동성을 보이는 것이 일반적이다. 이는 이미 글로벌 기업들을 통해 입증되기도 하였다. 하지만 SKC 화학 부문의 유가와외의 연관성은  $-0.07$  에 그치면서 수치기준으로는 무관하다고 평가할만하다. 물론 원재료가 원유에 기반하다 보니 영향을 받기는 하지만 그 보다는 수요와 가격에 영향을 받는 것으로 보인다. 그 이외의 사업부문도 모두 상관성이 떨어진다. 또한 영업이익률의 레벨 그리고 변동성 측면에서도 모두 필름 및 반도체소재 부문을 뛰어넘는 수치를 보였다. 영업이익률은 2002 년도부터 평균 12.5%를 보였다. 반면, 동기간 동안 필름사업부는 6.2%에 그쳤다 동시에 이익률의 변동성도 화학은 0.45 로 필름(1.00)에 비해 현저히 낮은 수치를 보였다.

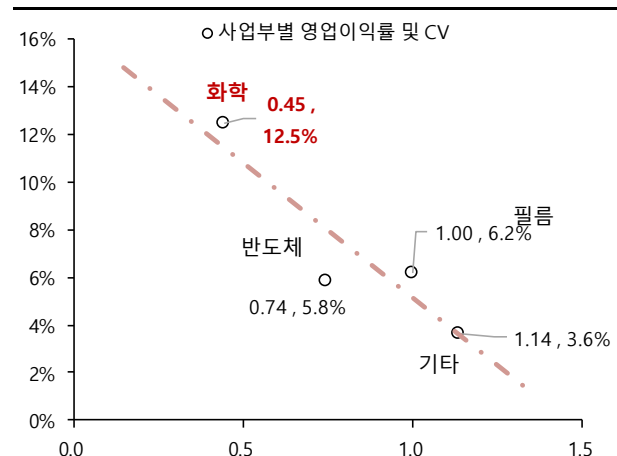
그렇다면 이제까지 화학 사업부임에도 불구하고 높은 이익률과 낮은 변동성을 가능케 했던 요인은 무엇일까? PO 의 쓰임새에 대해서 이해할 필요가 있다. PO 는 PPG 와 PG 등의 원재료로 사용되고, 다시 PPG 는 폴리우레탄(PU), PG 는 화장품, 보습제 등에 사용된다. 또다시 PU 는 경질, 연질 등으로 나뉘며 가전, 자동차의 내장재, 전자재, 가구 내장재 등 다양한 용도로 사용된다. 국내 산업에서 가전과 자동차는 상당히 큰 비중을 차지하고 있어 폴리우레탄에 대한 수요가 견조한 편이기도 했다. 즉, 특정 수요는 이제까지 발생해왔다. 동시에 SKC 의 화학에 높은 이익률과 스페셜한 특성이라는 배경에는 ‘공급’이 있다. 바로 SKC 는 이제까지 국내 시장의 유일한 PO 사업자였다는 점이다.

SKC 화학 사업부와 유가의 낮은 상관관계



자료: SKC, Dataguide, Petronet, SK 증권

SKC 사업부별 과거 영업이익률 및 변동성

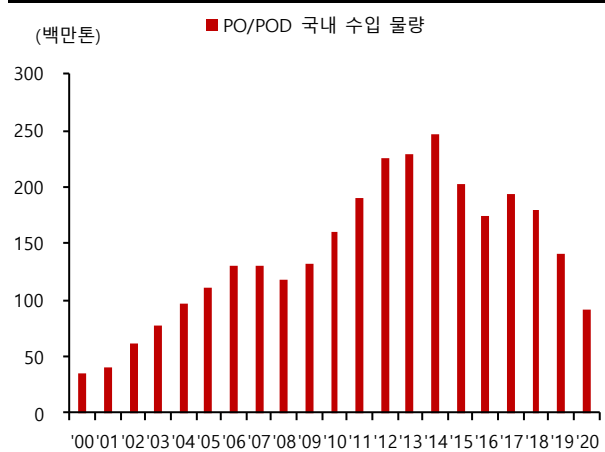


자료: SKC, SK 증권

SKC 는 PO 에 대한 유일한 사업자로 오랫동안 사업을 영위했다. 따라서 내수에서 SKC 는 과점적인 위치에 자리했다. 이런 상황 속에서 국내 PO/POD 수입 물량도 증가했다. 즉, SKC 의 공급에도 불과하고 그것 이상의 수요가 국내에서 발생한 셈이다. 그러다 2015 년 이후 수입물량이 줄어들기 시작했다. PO/POD 제품 가격이 하락함과 동시에, SKC 가 그 만큼 국내 판매의 비중을 늘렸기 때문으로 해석한다. 실제로 SKC 는 국내 수입이 줄어드는 시점에 수출 대비 내수 판매가 크게 늘면서 점유율을 70% 이상 확보했다. 즉 이러한 과점적 지위와 견조한 수요가 현재의 PO 성장세를 마련했다.

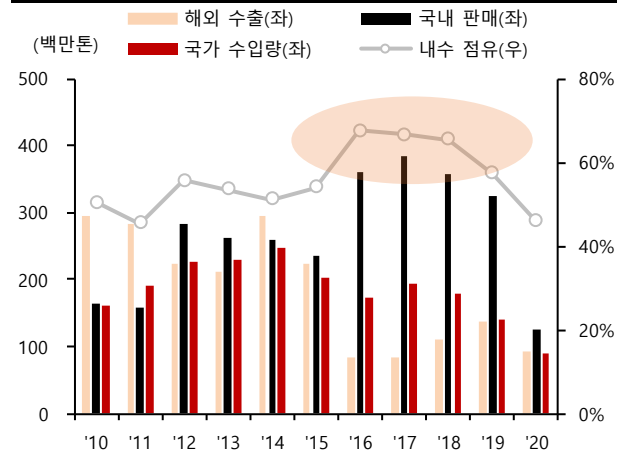
하지만, 현재의 강한 위치에 변화가 생기고 있다. 국내 정유사 S-oil 이 PO 생산을 2018 년도부터 개시했기 때문이다. 물론 한 순간에 현 위치를 잃을 것으로 보진 않는다.

국내 PO/POD 수입량



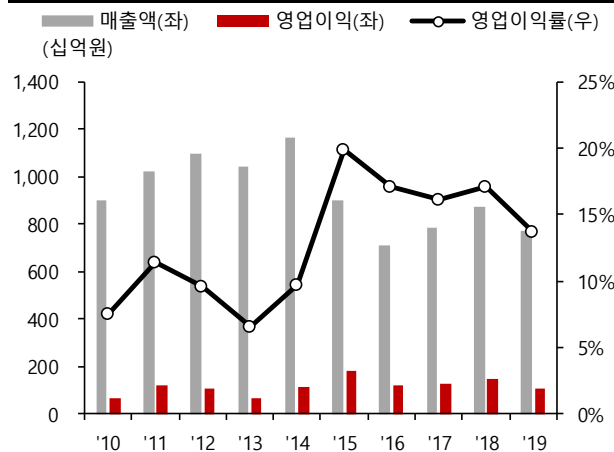
자료: Kotis, SK 증권  
주: 2020 년은 6 월 누적 기준

SKC 내수 점유율 추장: 70% 이상



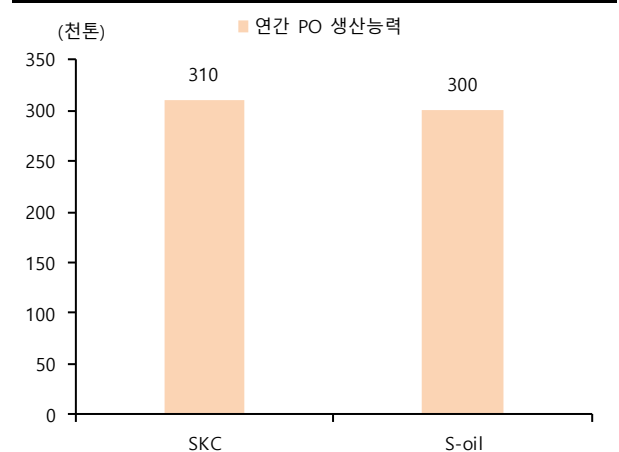
자료: Kotis, SK 증권  
주: 2020 년은 6 월 누적 기준, SKC 물량은 추정치

SKC 화학 사업부 실적



자료: Bloomberg, SK 증권

S-oil 의 2018 년도 PO 생산 시작



자료: SKC, S-oil, SK 증권

SKC 는 내수 시장 경쟁자 출현에 대한 준비로 내수 이외의 해외 판로 개척에 힘쓰고 있기 때문이다. 2015년에는 미쓰이화학과의 합작사인 MCNS를 설립했고, 인도 등 각지에 폴리우레탄 시스템하우스를 확보 중이다. SKC에게 MCNS가 중요한 이유는 국내의 경쟁자 출현으로 줄어들 수 있는 포션을 대체할 수 있는 창구이기 때문이다.

MCNS는 현재 중국, 유럽, 미국, 말레이시아, 인도 등 각지에 시스템 하우스를 운영 중이다. 간략하게만 표현하면 시스템하우스는 PO를 가공해 고객 맞춤형 폴리올(Polyol 등)을 생산하는 공장이다. 즉, 시스템하우스의 확장은 곧 SKC PO의 수출과도 직결될 수 있는 부분이라는 점에서 중요하다.

**MCNS 국내외 사업장 현황**



자료: MCNS, SK증권

**MCNS 인도 폴리우레탄 시장 진출**

SKC-日 미쓰이화학 합작 MCNS, 인도 폴리우레탄 시장 공략

(전략) SKC와 일본 미쓰이화학의 폴리우레탄 합작사 'MCNS'가 시스템 하우스 설립을 시작으로 인도 폴리우레탄 시장 공략을 본격화한다.

9일 SKC에 따르면 MCNS는 지난 8일 인도 안드라프라데시주 치투어 디스트릭트의 스리시티 공단에서 시스템 하우스 준공식을 개최했다. 이날 행사에는 원기돈 SKC 사업운영총괄(부사장), 요시노 타다시 미쓰이화학 본부장, 임익준-시바타 신고 MCNS 공동대표, 라빈드라 사나레디 스리시티 공단 이사장 등 120여명이 참석했다. (후략)

자료: 중앙일보(2018.08.09), SK증권

**이어서 러시아 시장에도 진출해 판매 경로 확보**

SKC, 폴리우레탄 영도확장... 미쓰이 합작 'MCNS', 러시아 진출

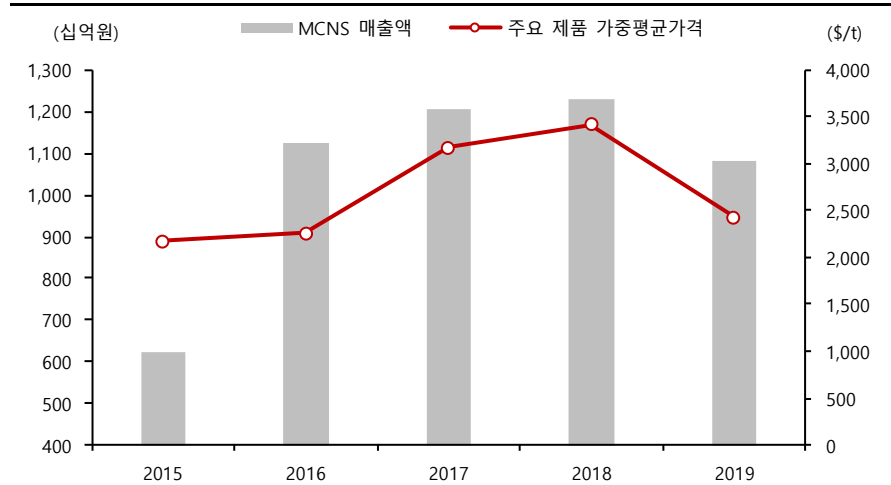
SKC와 일본 미쓰이화학의 폴리우레탄 합작사 MCNS가 러시아 상트페테르부르크시에 시스템하우스를 설립하고 러시아 시장에 본격 진출한다고 10일 밝혔다.(중략)

이에 따라 회사는 공장 건설 인허가 등 관련 행정지원과 세제 혜택을 받을 수 있게 됐으며, 9월에 1.5만t 규모의 시스템하우스를 착공하고 2020년 상반기에 완공할 계획이다. (후략)

자료: 뉴데일리경제(2019.06.10), SK증권

MCNS 매출은 2019 년에 주요 제품(MDI, TDI, PPG)의 가격 하락에 감소했으나 향후 시스템하우스 추가 확장(11 → 14 개) 목표 등에 힘입어 개선 가능하다는 판단이다.

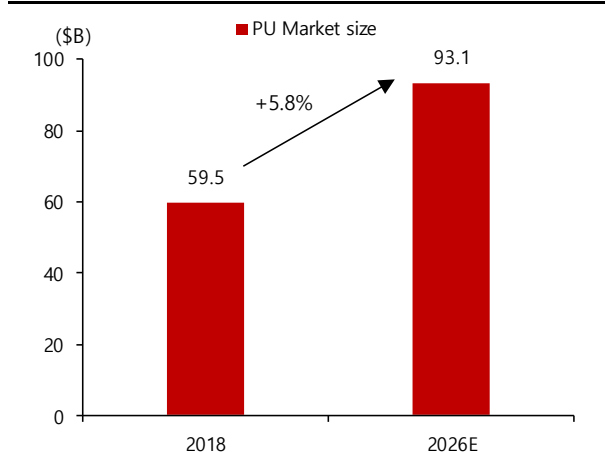
MCNS 연도별 매출 및 주요 제품 가중평균가격 추이



자료: MCNS, Kotis, Cischem, SK 증권

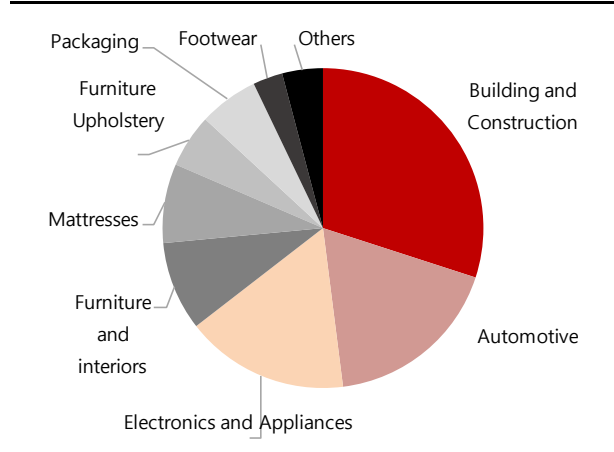
또한, PO 및 폴리우레탄에 대한 수요는 당분간 견조할 것으로 기대된다. Global market insights 에 따르면 2018 년 59.5B\$에서 2026 년 93.1B\$까지 성장해 2018~2026E CAGR 약 +5.8%가 예상된다. 그리고 이러한 성장세를 이끄는 것은 최종 제품 산업 군 기준으로 건설과, 자동차, 가전기기/전자제품, 가구 일 것으로 예상된다. 건축 분야에서 폴리 우레탄은 단열재 등으로 쓰이는데 유럽 및 중국의 건설 경기 회복에 폴리우레탄 수요도 점진적으로 증가할 것으로 기대된다. 또한, 자동차와 가전 쪽에서도 견조한 수요가 예상되는 바이다.

글로벌 폴리우레탄 시장 전망치 2018~2026 CAGR +5.8%



자료: Global market insights, SK 증권

폴리우레탄 최종 수요 물량(%)

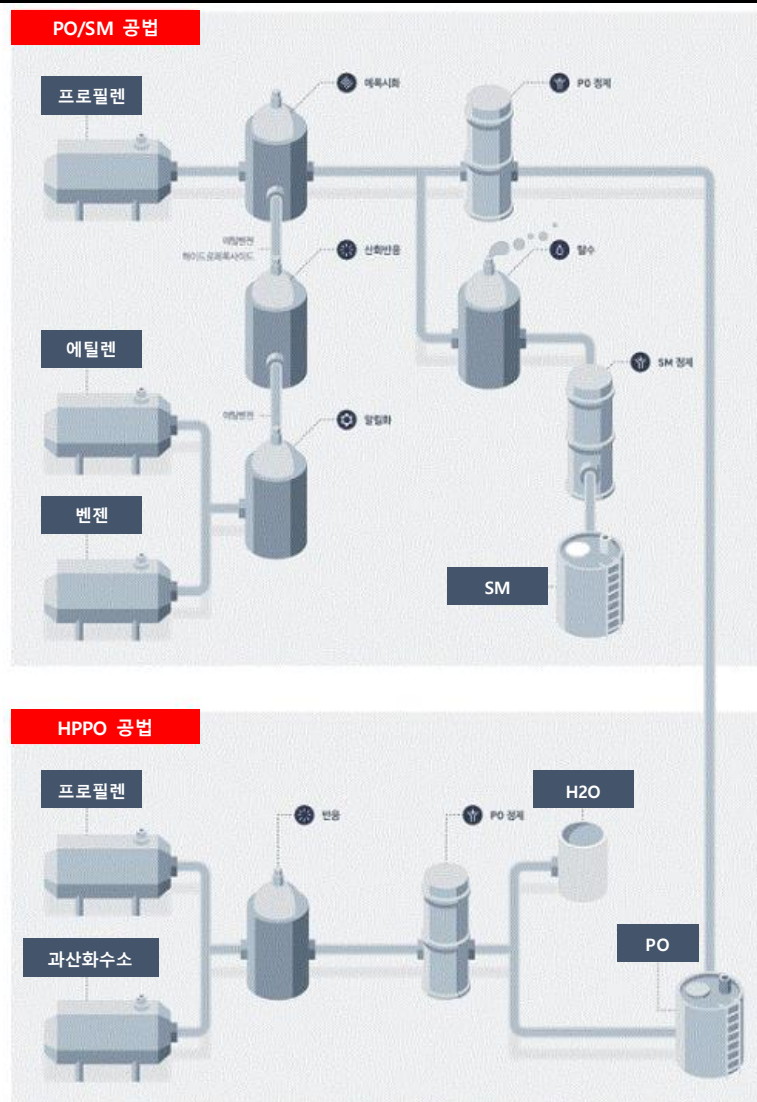


자료: Mador Intelligence, SK 증권

한편 원재료 측면에서도 PO 사업부는 당분간 우호적인 흐름이 유지될 것으로 기대된다. PO(Propylene Oxide)의 원재료는 생산하는 방식에 따라 크게 나뉜다.

SKC 에서 PO 를 생산하는 방법에는 크게 두가지가 있다. PO/SM 과 HPPO 방식이다. PO/SM 공법은 스티렌모노머(SM) 공법으로도 불리며, 주요 원재료에는 프로필렌, 에틸렌, 벤젠이 있다. 이 공법은 SM 이 부산물로 생성된다는 특징이 있다. 다음으로는 SKC 의 대표 공법인 HPPO 다. 친환경 공법에 속하며 과산화수소와 프로필렌을 반응시켜 생성한다. 친환경 공법인 만큼 부산물로는 물(H<sub>2</sub>O)만 생성된다.

MCNS 국내의 사업장 현황

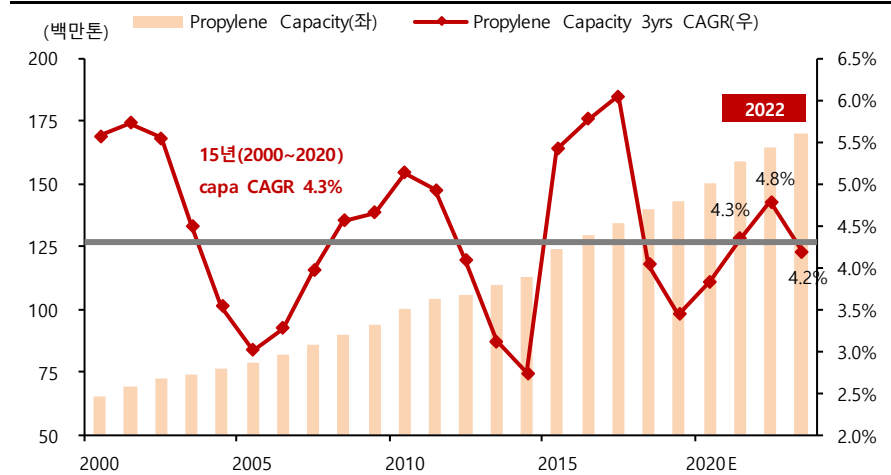


자료 SKC, Kipost, SK 증권

SKC 기준 HPPO 공법을 통해서 약 40%가, 그리고 PO/SM 공법을 통해서 전체의 60% PO 가 생산되는 것으로 알려져 있고, 화학 사업부 원재료 비중에서 프로필렌과 벤젠이 전체의 70% 비율을 차지한다.

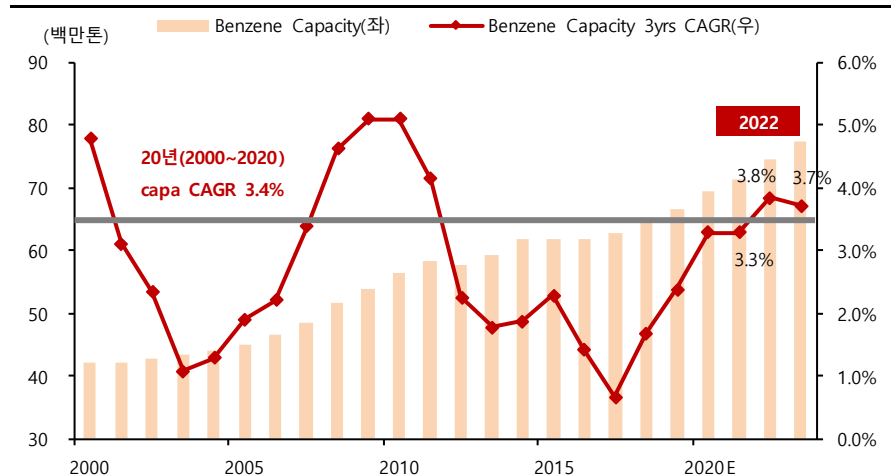
앞서 제시된 방식으로 프로필렌과 벤젠의 capacity 추이를 3yrs CAGR 로 그려보면 두 제품 모두 2022 년까지 꾸준한 증가가 예상된다. 즉, 그 만큼 공급이 빠르게 늘어나고 가격 측면에서 급등은 제한되리라는 판단이다. 프로필렌은 2022 년 3yrs CAGR 4.8% 를 기록할 것으로 예상되며, 벤젠도 3.8%까지 높아질 것으로 예상된다. 즉, 원재료 측면에서의 부담은 다소 덜할 것으로 예상된다.

**2022 년까지 공급이 빠르게 증가할 것으로 예상되는 프로필렌**



자료: 산업자료, SK 증권

**마찬가지로 벤젠도 2022 년까지는 공급이 빠르게 늘어날 것으로 전망**



자료: 산업자료, SK 증권



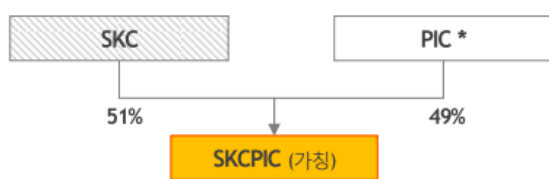
그럼에도 앞서 이야기 했듯이 든든한 버팀목이었던 내수 시장에 경쟁자가 생겨났기 때문에 과거의 '화학'을 유지하긴 쉽지만은 않다. 또한, 경쟁자가 늘어나는 만큼 더 이상 화학사업부의 과점적인 위치만으로 전체 실적의 성장동력을 제시하기는 쉽지 않다.

다행히도 SKC 는 이를 해소하기 위해 사업부의 변화를 꾀했다. 먼저, SK PIC 글로벌 합작사(49:51) 설립 및 지분매각을 통해 해외수출을 확대하고 투자의 재원을 마련한다는 대책을 세웠다. 동시에 합작사를 통해서 글로벌 역량을 강화하고, Value-chain 을 확장하겠다고 발표했다. 현재의 31 만톤에 달하는 PO 생산 능력을 향후 100 만톤까지 확대할 방침이다. 그리고 PO PG 생산능력 확대의 매출 채널이 위에서 언급한 MCNS 의 확장으로 연결될 전망이다.

이는 화학 사업을 확장하면서도 자체적인 부담을 줄이겠다는 것으로 받아들여진다. 또한, 사실상 기존에 갖고 있었던 화학 사업부에 대한 무게를 낮추고 다른 사업부의 비중을 키우겠다는 의미로도 해석 가능하다.

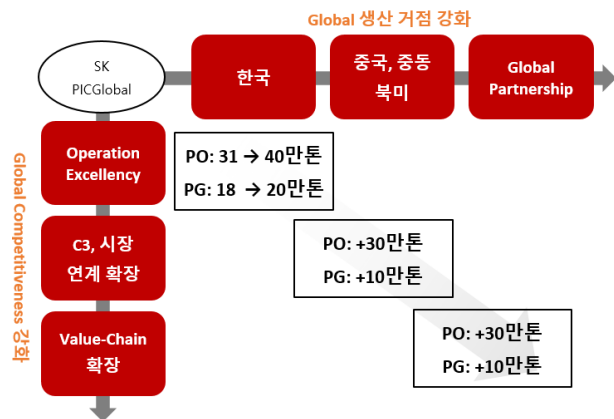
그리고 SKC 는 이에 대한 응답으로 신규 사업부의 진출을 밝히기도 했다. 바로 '동박'에 대한 투자이다.

2019 년 3 분기 공개된 화학 사업 분할 및 JV 설립(현 SK PIC 글로벌)



자료 SKC, SK 증권

화학 사업 Global 확장 계획



자료 SKC, SK 증권

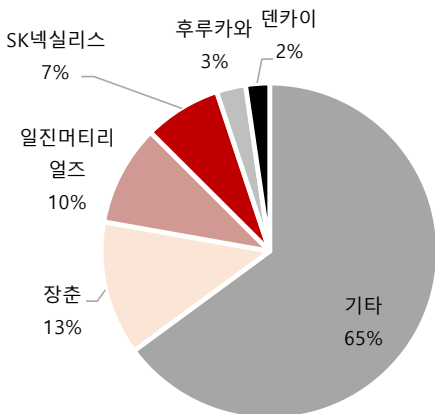


SKC는 KCFT(현 SK 넥실리스)를 인수한 이후 '동박사업'에 뛰어 들었다. 앞으로 시장의 기대에 부합해 큰 성장동력이 될 것으로 기대되는 사업부이다. 동박은 2차전지의 음극 기판으로 쓰이는 재료로, 구리를 얇게 도포해 그 위에 음극재인 흑연을 덮는다. 동박의 역할은 충전 시에 집전체로써 양이온을 가둬두고 방전 시에 양이온(+)을 내놓으면서 전자(-)를 다시 반대 쪽으로 보내는 역할을 한다. 그만큼 집전체로써 전기전도성의 성능이 좋아야 하며 가격, 두께 면에서 우수해야 한다. 두께가 얇아야 추가 공간을 확보해 음극 활물질을 더 채울 수 있기 때문이다. SKC는 도금 방식의 전해동박을 주로 생산하며, 4µm 초극박 두께를 생산할 만큼 기술력이 높다.

현재 글로벌 동박 시장은 중국의 장춘(13%)이 가장 높은 점유율을 확보하고 있고, 다음으로 일진머티리얼즈(10%) 그리고 SKC(7%)가 시장 내 지위를 확보하고 있다. 그리고 동박시장은 앞으로 전기차 시장의 성장에 힘입어 2025년 12.8조원 규모의 시장을 형성할 것으로 전망되고 있다. SKC가 동박에 대한 투자를 서두르는 이유이다.

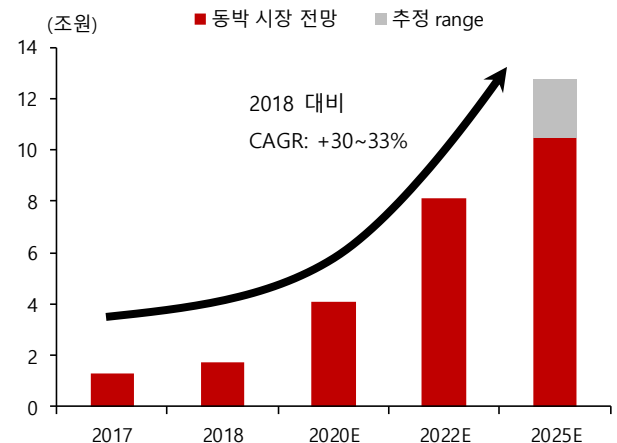
SKC(SK 넥실리스)는 제 4공장을 보유하고 있으며 연간 5.2만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 향후에는 제 5공장, 제 6공장을 증설해 2022년 연간 약 1.8만톤의 추가 생산능력을 확보할 예정이다. 즉 합계 2022년 연간 7만톤에 달하는 생산능력을 확보할 수 있을 것으로 전망된다. 그만큼 이익 기여도는 높아질 것으로 예상되는데 현재 20%를 상회하는 이익 비중에서 2022년 30% 이상까지 상향될 수 있을 것으로 기대된다.

글로벌 동박 점유율



자료: 일진머티리얼즈, SK 증권

글로벌 동박 시장 전망: 2025년 12.8조원 전망



자료: SNE 리서치, SK 증권

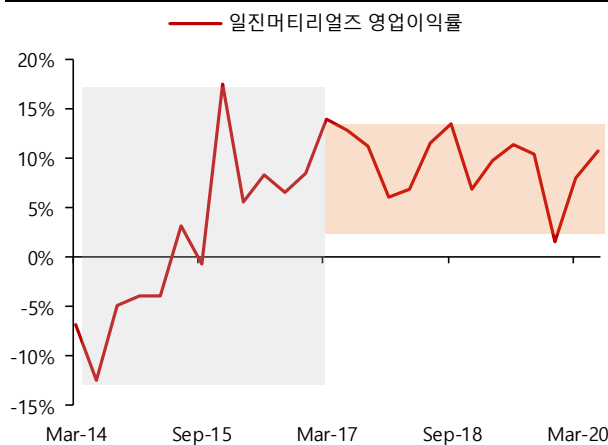
그렇다면 동박 사업부는 이제까지 화학(PO)이 보여줬던 안정적인 실적 기여가 가능한 비즈니스일까? 이를 파악하기 위해 과거부터 동박(copper foil)을 사업을 영위하던 일진머티리얼즈의 실적을 살펴보았다. 일진머티리얼즈는 대부분의 이익이 동박을 통해서 나오는 회사로 그 이외의 사업부문으로 희석될 것이 없는 회사다.

일진머티리얼즈의 영업손익은 적자와 흑자를 오고 가는 모습을 보였다. 그러나 전기차 시장의 호황에 힘입어 2017년 이후 양호한 영업이익 흐름을 나타냈다. 2017년도 이후로 약 9.6%의 영업이익률을 자랑하고 있다. 그리고 2014년도부터 영업이익률의 변동 폭도 크게 줄어서 CV(Coefficient of Variance)도 0.35로 크게 감소했다. 즉, 높은 이익률에 낮은 변동성이라는 특성을 확보하게 된 셈이다.

그렇다면 현재 SKC의 이익률은 어느정도 수준일까? 지난해 1분기부터 9.4%, 2분기 17.2%로 높은 이익률을 기록하고 있다. 변동폭이 큰 것으로 보이나 현재 일진머티리얼즈의 흐름으로 짐작하면 곧 안정화된 흐름을 보일 것으로 예상된다. 게다가 SKC의 동박사업부를 담당하는 SK 넥실리스는 초극박(4 μm) 동박 생산능력을 보유하고 있어 타 기업 대비 기술적 장벽을 형성하고 있다. 또한 SK 이노베이션 향 Captive 물량을 취할 가능성도 높다. 현재는 수출 물량에 많이 치중되어 있지만, 균형을 이룰 수 있을 가능성도 높다.

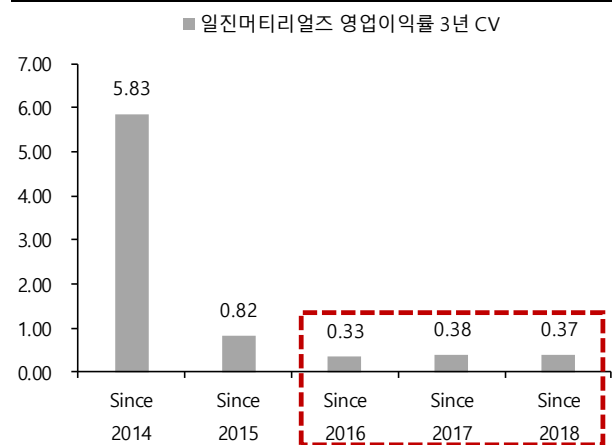
즉, 이전 PO 사업부의 흐름을 동박사업이 바톤터치 할 수 있을 것이라 판단한다. 게다가 PO 사업부의 캐시카우 역할은 당분간 동박 사업을 더욱 키워나갈 수 있는 재원이 된다는 점에서 긍정적이다.

일진머티리얼즈 영업이익률은 2017년 이후 정상화 궤도 진입



자료: Dataguide, SK 증권

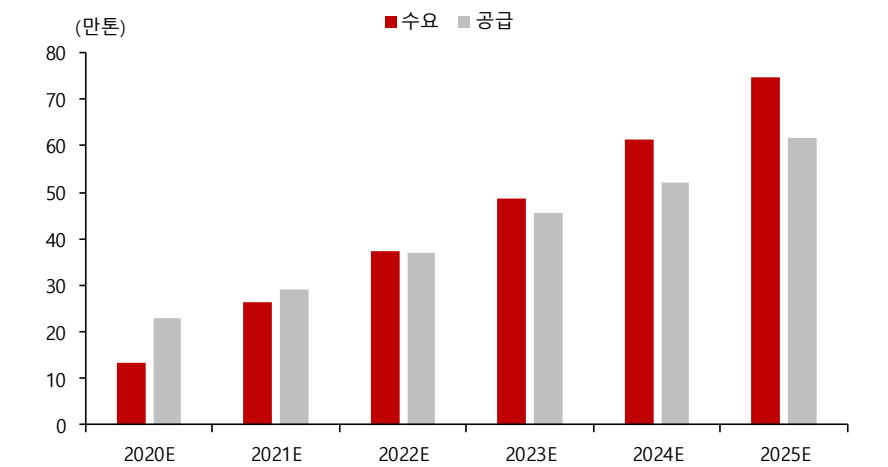
영업이익률의 변동폭도 상당 부분 줄어들었음



자료: Dataguide, SK 증권

그리고 SKC가 보유한 동박에 대한 기술력 측면에서도 경쟁력이 기대된다. 시장 전체 입장에서 동박의 수요가 지속되리라는 의견에는 시장이 대체로 동의하는 바이다. 2022년 이후로는 수급이 타이트해질 것으로 기대가 되고 있다. 그렇다면, SKC의 동박 자회사인 SK 넥실리스가 경쟁력을 계속해서 확보할 수 있을까? SK 넥실리스가 가진 기술력에 대한 평가를 짧게 해보고자 한다.

**동박 수요 꾸준히 증가해 2022년부터 수급이 타이트해질 것으로 기대**



자료: 산업자료, SK증권

먼저, 동박은 앞에서 이야기를 했듯이 음극 집전체 역할을 하는 소재로써, 2차전지에 있어서 필수 소재로 손꼽힌다. 그만큼 전기 전도도가 중요한데 ‘동박’이라는 이름에도 알 수 있듯이 구리의 짙은 가격 덕분에 모두가 같은 소재를 사용하고 있다. 따라서, 음극 기판 소재엔 차이가 없다. 다만, 두께와 폭 그리고 길이 등에서 차이가 발생한다. 앞에서 이야기 하였다시피 동박의 두께가 얇을수록 음극할 물질 등을 많이 채울 수 있고, 경량화가 가능해 긍정적이다. 두께 측면에서 업체 간 차이는 어느정도일까? 현재 판매하는 것으로 알려진 주력 제품들을 중심으로 두께를 조사해본 결과 큰 차이가 보이지는 않는다. 장춘이 상대적으로 덜 얇은 스펙의 동박을 판매중인 것으로 파악된다.

**글로벌 주요 기업들의 판매 제품 두께 범위**

업체명	소재지	Thickness(μm)
SK 넥실리스	한국	6~20
장춘	대만	8~210
일진머티리얼즈	한국	6~20
솔루스 첨단소재	한국	6~18
후루카와	일본	5~20

자료: 각 업체, SK증권  
주: 각 사 홈페이지 참고

또한, 동박 생산에 있어 중요도가 높은 것이 바로 동박의 길이 그리고 너비이다. 먼저 길이와 너비 왜 중요한지에 대한 이해가 필요하다. 길이와 너비는 동박 자체의 물성 혹은 전기전도성과 같은 특성의 문제가 아니다. 길이와 너비는 배터리 제조 업체에게 생산성, 곧 비용과 연결되는 부분이다.

SK 넥실리스는 4.5 마이크로미터 기준 50km 길이의 동박을 생산할 수 있는 것으로 알려져 있다. 동박의 길이가 길수록 배터리를 제조할 시 동박 롤을 교체하기 위해 멈추는 시간 혹은 교체의 주기 자체가 제조과정에서 줄어 들게 된다. 즉, 생산효율이 향상되고 비용 측면에서도 개선되는 효과가 있다. 동박의 너비도 이와 유사하다. 동일 시간 내에 더욱 넓은 너비의 동박을 생산 할 수 있으니 시간당 생산량이 늘어나게 된다. 그리고 이러한 동박의 길이, 너비는 cost down 과 직결되기 때문에 고객사의 요구사항으로 즉각 반영된다. 따라서 SK 넥실리스의 동박 경쟁력을 파악하기 위해 주요 배터리 업체에 공급되는 코팅기(Coater)의 스펙을 조사했다.

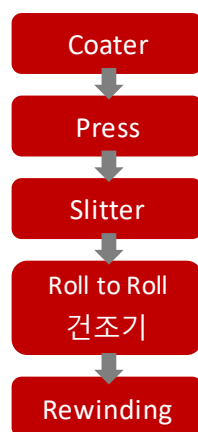
국내외 동박 코팅기를 제조하는 주요 업체 중 두 곳을 선정해 조사했다. 한곳은 국내 기업인 피엔티, 다른 한 곳은 일본의 히라노테크시드이다.

국내/외 주요 동박 코팅기(Coater) 기업

업체명	소재지	회사 개요
㈜피엔티	대한민국	코팅기, 2차전지, 소재산업장비 및 반도체 장비 제작업체
히라노테크시드 (Hirano Tecseed)	일본	코팅기 및 라미네이팅 기계/ 산업용 기계 제작 업체

자료: 각 업체, SK 증권  
주: 각 사 홈페이지 참고

동박 코팅작업 프로세스



자료: 피엔티, SK 증권

피엔티 동박 코팅기계



자료: 피엔티, SK 증권

두 업체의 사이트에서 제공하는 코팅 기계의 스펙 기준, 피엔티의 코팅기는 최대 1,280 mm, 히라노테크시드 코팅기는 최대 1,400 mm 의 동박 width 를 지원함을 확인 가능하다. 그리고 현재 파악되는 SK 넥실리스의 최대 동박 너비는 약 1,452 mm 이다. 즉 대부분의 코팅기에서 최대 너비 SPEC 요구 조건을 충족할 수 있을 것으로 풀이된다.

그렇다면 타 업체들은 어느정도 수준일까? 공개된 자료가 없기에 Furukawa Electric Review 에서 공개한 자료를 통해 예상을 해보자면 약 1,200 mm 보나 소폭 낮거나 높은 수준일 것으로 예측된다. 해당 자료 이후 추가 개선됐을 여지는 충분하나 SK 넥실리스가 경쟁력으로 내세우는 포인트가 얇은 두께, 길이, 너비 라는 점 그리고 글로벌 최고 수준이라는 점을 감안하면 경쟁업체 대비 경쟁력이 확보된 것으로 판단한다. 추후 코팅기 SPEC 개선에도 경쟁력은 유지될 것으로 전망한다.

Lithium Ion Battery 순차 양면 Coater SPEC

Description	General Specification
Web Material	양극: Al Foil 음극: Cu Foil
Web Thickness	양극: 12 ~ 30 $\mu$ m 음극: 8 ~30 $\mu$ m
Web Width	<b>Max. 1,280 mm</b>
Coating system	Slot Die Coating System
Mechanical Speed	Max. 70m/min

자료: 피엔티, SK 증권

Lithium Ion Battery 단면 Coater SPEC

Description	General Specification
Web Material	양극: Al Foil 음극: Cu Foil
Web Thickness	양극: 12 ~ 30 $\mu$ m 음극: 8 ~30 $\mu$ m
Web Width	<b>640mm</b>
Coating system	Slot Die & 정량 Pumping system
Mechanical Speed	Max. 25~30m/min

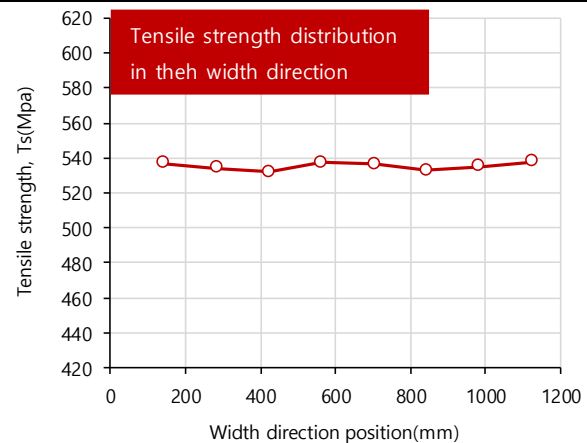
자료: 피엔티, SK 증권

Specifications of Battery Electrode Coating Line

Description	General Specification
Web Material	Copper film, aluminum film
Web Width	<b>Max. 1,400 mm</b>
Coating system	Die Coater
Mechanical Speed	Max. 70m/min

자료: Hiranoseed, SK 증권

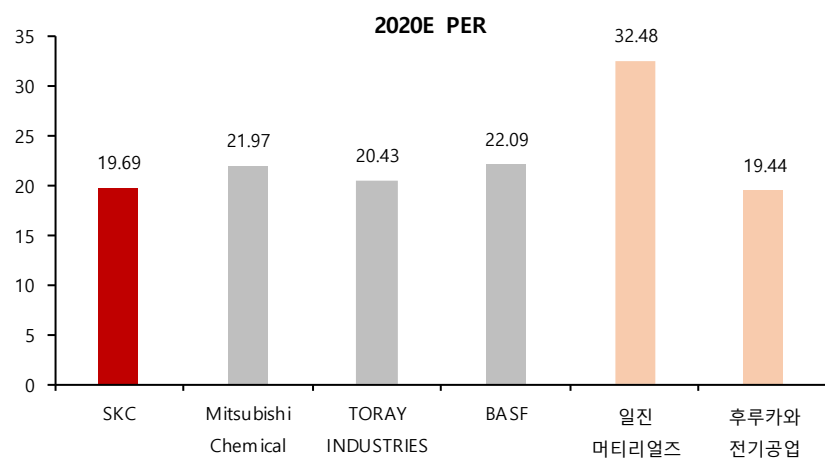
Furukawa, 동박 Width Max 대략 1,000~1,200 mm 수준으로 파악



자료: Furukawa Electric Review(2018), SK 증권

문제는 앞으로 동박의 가치를 추가적으로 부여받을 수 있을지에 대한 부분이다. 이미 시장에서는 동박 그리고 2차전지에 대한 프리미엄이 반영된 부분이 있기 때문이다. 그럼에도 글로벌 스페셜티 기업 기준으로 valuation은 상향될 여지가 충분하다는 판단이다. 주요 스페셜티/하이브리드 기업으로 뽑히는 미쓰비시, 도레이, 바스프의 PER를 보면 평균 21.2을 기록하고 있다. 그리고 국내 동박 회사 중 긴 생산 이력을 보유한 일진머티리얼즈는 32.4를 넘어섰다. 즉, 추가적인 상방은 열려있다는 생각이다.

#### Hybrid 로의 Multiple, 길게는 동박 Multiple의 여지도 존재



자료 Bloomberg, SK 증권 / 주. 2020년 10월말 기준 산정

실적측면에서도 SK 넥실리스의 영업이익은 빠르게 올라갈 것으로 예상된다. 2019년 영업이익이 약 1,550억원인데 2023년 SK 넥실리스에서만 약 1,420억원의 영업이익이 발생할 것으로 기대된다. 이는 Multiple 상향을 바라볼 만한 근거가 되리라 판단한다.

#### SK 넥실리스 이익 추정치

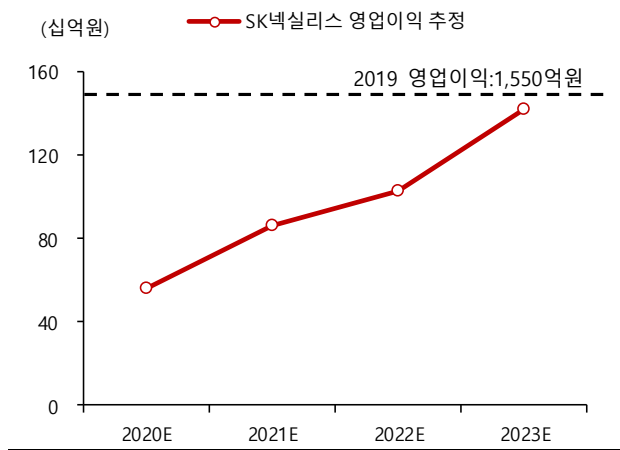
(단위)	2020E	2021E	2022E	2023E
SKC 생산능력	3.4	4.3	5.2	7.7
글로벌 주요 업체 동박 생산능력 추정	22.2	29.1	39.0	50.5
점유율 가정	15.3%	14.8%	13.3%	15.3%
글로벌 시장 크기(조원)	4.1	5.8	8.1	9.5
예상 매출 MAX(조원)	0.63	0.85	1.08	1.45
매출 전망(십억원)	364	496	627	841
이익 전망(십억원)	56	86	103	142
영업이익률	15.4%	17.4%	16.4%	16.9%

주:1 2023년 생산능력은 2025년 현 수준의 3.5배 목표 적용 / 이익률은 18~20E Base 추정

주:2 점유율은 시장 점유율과 상이, 매출 추정 시 19 기준 요율(1.7) 적용

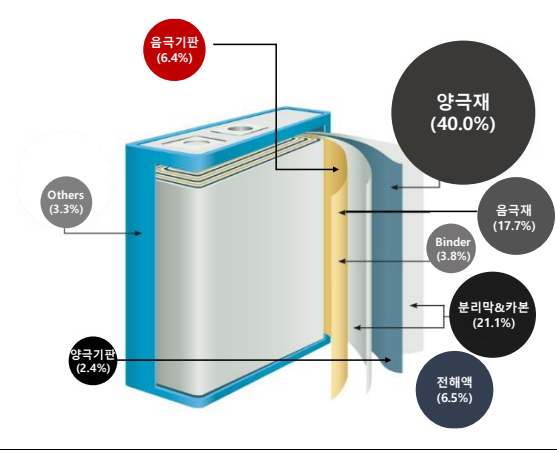
자료 SNE 리서치, SK 증권 추정

SK 넥실리스 영업이익 추정치



자료: SK 증권

음극기판(동박)의 원가비중(=시장비중)은 약 6.4%

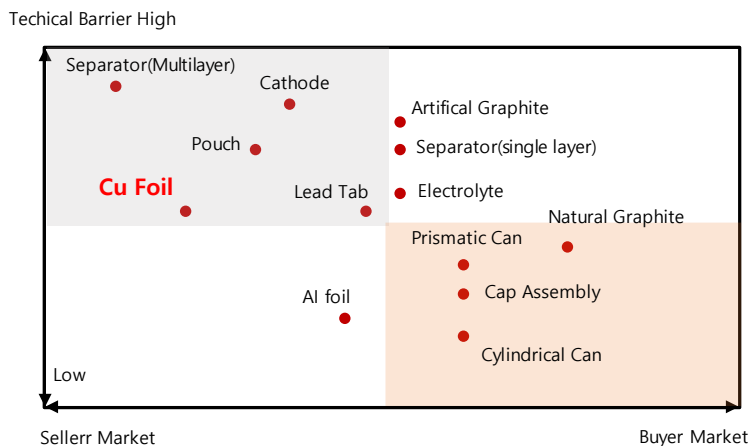


자료: Energies 2019, SK 증권

또 하나 알아야할 포인트가 있다. 바로 ‘동박’이 가진 배터리 소재로서의 매력이다. Energies 에서 공개한 자료를 가공해보면 동박(음극기판)은 배터리 전체에서 원가 비중이 약 6.4% 정도로 계산된다. 즉, 배터리 시장의 성장에 유사한 수준의 성장 비중을 가져갈 것으로 예상된다. 이는 전체 기준에서도 작은 부분이 아니다. 양극재/음극재/분리막 다음으로 전해액(6.5%)과 함께 큰 부분을 차지한다.

또한, 동박은 앞에서 언급되었듯이 2022 년을 기점으로 수요가 공급을 넘어설 것으로 전망되고 있다. 그만큼 Seller Market 에 가까운 소재이다. 기술적 난이도도 타 소재 대비 높은 수준에 해당하는 것으로 파악된다. 그만큼 경쟁업체의 진입의 리스크가 낮다는 점에서 배터리 소재 자체로도 매력이 높다는 판단이다.

배터리 소재들의 Market position 및 기술 난이도 수준 - 동박의 높은 기술 장벽



자료: 산업자료, SK 증권

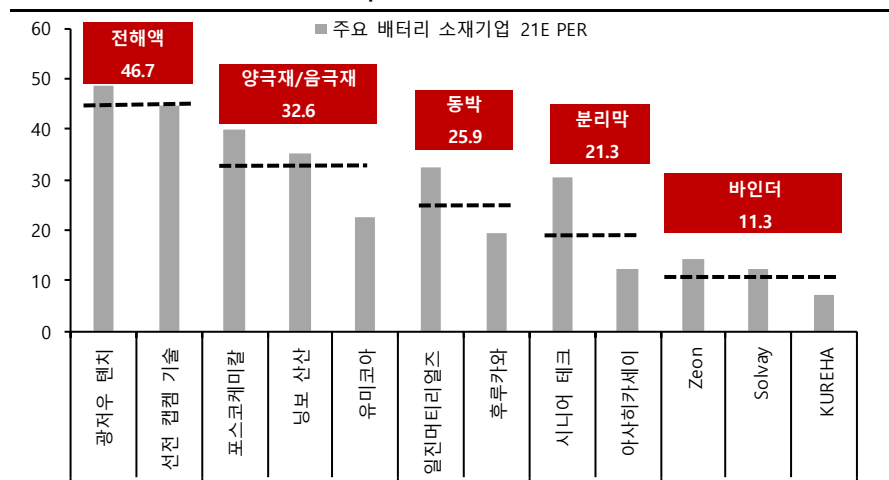
그렇다면 배터리소재 중 동박은 시장에서 어느정도 가치를 인정받고 있을까? 크게 전해액, 양극재/음극재, 동박, 분리막, 바인더 5 가지로 소재를 분류해 주요 기업들의 2021 년 fwd PER 를 기준으로 나열해보았다.

전해액 기업에는 광저우 텐치, 선전 캡켄 기술 / 양극재 및 음극재 생산 기업에는 포스코케미칼, 닝보 산산, 유미코아 / 동박 기업에는 일진머티리얼즈, 후루카와 / 분리막 기업엔 시니어 테크, 아사히카세이 / 바인더 기업에는 Zeon, Solvay, KUREHA 를 포함시켰다.

산출 결과 전해액이 46.7 로 가장 높았고 동박이 25.9 를 기록했다. 이를 이유로 무조건적인 프리미엄 상향을 이야기할 수는 없지만 개선 여지는 이야기할 수 있다. 전해액과 비교해 유사한 시장 사이즈를 가진 동박. 그리고 Seller Market 에 가까운 동박의 특성을 감안하면 배터리 소재로서 Multiple 상향의 여지는 열려있다는 판단이다.

결론적으로 앞에서 언급되었듯이 화학의 공급과잉 국면에 대부분의 화학 업체들은 영향을 받을 확률이 높다. 그럼에도 SKC 는 PO 화학 그리고 동박사업부를 통해 타 화학 기업 대비 안정적인 실적기여가 가능할 것이란 점에서 매력에 제고된다. 동시에 높은 프리미엄에도 동박 실적 증가에 따른 Multiple 상향 기회, 배터리 소재 측면에서의 Multiple 제고가 가능한 기업이라는 점에서 2021 년 눈길이 가는 기업이다.

주요 배터리 소재별 Valuation 평가 - Multiple 상향 여지 존재



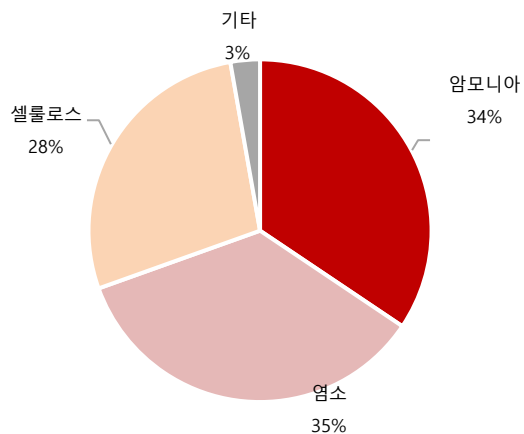
자료 Bloomberg, SK 증권  
 주. 2020 년 10 월말 기준 산정



### (5) 주목 받아야 할 우등생: 롯데정밀화학

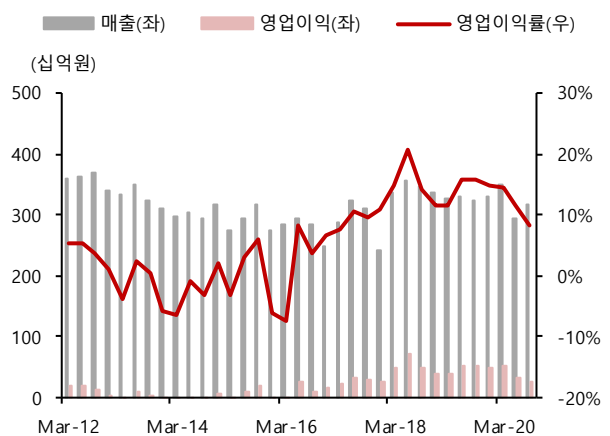
다음으로 눈길이 가는 회사는 롯데정밀화학이다. 롯데정밀화학은 사명에서 알 수 있듯이 대부분의 제품이 정밀화학 제품이다. 주된 사업분야로는 암모니아와 염소, 그리고 셀룰로스/메셀로스 마지막으로 전자소재 부문이 있다. 일반적으로 염소계통의 ECH는 에폭시 수지의 원재료로 사용이 되고, 가성소다는 AN 등 타 화학제품의 기초원료 및 산업용 세척제로 활용된다. 반면 암모니아는 현재 트레이딩에 의존적으로 사업을 영위 중이다. 셀룰로스 사업부의 주된 제품군에는 메셀로스와 헤셀로스가 있다. 페인트/시멘트 등에 산업용 보습 첨가제로 쓰이며, 식품의 첨가제 혹은 의약품의 코팅제로도 사용된다. 전자소재는 반도체 현상액 원료인 TMAC와 토너제품이 메인이다.

롯데정밀화학 매출구성



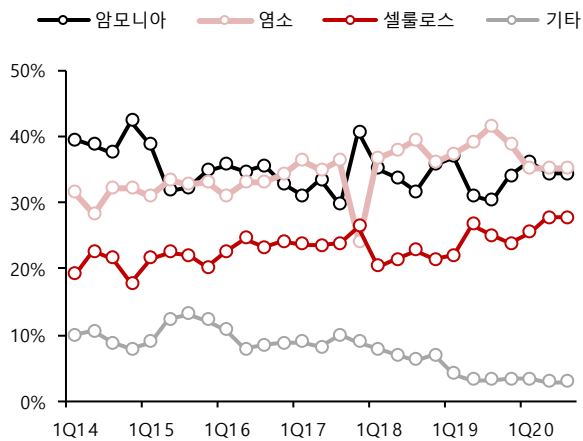
자료: 롯데정밀화학, SK 증권  
 주: 3Q20 기준. TMAC는 염소 계통에 포함

롯데정밀화학 실적 추이



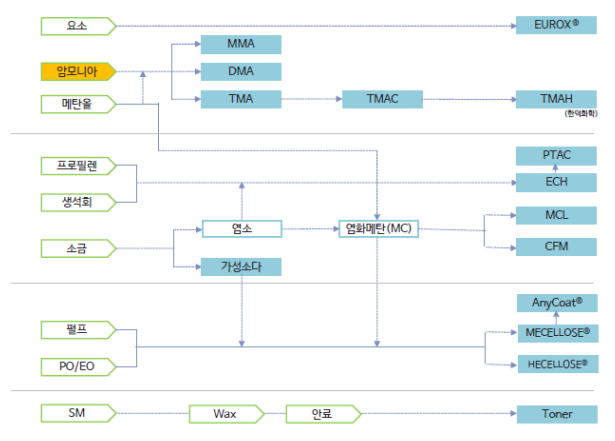
자료: Dataguide, SK 증권

롯데정밀화학 매출 구성 트렌드



자료: 롯데정밀화학, SK 증권  
 주: 2019년 이후 TMAC 기타 → 염소 계열로 편입

롯데정밀화학 계통도

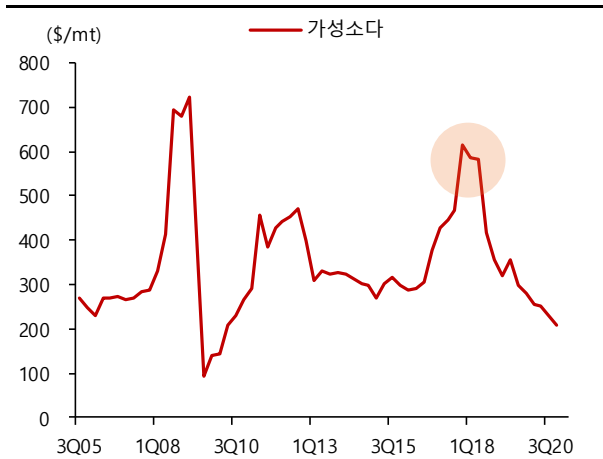


자료: 롯데정밀화학, SK 증권

그렇다면 각각의 제품군 들의 현황은 어떨까. 일단 가성소다는 지난 2017 년말 그리고 2018 년 초 Peak 를 찍은 이후 하향세이다. 지난 공급과잉의 여파로 가격 개선의 행방 은 묘연한 상태이다. 같은 염소 계통의 ECH 은 spread 가 2017 년 하반기 상승하면서 실적에 기여한 이후 재차 이전 수준으로 복귀 중이다. 한편 암모니아 가격은 2016 년도 초 이후로 횡보세로 별다른 변동성을 보여주고 있지 못하다.

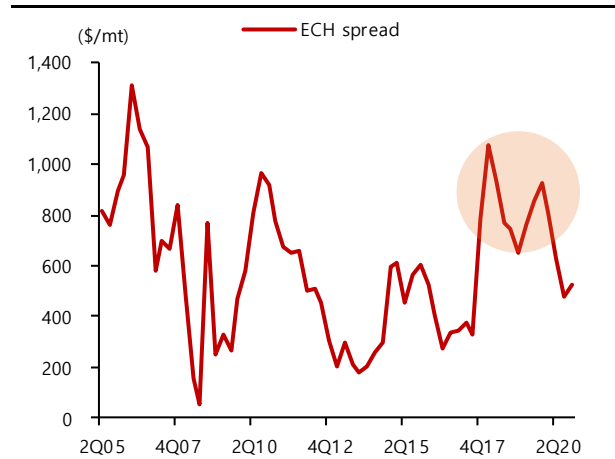
마지막으로 메셀로스(셀룰로스 대표제품)의 가격은 공시를 통해 제공하던 정보가 끊겼 기에, 정밀화학 제품가격을 기준으로 추정치를 사용했다. 둘 간의 비율을 적용해 산정 한 것인데 2018 년 이후 꾸준한 상승세를 보여줄을 확인 가능하다. 타 제품의 부진속에 서도 가격 면에서 우수한 성과를 보여주고 있다. 그리고 이 셀룰로스 부문이 롯데정밀 화학의 스페셜티 전향에 있어 불씨가 될 전망이다.

가성소다 가격



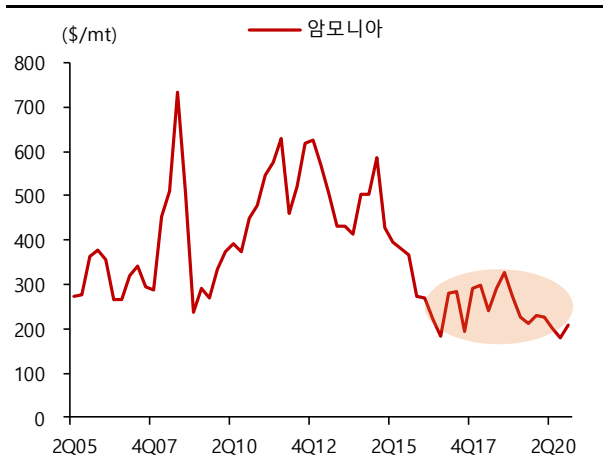
자료: Cischem, SK 증권

단순 ECH-프로필렌 Spread 추이



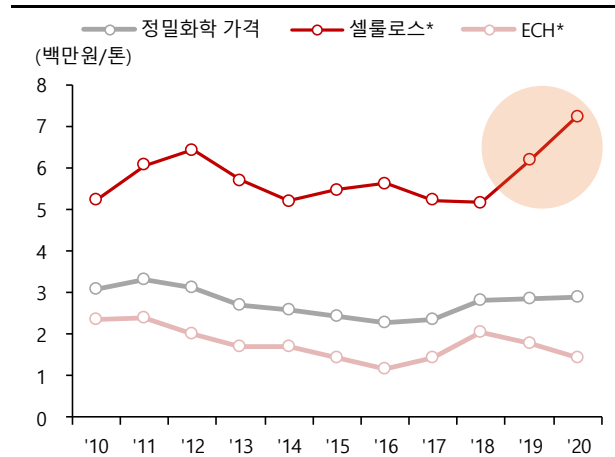
자료: Cischem, SK 증권

암모니아 가격



자료: Cischem, SK 증권

셀룰로스 제품 가격 추정

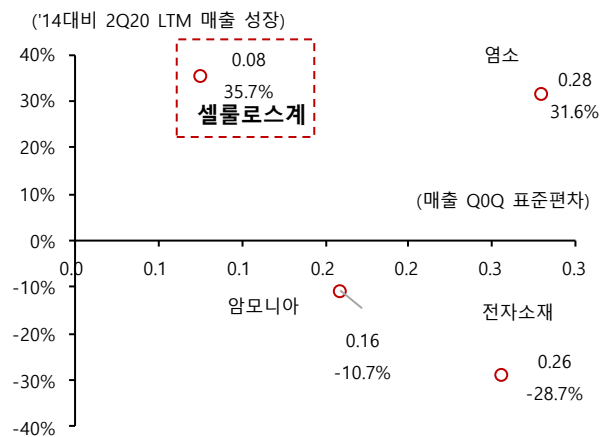


자료: Dart, Cischem, SK 증권

각 사업부 별 영업이익을 제공치 않고 있기에 매출의 신장 여부와 매출의 변동폭을 살펴 보았다. 전자소재(-28.7%)와 암모니아(-10.7%)는 매출이 2014 년도 대비 하락해 성장성이 부재했다. 반면, 염소부문(31.6%)은 ECH, 가성소다를 중심으로 매출 신장을 이뤄냈으나 매출 성장의 변동폭(CV, 0.28)이 컸다.

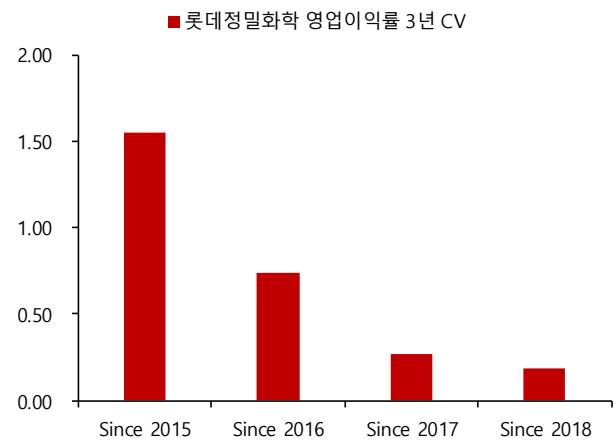
전체 사업부 중에서도 셀룰로스 제품군은 가장 양호한 수치를 보였는데 2014 년 대비 35.7%의 매출 성장을 보여주면서도 매출의 변동성은 0.08 을 기록했다. 그리고 이는 전자 영업이익에도 영향을 미쳤다. 3 년기준 영업이익률의 분기별 CV(변동치)를 살펴 본 결과 2015 년이후 꾸준히 줄어들어 2018 년부터 2020 년까지 CV 는 0.19 를 기록했다. 즉, 실제 사업부를 기준으로도 셀룰로스 사업부는 스페셜티 제품군의 특징을 잘 반영하고 있다.

매출기준 성장성 대비 낮은 변동성을 보여준 셀룰로스/메셀로스



자료: Dart, SK 증권

영업이익률 변동성(CV) 개선세



자료: Dataguide, SK 증권

이는 글로벌 Peer 를 통해서도 입증할 수 있다. 셀룰로스 제품들을 생산하는 Dupont, Shin-etsu, Eastman 의 지난 실적과 비교해 현재 롯데정밀화학의 위치와 방향성을 파악 하고자 했다. 글로벌 Peer 와 비교 시 롯데정밀화학의 현 위치는 납득이 가는 수준 이다.

글로벌 주요 셀룰로스계 제품 생산 스페셜티 기업

글로벌 Peer	셀룰로스계 주요 제품/사업부
Dupont	Nutrition & Biosciences (METHOCEL™ cellulose ethers)
Shin-Etsu	Personal care & METOLOSE® for Pharmaceutical METOLOSE® Food Grade
Eastman	cellulose esters for bio /cellulose esters for coatings and inks

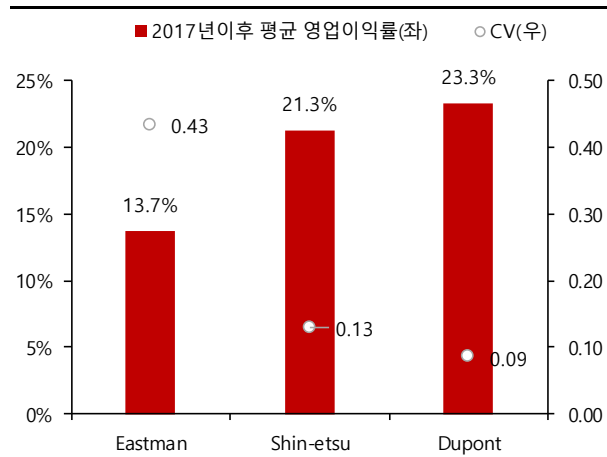
자료: 각 업체, SK 증권

검증을 위해 각 기업들 중에서 셀룰로스과 연관된 사업부를 분리해 영업이익률과 변동성을 확인했다. 신에츠의 경우 Specialty Chemicals 사업부를 Dupont 은 Nutrition & Biosciences 를, Eastman 은 전사 제품에 전향적으로 쓰여 전사를 기준으로 확인했다.

2017 년 이후 실적을 확인한 결과 세 기업의 평균 영업이익률은 19.4% 로 매우 높은 수준을 기록했다. 또한, 영업이익률의 변동성 자체도 평균 0.22 을 기록해 매우 낮은 수치를 보였다. 즉, 글로벌 기업들을 살펴보아도 셀룰로스 제품의 스페셜티로서 가치는 충분하다는 판단이다. 또한, 현재 롯데정밀의 위치(0.25, 13%)도 Peer 기준으로 설명 가능한 수준이다. 동시에 앞으로 셀룰로스계 제품을 확대 시 Peer 수준에 가까운 이익률 향상 및 변동성 축소까지 가능하다는 판단이다.

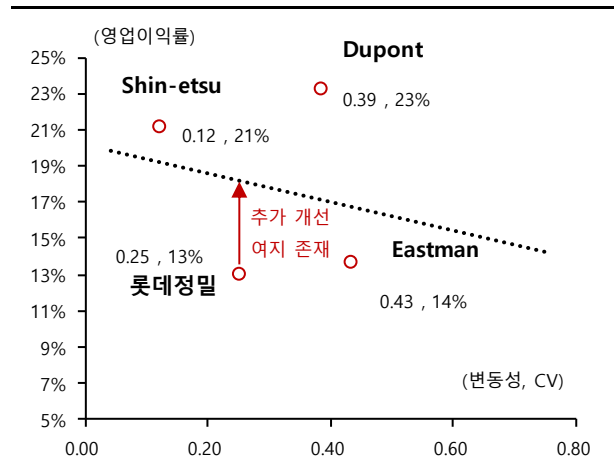
즉, ECH spread 의 하락을 시장에서 우려 중인데 롯데정밀은 셀룰로스 제품의 확대로 스페셜티 기업으로 체질개선이 가능하다. 또한, 향후 글로벌 Peer 반열에까지 오를 수 있다는 판단이다.

주요 글로벌 Peer의 영업이익률 및 변동성



자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 Peer와 롯데정밀화학의 위치

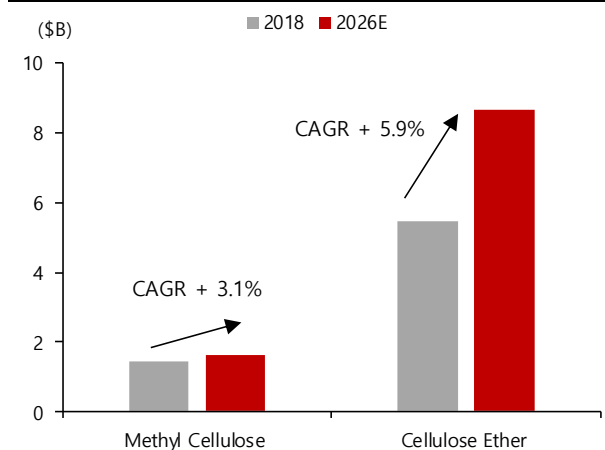


자료: Bloomberg, SK 증권

실제로 셀룰로스 사업부에는 대외적으로 그리고 내부적으로도 긍정적 변화가 발생하고 있다. 일단 글로벌 시장에서 셀룰로스 에테르 전체 시장은 2018년부터 2026년까지 CAGR +5.9% 수준으로 성장할 것으로 예상된다. 또한, 산업용인 메셀로스(Anycoat), 애니애디(Anyaddy)를 만들 때 쓰이는 메틸 셀룰로스(MC)는 동기간 CAGR +3.1% 성장이 전망된다. 주된 시장은 미국과 유럽과 같은 선진국 그리고 중국에서도 일부 시장이 형성될 것으로 기대된다. 아직 국내에서는 셀룰로스계 제품에 대한 수요가 높은 편은 아니다.

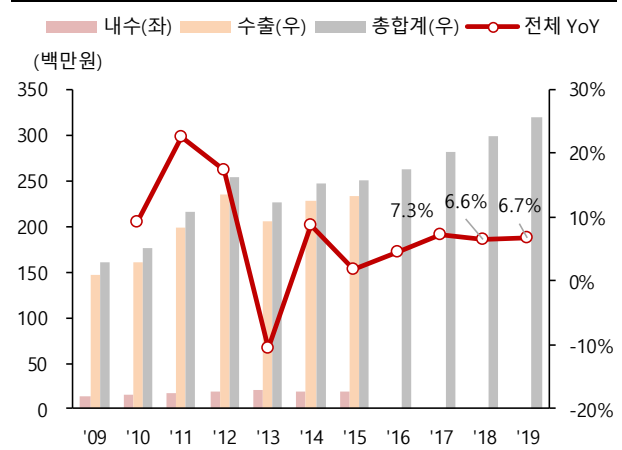
국내보다는 글로벌에 많은 기회가 있는데 현재 롯데정밀화학은 글로벌 판로 개척에 힘쓰고 있다. 상세 제품별로는 2015 년까지만 제공되는데 메셀로스, 애니코트 합산 수출 비중은 90% 이상을 기록했다. 그리고 현재도 연 7%에 가까운 매출 성장률을 기록하며 미국, 유럽에 이어 남미, 중동 등에도 판로를 개척 중인 것으로 파악된다.

글로벌 셀룰로스 수요 전망



자료: Marketwatch, SK 증권  
 주: 셀룰로스에테르가 MC 보다 큰 개념

높은 수출 비중과 신규 판로개척에 매출 7% 성장



자료: Dart, SK 증권  
 주: 매출은 메셀로스/애니코트

동시에 롯데정밀화학은 2021 년까지 각각 13.8 천톤, 1.9 천톤으로 총합 15.7 천톤에 가까운 메셀로스/애니코트 증설을 앞두고 있다. 3분기에는 식의약 생산라인의 증설을 추가적으로 발표했다. 사실상 3 개의 라인을 신규로 증설하는 만큼 셀룰로스의 투자매력을 높게 평가한 것으로 판단된다. 실제로 식의약용 제품인 애니코트 그리고 애니애디의 경우엔 수익성이 타 제품에 비해 매우 높은 것으로 알려져 있다. 그 이유는 시장의 Peer 들 중 Dupont 이 50% 를 차지할 정도로 소수만의 시장이기 때문이다. 그만큼 기술력을 필요로 하며 오랜기간 준비가 필요한 라이선스 비즈니스이기도 하다. 향후 셀룰로스를 중심으로 한 이익기여도는 점차 높아질 것으로 예상된다.

롯데정밀화학 증설 계획

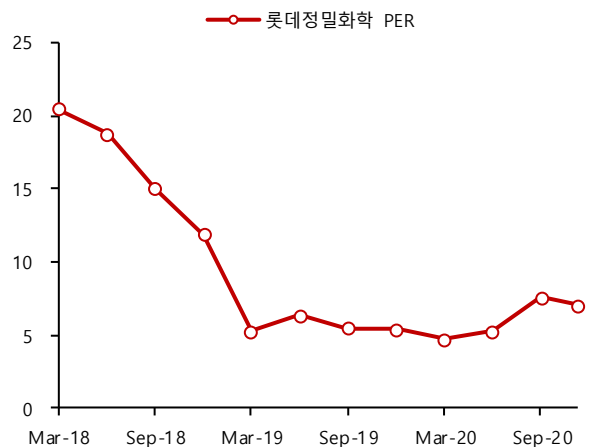
프로젝트	투자비용(억원)	설비생산능력(KT)	기계적 준공 일정(예정)
헤셀로스	473	9	2018.2H(완료)
메셀로스	336	7	2019.1H(완료)
메셀로스	1,150	13.8	2021.1H
애니코트	239	1.9	2021.1H
식의약 생산라인 증설	370	2	2022.1H

자료: 롯데정밀화학, SK 증권

따라서, 롯데정밀화학은 현재의 수준에서 더 높은 그린소재(셀룰로스) 비중 확대로 스페셜티의 프리미엄을 부여받을 수 있다는 판단이다. 또한 이제까지 낮았던 valuation 평가를 감안하면 Re-rating 을 받을 여지도 충분하다는 생각이다.

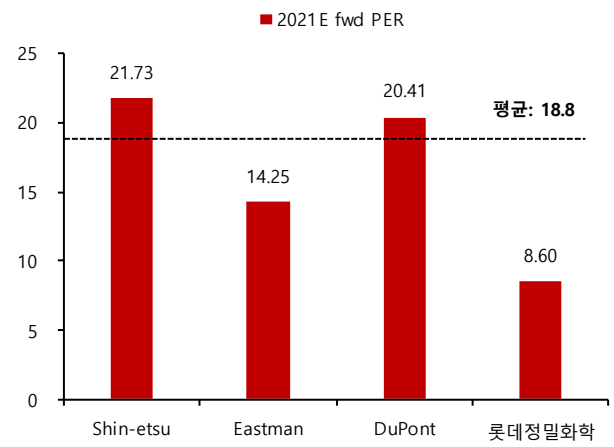
그리고 롯데정밀화학에 추가적인 매력을 덧붙일 이벤트가 작년에 하나 있었다. 바로 솔루션첨단소재(구 두산솔루스)에 대한 간접 투자이다. 투자 방식은 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모펀드에 대한 투자였다. 그리고 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모펀드가 솔루션첨단소재를 인수하는 방식이다. 총 취득 금액은 약 2,900 억원이었다. 사실 LP 로 투자했기에 경영권에 대한 취득 가능성은 제한적이다. 또한 옵션과 같은 기타 여지도 기록해두지는 않았다.

Valuation 하향된 롯데정밀화학



자료: Dataguide, SK 증권

경쟁업체 밸류에이션 평균



자료: Dataguide, Bloomberg(20,12,24), SK 증권

롯데정밀화학, 스카이레이크(PEF)를 통한 두산솔루스 투자 결정

롯데정밀화학, 두산솔루스 인수 참여...2 천 900 억원 투자

(전략) 롯데정밀화학은 스카이레이크 사모투자펀드(PEF)기 설립한 경영참여형 사모집합투자사 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합작회사에 2천900 억원을 출자한다고 23 일 공시했다. 이 펀드는 사모펀드인 스카이레이크 인베스트먼트가 두산솔루스 인수를 위해 설립하는 펀드다. 펀드금액 약 7 천억원 중 2 천 900 억원을 롯데정밀화학이 투자함으로써 두산솔루스 지분 약 20%를 인수하게 되는 방식이다. (후략)

자료: 매일경제(2020.09.23), SK 증권

주요 공시 내용

분류	내용
회사명	스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합작회사
주요사업	경영참여형 사모집합투자
취득금액(원)	290,000,000,000
자기자본(원)	1,493,112,848,324
자기자본대비(%)	19.42
취득방법	현금출자
취득목적	투자수의 창출을 위하여 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합작회사에 유한책임사원으로 참여

자료: Dart, SK 증권

다만, 그 금액의 수준에서 롯데정밀화학이 앞으로 계획하는 투자의 방향성 정도는 파악할 수 있으리라 판단한다. 2,900 억원은 전체 자기자본대비 19.42%에 달할 만큼 매우 높은 수준이다. 또한, 총 자산 대비해서도 16%에 달할 만큼 매우 큰 금액이다. 앞으로의 방향성을 보여주는 투자였다는 평가다.

최근 (주)롯데는 앞서도 언급했듯이 스페셜티 및 하이브리드로의 변화를 시도하고 있다. 따라서 이번 롯데정밀화학의 솔루션첨단소재 간접투자도 이와 맥락을 같이하는 것으로 파악된다.

그렇다면, 이번 솔루션첨단소재의 투자가 롯데정밀화학에 어떻게 기여가 가능할까? 적지 않은 금액인 만큼 재무적 투자로도 그 효과가 클 것으로 판단한다. 왜냐하면 앞서도 이야기했듯이 동박은 여러 소재 중에서도 타이탄한 수급과 높은 기술력으로 시장의 주목을 받고 있는 분야이기 때문이다.

끝으로, 이를 수치로 확인해보기 위해 PEF 투자로 얻게 될 수 있는 수익성에 대해 대략적으로나마 평가해보았다. 투자의 성과는 선불리 짐작하기는 어렵지만 그 투자의 방향성이 동사에게 긍정적으로 작용하리라는 점에는 근거가 될 수 있다고 판단한다.

스카이레이크 PEF(솔루션 첨단소재) 투자 성과 전망

(십억원)	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
EV/EBITDA	25	25	25	25	25	25
EBITDA(연간)	67	95	133	178	229	276
D&A(연간)	15	15	15	15	15	15
Forecasted EV(Annual)	1,446	2,060	2,874	3,856	4,954	5,967
EV change	(1,446)	614	814	983	1,098	1,013
IRR		42.5%	41.0%	38.7%	36.0%	32.8%
Discount rate (WACC)	* EV/EBITDA 는 2Q20 으로 산정					
8.5%	* WACC: 8.5% (=COE(9.5%)*(0.86)+COD(2.16%)*(0.14))					
Multiple momentum		1.12	1.44	1.78	2.10	2.34
Valuation(선정 Multiple Max)		2.34				
	GP 운용수수료율		관리	2%	(성과)	20%
예상 Book value gain	304	자기자본	1,582	Price Premium		
현재가치화	2020 평균 PBR		0.75	= PBR* (book value gain / 자기자본) *100 (%)		
	Book value 반영		1,886			
	Price premium		16.2%			

자료 SK 증권 추정

# Company Analysis



# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**박한샘**

sam4.park@sks.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(외3)	33.37%
국민연금공단	9.98%
외국인지분률	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 차전자지 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

4분기 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 3분기 대비 4분기 각각 +32.5%, +26.4% 상승에 긍정적 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(지배주주)	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 시장 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.

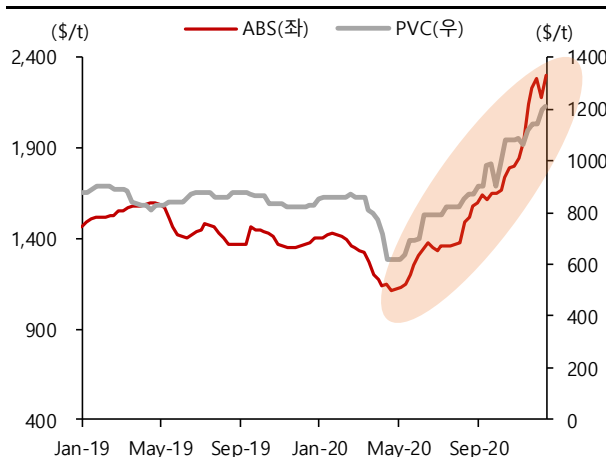
### (2) 2차 전지, 눈 앞에 보이는 성장

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 3만큼의 초기 신차 판매 효과는 확인되지 않으나 절대적인 수치에서 꾸준히 판매량(작년 6월 7,500대 → 10월 10,602대)이 늘고 있어 수혜가 기대된다.

### (3) 여수 크래커 증설에 커지는 화학, 더 커지는 전지

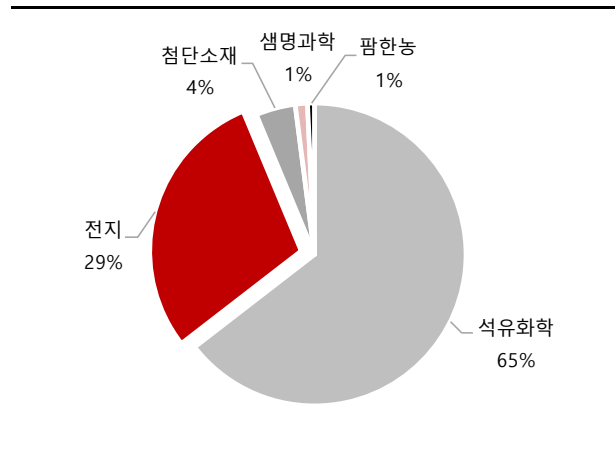
세번째로 양적 성장과 함께 이루어지는 전사 이익 구조의 변화에 주목이 필요하다. 여수 크래커 증설 완료 시 에틸렌 생산능력은 약 340만톤으로 화학 사업부의 몸집은 커질 것이다. 그럼에도 전지 부분 이익이 더욱 가파르게 상승, 두각을 보일 전망이다. 올해 이익의 28%를 상회할 것으로 예상, 하이브리드 형태의 이익 구성이 기대된다.

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%
지배주주순이익	-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%
<b>사업부별 매출액</b>										
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
<b>사업부별 영업이익</b>										
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,금석,대한 시장 컨센)
전지	2,364	21.7	51,230	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, 파나소닉 컨센) * 국내기업에 가중치 2 배
첨단소재	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	* 3 년추정 / 27 년(+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]			<b>1,100,244</b>	
<b>Target price(원)</b>			<b>1,100,000</b>	
현 주가(원)			889,000	2021-01-04 기준
Upside(%)			24%	

자료: SK 증권 추정

## DCF Valuation

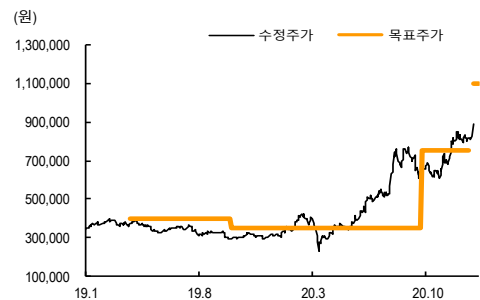
(단위: 십억원)

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			
<b>Target EV/EBITDA(=A/B)</b>	<b>14</b>			
12M fwd EBITDA	7,023			
<b>Enterprise Value (DCF*)</b>	<b>99,449</b>			
g* Average Growth rate	3.5%	* '24~'50		
g (Implied growth rate)	1.0%			
<b>WACC</b>	<b>5.0%</b>			
<b>Cost of equity</b>	8.0%	* 5년 평균		
Risk Free rate	2.1%			
Market Risk Premium	5.0%			
Beta	1.18			
<b>Cost of Debt</b>	3%	* 3Q20 기준		
Target Debt/Equity	112%			
Weight of Equity	0.5			
Weight of Debt	0.5			

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
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)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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 5 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	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
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	28,944	34,024	39,327	46,492	51,148
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	11,622	16,641	19,794	24,766	27,308
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	17,322	17,384	19,533	21,727	23,840
<b>부채외자본총계</b>	28,944	34,024	39,327	46,492	51,148

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	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 감소(증가)	52	595	-501	-2,135	-1,021
재고자산감소(증가)	-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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	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
자본의증가(감소)	-1	0	0	0	0
배당금의 지급	-494	-484	-178	-767	-767
기타	-85	-111	-81	-302	-381
<b>현금의 증가(감소)</b>	264	-625	772	-594	918
기초현금	2,249	2,514	1,889	2,661	2,068
기말현금	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
<b>매출액</b>	28,183	28,625	29,835	37,967	43,696
<b>매출원가</b>	22,837	23,779	23,453	29,327	34,374
<b>매출총이익</b>	5,346	4,846	6,382	8,640	9,323
매출총이익률 (%)	19.0	16.9	21.4	22.8	21.3
<b>판매비와관리비</b>	3,100	3,950	3,795	4,720	5,421
<b>영업이익</b>	2,246	896	2,587	3,920	3,902
영업이익률 (%)	8.0	3.1	8.7	10.3	8.9
<b>비영업손익</b>	-306	-335	-150	-129	-217
순금융비용	88	164	210	257	345
외환관련손익	-70	-4	9	9	9
관계기업투자등 관련손익	5	22	-4	12	12
<b>세전계속사업이익</b>	1,940	561	2,437	3,791	3,685
세전계속사업이익률 (%)	6.9	2.0	8.2	10.0	8.4
<b>계속사업법인세</b>	421	184	643	917	892
<b>계속사업이익</b>	1,519	376	1,794	2,874	2,793
<b>중단사업이익</b>	0	0	44	44	44
*법인세효과	0	0	-3	0	0
<b>당기순이익</b>	1,519	376	1,838	2,917	2,837
순이익률 (%)	5.4	1.3	6.2	7.7	6.5
<b>지배주주</b>	1,473	313	1,707	2,786	2,706
지배주주귀속 순이익률(%)	5.23	1.09	5.72	7.34	6.19
<b>비지배주주</b>	47	63	131	131	131
<b>총포괄이익</b>	1,433	449	1,881	2,960	2,880
<b>지배주주</b>	1,388	383	1,742	2,822	2,742
<b>비지배주주</b>	45	65	139	139	139
<b>EBITDA</b>	3,733	2,752	4,945	6,937	8,687

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.9	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
<b>안정성 (%)</b>					
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
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**박한샘**

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

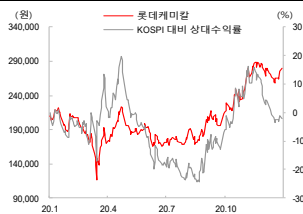
### Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,580 십억원
주요주주	
롯데지주(와13)	54.92%
국민연금공단	9.92%
외국인지분률	26.30%
배당수익률	2.40%

### Stock Data

주가(21/01/04)	279,500 원
KOSPI	2944.45 pt
52주 Beta	1.43
52주 최고가	289,000 원
52주 최저가	117,000 원
60일 평균 거래대금	78 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.5%	-7.7%
6개월	62.5%	18.8%
12개월	29.4%	-4.4%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(신규편입) | T.P 330,000 원(신규편입))

## 시작된 비용 효율화와 체질개선

4Q 영업이익은 2,387 억원이 예상돼 컨센서스와 유사한 실적 기대. 2020 년도 하반기 화학 시황 호조 올해 상반기까지 이어질 것으로 기대. 다만, 그 이후의 '21~'22 화학 공급과잉 리스크가 우려됨. 그럼에도 동사가 보유한 원재료 납사 → LPG 전환 능력 및 스페셜티 제품의 비중 확대로 이익 방어 일부 가능할 것으로 판단. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.83 부여, 목표주가 330,000 원 투자 의견 매수를 제시함

## 3분기 화학 호조 이어지는 4분기

4분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 3조 5,108 억원, 2,387 억원이 예상돼 12/24 일 기준 컨센서스(3.2 조원 / 2,263 억원)와 유사한 수준을 예상한다. 올레핀과 첨단소재 중심의 실적 강세가 기대된다. 대표 제품인 HDPE 는 3Q 기준 평균 \$857/t 에서 4Q \$920/t 으로 +7.4% 상승했다. 또한 PP 가격도 \$921/t 에서 \$1,041/t 까지 상승했다. 납사 가격 소폭 상승했음에도, ABS/PC 는 가전 향 수요를 중심으로 한 강세 유지돼 호 실적 견인할 것으로 기대된다.

## 시작된 비용 효율화와 체질개선

화학 시황의 2021~2022 년 공급과잉으로 추가 상승 랠리는 부담인 상황이다. 그럼에도 동사는 기존 납사 중심의 크래커에서 LPG 전환 능력을 함께 보유해 비용 측면에서 개선 가능성이 있다. 현재는 낮아진 납사 가격에 프리미엄 다소 소멸되었으나 반등 시 재차 메리트 부각 가능하다. 또한, PE 를 활용한 분리막 진출도 긍정적이다. 스페셜티 제품 비중 확대로 다가올 공급과잉에 이익 방어 가능하다는 판단이다. 다만, 현재 연 매출 100 억원으로 전체 매출에서 기여도는 미미한 수준이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 330,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 2020 년도 하반기 강세의 영향을 상반기까지 끌고 나갈 것으로 전망한다. 하지만 아직 해소되지 않은 공급과잉 이슈가 장기적 부담이다. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.83 부여. 이에 목표주가 330,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	15,875	16,073	15,123	12,514	15,216	15,929
yoy	%	20.1	1.3	-5.9	-17.3	21.6	4.7
영업이익	십억원	2,930	1,946	1,107	379	1,270	1,207
yoy	%	15.2	-33.6	-43.1	-65.7	234.7	-4.9
EBITDA	십억원	3,621	2,631	1,839	1,198	2,206	2,469
세전이익	십억원	3,085	2,209	1,249	328	1,185	1,111
순이익(지배주주)	십억원	2,244	1,579	715	218	856	800
영업이익률%	%	18.5	12.1	7.3	3.0	8.3	7.6
EBITDA%	%	22.8	16.4	12.2	9.6	14.5	15.5
순이익률	%	14.4	10.2	5.0	1.9	5.8	5.2
EPS(계속사업)	원	65,466	44,845	23,833	6,990	25,620	23,979
PER	배	5.6	6.2	9.4	39.5	10.9	11.7
PBR	배	1.1	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	3.6	4.0	4.7	9.1	5.1	4.6
ROE	%	21.5	13.0	5.5	1.7	6.5	5.8
순차입금	십억원	-609	143	-152	372	664	669
부채비율	%	59.5	53.6	42.6	41.4	44.4	46.5



## 1. Highlight View 3

### (1) 살아난 대표 제품 PE/PP

크게 밀렸던 대표 범용 제품인 PE와 PP의 가격이 4분기에 들어 회복 중이다. HDPE는 3Q 기준 평균 \$857/t에서 4Q \$920/t으로 +7.4% 상승했다. 또한 PP 가격도 \$921/t에서 \$1,041/t까지 상승했다. 플라스틱 수요가 올라온 점도 있지만 그보다는 최근 코로나 19 및 크래커 가동률 하락의 여파가 큰 것으로 해석된다. 게다가 작년 연말 재가동을 시작한 대산 크래커로 2021년 올레핀 사업부의 실적 회복이 예상된다.

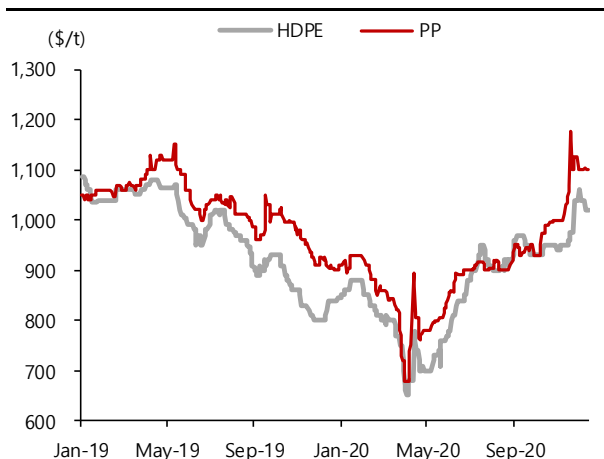
### (2) LPG 비용 효율화 / 분리막 투자

현재 비용 개선은 기존 납사에서 LPG로 원료를 전환함에 따라 일부 반영됐다. 다만, 추가투자 없이 현 설비 기준으로는 30%까지만 전환이 가능한 점은 제약요인이다. 또한 낮아진 납사 가격에 원가 메리트가 다소 소멸된 상황이다. 후자의 경우엔 PE를 활용한 분리막 기술개발을 진행 중이다. 현재 매출 연간 100억 원 수준으로 아직 실적 기여 측면에서 두각을 들어내기 까진 시간이 필요해 보인다.

### (3) 다만 주의해야할 중국 발 공급과잉

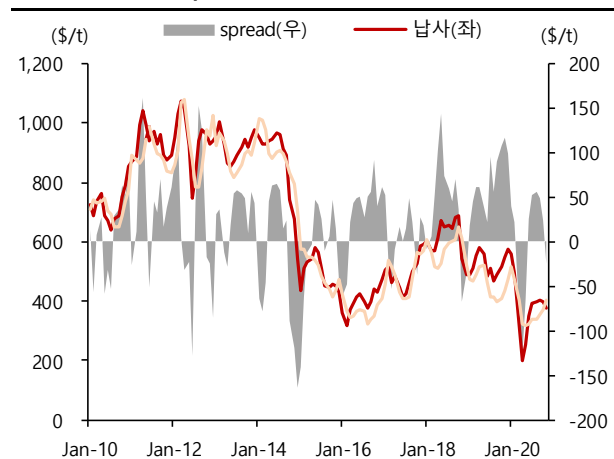
2020년 하반기를 시작으로 대부분의 화학제품들이 강세를 보였다. 다만, 중국의 경제 활동에 재개에 따른 투자/증설 물량에 대한 우려가 존재한다. 2021~2022년 밀렸던 증설 물량이 나올 전망이다. 다행히 큰 공급과잉이 예상되는 MEG의 경우, 동사가 구축한 EG → EOA 전환으로 그 여파를 상쇄시킬 수 있다는 판단이다.

PE(HDPE)/PP 가격 상승세



자료: Cischem, SK 증권

LPG 가격 프리미엄 [Spread = 납사-LPG(프로판+부탄 수입 평균가)]



자료: KITA, Bloomberg, SK 증권

## 2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	QoQ	2019	2020E	2021E
매출액	3,692.1	3,275.6	2,682.2	3,045.5	3,510.8	-4.9%	15.3%	15,123.5	12,514.1	15,215.7
영업이익	142.3	-86.0	32.9	193.8	238.7	67.8%	23.1%	1,107.3	379.4	1,269.6
영업이익률	3.9%	-2.6%	1.2%	6.4%	6.8%	2.9%	0.4%	7.3%	3.0%	8.3%
세전이익	115.6	-127.0	34.5	194.7	225.9	95.4%	16.0%	1,248.6	328.1	1,184.8
세전이익률	3.1%	-3.9%	1.3%	6.4%	6.4%	3.3%	0.0%	8.3%	2.6%	7.8%
지배순이익	32.8	-77.5	19.9	140.7	134.4	309.7%	-4.5%	715.0	217.5	856.1
지배주주순이익률	0.9%	-2.4%	0.7%	4.6%	3.8%	2.9%	-0.8%	4.7%	1.7%	5.6%
<b>사업부별 매출액</b>										
올레핀	1,746	1,604	1,100	1,219	1,543	-11.6%	26.6%	7,479	5,466	7,099
아로마틱	492	438	350	376	462	-6.1%	22.9%	2,608	1,626	2,032
첨단소재	703	809	723	863	891	26.6%	3.2%	2,937	3,285	3,406
LC Titan	556	423	443	544	517	-7.1%	-5.0%	2,373	1,926	2,217
LC USA	127	109	100	64	98	-22.5%	52.5%	310	372	462
<b>사업부별 영업이익</b>										
올레핀	110.5	-11.7	4.1	79.0	105.8	-4.2%	34.0%	736.5	177.2	794.7
이익률	6.3%	-0.7%	0.4%	6.5%	6.9%	0.5%	0.4%	9.8%	3.2%	11.2%
아로마틱	-23.4	-40.7	2.8	5.5	2.1	흑전	-62.4%	90.2	-30.3	45.3
이익률	-4.8%	-9.3%	0.8%	1.5%	0.4%	5.2%	-1.0%	3.5%	-1.9%	2.2%
첨단소재	36.3	41.0	24.3	99.5	112.0	208.5%	12.6%	181.2	276.8	241.0
이익률	5.2%	5.1%	3.4%	11.5%	12.6%	7.4%	1.0%	6.2%	8.4%	7.1%
LC Titan	-2.5	-69.5	32.6	48.1	28.4	흑전	-41.0%	65.0	39.6	124.3
이익률	-0.4%	-16.4%	7.4%	8.8%	5.5%	5.9%	-3.3%	2.7%	2.1%	5.6%
LC USA	32.6	13.9	-12.8	-22.3	-9.7	적전	적지	77.0	-30.9	64.3
이익률	25.7%	12.7%	-12.8%	-34.6%	-9.8%	-35.5%	24.8%	24.8%	-8.3%	13.9%

자료 롯데케미칼 SK 증권 추정

### 3. Valuation

#### PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	6.5%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	7.6%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.1
Target P/B	0.83
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	395,327
적정주가 (단위: 원)	329,491
<b>Target Price (단위: 원)</b>	<b>330,000</b>
현재주가(2021-01-04) (단위: 원)	279,500
상승여력	18.1%

자료 : SK 증권 추정

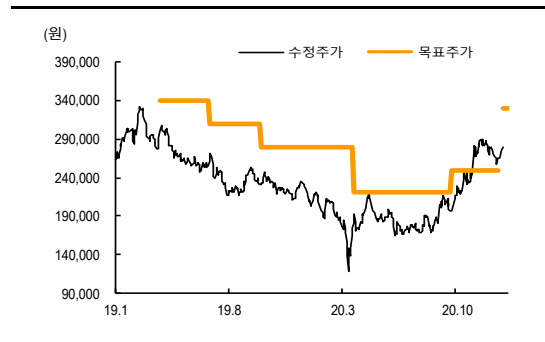
주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

#### Target ROE

	2019	4Q21E	4Q22E	4Q23E
ROE(지배주주지분)	5.5%	6.4%	5.8%	8.6%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	6.5%			

자료 : SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.05	매수	330,000원	6개월		
2020.12.28	담당자 변경				
2020.09.28	매수	250,000원	6개월	2.84%	15.60%
2020.03.30	매수	220,000원	6개월	-15.73%	1.59%
2019.10.07	매수	280,000원	6개월	-25.30%	-11.96%
2019.07.02	매수	310,000원	6개월	-23.64%	-12.74%
2019.04.01	매수	340,000원	6개월	-20.54%	-9.56%



### Compliance Notice

- 작성자(박한샘)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 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 (2021 년 1 월 5 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	8,144	7,221	6,160	6,466	6,777
현금및현금성자산	1,330	1,352	1,154	1,180	1,328
매출채권및기타채권	1,536	1,512	1,438	1,564	1,637
재고자산	1,777	1,680	1,597	1,737	1,818
<b>비유동자산</b>	12,655	12,822	13,506	14,412	14,968
장기금융자산	188	128	294	294	294
유형자산	8,036	7,505	8,145	9,039	9,506
무형자산	1,653	1,725	1,608	1,651	1,688
<b>자산총계</b>	20,799	20,043	19,666	20,878	21,745
<b>유동부채</b>	3,961	2,740	2,975	3,042	2,939
단기금융부채	2,196	1,212	1,522	1,462	1,284
매입채무 및 기타채무	1,103	1,214	1,154	1,255	1,314
단기충당부채	1	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	3,293	3,250	2,781	3,379	3,968
장기금융부채	2,650	2,440	1,817	2,196	2,527
장기매입채무 및 기타채무	8	64	64	64	64
장기충당부채	84	105	123	143	144
<b>부채총계</b>	7,255	5,990	5,756	6,421	6,906
<b>지배주주지분</b>	12,735	13,204	13,003	13,550	13,931
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	880	880	880
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	11,785	12,158	12,144	12,880	13,450
비지배주주지분	810	849	907	907	908
<b>자본총계</b>	13,544	14,053	13,910	14,457	14,839
<b>부채외자본총계</b>	20,799	20,043	19,666	20,878	21,745

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,398	1,355	1,344	1,711	2,074
당기순이익(손실)	1,642	757	237	876	820
비현금성항목등	1,107	1,074	913	1,308	1,627
유형자산감가상각비	603	636	720	837	1,156
무형자산상각비	82	95	99	100	106
기타	67	123	11	43	43
운전자본감소(증가)	-526	190	236	-171	-104
매출채권및기타채권의 감소(증가)	122	45	273	-126	-73
재고자산감소(증가)	-258	61	90	-140	-81
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-328	170	-179	101	59
기타	-62	-86	51	-7	-8
법인세납부	-825	-665	-43	-302	-269
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,726	628	-833	-1,758	-1,712
금융자산감소(증가)	40	929	455	0	0
유형자산감소(증가)	-1,832	-871	-1,325	-1,730	-1,624
무형자산감소(증가)	-1	-142	-143	-143	-143
기타	67	713	179	115	55
<b>재무활동현금흐름</b>	-9	-1,943	-701	74	-214
단기금융부채증가(감소)	54	-186	-263	-60	-178
장기금융부채증가(감소)	425	-1,264	-220	379	331
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-411	-397	-240	-120	-230
기타	-77	-97	23	-125	-137
<b>현금의 증가(감소)</b>	-355	22	-198	27	148
기초현금	1,685	1,330	1,352	1,154	1,180
기말현금	1,330	1,352	1,154	1,180	1,328
FCF	-274	123	-257	-151	306

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	16,073	15,123	12,514	15,216	15,929
<b>매출원가</b>	13,369	13,209	11,336	12,968	13,699
<b>매출총이익</b>	2,704	1,915	1,178	2,248	2,231
매출총이익률 (%)	16.8	12.7	9.4	14.8	14.0
<b>판매비와관리비</b>	758	807	799	978	1,024
<b>영업이익</b>	1,946	1,107	379	1,270	1,207
영업이익률 (%)	12.1	7.3	3.0	8.3	7.6
<b>비영업손익</b>	262	141	-51	-85	-96
순금융비용	-26	10	51	71	82
외환관련손익	-17	-12	-6	-6	-6
관계기업투자등 관련손익	245	185	35	35	35
<b>세전계속사업이익</b>	2,209	1,249	328	1,185	1,111
세전계속사업이익률 (%)	13.7	8.3	2.6	7.8	7.0
<b>계속사업법인세</b>	609	390	69	287	269
<b>계속사업이익</b>	1,600	859	260	898	842
<b>중단사업이익</b>	42	-102	-22	-22	-22
*법인세효과	2	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,642	757	237	876	820
순이익률 (%)	10.2	5.0	1.9	5.8	5.2
<b>지배주주</b>	1,579	715	218	856	800
지배주주귀속 순이익률(%)	9.83	4.73	1.74	5.63	5.02
<b>비지배주주</b>	63	42	20	20	20
<b>총포괄이익</b>	1,750	906	29	667	611
<b>지배주주</b>	1,659	835	28	667	611
<b>비지배주주</b>	91	70	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,631	1,839	1,198	2,206	2,469

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.3	-5.9	-17.3	21.6	4.7
영업이익	-33.6	-43.1	-65.7	23.4	-4.9
세전계속사업이익	-28.4	-43.5	-73.7	26.1	-6.3
EBITDA	-27.3	-30.1	-34.8	8.1	11.9
EPS(계속사업)	-31.5	-46.9	-70.7	26.6	-6.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.0	5.5	1.7	6.5	5.8
ROA	8.1	3.7	1.2	4.3	3.9
EBITDA마진	16.4	12.2	9.6	14.5	15.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	205.6	263.5	207.1	212.5	230.6
부채비율	53.6	42.6	41.4	44.4	46.5
순차입금/자기자본	1.1	-1.1	2.7	4.6	4.5
EBITDA/이자비용(배)	33.6	16.2	10.3	17.6	18.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	44,845	23,833	6,990	25,620	23,979
BPS	371,541	385,244	379,365	395,327	406,447
CFPS	66,060	42,203	30,234	52,298	60,152
주당 현금배당금	10,500	6,700	3,500	6,700	6,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.6	13.9	41.4	10.9	11.7
PER(최저)	5.7	8.8	16.7	10.9	11.7
PBR(최고)	1.3	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)	0.7	0.6	0.3	0.7	0.7
PCR	4.2	5.3	9.1	5.3	4.7
EV/EBITDA(최고)	6.6	6.6	9.5	5.1	4.6
EV/EBITDA(최저)	3.7	4.4	4.6	5.1	4.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**박한샘**

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

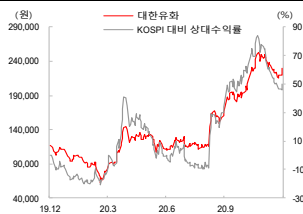
## Company Data

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%
외국인지분률	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))

## 2021 년 긍정적 시작

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

## 대표제품 PE/PP 를 중심 실적 상향

4 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 4,825 억원, 704 억원이 예상돼 12/31 일 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 2021 년 + 진행중인 분리막 탑재

2020 년 하반기의 가격 강세가 올해 상반기까지 긍정적으로 영향을 미칠 전망이다. 다만, 국내 주요 업체의 크래커 재가동 물량 / 중국을 중심으로 한 2021~2022 년 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.

## 투자 의견 매수, 목표주가 275,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 2020 년도 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, 투자 의견 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(지배주주)	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

### (2) 살아난 대표 제품 PE/PP

동사의 주력 제품인 PE와 PP의 가격이 4분기에 들어 회복 중이다. HDPE는 3Q 기준 평균 \$857/t에서 \$920/t으로 +7.4% 상승했다. 또한 PP 가격도 \$921/t에서 \$1,041/t까지 +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 공급 완화 예상된다.

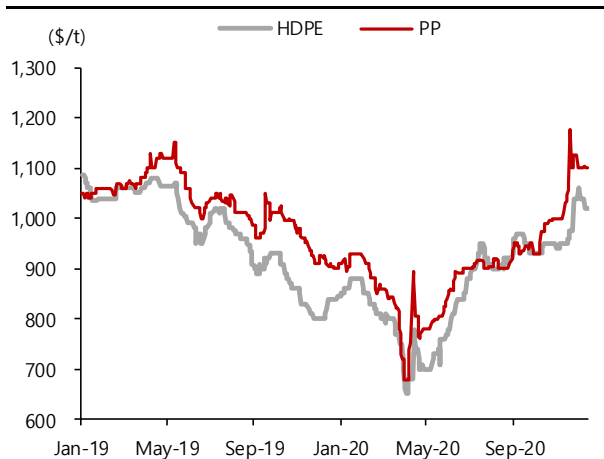
### (2) 오랫동안 준비해 온 분리막과 다가올 전기차 시장

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 유가와외의 민감도를 통해 이익의 기여도를 가늠해보았다. 유가와 역행하는 추세기준으로 전사 이익의 성격을 바꿀 정도는 아닌 것으로 판단된다. 다만, 이제 시작한 배터리 시장의 성장에 변화의 여지는 있다는 판단이다.

### (3) 다만 주의해야할 중국 발 공급과잉

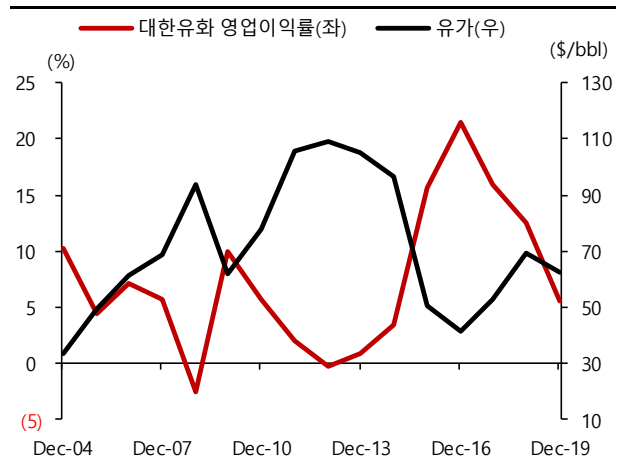
중국의 경제활동에 재개에 따른 증설 물량에 대한 우려가 있다. 2021~2022년 밀렸던 증설 물량이 나올 전망이다. 동사의 주요 제품이 PE/PP로 범용성 제품이 주를 이루는 만큼 상대적으로 민감도가 클 것으로 판단한다. 다만, LiBS 용 제품 등 고부가가치 PE/PP가 이를 일정 부분 완화시킬 수 있을 것으로 기대한다.

PE(HDPE)/PP 가격 상승세



자료: Cischem, SK 증권

여전히 높은 유가와외의 민감도



자료: Petronet, dataguide, SK 증권

## 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%
<b>사업부별 매출액</b>										
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
<b>사업부별 영업이익</b>										
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
<b>Target Price (단위: 원)</b>	<b>275,000</b>
현재주가(2021-01-04) (단위: 원)	234,000
상승여력	17.5%

자료: SK 증권 추정

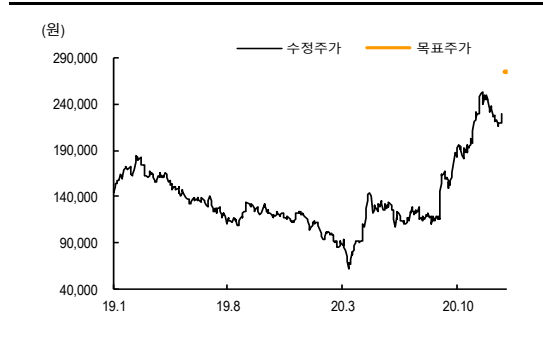
주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

#### 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

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.05	매수	275,000원	6개월		



**Compliance Notice**

- 작성자(박한샘)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 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 (2021 년 1 월 5 일 기준)**

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	429	464	604	715	826
현금및현금성자산	54	98	271	341	463
매출채권및기타채권	202	197	168	191	185
재고자산	168	161	138	156	152
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	1,984	2,026	2,127	2,279	2,394
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	283	248	230	251	269
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	1,701	1,779	1,897	2,028	2,125
<b>부채외자본총계</b>	1,984	2,026	2,127	2,279	2,394

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	350	226	325	252	303
당기순이익(손실)	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 감소(증가)	19	0	22	-23	6
재고자산감소(증가)	-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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	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
<b>매출액</b>	2,554	2,074	1,853	2,160	2,093
<b>매출원가</b>	2,178	1,914	1,650	1,928	1,908
<b>매출총이익</b>	376	160	203	232	184
매출총이익률 (%)	14.7	7.7	11.0	10.8	8.8
<b>판매비와관리비</b>	57	46	43	51	47
<b>영업이익</b>	319	114	160	182	138
영업이익률 (%)	12.5	5.5	8.6	8.4	6.6
<b>비영업손익</b>	18	14	19	20	20
순금융비용	2	0	-2	-3	-4
외환관련손익	-1	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	8	13	13	13
<b>세전계속사업이익</b>	336	128	179	201	158
세전계속사업이익률 (%)	13.2	6.2	9.7	9.3	7.6
<b>계속사업법인세</b>	79	21	44	49	38
<b>계속사업이익</b>	257	106	135	153	120
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	257	106	135	153	120
순이익률 (%)	10.1	5.1	7.3	7.1	5.7
<b>지배주주</b>	257	106	135	153	120
지배주주귀속 순이익률(%)	10.08	5.13	7.29	7.06	5.72
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	253	102	134	151	118
<b>지배주주</b>	253	102	134	151	118
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	454	261	313	335	333

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	318.0	507.8	646.7	594.7	608.8
부채비율	16.6	13.9	12.1	12.4	12.7
순차입금/자기자본	0.1	-2.2	-12.5	-14.5	-18.6
EBITDA/이자비용(배)	125.4	179.1	196.4	210.0	170.0
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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)	4.9	4.4	4.5	4.0	3.7
EV/EBITDA(최저)	2.1	2.6	0.5	0.3	0.0

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**박한샘**

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

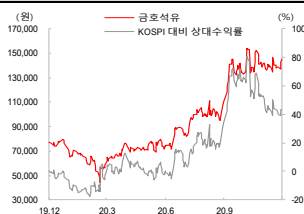
### Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,601 십억원
주요주주	
박철완(외8)	24.87%
자사주	18.36%
외국인지분률	28.30%
배당수익률	1.00%

### Stock Data

주가(21/01/04)	151,000 원
KOSPI	2944.45 pt
52주 Beta	1.19
52주 최고가	154,000 원
52주 최저가	43,950 원
60일 평균 거래대금	52 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.3%	-5.9%
6개월	94.6%	42.8%
12개월	87.1%	43.1%

금호석유 (011780/KS | 중립(신규편입) | T.P 170,000 원(신규편입))

## 달렸던 작년, 숨 고르는 올해

4Q 영업이익은 2,369 억원이 예상돼 컨센서스 상회하는 실적 기대. 2020 년도 하반기 화학 시황 호조 올해 상반기까지 이어질 것으로 기대. 현재 높아진 BD/SM 원재료 가격에 이익의 큰 상승은 제한될 전망. 또한, 점차 완화될 공급 차질 및 내구재 수요의 둔화에 상고하여 추세 예상. Valuation 은 영업 외 손익 변동성 고려 EV/EBITDA 적용해 Target EV/EBITDA 7.79 부여. 목표주가 170,000 원, 투자의견 중립을 제시함

### 제품 강세에 4분기 실적 한번 더 UP

4분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 1 조 3,205 억원, 2,369 억원이 예상돼 12/31 일 기준 컨센서스(1.25 조원 / 2,099 억원)을 상회할 것으로 예상된다. 배경에는 대표 제품들의 가격 상승이 있다. 합성고무 SBR 은 3Q 평균 \$1,074/t → 12/21 누적평균 \$1,620/t 으로 +50.8% 상승했다. 그밖에 ABS, BPA 도 동기 대비 +32% +44% 올랐다. 다만, 주요 원재료인 BD(\$533/t → \$1,104/t) 과 SM(\$668/t → \$940/t) 가격도 타이 트한 수급에 각각 +107%, +41% 동반 상승해 이익 개선 효과는 상쇄될 전망이다.

### 지속된 가격 랠리, 숨 고르는 한해

2020 년도 하반기 코로나 19 로 인한 위생용품 및 가전(내구재) 수요 급증에 가격 랠리 가 이어졌다. 그럼에도, 2021 년 공급 이슈 해소와 내구재 수요 둔화로 작년만큼의 강세 는 쉽지 않다는 판단이다. 실제 가전 수요가 급증했던 중국의 TV/냉장고 생산 MoM 은 지난 10 월 평균 -5.4% 기록하기도 하며 지난 10% 이상의 성장세에서 주춤하는 모 양이다. 지난 상승분에 단기 수혜 예상되나 하반기 접어들수록 소멸될 것으로 판단한다.

### 투자의견 중립, 목표주가 170,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 2020 년도 하반기 강세 여파를 상반기까지 끌고 나갈 것으로 전망한다. 다만 점 차 완화될 타이트한 수급과 코로나 19 제품 수혜로 상고하여 추세 예상한다. Valuation 은 금융손익 등 영업외손익의 변동성이 커 EV/EBITDA 를 적용. 과거 EBITDA 상승세 꺾였던 2018 년도 상반기 Target EV/EBITDA 7.79 부여. 이에 목표주가 170,000 원, 투 자의견 중립으로 신규 커버리지 개시한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	5,065	5,585	4,978	4,761	4,950	4,604
yoy	%	27.6	10.3	-10.9	-4.4	4.0	-7.0
영업이익	십억원	263	555	368	704	605	436
yoy	%	67.2	111.2	-33.7	91.4	-14.0	-28.0
EBITDA	십억원	481	764	571	905	808	687
세전이익	십억원	290	617	379	731	638	473
순이익(지배주주)	십억원	214	491	295	555	505	380
영업이익률%	%	5.2	9.9	7.4	14.8	12.2	9.5
EBITDA%	%	9.5	13.7	11.5	19.0	16.3	14.9
순이익률	%	4.3	9.0	5.9	11.7	10.2	8.3
EPS(계속사업)	원	6,377	14,667	8,796	15,916	14,427	10,693
PER	배	15.6	6.0	8.8	9.1	10.1	13.6
PBR	배	1.8	1.3	1.0	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	10.1	5.3	6.1	5.7	6.0	6.8
ROE	%	12.3	23.5	11.8	19.4	15.3	10.5
순차입금	십억원	1,570	1,258	961	513	216	67
부채비율	%	134.1	96.6	72.6	62.2	55.3	50.5

## 1. Highlight View 3

### (3) 치솟은 대표 제품 가격

동사의 주요 제품 가격은 4분기 들어 크게 상승했다. 주력제품인 합성고무 SBR 은 3Q 평균 \$1,074/t 에서 \$1,620/t 으로 +50.8% 상승했다. 또한 ABS 가격도 \$1,480/t 에서 \$1,963/t 으로 32.5% 상승했다. BPA 도 전분기 대비 44% 급등했다. 모두 코로나 19 기간 타이트한 공급과 특수 수요의 수혜를 보았다. 이에 따라 전체 매출 상황 예상된다.

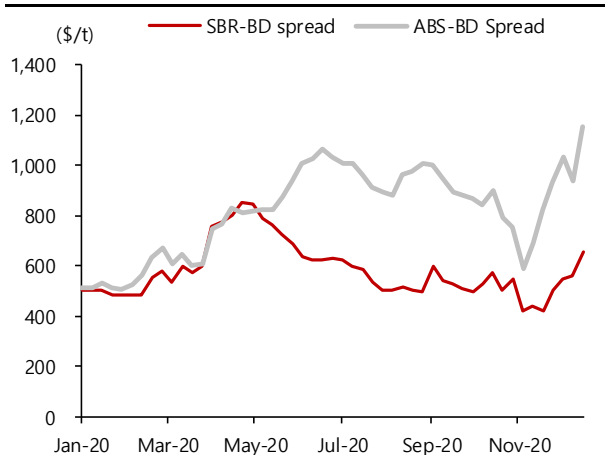
### (2) 동반된 원재료 BD/SM 가격 급등

다만, 제품 가격과 동시에 원재료 가격도 급등했다. 최근 롯데, LG 화학 크래커 차질 여파가 큰 것으로 해석한다. BD 은 3Q 평균 \$533/t → 4Q 누적평균 \$1,104/t 로 +107% 상승했다. 또한 SM 가격(\$668/t → \$940/t)도 +41% 상승해 원재료 부담이 커졌다. 매출 상황에 이익 개선 동반될 전망이나 그 폭은 상당부분 제한될 전망이다. 원재료 부담은 크래커 재가동에 상반기 접어들며 진정될 전망이다

### (3) 완화될 코로나 19 효과

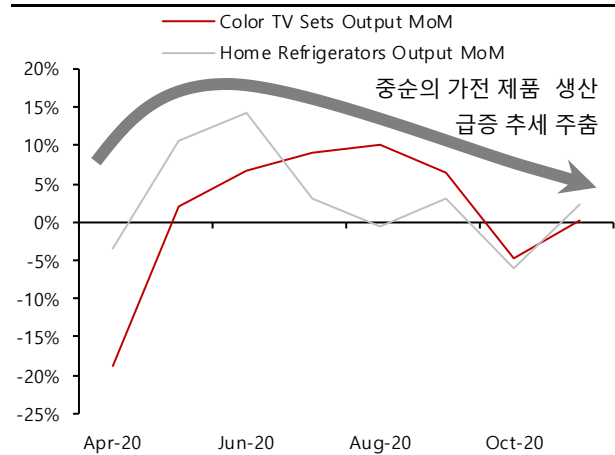
지난해 두드러진 NB-Latex, 아세톤 수요 강제 및 가전제품 향 ABS 상승세가 올해에도 꾸준히 나타나기는 쉽지 않다는 판단이다. 일회성 소비재에 속하는 위생장갑용 고무 및 소독제 수요 당분간 지속가능하나, 가전 등 내구재 중심의 제품 수요는 둔화될 전망이다. 교체주기가 긴 내구재의 특성상 추가 수요가 발생하기 어렵기 때문이다. 따라서 2021 년 하반기에 가까워질수록 지난 Spread 강세는 완화될 것으로 본다

SBR, ABS spread(BD 대비) 추이



자료: Cischem, SK 증권

중국 주요 가전제품(내구재) 생산, 연말 접어들며 성장세 주춤



자료: National Bureau of Statistics of China, SK 증권

## 2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	QoQ	2019	2020E	2021E
매출액	1,197.9	1,225.5	1,026.3	1,188.3	1,320.5	10.2%	11.1%	4,977.9	4,760.5	4,949.7
영업이익	17.7	133.1	120.1	213.8	236.9	1235.6%	10.8%	367.8	704.0	605.2
영업이익률	1.5%	10.9%	11.7%	18.0%	17.9%	16.5%	0.0%	7.4%	14.8%	12.2%
세전이익	18.3	139.0	126.7	223.9	241.2	1215.7%	7.8%	379.3	730.8	637.6
세전이익률	1.5%	11.3%	12.3%	18.8%	18.3%	16.7%	-0.6%	7.6%	15.4%	12.9%
지배순이익	17.9	127.6	99.7	146.2	181.5	914.0%	24.1%	294.6	555.0	505.1
지배주주순이익률	1.5%	10.4%	9.7%	12.3%	13.7%	12.2%	1.4%	5.9%	11.7%	10.2%
<b>사업부별 매출액</b>										
합성고무	455	469	370	428	512	12.4%	19.5%	1,918	1,779	2,032
합성수지	276	286	251	287	296	7.0%	3.1%	1,168	1,119	1,159
금호P&B(페놀기초유기)	319	347	309	367	372	16.5%	1.4%	1,350	1,394	1,288
기타(정밀화학 등)	135	124	97	107	129	-4.3%	21.3%	541	456	461
<b>사업부별 영업이익</b>										
합성고무	8.3	66.0	48.0	88.0	90.1	985.2%	2.4%	161.3	292.1	260.7
이익률	1.8%	14.1%	13.0%	20.6%	17.6%	15.8%	-2.9%	8.4%	16.4%	12.8%
합성수지	3.2	26.0	23.0	37.0	46.0	1338.1%	24.4%	30.2	132.0	121.2
이익률	1.2%	9.1%	9.2%	12.9%	15.6%	14.4%	2.7%	2.6%	11.8%	10.5%
금호P&B(페놀기초유기)	-15.0	14.0	35.0	69.0	78.1	흑전	13.2%	52.0	196.1	143.6
이익률	-4.7%	4.0%	11.3%	18.8%	21.0%	25.7%	2.2%	3.9%	14.1%	11.1%
기타(정밀화학 등)	20.8	27.0	14.0	19.0	22.7	9.2%	19.5%	106.8	82.7	79.7
이익률	15.4%	21.8%	14.5%	17.8%	17.6%	2.2%	-0.3%	19.7%	18.1%	17.3%

자료: 금호석유, SK 증권 추정

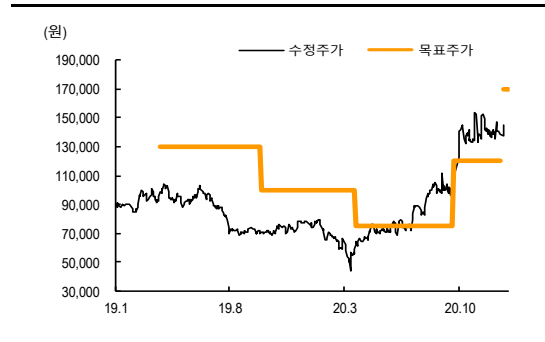
### 3. Valuation

#### EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)	4Q21E	
EBITDA	808.07	
12M Fwd EBITDA	808.07	
EBITDA 12M fwd YoY	-16.2%	
Target EV/EBITDA	7.79	
부채	1,114	3Q20
현금성자산	604	3Q20
우선주 시총	168	2021-01-04
관계주식	320	3Q20
보통주(주)	30,467,691	
적정 주가 (단위: 원)	173,839	
<b>Target Price (단위: 원)</b>	<b>170,000</b>	
현재주가 (단위: 원)	151,000	2021-01-04
Upside	12.6%	

자료 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.05	중립	170,000원	6개월		
2020.12.28	담당자 변경				
2020.09.28	매수	120,000원	6개월	15.37%	28.33%
2020.03.30	매수	75,000원	6개월	9.03%	48.67%
2019.10.07	매수	100,000원	6개월	-30.12%	-20.30%
2019.07.02	매수	130,000원	6개월	-33.47%	-20.00%
2019.04.01	매수	130,000원	6개월	-26.20%	-20.00%



**Compliance Notice**

- 작성자(박한샘)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 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 (2021 년 1 월 5 일 기준)**

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



재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	1,349	1,261	1,783	2,025	2,195
현금및현금성자산	102	128	572	899	1,028
매출채권및기타채권	667	582	642	596	616
재고자산	472	469	518	481	502
<b>비유동자산</b>	3,268	3,277	3,256	3,399	3,476
장기금융자산	265	290	221	221	221
유형자산	2,366	2,296	2,234	2,314	2,350
무형자산	14	14	15	15	16
<b>자산총계</b>	4,617	4,538	5,038	5,424	5,671
<b>유동부채</b>	1,759	1,276	1,113	1,044	979
단기금융부채	1,085	649	423	403	383
매입채무 및 기타채무	494	482	531	493	459
단기충당부채	3	3	3	3	2
<b>비유동부채</b>	510	633	819	887	923
장기금융부채	372	509	699	749	749
장기매입채무 및 기타채무	5	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,269	1,908	1,932	1,931	1,903
<b>지배주주지분</b>	2,347	2,629	3,105	3,492	3,767
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	357	356	356	356	356
기타자본구성요소	-40	-40	-40	-40	-40
자기주식	-40	-40	-40	-40	-40
이익잉여금	1,925	2,187	2,698	3,124	3,437
비지배주주지분	1	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	2,348	2,630	3,106	3,493	3,768
<b>부채외자본총계</b>	4,617	4,538	5,038	5,424	5,671

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	518	557	652	699	514
당기순이익(손실)	503	295	555	505	380
비현금성항목등	277	308	366	325	329
유형자산감가상각비	207	201	198	200	248
무형자산상각비	2	2	2	2	3
기타	18	23	-13	-1	-1
운전자본감소(증가)	-202	93	-140	32	-80
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-49	82	-68	46	-20
재고자산감소(증가)	-45	2	-53	37	-21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-82	17	74	-38	-34
기타	-25	-8	-93	-13	-5
법인세납부	-61	-139	-129	-164	-114
<b>투자활동현금흐름</b>	-165	-94	-99	-293	-267
금융자산감소(증가)	-63	28	36	0	0
유형자산감소(증가)	-129	-162	-183	-280	-285
무형자산감소(증가)	0	-1	-3	-3	-3
기타	27	41	51	-10	21
<b>재무활동현금흐름</b>	-485	-437	-107	-79	-118
단기금융부채증가(감소)	-432	-621	-89	-20	-20
장기금융부채증가(감소)	77	260	50	50	0
자본의증가(감소)	-30	0	0	0	0
배당금의 지급	-27	-37	-41	-79	-67
기타	-73	-39	-26	-30	-31
<b>현금의 증가(감소)</b>	-133	26	445	327	130
기초현금	234	102	128	572	899
기말현금	102	128	572	899	1,028
FCF	405	305	497	418	214

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	5,585	4,978	4,761	4,950	4,604
<b>매출원가</b>	4,854	4,412	3,852	4,119	3,958
<b>매출총이익</b>	731	565	908	831	646
매출총이익률 (%)	13.1	11.4	19.1	16.8	14.0
<b>판매비와관리비</b>	176	198	204	225	210
<b>영업이익</b>	555	368	704	605	436
영업이익률 (%)	9.9	7.4	14.8	12.2	9.5
<b>비영업손익</b>	62	12	27	32	37
순금융비용	53	40	25	21	17
외환관련손익	-6	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	118	39	45	45	45
<b>세전계속사업이익</b>	617	379	731	638	473
세전계속사업이익률 (%)	11.1	7.6	15.4	12.9	10.3
<b>계속사업법인세</b>	114	85	198	154	114
<b>계속사업이익</b>	503	295	533	483	358
<b>중단사업이익</b>	0	0	22	22	22
*법인세효과	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	503	295	555	505	380
순이익률 (%)	9.0	5.9	11.7	10.2	8.3
<b>지배주주</b>	491	295	555	505	380
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	5.92	11.66	10.21	8.25
<b>비지배주주</b>	12	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	485	317	517	467	342
<b>지배주주</b>	473	317	517	467	342
<b>비지배주주</b>	12	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	764	571	905	808	687

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.3	-10.9	-4.4	4.0	-7.0
영업이익	111.2	-33.7	91.4	-14.0	-28.0
세전계속사업이익	112.9	-38.5	92.7	-12.8	-25.9
EBITDA	59.0	-25.3	58.6	-10.7	-15.0
EPS(계속사업)	130.0	-40.0	80.9	-9.4	-25.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	23.5	11.8	19.4	15.3	10.5
ROA	10.9	6.4	11.6	9.7	6.9
EBITDA마진	13.7	11.5	19.0	16.3	14.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	76.7	98.9	160.1	194.0	224.1
부채비율	96.6	72.6	62.2	55.3	50.5
순차입금/자기자본	53.6	36.6	16.5	6.2	1.8
EBITDA/이자비용(배)	13.4	13.0	29.6	27.0	22.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	14,667	8,796	15,916	14,427	10,693
BPS	70,088	78,488	92,698	104,273	112,485
CFPS	20,921	14,851	22,564	21,142	18,834
주당 현금배당금	1,350	1,500	3,000	2,500	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	8.0	11.8	9.7	10.7	14.4
PER(최저)	5.5	7.8	2.8	3.1	4.1
PBR(최고)	1.7	1.3	1.7	1.5	1.4
PBR(최저)	1.1	0.9	0.5	0.4	0.4
PCR	4.2	5.2	6.4	6.9	7.7
EV/EBITDA(최고)	6.5	7.5	6.0	6.3	7.2
EV/EBITDA(최저)	5.0	5.6	2.1	2.0	2.2

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sks.co.kr

02-3773-8477

## Company Data

자본금	188 십억원
발행주식수	3,787 만주
자사주	211 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,844 십억원
주요주주	
SK(외6)	41.19%
국민연금공단	11.07%
외국인지분률	7.50%
배당수익률	1.10%

## Stock Data

주가(21/01/04)	101,500 원
KOSPI	2944.45 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	97,000 원
52주 최저가	28,050 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.8%	-5.5%
6개월	54.1%	13.1%
12개월	84.3%	41.0%

SKC (011790/KS | 매수(신규편입) | T.P 130,000 원(신규편입))

## 국내 유일무이 Specialty SKC, 한 단계 더 JUMP

4Q 영업이익은 719 억원이 예상돼 컨센서스를 상회하는 실적 기대. 코로나 19 수혜로 연장된 PO 강세 및 PG, PPG의 견조한 수요가 지속될 것으로 예상되기 때문. 또한, SK 넥실리스에서 나오는 동박의 이익기여도는 더욱 빠르게 증가할 것으로 전망. Specialty를 넘어 Hybrid 로의 업그레이드까지 기대. 이에 동박의 Multiple 을 반영한 SOTP 그리고 내재가치 중심의 DCF 를 혼합해 목표주가 130,000 원, 투자의견 매수를 제시함

### 화학, 동박 양대 산맥이 모두 좋을 4 분기

4 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 8,165 억원, 719 억원이 예상돼 12/31 일 기준 컨센서스(7,774 억원 / 616 억원)를 상회할 것으로 예상된다. 화학의 경우 PO 가격은 3 분기 평균 \$1,826/t 에서 12 월 21 일 4Q 누적 \$2,469/t 을 기록하며 역사적 고점에 도달했다. 또한 4 분기 코로나 19 로 인한 내구재 및 위생용 PG 수요가 지속돼 화학 실적 상승을 견인했을 것으로 추정된다. 동시에 최근 동박 생산실적은 최대 capacity 의 88%에 도달하는 등 전기차 성장세와 동반한 판매량 증대로 모빌리티의 Jump 도 예상된다.

### 적기에 바톤 터치된 사업부의 무게: 화학 → 동박

이제까지 동사의 높은 영업이익률과 안정적인 실적을 견인해왔던 것은 화학 사업부로 확인된다. 그 이유는 사실상 70%에 가까운 PO 과점을 이루었기 때문이다. 다만, '18년 S-oil 등 경쟁사의 등장에 이전만큼의 입지를 유지하기 쉽지 않아졌다. 그럼에도 동사는 PIC와 SKC PIC 글로벌 JV(51:49)를 설립해 화학의 무게를 줄이고, 그 재원을 동박이라는 신규성장 동력에 연결시켰다는 점에서 Hybrid 로의 탈바꿈이 기대된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 130,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 기존 화학의 견조한 실적에 더해 동박의 성장동력이 더해지면서 이전 보다 높은 Multiple 부여까지 가능한 상황이다. Valuation 은 사업부별 EV/EBITDA Multiple 을 별도로 부여한 SOTP 와 내재가치 중심의 DCF 를 혼합해 EV 6.7 조원을 산정했다. 이에 목표주가 130,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

## 영업실적 및 투자지표

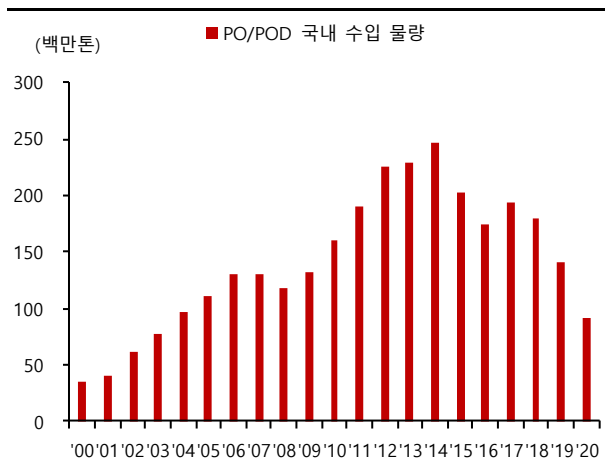
구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	2,654	2,768	2,540	2,857	2,977	3,231
yoy	%	12.5	4.3	-8.2	12.5	4.2	8.5
영업이익	십억원	176	201	155	205	294	330
yoy	%	17.7	14.5	-22.9	31.9	43.9	11.9
EBITDA	십억원	298	328	298	398	567	587
세전이익	십억원	181	182	73	198	197	228
순이익(지배주주)	십억원	110	121	60	91	119	143
영업이익률%	%	6.6	7.3	6.1	7.2	9.9	10.2
EBITDA%	%	11.2	11.9	11.8	13.9	19.0	18.2
순이익률	%	5.1	5.1	2.7	4.2	5.0	5.4
EPS(계속사업)	원	2,931	3,213	1,591	2,709	3,181	3,814
PER	배	16.0	11.1	32.1	34.7	31.9	26.6
PBR	배	1.2	0.9	1.2	1.9	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	10.7	8.7	12.4	16.6	12.3	12.1
ROE	%	7.7	8.1	3.9	5.4	6.4	7.3
순차입금	십억원	1,241	1,296	1,598	2,791	2,873	2,929
부채비율	%	130.1	126.2	130.1	176.1	171.5	167.3

## 1. Highlight View 3

### (1) 당분간 좋은 PO와 화학사업부

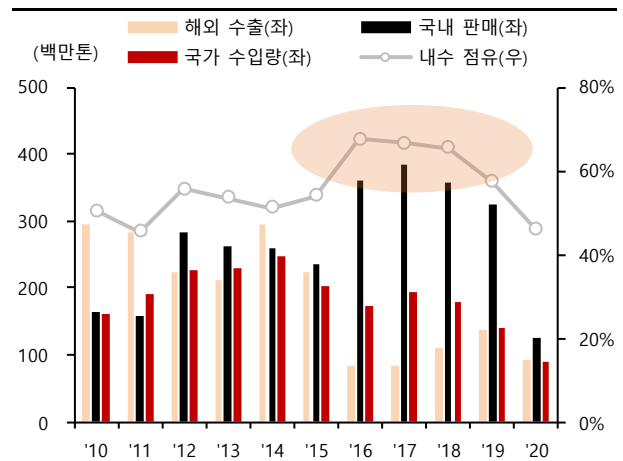
SKC 화학 사업부의 매력은 과점이다. SKC는 과거 2016년 국내 수입이 줄어드는 시점에 수출 대비 내수 판매가 크게 늘면서 점유율을 70% 이상까지 확보했다. 이러한 과점적인 지위와 견조한 수요가 현재의 PO 성장세를 마련했다. 하지만, 현재의 강한 위치에 변화가 생기고 있다. 국내 정유사 S-oil이 PO 생산을 2018년도부터 개시했기 때문이다. 또한 LG화학도 2021년도부터 PO 공장을 완공해 생산을 개시할 전망이다. 물론 한 순간에 현 위치를 잃을 것으로 보진 않는다.

국내 PO/POD 수입량



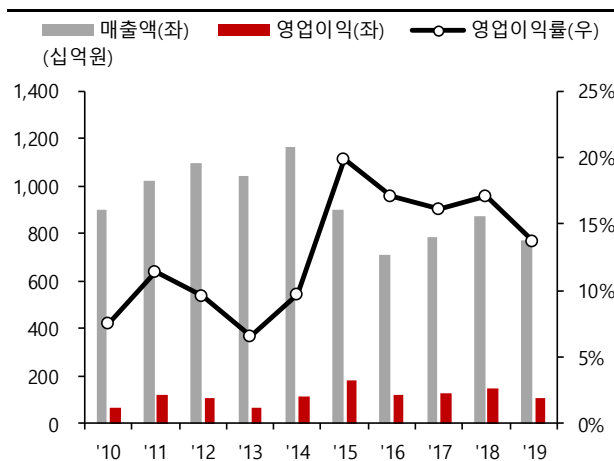
자료: Kotis, SK 증권  
 주: 2020년은 6월 누적 기준

SKC 내수 점유율 추정: 70% 이상



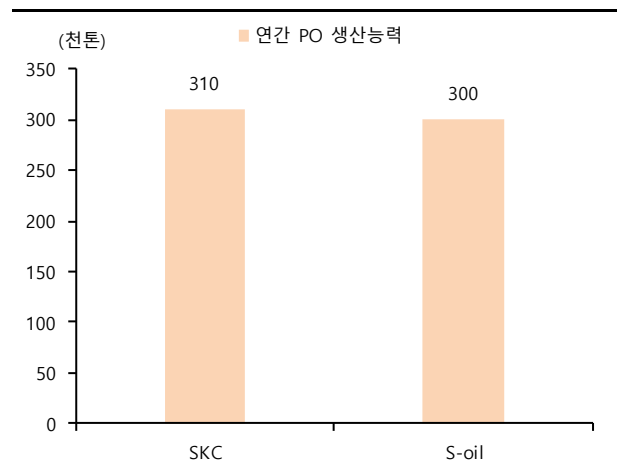
자료: Kotis, SK 증권  
 주: 2020년은 6월 누적 기준, SKC 물량은 추정치

SKC 화학 사업부 실적



자료: Bloomberg, SK 증권

S-oil의 2018년도 PO 생산 시작



자료: SKC, S-oil, SK 증권

SKC 는 내수 시장 경쟁자 출현에 대한 준비로 내수 이외의 해외 판로 개척에 힘쓰고 있기 때문이다. 2015년에는 미쓰이화학과의 합작사인 MCNS를 설립했고, 인도 등 각지에 폴리우레탄 시스템하우스를 확보 중이다. 간략하게만 표현하면 시스템하우스는 PO를 가공해 고객 맞춤형 폴리올(Polyol 등)을 생산하는 공장이다. 즉, 시스템하우스의 확장은 곧 SKC PO의 수출과도 직결될 수 있는 부분이라는 점에서 중요하다.

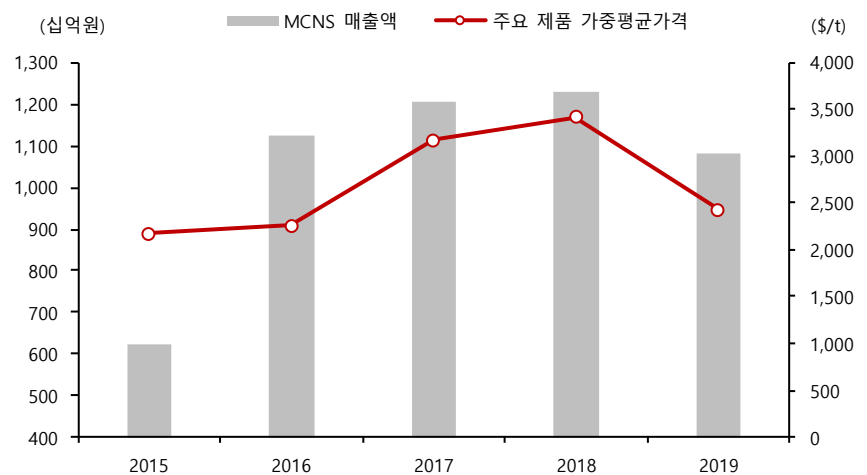
MCNS 매출은 2019년에 주요 제품(MDI, TDI, PPG)의 가격 하락에 감소했으나 향후 시스템하우스 추가 확장(11 → 14개) 목표 등에 힘입어 개선 가능하다는 판단이다.

### MCNS 국내외 사업장 현황



자료: MCNS

### MCNS 연도별 매출 및 주요 제품 가중평균가격 추이

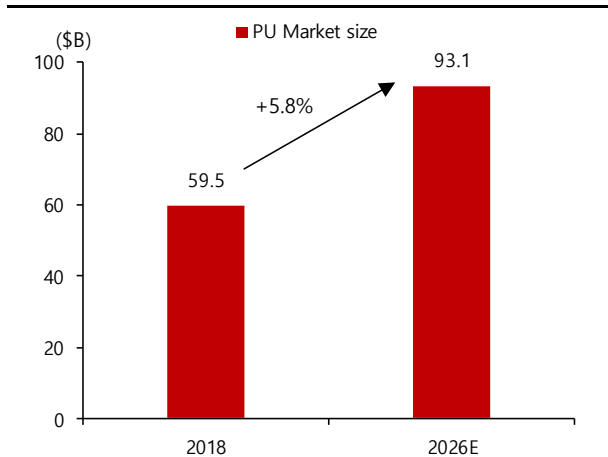


자료: MCNS, KOTIS, Cischem, SK 증권

또한, PO 및 폴리우레탄에 대한 수요는 당분간 견조할 것으로 기대된다. Global market insights 에 따르면 2018 년 \$ 59.5 B 에서 2026 년 \$ 93.1 B 까지 성장해 2018~2026E CAGR 약 +5.8%가 예상된다.

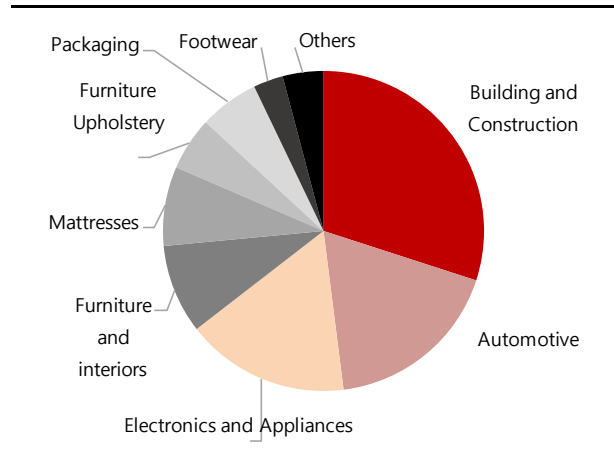
그리고 이러한 성장세를 이끄는 것은 최종 제품 산업 군 기준으로 건설과, 자동차, 가전기기/전자제품, 가구가 있다. 건축 분야에서 폴리 우레탄은 단열재 등으로 쓰이는데 유럽 및 중국의 건설 경기 회복에 폴리우레탄 수요도 점진적으로 증가할 것으로 기대된다. 또한, 자동차와 가전 쪽에서도 견조한 수요가 예상되는 바이다.

글로벌 폴리우레탄 시장 전망치 2018~2026 CAGR +5.8%



자료: Global market insights, SK 증권

폴리우레탄 End-use Volume(%)



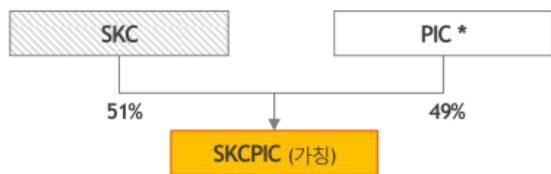
자료: Mador Intelligence, SK 증권

그럼에도 앞서 이야기 했듯이 든든한 버팀목이었던 내수 시장에 경쟁자가 생겨났기 때문에 과거의 '화학'을 유지하긴 쉽지만은 않다. 또한, 경쟁자가 늘어나는 만큼 더 이상 화학사업부의 과점적인 위치만으로 전사 실적의 성장동력을 제시하기는 힘들다는 판단이다.

다행히도 SKC는 이를 해소하기 위해 사업부의 변화를 꾀했다. 먼저, SK PIC 글로벌 합작사(49%:51%) 설립 및 지분매각을 통해 해외수출을 확대하고 투자자의 재원을 마련한다는 대책을 세웠다. 동시에 합작사를 통해서 글로벌 역량을 강화하고, Value-chain을 확장하겠다고 발표했다.

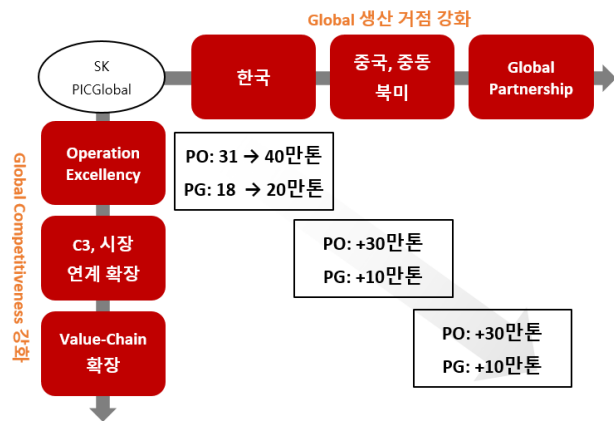
현재의 31만톤에 달하는 PO 생산 능력을 향후 100만톤까지 확대할 방침이다. 그리고 PO PG 생산능력 확대의 매출 채널이 위에서 언급한 MCNS의 확장으로 연결될 전망이다.

2019년 3분기 공개된 화학 사업 분할 및 JV 설립(현 SK PIC 글로벌)



자료: SKC, SK증권

화학 사업 Global 확장 계획



자료: SKC, SK증권

4분기 화학 사업부 실적은 강한 PO 가격 상승세에 힘입어 높은 이익이 예상된다. PO 가격은 3분기 평균 \$1,826/t에서 12월 21일 누적 평균 2,469/t을 기록해 35% 급등했다. 또한 PG도 가격 상승세(\$1,083.9/t → 11월 누적 \$1,428.8/t)가 지속되고 있다는 점도 긍정적이다. 상반기에는 위생용 PG의 수요 그리고 완성차 공장 가동회복에 따른 폴리우레탄 수요에 견조한 실적이 지속될 것으로 판단한다.

경쟁자의 출현으로 이전의 과점 메리트는 축소될 전망이다. 앞서 제시한 견조한 폴리우레탄 시장, MCNS를 통한 해외 판로 개척 그리고 JV 설립을 통한 경쟁력 강화로 당분간 CASHCOW의 역할은 충분히 해낼 수 있을 것으로 판단한다.

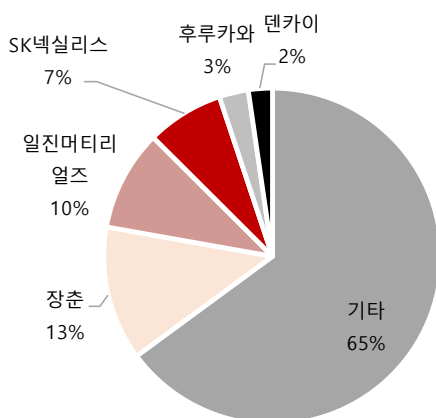
## (2) 강한 모멘텀이 기대되는 Mobility 소재, '동박'

SKC는 KCFT(현 SK 넥실리스)를 인수한 이후 '동박사업'에 뛰어 들었다. 앞으로 시장의 기대에 부합해 큰 성장동력이 될 것으로 기대되는 사업부이다. 동박은 2차전지의 음극 기판으로 쓰이는 재료로, 구리를 얇게 도포해 그 위에 음극재인 흑연을 덮는다. 동박의 역할은 충전 시에 집전체로써 양이온을 가둬두고 방전 시에 양이온(+)을 내놓으면서 전자(-)를 다시 반대 쪽으로 보내는 역할을 한다. 그만큼 집전체로써 전기전도성의 성능이 좋아야 하며 가격, 두께 면에서 우수해야 한다. 두께가 얇아야 추가 공간을 확보해 음극 활물질을 더 채울 수 있기 때문이다. SKC는 도금 방식의 전해동박을 주로 생산하며, 4 μm 초극박 두께를 생산할 만큼 기술력이 높다.

현재 글로벌 동박 시장은 중국의 장춘(13%)이 가장 높은 점유율을 확보하고 있고, 다음으로 일진머티리얼즈(10%) 그리고 SKC(7%)가 시장 내 지위를 확보하고 있다. 그리고 동박시장은 앞으로 전기차 시장의 성장에 힘입어 2025년 12.8조원 규모의 시장을 형성할 것으로 전망되고 있다. SKC가 동박에 대한 투자를 서두르는 이유이다.

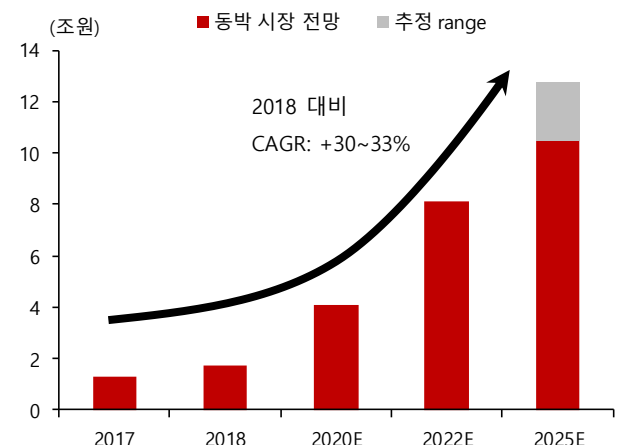
SKC(SK 넥실리스)는 제 4 공장을 보유하고 있으며 연간 5.2만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 향후에는 제 5 공장, 제 6 공장을 증설해 2022년 연간 약 1.8만톤의 추가 생산능력을 확보할 예정이다. 즉 합계 2022년 연간 7만톤에 달하는 생산능력을 확보할 수 있을 것으로 전망된다.

글로벌 동박 점유율



자료: 일진머티리얼즈, SK 증권

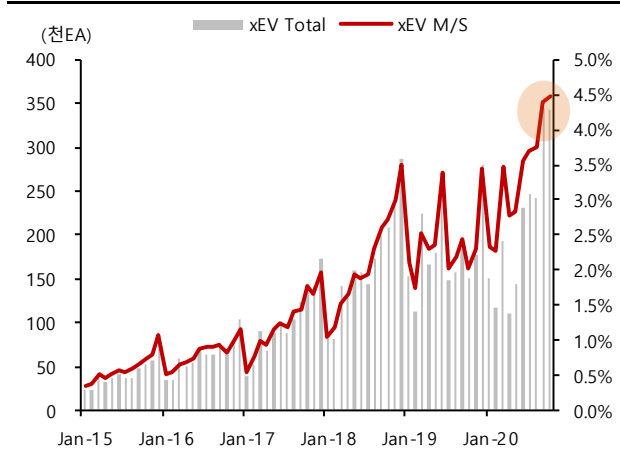
글로벌 동박 시장 전망: 2025년 12.8조원 전망



자료: SNE 리서치, SK 증권

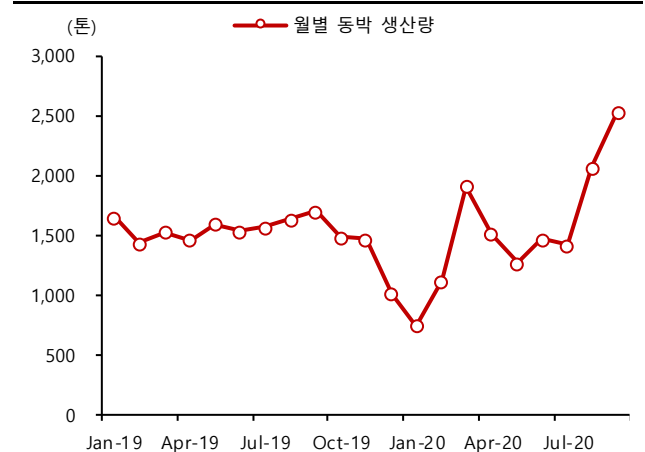
그리고 현재 제4공장이 풀가동 상태에 이룸에 따라 매출의 추가 상향 그리고, 수익성 개선이 예상된다. 지난 9월 생산능력 2.5 천톤에 도달, 전체 Capacity 연 3.4 만톤 기준 88%를 넘는 생산실적을 보여주고 있다. 또한 글로벌 전기차 판매량은 월간 30 만대를 넘어서며 전세계 자동차 판매량에서 4.4%를 상회하는 것으로 파악된다.

글로벌 전기차 판매량



자료: EV Sales, SK 증권

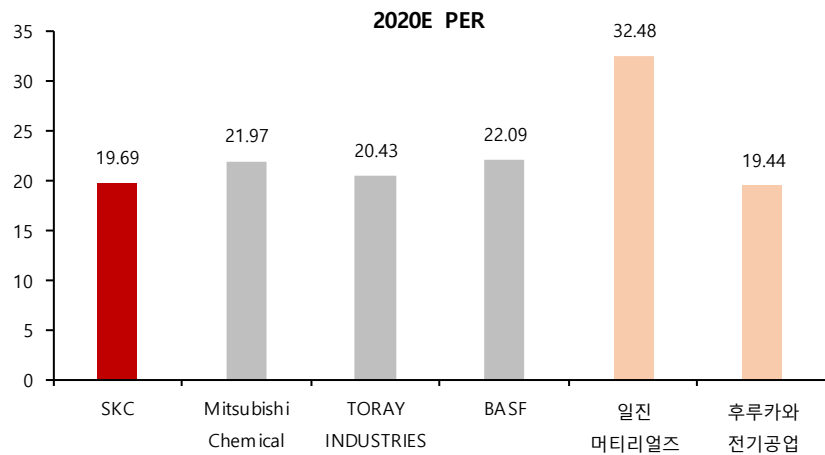
월별 동박 생산량 추이



자료: SKC, SK 증권

문제는 앞으로 동박의 가치를 추가적으로 부여받을 수 있을지에 대한 부분이다. 이미 시장에서는 동박 그리고 2차전지에 대한 프리미엄이 반영된 부분이 있기 때문이다. 그럼에도 글로벌 스페셜티 기업 기준으로 valuation 은 상향될 여지가 충분하다는 판단이다. 주요 스페셜티/하이브리드 기업으로 뽑히는 미쓰비시, 도레이, 바스프의 PER 를 보면 평균 21.2 을 기록하고 있다. 그리고 국내 동박 회사 중 긴 생산 이력을 보유한 일진 머티리얼즈는 32.4 를 넘어섰다. 즉, 추가적인 상방은 열려있다는 생각이다.

Hybrid 로의 Multiple, 길게는 동박 Multiple 의 여지도 존재



자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 2020 년 10 월말 기준 산정



실적 측면에서도 SK 넥실리스 영업이익은 빠르게 올라올 것으로 예상된다. 2019년 영업이익이 약 1,550억원 수준인데 2023년 SK 넥실리스에서만 약 1,420억원의 영업이익이 발생할 것으로 기대된다. 이는 Multiple 상향을 바라볼 근거가 되리라 판단한다.

SK 넥실리스 이익 추정치

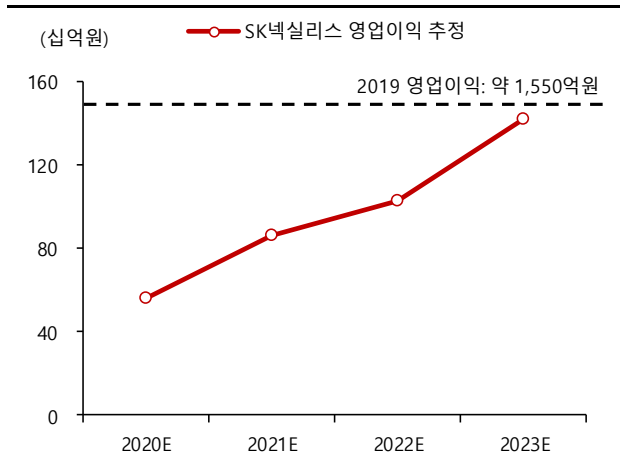
(만톤)	2020	2021E	2022E	2023E
SKC 생산능력	3.4	4.3	5.2	7.7
글로벌 주요 업체 동박 생산능력 추정	22.2	29.1	39.0	50.5
점유율 가정	15.3%	14.8%	13.3%	15.3%
글로벌 시장 크기(조원)	4.1	5.8	8.1	9.5
예상 매출 MAX(조원)	0.63	0.85	1.08	1.45
매출 전망(십억원)	364	496	627	841
이익 전망(십억원)	56	86	103	142
영업이익률	15.4%	17.4%	16.4%	16.9%

주1 2023년 생산능력은 2025년 현 수준의 3.5배 목표 적용 / 이익률은 18~20E Base 추정

주2 점유율은 시장 점유율과 상이, 매출 추정 시 19 기준 요율(1.7) 적용

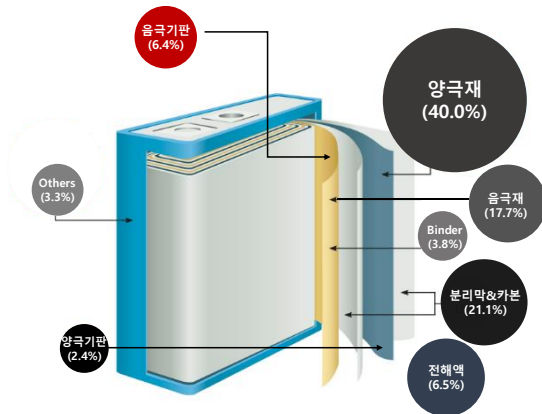
자료: SNE 리서치, SK 증권 추정

SK 넥실리스 영업이익 추정치



자료: SK 증권

음극기판(동박)의 원가비중(=시장비중)은 약 6.4%



자료: Energies 2019, SK 증권

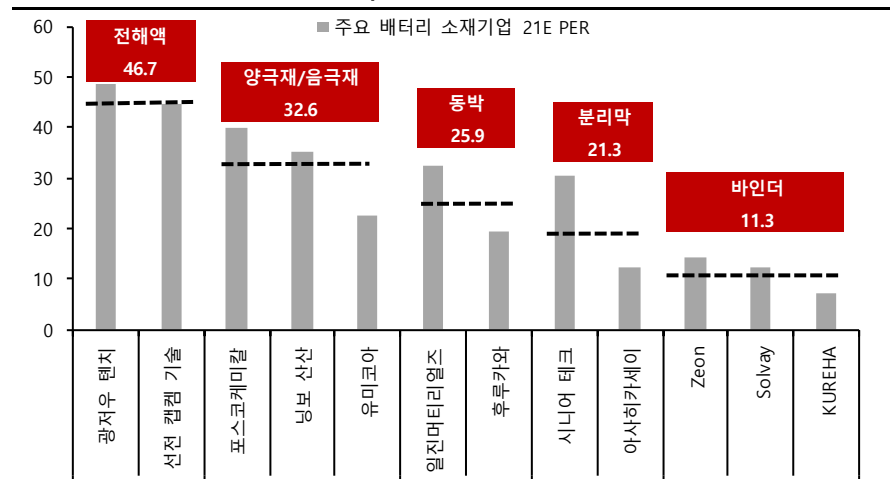
또 하나 알아야할 포인트가 있다. 바로 ‘동박’이 가진 배터리 소재로서의 매력이다. Energies 에서 공개한 자료를 가공해보면 동박(음극기판)은 배터리 전체에서 원가 비중이 약 6.4% 정도로 계산된다. 즉, 배터리 시장의 성장에 유사한 수준의 성장 비중을 가져갈 것으로 예상된다. 이는 전체 기준에서도 작은 부분이 아니다. 양극재/음극재/분리막 다음으로 전해액(6.5%)과 함께 큰 부분을 차지한다.

또한, 동박은 2022 년을 기점으로 수요가 공급을 넘어설 것으로 전망되고 있다. 그만큼 Seller Market 에 가까운 소재이다. 기술적 난이도도 타 소재 대비 높은 수준에 해당하는 것으로 파악된다. 경쟁업체의 진입의 리스크가 낮다는 점에서 배터리 소재 자체로도 매력력이 높다는 판단이다.

그렇다면 배터리소재 중 동박은 시장에서 어느정도 가치를 인정받고 있을까? 크게 전해액, 양극재/음극재, 동박, 분리막, 바인더 5 가지로 소재를 분류해 주요 기업들의 2021 년 fwd PER 를 기준으로 나열해보았다. 전해액 기업에는 광저우 텐치, 선전 캅캅 기술 / 양극재 및 음극재 생산 기업에는 포스코케미칼, 닝보 산산, 유미코아 / 동박 기업에는 일진머티리얼즈, 후루카와 / 분리막 기업엔 시니어 테크, 아사히카세이 / 바인더 기업에는 Zeon, Solvay, KUREHA 를 포함시켰다.

산출 결과 전해액이 46.7 로 가장 높았고 동박이 25.9 를 기록했다. 이를 이유로 무조건적인 프리미엄 상향을 이야기할 수는 없지만 개선 여지는 이야기할 수 있다. 전해액과 비교해 유사한 시장 사이즈를 가진 동박. 그리고 Seller Market 에 가까운 동박의 특성을 감안하면 배터리 소재로서 Multiple 상향의 여지는 열려있다는 판단이다.

#### 주요 배터리 소재별 Valuation 평가 - Multiple 상향 여지 존재



자료: Bloomberg, SK 증권  
 주: 2020 년 10 월말 기준 산정

### (3) 반도체 성장과 궤를 같이할 반도체 소재 기대감

또 하나 SKC 가 키우고 있는 사업부가 바로 반도체 소재 사업부이다. 반도체 소재 사업부는 크게 SKC 솔믹스 + SK 텔레시스를 중심으로 한 세라믹 부문 그리고 본사 중심의 CMP 패드 및 슬러리 부문이다.

세라믹 소재에는 Si, SiC, Quartz 류 등이 있다. 그리고 이들은 반도체 제조 장비의 소재로 투입된다. SKC 솔믹스가 제공한 자료에 따르면 짧게는 200 시간 그리고 길게는 1년으로 소모성을 가진 소재들이다. 따라서 반도체 시장의 성장과 그 궤를 같이 할 것으로 판단한다. 거기에 최근 SKC 솔믹스를 비상장으로 전환, 100% 자회사 전환을 했다. 1 분기내로 절차를 마무리할 예정으로 반도체 소재 부문을 더욱 키우려는 의지로 확인된다.

또한 소재에 더해 CMP 패드 분야의 확대가 예상된다. 올해 2 분기부터 천안 제 2 공장이 양산이 개시되면 CMP의 생산능력은 기존 연간 5 만매에서 12 만매까지 점진적인 생산 확대가 전망된다. 최근 메모리 반도체 적층수 증가에 CMP 패드 및 슬러리 수요도 양호할 것으로 판단한다.

SKC 세라믹 소재 용도: 챔버 내 장비 소재

주요 제품군	특징
Si	Hot edge ring(200 시간) ~ Electrode(500 시간)
SiC	Upper ring(500 시간) ~ Baffle(6 개월~1 년)
Al2O3	Upper/Lower Confinement Ring(300 시간) Lift Pin(3 개월) Inner/Outer Focus Ring(6 개월)

자료: SKC 솔믹스, SK 증권

SKC 솔믹스 통합으로 반도체 소재 부문 강화

SKC, 반도체 소재·부품 SKC 솔믹스로 통합

23일 SKC는 이사회를 열고 반도체 소재·부품 사업을 SKC 솔믹스에 현물 출자하기로 했다. 대상은 CMP 패드, 블랭크 마스크, 웨트 케미칼 등이다. 평가금액은 약 1513 억원이다.

법원 인가 결정, 기업결합 신고 등 필요한 사전 절차는 내년 1 분기까지 마친다. 이후 SKC 솔믹스가 발행하는 신주 8094 만여주를 받으며 모든 절차를 마무리할 방침이다. **SKC 솔믹스는 통합 이후 SKC 반도체 분야 투자사로 사업을 확장한다는 계획이다.**

자료: Thelec(2020.12.23), SK 증권

## 2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	QoQ	2019	2020E	2021E
매출액	707.1	661.1	656.2	723.5	816.5	15.5%	12.9%	2,539.8	2,857.3	2,977.3
영업이익	33.2	27.4	49.9	55.3	71.9	116.3%	30.0%	155.1	204.6	294.5
영업이익률	4.7%	4.2%	7.6%	7.6%	8.8%	4.1%	1.2%	6.1%	7.2%	9.9%
세전이익	-5.2	141.2	14.3	23.1	19.8	흑전	-14.4%	73.3	198.4	196.5
세전이익률	-0.7%	21.4%	2.2%	3.2%	2.4%	3.2%	-0.8%	2.9%	6.9%	6.6%
지배주주순이익	5.7	79.2	-3.0	2.6	12.3	116.2%	376.9%	59.7	91.2	119.4
지배주주순이익률	0.8%	12.0%	-0.5%	0.4%	1.5%	0.7%	1.2%	2.4%	3.2%	4.0%
<b>사업부별 매출액</b>										
Industry 소재(구 필름)	244	256	230	273	276	13.3%	1.1%	1,022	1,035	934
Mobility 소재	0	71	76	103	114	-	10.3%	-	364	496
반도체소재	93	84	101	104	111	19.9%	6.4%	332	400	520
화학	188	188	163	185	206	9.6%	11.6%	777	743	758
기타	135	62	86	58	109	-19.4%	88.1%	416	315	270
<b>사업부별 영업이익</b>										
Industry 소재(구 필름)	4.9	11.3	13.8	16.9	17.0	246.5%	0.5%	33.8	59.0	63.4
이익률	2.0%	4.4%	6.0%	6.2%	6.1%	4.1%	0.0%	3.3%	5.7%	6.8%
Mobility 소재	-	6.7	13.1	15.2	21.1	-	38.9%	-	56.1	90.0
이익률	-	9.4%	17.2%	14.7%	18.6%	-	3.8%	-	15.4%	18.2%
반도체소재	-4	1.1	3.9	6.3	4.8	흑전	-23.4%	-4.8	16.1	32.7
이익률	-4.3%	1.3%	3.9%	6.0%	4.4%	8.7%	-1.7%	-1.4%	4.0%	6.3%
화학	23.8	17.5	22.4	25.3	28.3	19.0%	12.0%	105.5	93.5	119.8
이익률	12.6%	9.3%	13.7%	13.7%	13.7%	1.1%	0.0%	13.6%	12.6%	15.8%
기타	5.4	-6.4	-3.3	-8.4	0.7	-87.8%	흑전	20.6	-17.4	-11.5
이익률	4.0%	-10.3%	-3.8%	-14.5%	0.6%	-3.4%	15.1%	5.0%	-5.5%	-4.2%

자료 SKC, SK 증권 추정

### 3. Valuation

#### SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
화학	195	8.4	837	화학사업부 이익 중심 '15~16 평균 * PIC 글로벌 51% 지분 반영"
Mobility	139	13.3	1,849	일진머티리얼즈, 두산솔루스
인더스트리 소재	156	6.7	1,043	"PET Film 주요 Peer Ester Industries, Toray, 코오롱인더"
반도체 소재	84	17.0	1,426	SKC 솔믹스 기준 추정
통신	15	13.5	197	솔리드
Peer Valuation 영업가치 (A*1)			5,352	
DCF 영업가치 (A*2)			8,193	* 3년추정 / 7년(+3.5%) / 20년(+3.0%) / 1% 영구성장
추정 Enterprise Value(A)			6,773	A*1, A*2 평균
순부채(B)			2,346	3Q20
우선주 시가총액(C)			0	2021-01-04 기준
관계주식(D)			231	3Q20
보통주 유통 주식수(천주)(E)			35,421	
추정 금액(원) [(A-B-C+D)/E]			<b>131,499</b>	
<b>Target price(원)</b>			<b>130,000</b>	
현 주가(원)			101,500	2021-01-04 기준
Upside(%)			28%	

자료: SK 증권 추정

## DCF Valuation

(단위: 십억원)

FCF	2021E	2022E	2023E	Terminal Value
Forecasted Value	-3	27	123	9,223
Discounted Value as of 4Q20E	-3	25	109	5,398
Sum of Discounted Value(A)	5,529			
2020E EBITDA(B)	398			
<b>Target EV/EBITDA(=A/B)</b>	<b>14</b>			
12M fwd EBITDA	589			
<b>Enterprise Value (DCF*)</b>	<b>8,193</b>			
g* Average Growth rate	3.5%	* '24~'30		
g** Average Growth rate	3.0%	* '30~'50		
g (Implied growth rate)	1.0%			
<b>WACC</b>	<b>4.1%</b>			
<b>Cost of equity</b>	6.9%	* 5년 평균		
Risk Free rate	2.1%			
Market Risk Premium	5.0%			
Beta	0.95			
<b>Cost of Debt</b>	3.4%	* 2020년 추정		
Target Debt/Equity	183%	* 3Q20		
Weight of Equity	0.4			
Weight of Debt	0.6			

자료: SK증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10년물 5년 평균

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2021.01.05	매수	130,000원	6개월		
2020.12.28	담당자 변경				
2020.09.28	매수	100,000원	6개월	-16.79%	-6.00%
2020.03.30	매수	53,000원	6개월	24.81%	83.02%
2019.10.07	매수	45,000원	6개월	-4.33%	30.89%
2019.07.02	매수	45,000원	6개월	-14.14%	4.22%
2019.04.01	매수	45,000원	6개월	-22.73%	-12.00%



### Compliance Notice

- 작성자(박한샘)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 1월 5일 현재 SKC(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 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
<b>유동자산</b>	910	993	1,279	1,297	1,383
현금및현금성자산	160	80	88	66	66
매출채권및기타채권	344	379	437	456	495
재고자산	353	386	445	464	504
<b>비유동자산</b>	2,923	2,980	4,409	4,571	4,726
장기금융자산	6	7	3	3	3
유형자산	1,979	2,116	2,434	2,706	2,932
무형자산	233	255	1,372	1,279	1,206
<b>자산총계</b>	3,833	3,973	5,688	5,868	6,109
<b>유동부채</b>	1,082	1,043	1,828	1,855	1,908
단기금융부채	615	681	1,354	1,364	1,380
매입채무 및 기타채무	388	297	343	358	388
단기충당부채	1	9	10	11	12
<b>비유동부채</b>	1,057	1,203	1,800	1,852	1,915
장기금융부채	843	1,007	1,543	1,593	1,634
장기매입채무 및 기타채무	3	2	2	2	2
장기충당부채	4	4	5	6	6
<b>부채총계</b>	2,138	2,247	3,628	3,707	3,823
<b>지배주주지분</b>	1,533	1,559	1,839	1,910	2,004
자본금	188	188	188	188	188
자본잉여금	140	141	332	332	332
기타자본구성요소	-108	-108	-62	-62	-62
자기주식	-62	-62	-62	-62	-62
이익잉여금	1,325	1,350	1,405	1,489	1,597
비지배주주지분	162	167	221	251	282
<b>자본총계</b>	1,695	1,726	2,060	2,161	2,286
<b>부채외자본총계</b>	3,833	3,973	5,688	5,868	6,109

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	271	73	29	493	481
당기순이익(손실)	141	67	121	149	173
비현금성항목등	201	252	250	418	414
유형자산감가상각비	119	134	160	158	164
무형자산감가상각비	8	9	33	114	93
기타	42	45	-176	13	13
운전자본감소(증가)	-31	-212	-301	-27	-51
매출채권및기타채권의 감소(증가)	21	-21	-9	-18	-39
재고자산감소(증가)	-52	-32	-60	-19	-40
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-105	33	14	30
기타	-23	-54	-264	-4	-3
법인세납부	-39	-34	-42	-48	-55
<b>투자활동현금흐름</b>	-201	-247	-1,245	-440	-402
금융자산감소(증가)	-1	-7	-11	0	0
유형자산감소(증가)	-181	-254	-379	-430	-390
무형자산감소(증가)	-19	-26	-21	-21	-21
기타	0	39	-835	11	9
<b>재무활동현금흐름</b>	-86	93	693	-74	-79
단기금융부채증가(감소)	-499	-184	71	9	16
장기금융부채증가(감소)	499	374	978	50	41
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-35	-39	-39	-35	-35
기타	-52	-59	-316	-98	-100
<b>현금의 증가(감소)</b>	-16	-80	8	-22	1
기초현금	176	160	80	88	66
기말현금	160	80	88	66	66
FCF	58	-214	-128	18	45

자료 : SKC, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	2,768	2,540	2,857	2,977	3,231
<b>매출원가</b>	2,289	2,097	2,311	2,329	2,518
<b>매출총이익</b>	479	443	547	649	713
매출총이익률 (%)	17.3	17.4	19.1	21.8	22.1
<b>판매비와관리비</b>	278	288	342	354	384
<b>영업이익</b>	201	155	205	294	330
영업이익률 (%)	7.3	6.1	7.2	9.9	10.2
<b>비영업손익</b>	-19	-82	-6	-98	-102
순금융비용	51	55	90	90	94
외환관련손익	-1	2	4	4	4
관계기업투자등 관련손익	63	-1	-21	-1	-1
<b>세전계속사업이익</b>	182	73	198	197	228
세전계속사업이익률 (%)	6.6	2.9	6.9	6.6	7.1
<b>계속사업법인세</b>	41	6	67	48	55
<b>계속사업이익</b>	141	67	131	149	173
<b>중단사업이익</b>	0	0	-10	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	141	67	121	149	173
순이익률 (%)	5.1	2.7	4.2	5.0	5.4
<b>지배주주</b>	121	60	91	119	143
지배주주귀속 순이익률(%)	4.36	2.35	3.19	4.01	4.43
<b>비지배주주</b>	20	8	30	30	30
<b>총포괄이익</b>	134	70	108	136	160
<b>지배주주</b>	114	61	78	106	130
<b>비지배주주</b>	20	8	30	30	30
<b>EBITDA</b>	328	298	398	567	587

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.3	-8.2	12.5	4.2	8.5
영업이익	14.5	-22.9	31.9	43.9	11.9
세전계속사업이익	0.8	-59.7	170.5	-0.9	15.9
EBITDA	10.0	-9.0	33.2	42.5	3.5
EPS(계속사업)	9.6	-50.5	70.3	17.4	19.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.1	3.9	5.4	6.4	7.3
ROA	3.8	1.7	2.5	2.6	2.9
EBITDA마진	11.9	11.8	13.9	19.0	18.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	84.2	95.2	69.9	69.9	72.5
부채비율	126.2	130.1	176.1	171.5	167.3
순차입금/자기자본	76.5	92.6	135.5	132.9	128.2
EBITDA/이자비용(배)	6.3	5.3	4.1	5.8	5.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,213	1,591	2,709	3,181	3,814
BPS	40,835	41,542	49,002	50,883	53,396
CFPS	6,592	5,410	7,571	10,434	10,667
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	15.3	32.1	35.8	31.9	26.6
PER(최저)	10.0	19.1	10.4	31.9	26.6
PBR(최고)	1.2	1.2	2.0	2.0	1.9
PBR(최저)	0.8	0.7	0.6	2.0	1.9
PCR	5.4	9.4	12.4	9.7	9.5
EV/EBITDA(최고)	10.2	12.4	16.8	12.3	12.1
EV/EBITDA(최저)	8.3	9.8	10.3	12.3	12.1



# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**박한샘**

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

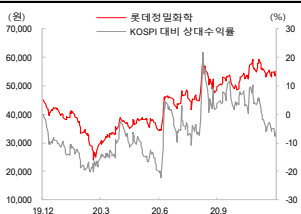
### Company Data

자본금	129 십억원
발행주식수	2,580 만주
자사주	33 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,422 십억원
주요주주	
롯데케미칼(외1)	31.13%
국민연금공단	12.65%
외국인지분률	23.00%
배당수익률	3.10%

### Stock Data

주가(21/01/04)	55,100 원
KOSPI	2944.45 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	59,600 원
52주 최저가	23,900 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.4%	-9.5%
6개월	60.2%	17.6%
12개월	22.3%	-6.5%

## 롯데정밀화학 (004000/KS | 매수(신규편입) | T.P 74,000 원(신규편입))

### 주목해야 할 우등생

4Q 영업이익은 287 억원이 예상돼 컨센서스를 소폭 하회하는 실적 기대. ECH 가격 상승 중이나 1 분기가 되어야 회복 분이 모두 반영될 것으로 보기 때문. 그럼에도 화학사업부의 가격 반등 및 미국/유럽의 건설 경기 회복에 따른 셀룰로스 실적 개선 여지는 긍정적. 또한, 하반기 셀룰로스 증설효과 반영돼 스페셜티 확대의 시작이 될 전망. PBR-ROE 적용 Target PBR 1.12 부여해 목표주가 74,000 원, 투자 의견 매수로 신규 커버리지 개시함

### 당장의 실적보다는 하반기부터 실적 바라보아야

4분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 3,005 억원, 287 억원이 예상돼 12/31 일 기준 컨센서스(3,133 억원 / 316 억원)을 소폭 하회할 것으로 예상된다. 염소 계통은 ECH 가격의 반등이 이루어지고 있으나 아직은 가격 회복 중으로 그 효과는 다음 1 분기에 본격적으로 반영될 전망이다. 암모니아도 가격 상승 반영돼 이전 분기 대비 개선 예상된다. 셀룰로스는 미국, 유럽 건축경기 회복에 일부 산업용 제품 매출 개선이 기대된다. 또한, 식의약품은 증설효과 전까지 현 생산능력(8 천톤) 수준에서 매출이 유지될 전망이다.

### 2021 년 하반기를 시작으로 셀룰로스 Top Tier 로 한 걸음

동사는 2030 년까지 스페셜티의 비중을 70%로 확대함과 동시에 범용성제품의 비중을 축소할 계획이다. 그리고 그 계획의 시작이 바로 셀룰로스 제품이다. 글로벌 Peer 에 견주어 볼 때 높은 마진과 낮은 유가 민감도를 가질 수 있는 사업으로 판단한다. 현재 증설 중인 메셀로스(13.8kt), 애니코트(1.9kt)이 하반기 본격 반영될 시 이익의 크기와 이익률 모두 개선 여지가 커 셀룰로스를 시작으로 specialty 변화가 기대된다.

### 투자 의견 매수, 목표주가 74,000 원, 신규 커버리지 개시

현재 회복중인 암모니아, 염소 부문의 가격과 하반기 본격적으로 비중이 커질 셀룰로스 부문의 실적 기여가 동사의 주목할 포인트이다. Shin-etsu, Dupont 등 글로벌 Specialty 에 가까워지는 모양새이다. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.12 를 부여했다. 이에 목표주가 74,000 원, 투자 의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	1,160	1,372	1,311	1,260	1,322	1,432
yoy	%	4.4	18.3	-4.4	-3.9	4.9	8.3
영업이익	십억원	111	211	190	140	172	207
yoy	%	273.5	89.6	-10.0	-26.4	23.3	20.1
EBITDA	십억원	187	292	282	242	286	356
세전이익	십억원	111	275	225	210	211	244
순이익(지배주주)	십억원	89	215	168	155	160	185
영업이익률%	%	9.6	15.4	14.5	11.1	13.0	14.4
EBITDA%	%	16.1	21.3	21.5	19.2	21.6	24.9
순이익률	%	7.7	15.7	12.8	12.3	12.1	12.9
EPS(계속사업)	원	3,459	8,330	6,526	6,020	6,191	7,179
PER	배	18.8	4.9	6.9	9.2	8.9	7.7
PBR	배	1.4	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	8.6	2.8	2.8	4.0	3.6	2.5
ROE	%	7.7	16.7	11.7	10.1	9.7	10.5
순차입금	십억원	-77	-236	-370	-453	-404	-545
부채비율	%	37.6	23.4	20.1	16.4	19.0	19.4

## 1. Highlight View 3

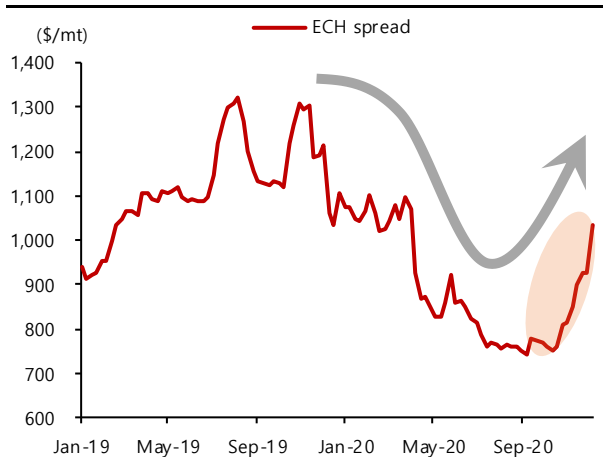
### (1) 최악에선 벗어난 ECH, 안정적 가성소다 판매가

염소 계열의 마이너스로 작용을 했던 ECH 가격이 지난 4~9월 \$1,200/t 선에서 머무른 이후 12월 중순 \$1,650/t 까지 회복했다. 2020년 하반기에 접어들면서 경기 회복 여파로 페인팅/코팅에 쓰이는 에폭시 가격이 상승하면서 동반 증가한 것으로 보인다.

가성소다는 ECH, PVC 등을 만들 때 나오는 부산물로 주로 AN(Acrylonitrile)를 포함 여러 화학제품을 만들 때 사용된다. 가성소다 가격은 2019년도 초 이후 공급과잉의 압박을 받았다. 최근 소폭 가격 반등에 성공한 모습이나 PVC 등을 생산하는 과정의 부산물에 속하는 만큼 화학 산업의 전반적인 공급과잉 여파를 함께 받을 것으로 전망된다. 다만, 국제가격 대비 내수 가격이 더 높게 책정되고 있다는 점이 특징이다. 국제 가격 하락세에도 다소 안정적인 실적 기여가 가능할 전망이다.

또 하나의 변수도 존재한다. 가성소다의 반도체 및 알루미늄 세척(에칭) 수요다. 2017년도 말 가성소다의 가격이 일시적으로 튀었던 이유 중 하나이다. PVC 등 대부분 화학제품의 capacity 확대는 2022년까지 빠르게 증가하기에 공급 측면의 이슈는 제한될 것으로 판단하나 지속 성장세를 보여주는 반도체 및 자동차의 알루미늄 비중 확대로 수요 개선에 따른 잠재적 기회가 있다는 판단이다.

ECH Spread 빠르게 복구 중



자료 : Cischem, SK 증권  
주: 원단위 고려 프로필렌과의 Spread

가성소다 가격 추이



자료 : Cischem, SK 증권

## (2) 남들이 하지 않는 도전, 셀룰로스를 통한 체질개선

셀룰로스는 목재 및 면화에서 나온 펄프(Pulp)를 이용해 만든 천연고분자 이다. 천연고분자이기에 그린소재로 불리기도 한다. 셀룰로스 계열의 주된제품군에는 메셀로스와 헤셀로스가 있다. 메셀로스는 산업용으로 쓰일 경우 시멘트의 첨가제로 사용된다. 시멘트에 첨가제를 넣지 않을 시 금방 굳어 버리기에 보습제 역할을 할 수 있는 첨가제 수요가 존재한다. 또한 물성 향상으로 타일이 덜 미끄러지는 효과가 있다. 헤셀로스는 페인트에 사용되고 그 효과는 유사하다.

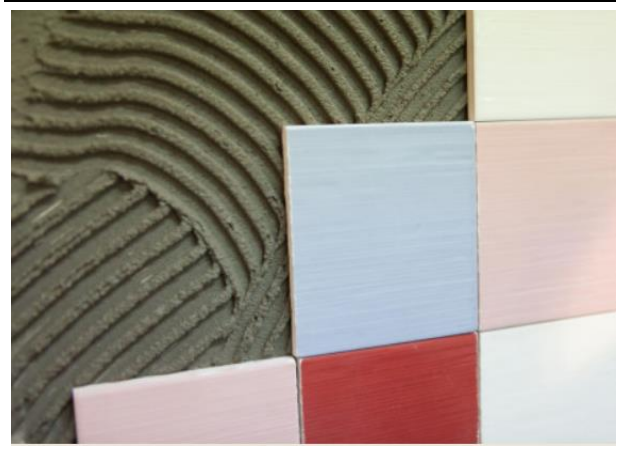
또한, 롯데정밀화학은 MC(Methyl Cellulose)를 이용해 위 산업용 MC(메셀로스)와 식의약품 MC 를 만든다. 이는 의약품의 코팅(애니코트)에 쓰이거나 글루텐, 면류 등에 첨가제(애니애디)로 쓰인다. 의약품에 코팅을 할 시 의약품 자체의 냄새를 억제하거나 장까지 약이 원활히 도달하도록 돕는 역할을 한다. 반면, 글루텐 및 면류 등에 쓰이는 애니애디는 식품의 질감을 개선하는데 활용된다. 최근 시장의 주목을 받았던 대체육에도 쓰이는 것도 애니애디다.

펄프(Pulp) 이미지



자료: Google, SK 증권

메셀로스 사용 사례 사진(타일 부착)

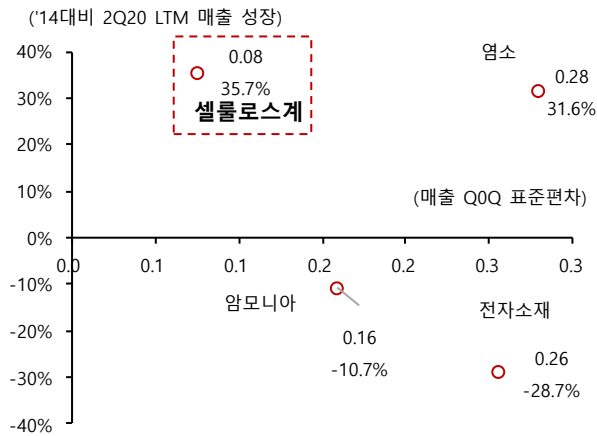


자료: 롯데정밀화학, SK 증권

향후 셀룰로스는 앞으로 스페셜티 기업으로의 전향에 핵심적인 역할을 할 수 있을 것으로 기대한다. 사업부 별 영업이익을 제공치 않고 있기에 매출의 신장 여부와 매출의 변동폭을 살펴보았을 때 셀룰로스는 타 사업부 대비해 가장 양호한 수치를 보였다. 2014년 대비 35.7%의 매출 시장을 보여주면서도 매출의 변동성은 0.08을 기록했다.

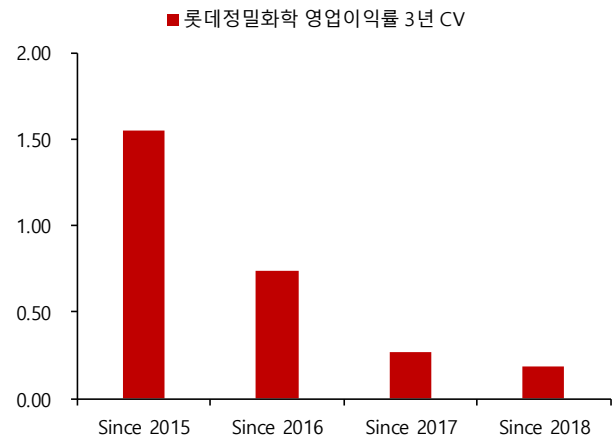
그리고 이는 전사 영업이익에도 영향을 미쳤다. 3년기준 영업이익률의 분기별 CV(변동치)를 살펴본 결과 2015년 이후 꾸준히 줄어들어 2018년부터 2020년까지 CV는 0.19를 기록했다. 즉, 실제 사업부를 기준으로도 셀룰로스 사업부는 스페셜티 제품군의 특징을 잘 반영하고 있다.

**매출기준 성장성 대비 낮은 변동성을 보여준 셀룰로스/메셀로스**



자료: Dart, 롯데정밀화학, SK 증권

**영업이익률 변동성(CV) 개선세**



자료: Dataguide, SK 증권

셀룰로스의 스페셜티 가능성은 글로벌 Peer 들을 통해서도 확인가능하다. 셀룰로스 제품들을 생산하는 Dupont, Shin-etsu, Eastman 의 지난 실적과 비교해 현재 롯데정밀화학의 위치와 방향성을 파악 하고자 했다. 검증을 위해 각 기업들 중에서 셀룰로스와 연관된 사업부를 분리해 영업이익률과 변동성을 확인했다. 신에츠의 경우 Specialty Chemicals 사업부를 Dupont 은 Nutrition & Biosciences 를, Eastman 은 전사 제품에 전향적으로 쓰여 전사를 기준으로 확인했다

**글로벌 주요 셀룰로스계 제품 생산 스페셜티 기업**

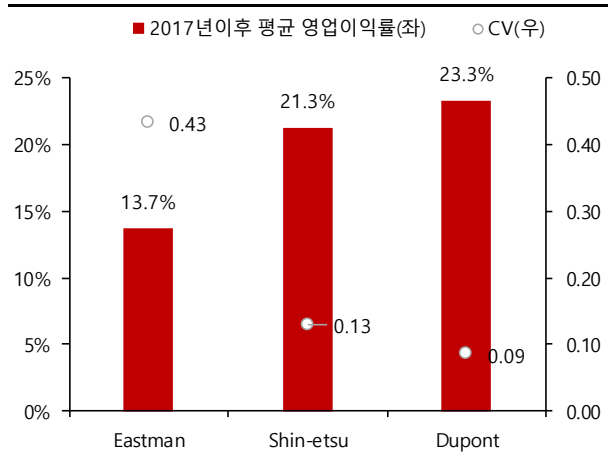
글로벌 Peer	셀룰로스계 주요 제품/사업부
Dupont	Nutrition & Biosciences (METHOCEL™ cellulose ethers)
Shin-Etsu	Personal care & METOLOSE® for Pharmaceutical METOLOSE® Food Grade
Eastman	cellulose esters for bio /cellulose esters for coatings and inks

자료: 각 업체, SK 증권

2017 년 이후 실적을 확인한 결과 세 기업의 평균 영업이익률은 19.4% 로 매우 높은 수준을 기록했다. 또한, 영업이익률의 변동성 자체도 평균 0.22 을 기록해 매우 낮은 수치를 보였다. 즉, 글로벌 기업들을 살펴봐도 셀룰로스 제품의 스페셜티로서 가치는 충분하다는 판단이다.

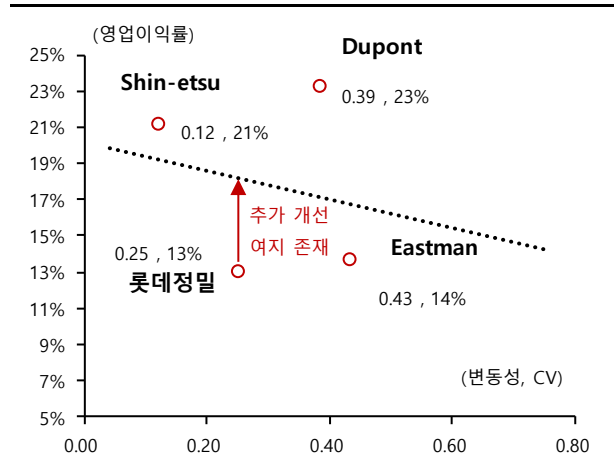
그리고 현재 롯데정밀화학은 2021 년까지 각각 13.8 천톤, 1.9 천톤으로 총합 15.7 천톤에 가까운 메셀로스/식의약품 증설을 앞두고 있다. 미국, 유럽에 이어 남미, 중동 등에도 판로를 개척을 통한 추가적인 매출 및 이익기여도 향상이 예상된다. 롯데정밀화학은 현재의 수준에서 더 높은 그린소재(셀룰로스) 비중 확대로 스페셜티 프리미엄을 부여 받을 수 있다는 판단이다

주요 글로벌 Peer 의 영업이익률 및 변동성



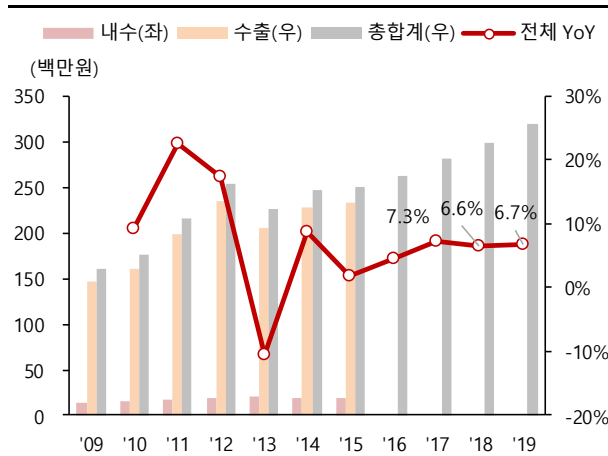
자료: Dart, SK 증권

글로벌 Peer 와 롯데정밀화학의 위치



자료: Dart, SK 증권

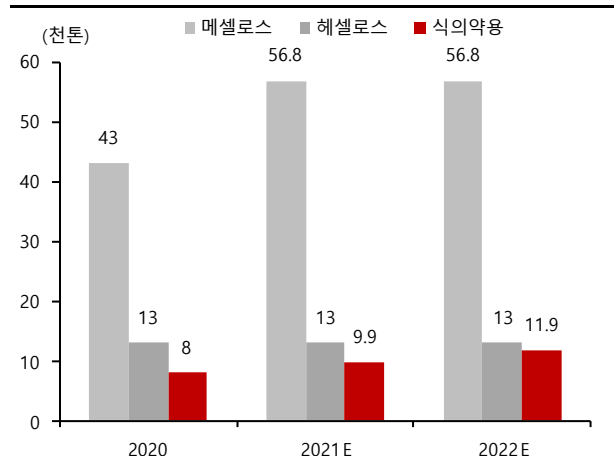
높은 수출 비중과 신규 판로개척에 매출 7% 성장



자료: Dart, SK 증권

주: 매출은 메셀로스/애니코트

셀룰로스 증설 계획



자료 : 롯데정밀화학, SK 증권

주: 증설은 준공 연도 기준

### (3) 자본금의 19.42% 투자, 솔루션 첨단소재 간접투자

솔루션 첨단소재(구 두산솔루션) 지분(53%)을 확보한 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자에 자본금의 19.42%, 2,900 억원 투자를 결정했다.

LP로 투자했기에 경영권에 대한 취득 가능성은 제한적이다. 또한 옵션과 같은 기타 여지도 기록해두지는 않았다. 다만, 그 금액의 수준에서 롯데정밀화학이 앞으로 계획하는 투자의 방향성 정도는 파악할 수 있으리라 판단한다. 2,900 억원은 전체 자기자본대비 19.42%에 달할 만큼 매우 높은 수준이다. 또한, 총 자산 대비해서도 16%에 달할 만큼 매우 큰 금액이다. 앞으로의 방향성을 보여주는 투자였다는 평가다.

최근 (주)롯데는 앞서도 언급했듯이 스페셜티 및 하이브리드로의 변화를 시도하고 있다. 따라서 이번 롯데정밀화학의 솔루션 첨단소재 간접투자도 이와 맥락을 같이하는 것으로 파악된다.

#### 롯데정밀화학, 스카이레이크(PEF)를 통한 두산솔루션 투자 결정

롯데정밀화학, 두산솔루션 인수 참여...2 천 900 억원 투자

(전략) 롯데정밀화학은 스카이레이크 사모투자펀드(PEF)기 설립한 경영참여형 사모집합투자사 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합작회사에 2천900 억원을 출자한다고 23일 공시했다. 이 펀드는 사모펀드인 스카이레이크 인베스트먼트가 두산솔루션 인수를 위해 설립하는 펀드다. 펀드금액 약 7 천억원 중 2 천 900 억원을 롯데정밀화학이 투자함으로써 두산솔루션 지분 약 20%를 인수하게 되는 방식이다. (후략)

자료: 매일경제(2020.09.23), SK 증권

#### 주요 공시 내용

분류	내용
회사명	스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합작회사
주요사업	경영참여형 사모집합투자
취득금액(원)	290,000,000,000
자기자본(원)	1,493,112,848,324
자기자본대비(%)	19.42
취득방법	현금출자
취득목적	투자수의 창출을 위하여 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합작회사에 유한책임사원으로 참여

자료: Dart, SK 증권

적지 않은 금액인 만큼 재무적 투자로도 그 효과가 클 것으로 판단한다. 따라서, 이를 수치로 확인해보기 위해 PEF 투자로 얻게 될 수 있는 수익성에 대해 대략적으로나마 평가해보았다. 투자의 성과는 선불리 짐작하기는 어렵지만 그 투자의 방향성이 동사에 게 긍정적으로 작용하리라는 점에는 근거가 될 수 있다고 판단한다.

## 스카이레이크 PEF(솔루션스 첨단소재) 투자 성과 전망

(십억원)	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25
EV/EBITDA	25	25	25	25	25	25
EBITDA(연간)	67	95	133	178	229	276
D&A(연간)	15	15	15	15	15	15
Forecasted EV(Annual)	1,446	2,060	2,874	3,856	4,954	5,967
EV change	(1,446)	614	814	983	1,098	1,013
IRR		42.5%	41.0%	38.7%	36.0%	32.8%
Discount rate (WACC)	* EV/EBITDA 는 2Q20 으로 산정					
<b>8.5%</b>	* WACC: 8.5% (=COE(9.5%)*(0.86)+COD(2.16%)*(0.14))					
Multiple momentum		1.12	1.44	1.78	2.10	2.34
Valuation(선정 Multiple. Max)	2.34					
	GP 운용수수료율		관리	2%	(성과)	20%
예상 Book value gain	304	자기자본	1,582	Price Premium		
현재가치화	<b>2020 평균 PBR</b>		0.75	= PBR* (book value gain / 자기자본) *100 (%)		
	<b>Book value 반영</b>		1,886			
	<b>Price premium</b>		16.2%			

자료: SK 증권 추정

## 2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	YoY	QoQ	2019	2020E	2021E
매출액	329.6	349.9	293.2	316.7	300.5	-8.9%	-5.1%	1,311.3	1,260.3	1,321.8
영업이익	48.4	51.0	33.9	25.9	28.7	-40.6%	11.0%	189.7	139.5	172.0
영업이익률	14.7%	14.6%	11.6%	8.2%	9.6%	-5.1%	1.4%	14.5%	11.1%	13.0%
세전이익	50.8	64.6	86.4	28.6	30.5	-39.9%	6.6%	224.9	210.1	210.7
세전이익률	15.4%	18.4%	29.5%	9.0%	10.2%	-5.3%	1.1%	17.1%	16.7%	15.9%
지배주주순이익	38.9	43.1	65.0	24.1	23.1	-40.5%	-4.1%	168.4	155.3	159.7
지배주주순이익률	11.8%	12.3%	22.2%	7.6%	7.7%	-4.1%	0.1%	12.8%	12.3%	12.1%
<b>사업부별 매출액</b>										
암모니아	112	127	91	109	100	-11.3%	-8.6%	434	426	436
염소(ECH,가성소다)	128	123	107	111	104	-19.0%	-6.9%	513	445	433
셀룰로스/메셀로스	79	89	84	88	88	11.8%	0.3%	320	349	411
기타	11	11	12	9	9	-13.1%	5.7%	44	41	41
<b>사업부별 매출 비중</b>										
암모니아	34.1%	36.2%	30.9%	34.4%	33.2%	-0.9%	-1.3%	33.1%	33.8%	33.0%
염소(ECH,가성소다)	38.8%	35.0%	36.6%	35.1%	34.5%	-4.3%	-0.6%	39.2%	35.3%	32.8%
셀룰로스/메셀로스	23.9%	25.5%	28.5%	27.7%	29.3%	5.4%	1.6%	24.4%	27.7%	31.1%
기타	3.2%	3.3%	4.0%	2.8%	3.1%	-0.2%	0.3%	3.4%	3.3%	3.1%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권 추정



### 3. Valuation

#### PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.5%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	9.5%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.5
Target P/B	1.12
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	65,618
적정주가 (단위: 원)	73,812
<b>Target Price (단위: 원)</b>	<b>74,000</b>
현재주가(2021-01-04) (단위: 원)	55,100
상승여력	34.3%

자료: SK 증권 추정

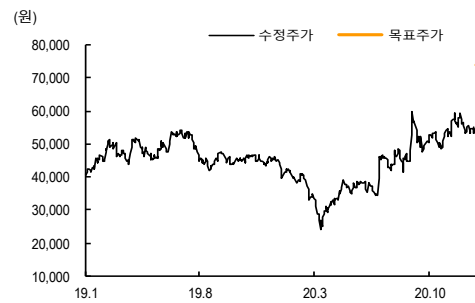
주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

#### Target ROE

	2019	4Q21E	4Q22E	4Q23E
ROE(지배주주지분)	11.7%	9.7%	10.5%	12.2%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	10.5%			

자료: SK 증권 추정

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.01.05	매수	74,000원	6개월		



### Compliance Notice

- 작성자(박한샘)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 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의건은 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
<b>유동자산</b>	716	861	877	913	1,094
현금및현금성자산	7	11	48	16	162
매출채권및기타채권	220	214	195	231	250
재고자산	172	178	162	192	208
<b>비유동자산</b>	984	932	980	1,112	1,095
장기금융자산	12	10	11	11	11
유형자산	702	671	742	838	790
무형자산	26	24	22	19	16
<b>자산총계</b>	1,700	1,793	1,857	2,025	2,189
<b>유동부채</b>	229	283	182	216	234
단기금융부채	1	86	3	4	4
매입채무 및 기타채무	121	120	109	129	140
단기충당부채	28	28	25	30	32
<b>비유동부채</b>	94	17	79	107	122
장기금융부채	80	3	54	71	76
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	6	6	7	8
<b>부채총계</b>	322	300	262	323	355
<b>지배주주지분</b>	1,378	1,493	1,595	1,702	1,834
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본구성요소	-9	-9	-9	-9	-9
자기주식	-9	-9	-9	-9	-9
이익잉여금	946	1,063	1,175	1,292	1,433
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,378	1,493	1,595	1,702	1,834
<b>부채외자본총계</b>	1,700	1,793	1,857	2,025	2,189

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	241	185	206	203	278
당기순이익(손실)	215	168	155	160	185
비현금성항목등	85	125	97	126	171
유형자산감가상각비	77	90	100	111	148
무형자산상각비	4	3	3	2	2
기타	25	12	8	-1	-1
운전자본감소(증가)	-55	-33	-5	-36	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-25	3	17	-36	-19
재고자산감소(증가)	-32	-8	15	-30	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	10	-7	-29	20	11
기타	-8	-22	-8	9	5
법인세납부	-4	-75	-42	-46	-59
<b>투자활동현금흐름</b>	-143	-131	-84	-208	-92
금융자산감소(증가)	-86	-135	-15	0	0
유형자산감소(증가)	-95	-71	-158	-207	-100
무형자산감소(증가)	0	2	0	0	0
기타	38	74	89	-1	7
<b>재무활동현금흐름</b>	-223	-51	-85	-27	-40
단기금융부채증가(감소)	3	1	2	1	0
장기금융부채증가(감소)	-200	-7	-42	17	5
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	-43	-43	-43	-43
기타	-6	-2	-1	-2	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	-125	4	37	-31	145
기초현금	132	7	11	48	16
기말현금	7	11	48	16	162
FCF	161	125	69	3	188

자료 : 롯데정밀화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	1,372	1,311	1,260	1,322	1,432
<b>매출원가</b>	1,071	1,028	1,027	1,053	1,121
<b>매출총이익</b>	300	283	233	269	311
매출총이익률 (%)	21.9	21.6	18.5	20.3	21.7
<b>판매비와관리비</b>	89	94	94	97	105
<b>영업이익</b>	211	190	140	172	207
영업이익률 (%)	15.4	14.5	11.1	13.0	14.4
<b>비영업손익</b>	65	35	71	39	38
순금융비용	-2	-5	-6	-6	-5
외환관련손익	0	0	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	79	31	64	31	31
<b>세전계속사업이익</b>	275	225	210	211	244
세전계속사업이익률 (%)	20.1	17.2	16.7	15.9	17.1
<b>계속사업법인세</b>	60	57	55	51	59
<b>계속사업이익</b>	215	168	155	160	185
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	215	168	155	160	185
순이익률 (%)	15.7	12.8	12.3	12.1	12.9
<b>지배주주</b>	215	168	155	160	185
지배주주귀속 순이익률(%)	15.67	12.84	12.32	12.08	12.93
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	206	159	145	150	175
지배주주	206	159	145	150	175
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	292	282	242	286	356

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	18.3	-4.4	-3.9	4.9	8.3
영업이익	89.6	-10.0	-26.4	23.3	20.1
세전계속사업이익	148.7	-18.3	-6.6	0.3	16.0
EBITDA	56.2	-3.4	-14.2	18.2	24.7
EPS(계속사업)	140.9	-21.7	-7.8	2.8	16.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.7	11.7	10.1	9.7	10.5
ROA	12.9	9.6	8.5	8.2	8.8
EBITDA마진	21.3	21.5	19.2	21.6	24.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	313.5	304.6	480.7	422.3	468.0
부채비율	23.4	20.1	16.4	19.0	19.4
순차입금/자기자본	-17.2	-24.8	-28.4	-23.8	-29.7
EBITDA/이자비용(배)	64.3	134.0	234.0	175.7	166.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,330	6,526	6,020	6,191	7,179
BPS	53,407	57,873	61,831	65,960	71,077
CFPS	11,469	10,101	9,986	10,598	12,984
주당 현금배당금	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	9.2	8.3	9.9	9.6	8.3
PER(최저)	4.7	6.0	4.0	3.9	3.3
PBR(최고)	1.4	0.9	1.0	0.9	0.8
PBR(최저)	0.7	0.7	0.4	0.4	0.3
PCR	3.6	4.5	5.5	5.2	4.3
EV/EBITDA(최고)	6.0	3.7	4.5	4.0	2.8
EV/EBITDA(최저)	2.7	2.3	0.7	0.7	0.2

**memo**

---