

SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

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

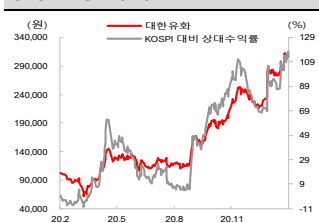
Company Data

자본금	41 십억원
발행주식수	650 만주
자사주	32 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,992 십억원
주요주주	
이순규(와12)	39.83%
국민연금공단	9.84%
외국인지분률	21.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(21/02/09)	306,500 원
KOSPI	3084.67 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	313,500 원
52주 최저가	61,500 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.5%	9.9%
6개월	164.2%	101.4%
12개월	205.0%	118.7%

대한유화 (006650/KS | 매수(유지) | T.P 390,000 원(상향))

UHMWPE 로 SPECIALTY 탈바꿈

2021 년을 기점으로 UHMWPE(초고분자 PE)의 재평가가 이루어짐. 분리막 향 UHMWPE 는 유가에 대한 비탄력성과 높은 수익성이 모두 갖추어져 스페셜티 제품에 가까움. 동사는 해당 제품 시장에서 60%에 가까운 점유율을 보유한 바, 분리막 시장 확대와 함께 스페셜티 기업 탈바꿈 기대됨. Valuation 은 점진적인 이익의 질 변화 반영한 Target PBR 1.18 부여, 목표주가 390,000 원으로 상향, 투자 의견 매수를 유지함

대표제품 PE/PP 1 분기도 견조

대표 제품인 HDPE 와 PP 의 1M lagging 마진은 올해 1 분기 누적 기준 각각 \$506.9/t, \$733.6/t 을 기록해 전 분기 대비 -6.5%, +7.5% 변동했다. HDPE 제품의 마진이 원재료 납사 가격 상승에 감소하기는 했으나 여전히 높은 수준을 기록 중이다. 다만, 지속 상승한 유가가 1 분기 실적에는 부담으로 작용할 전망이다.

UHMWPE 의 재평가가 이루어지는 2021 년

2021 년을 기점으로 UHMWPE(초고분자 PE)를 중심으로 한 스페셜티 탈바꿈이 기대된다. 현재 동사는 초고분자 PE 에서 약 60%에 달하는 시장 점유율을 확보하고 있는 것으로 파악된다. 분리막 향 초고분자 PE 는 높은 기술적 난이도가 요구될 뿐만 아니라, 분리막 업체가 소재 승인 등의 사유로 단기간 내 변경이 쉽지 않은 소재다. 또한, 분리막 업체의 원가율과 비교 시 유가에 대한 민감도가 낮은 제품으로 평가한다. 게다가 30%에 가까운 마진이 기대되는 바 스페셜티 제품의 성격이 강하다. 따라서, 현재 유가에 대한 민감도가 높은 동사의 순수화합물 성향을 스페셜티로 전향시키기 충분하다는 판단이다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 390,000 원으로 상향

아직 끝나지 않은 화학의 공급과잉 속 분리막소재의 안정적 이익 기여 예상된다. Valuation 은 점진적인 이익의 질 개선 감안해 PBR-ROE 기준 PBR(1.38)과 범용성 위주의 제품에서 분리막소재 스페셜티 주목으로 디스카운트 해소된 2021/01 PBR(1.00)의 평균인 Target PBR 1.18 부여. 이에 목표주가 390,000 원으로 상향, 투자 의견 매수 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	1,779	2,554	2,074	1,877	2,386	2,271
yoy	%	11.5	43.5	-18.8	-9.5	27.2	-4.8
영업이익	십억원	284	319	114	166	303	225
yoy	%	-17.1	12.2	-64.3	45.5	82.8	-25.8
EBITDA	십억원	379	454	261	319	456	420
세전이익	십억원	280	336	128	170	322	246
순이익(지배주주)	십억원	214	257	106	129	244	187
영업이익률%	%	16.0	12.5	5.5	8.8	12.7	9.9
EBITDA%	%	21.3	17.8	12.6	17.0	19.1	18.5
순이익률	%	12.1	10.1	5.1	6.9	10.2	8.2
EPS(계속사업)	원	32,972	39,602	16,360	19,795	37,537	28,714
PER	배	8.0	3.9	7.2	11.6	8.2	10.7
PBR	배	1.2	0.6	0.4	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	5.1	2.2	2.8	3.9	3.5	3.4
ROE	%	15.5	16.2	6.1	7.0	12.2	8.5
순차입금	십억원	212	2	-39	-234	-369	-544
부채비율	%	33.8	16.6	13.9	12.3	12.2	12.0

1. Highlight View 3

(1) 대표 제품 PE/PP 1분기 플랫

동사의 주력 제품인 HDPE와 PP의 1M lagging 마진은 올해 1분기 누적 기준 각각 \$506.9/t, \$733.6/t을 기록해 전 분기 대비 -6.5%, +7.5% 변화한 수치를 보이고 있다. 지난 가격 상승 분에 아직까지 마진은 양호한 편이나 타 화학 업체들의 재가동 물량 및 유가(납사) 가격 상승에 마진 폭이 줄어드는 모습이다.

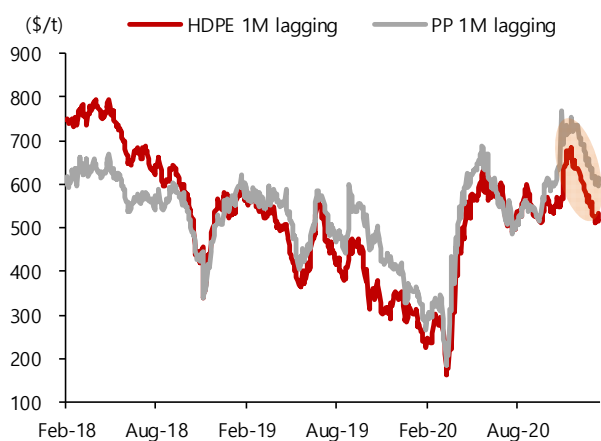
(2) 분리막소재의 Specialty 가능성

동사는 오랫동안 LiBS 용 HDPE/PP 소재를 개발해왔다. UHMWPE에서는 약 60%에 달하는 시장 점유율을 확보하고 있는 것으로 파악된다. 고분자 PE의 기술적 난이도가 기본적으로 있을 뿐만 아니라 '안전'과 직결되는 분리막의 특성 상 소재 변경이 단기에 가능하지 않아 경쟁우위가 예상된다. 또한, 범용성인 HDPE 가격 하락에도 분리막 기업들의 원가가 크게 개선되지 않은 점을 보아 유가에 대한 가격 탄력도도 낮은 것으로 판단된다. 따라서 스페셜티 성향을 보이는 고분자 PE를 통한 Multiple 제고 기대된다.

(3) 공급과잉의 탈출구가 될 UHMWPE

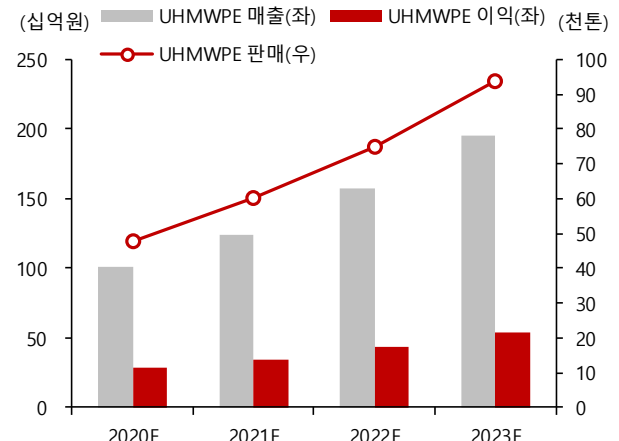
하지만, 중국의 경제활동에 재개에 따른 증설 물량에 대한 우려가 있다. 2021~2022년 밀렸던 증설 물량이 나올 전망이다. 따라서 범용성 제품의 수익 창출 지속성은 둔화될 것으로 판단한다. 다만, UHMWPE의 이익이 2022년 440억원까지 상향될 것으로 예상되는 바 수익성 방어 가능할 것으로 기대한다.

PE(HDPE)/PP 1M lagging Margin 추이



자료: Platts, Ciscem, SK 증권

UHMWPE 매출 및 이익 성장세



자료: SK 증권 / 주: 판매/매출 성장세 연 25%, 이익률 약 28~30% 부여

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	496.0	439.5	434.7	506.5	575.7	16.1%	13.7%	1,876.7	2,374.2	2,271.3
영업이익	-45.7	72.4	63.1	75.9	84.2	흑전	10.9%	165.7	290.8	224.8
영업이익률	-9.2%	16.5%	14.5%	15.0%	14.6%	23.9%	-0.4%	8.8%	12.3%	9.9%
세전이익	-40.8	73.1	71.4	65.8	87.4	흑전	32.8%	169.6	321.9	246.0
세전이익률	-8.2%	16.6%	16.4%	13.0%	15.2%	23.4%	2.2%	9.0%	13.6%	10.8%
지배순이익	-30.2	54.1	54.2	50.5	66.2	흑전	31.1%	128.6	244.0	186.5
지배주주순이익률	-6.1%	12.3%	12.5%	10.0%	11.5%	17.6%	1.5%	6.9%	10.3%	8.2%
사업부별 매출액										
석유화학(Inc 부제품)	492	435	425	496	563	14.5%	13.5%	2,059	1,848	2,319
산업가스용(코리아에어텍)	9	8	7	9	12	22.3%	22.2%	34	34	51
사업부별 영업이익										
석유화학(Inc 부제품)	-47.0	70.9	62.4	74.7	82.7	흑전	10.7%	109.1	161.1	283.9
이익률	-9.5%	16.3%	14.7%	15.1%	14.7%	24.2%	-0.4%	5.3%	8.7%	12.2%
산업가스용(코리아에어텍)	1.1	1.3	0.7	1.3	1.6	41.7%	22.2%	4.4	4.3	7.0
이익률	11.6%	15.5%	9.6%	13.4%	13.4%	1.8%	0.0%	12.9%	12.6%	13.5%

자료: 대한유화, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020	2021E
매출액	1,852.7	2,160.2	1,876.7	2,374.2	1.3%	9.9%
영업이익	160.1	181.7	165.7	290.8	3.5%	60.1%
영업이익률	8.60%	8.40%	8.83%	12.25%	0.2%	3.9%
세전이익	178.8	201.3	169.6	321.9	-5.2%	59.9%
세전이익률	9.70%	9.30%	9.04%	13.56%	-0.7%	4.3%
지배순이익	135.0	152.6	128.6	244.0	-4.7%	59.9%
지배주주순이익률	7.30%	7.10%	6.85%	10.28%	-0.4%	3.2%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.8%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.2
Target P/B	1.18
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	329,888
적정주가 (단위: 원)	390,530
Target Price (단위: 원)	390,000
현재주가(2021-02-09) (단위: 원)	306,500
상승여력	27.2%

자료 SK 증권 추정

주 Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

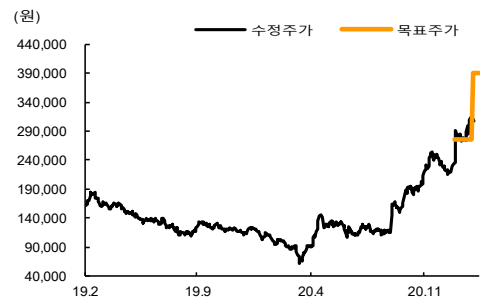
주 Target P/B 산정 시 ROE-COE 산정 값(1.38)과 2021 년 디스카운트 해소 시점인 21/01(1.00) 평균 적용

Target ROE

	2020	1Q22E	1Q23E	1Q24E
ROE(지배주주지분)	7.0%	11.3%	9.5%	12.0%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	10.8%			

자료 SK 증권 추정

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.02.10	매수	390,000원	6개월		
2021.01.05	매수	275,000원	6개월	3.17%	13.64%



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 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 2월 8일 기준)

매수	89.34%	중립	10.66%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	429	464	601	810	987
현금및현금성자산	54	98	254	402	598
매출채권및기타채권	202	197	176	209	199
재고자산	168	161	144	171	163
비유동자산	1,555	1,562	1,522	1,561	1,562
장기금융자산	3	4	6	6	6
유형자산	1,381	1,383	1,325	1,353	1,340
무형자산	6	7	9	10	12
자산총계	1,984	2,026	2,124	2,371	2,549
유동부채	135	91	83	114	128
단기금융부채	5	7	7	24	42
매입채무 및 기타채무	61	60	53	63	60
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	148	156	151	144	145
장기금융부채	51	55	36	32	35
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	283	248	233	258	273
지배주주지분	1,701	1,779	1,891	2,113	2,277
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	1,592	1,817	1,981
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,701	1,779	1,891	2,113	2,277
부채외자본총계	1,984	2,026	2,124	2,371	2,549

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	350	226	322	331	375
당기순이익(손실)	336	128	154	244	187
비현금성항목등	148	149	171	212	233
유형자산감가상각비	136	148	153	153	195
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	19	9	14	-3	-3
운전자본감소(증가)	-61	0	32	-53	14
매출채권및기타채권의 감소(증가)	19	0	13	-33	10
재고자산감소(증가)	-5	15	17	-27	8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-59	15	7	10	-3
기타	-16	-30	-4	-3	-1
법인세납부	-73	-50	-36	-72	-60
투자활동현금흐름	-111	-151	-123	-175	-176
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	8
재무활동현금흐름	-195	-30	-43	-8	-3
단기금융부채증가(감소)	136	116	-3	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	-1	-2
현금의 증가(감소)	44	44	156	148	196
기초현금	10	54	98	254	402
기말현금	54	98	254	402	598
FCF	238	46	205	154	196

자료 : 대한유화, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554	2,074	1,877	2,386	2,271
매출원가	2,178	1,914	1,668	2,028	1,996
매출총이익	376	160	209	359	276
매출총이익률 (%)	14.7	7.7	11.1	15.0	12.1
판매비와관리비	57	46	43	56	51
영업이익	319	114	166	303	225
영업이익률 (%)	12.5	5.5	8.8	12.7	9.9
비영업손익	18	14	4	19	21
순금융비용	2	0	-2	-4	-6
외환관련손익	-1	0	-3	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	8	12	12	12
세전계속사업이익	336	128	170	322	246
세전계속사업이익률 (%)	13.2	6.2	9.0	13.5	10.8
계속사업법인세	79	21	41	78	60
계속사업이익	257	106	129	244	187
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	257	106	129	244	187
순이익률 (%)	10.1	5.1	6.9	10.2	8.2
지배주주	257	106	129	244	187
지배주주귀속 순이익률(%)	10.08	5.13	6.86	10.22	8.22
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	253	102	127	243	185
지배주주	253	102	127	243	185
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	454	261	319	456	420

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	43.5	-18.8	-9.5	27.2	-4.8
영업이익	12.2	-64.3	45.5	82.8	-25.8
세전계속사업이익	20.1	-62.0	32.7	89.9	-23.5
EBITDA	19.8	-42.5	21.9	43.1	-7.9
EPS(계속사업)	20.1	-58.7	21.0	89.6	-23.5
수익성 (%)					
ROE	16.2	6.1	7.0	12.2	8.5
ROA	13.0	5.3	6.2	10.9	7.6
EBITDA마진	17.8	12.6	17.0	19.1	18.5
안정성 (%)					
유동비율	318.0	507.8	728.7	710.0	772.8
부채비율	16.6	13.9	12.3	12.2	12.0
순차입금/자기자본	0.1	-2.2	-12.4	-17.5	-23.9
EBITDA/이자비용(배)	125.4	179.1	199.9	357.1	252.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	39,602	16,360	19,795	37,537	28,714
BPS	261,707	273,632	290,850	325,145	350,238
CFPS	60,449	39,059	43,342	61,099	58,719
주당 현금배당금	4,000	2,500	3,200	3,600	2,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.6	11.3	12.8	8.4	10.9
PER(최저)	3.7	6.7	3.1	6.2	8.2
PBR(최고)	1.3	0.7	0.9	1.0	0.9
PBR(최저)	0.6	0.4	0.2	0.7	0.7
PCR	2.5	3.0	5.3	5.0	5.2
EV/EBITDA(최고)	4.9	4.4	4.4	3.6	3.5
EV/EBITDA(최저)	2.1	2.6	0.5	2.5	2.3