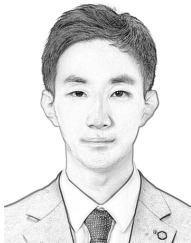


# SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

자본금	410 억원
발행주식수	650 만주
자사주	32 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,898 억원
주요주주	
이순규(와12)	39.74%
국민연금공단	9.84%
외국인지분률	21.00%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(21/04/04)	321,500 원
KOSPI	3112.8 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	393,500 원
52주 최저가	90,000 원
60일 평균 거래대금	382 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.0%	-10.0%
6개월	93.1%	44.4%
12개월	251.0%	94.5%

대한유화 (006650/KS | 매수(유지) | T.P 400,000 원(상향))

## 범용성이 밀어주고, UHMWPE 가 당긴다

1Q 영업이익은 870 억원이 예상돼 컨센서스와 유사한 실적 기대. 미국 한파 여파로 인한 타이탄 수급에 가격 상승세를 지속. 초고분자 PE 도 글로벌 전기차 시장 확대에 기대감은 유효. 미국 정상화에도 시간 필요해 상반기 실적 부담 적으나 센터 약세엔 유의. Valuation 은 초고분자 PE 를 통한 이익의 질 개선 및 제품가격 상승에 따른 실적 개선 감안해 Target PBR 1.20 부여, 목표주가 400,000 원으로 상향, 투자 의견 매수를 유지함

## 범용성 PE/PP 도 플러스

1 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 5,764 억원, 870 억원이 예상돼 4/4 일 기준 컨센서스(5,357 조원 / 839 억원)과 유사한 수준을 예상한다. 대표제품 HDPE 와 PP 의 1M lagging 마진은 올해 1 월 접어들며 조정되는 모습을 보였으나 미국 한파 여파로 재차 반등세로 돌아섰다. PP 1M lagging 마진은 4 분기 누적평균 \$682.4/t 에서 → 1 분기 누적평균 \$799.7/t 로 상승했다. MEG 도 최근 하락 조정을 받고 있으나 4 분기 대비 +30% 이상 올라온 1 분기 가격도 실적에 긍정적인 전망이다.

## 정상화는 느리게, 센터 반영 유의

주요 제품들의 가격 상승을 이끌었던 주요 요인을 뽑자면, 미국 한파로 인한 수급 차질과 컨테이너 수급 이슈에 따른 운임료 상승이 있다. 미국은 점진적으로 정상화 과정을 밟고 있다. 다만, 자체 재고 충당 등으로 수급완화엔 1~2 달 시간 소요 예상한다. 컨테이너 운임료도 수에즈 운하 통행 중단 여파로 조정 시점 연기될 것으로 판단한다. 유의할 점은 정상화가 느리게 진행될 뿐 관련 소식은 이어질 것이기에 센터 부담 가능하다.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 390,000 원 → 400,000 원으로 상향

동사는 분리막소재의 안정적 이익 성장과 함께 글로벌 수급 불안정에 따른 제품 가격 상승으로 인한 실적 상향 기대된다. Valuation 은 초고분자 PE 를 통한 이익의 질 개선 및 범용부문 실적 개선 감안해 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.20 부여, 이에 목표주가 390,000 원 → 400,000 원으로 상향, 투자의견 매수 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	25,540	20,743	18,827	24,151	22,928	25,420
yoy	%	43.5	-18.8	-9.2	28.3	-5.1	10.9
영업이익	억원	3,188	1,138	1,702	3,173	2,341	3,694
yoy	%	12.2	-64.3	49.5	86.5	-26.2	57.8
EBITDA	억원	4,543	2,614	3,249	4,806	4,382	5,690
세전이익	억원	3,364	1,277	1,677	3,355	2,535	3,901
순이익(지배주주)	억원	2,574	1,063	1,272	2,543	1,921	2,957
영업이익률%	%	12.5	5.5	9.0	13.1	10.2	14.5
EBITDA%	%	17.8	12.6	17.3	19.9	19.1	22.4
순이익률	%	10.1	5.1	6.8	10.5	8.4	11.6
EPS(계속사업)	원	39,602	16,360	19,576	39,120	29,560	45,494
PER	배	3.9	7.2	11.8	8.2	10.9	7.1
PBR	배	0.6	0.4	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	2.2	2.8	3.9	3.6	3.5	2.2
ROE	%	16.2	6.1	6.9	12.6	8.7	12.1
순차입금	억원	23	-392	-2,250	-3,840	-5,713	-8,170
부채비율	%	16.6	13.9	12.3	12.2	12.1	11.1

## 1. Highlight View 3

### (1) 대표 제품 PE/PP 다시 슈팅

동사의 주력 제품인 HDPE 와 PP 의 1M lagging 마진은 올해 1 월 접어들며 조정되는 모습을 보였으나 미국 한파 여파로 재차 반등세로 돌아섰다. 실제 PP 1M lagging 마진은 4 분기 누적평균 \$682.4/t 에서 → 1 분기 \$799.7/t 로 상승했다. 범용 제품 전반의 수익성 개선 예상된다. 아직까지도 미국 PP 가격과 한국 제품 가격 차이는 큰 편이다.

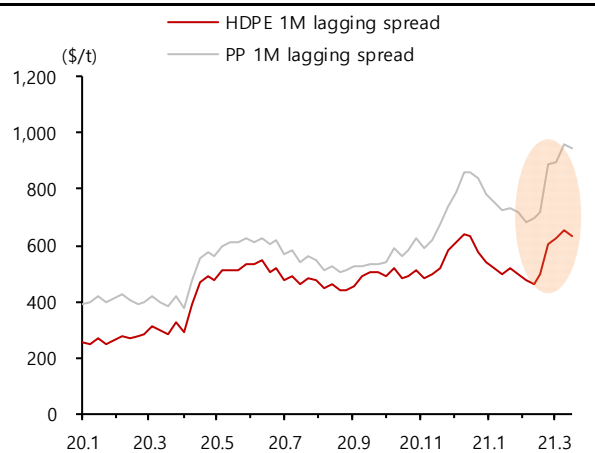
### (2) 미국의 가동 정상화+컨테이너 수급

지난 2 월 중순 시작된 미국 한파로 인한 섯다운 및 타이트한 수급 영향은 4~5 월까지 지속될 전망이다. 가동 재개는 더욱 빠른 시점 가능하나, 재고물량 확보 및 가동률 정상화에 시간 소요 예상된다. 다만, 섯티적인 측면에서 정상화 소식을 앞두고 부담일 것을 판단한다. 또한, 가격을 부양했던 컨테이너 수급 이슈는 이번 수에즈 운하 통행 중단에 운임 지수 상승을 연장시켜 이번 가격상승 Peak 를 연장시킬 것으로 판단한다.

### (3) UHMWPE Merit 지속

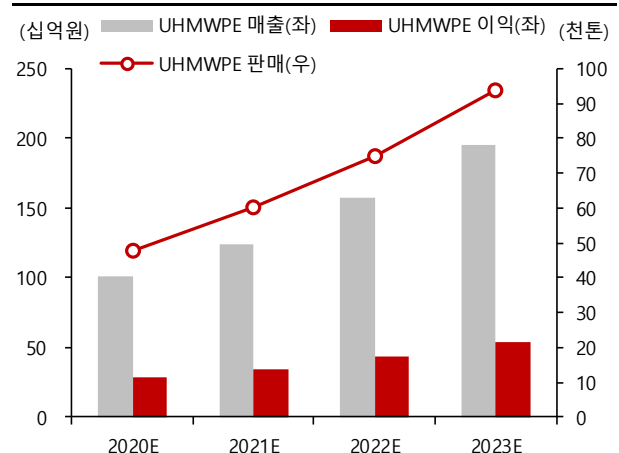
1 월초까지 이어졌던 범용제품의 가격 조정도 글로벌 수급 관련 이벤트로 인해 반등세를 지속하고 있다. 여기에 당사의 고부가가치 제품인 초고분자 PE 도 전기차 시장 성장에 안정적 수익 예상된다. 셀리니즈의 유럽 내 분리막용 3.4 만톤 '24 년 증설 소식은 장기적 부담이긴 하나, 현재 보유한 과점적인 점유율 및 분리막 소재의 안정성 검증을 위한 긴 테스트 기간이라는 특성을 감안 UHMWPE Merit 는 유효하다는 판단이다.

PE(HDPE)/PP 1M lagging Margin 추이



자료: Platts, Cischem, 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	512.5	576.4	16.2%	12.5%	1,882.7	2,415.1	2,292.8
영업이익	-45.7	72.4	63.1	80.4	87.0	흑전	8.2%	170.2	317.3	234.1
영업이익률	-9.2%	16.5%	14.5%	15.7%	15.1%	24.3%	-0.6%	9.0%	13.1%	10.2%
세전이익	-40.8	73.1	71.4	64.0	90.2	흑전	40.9%	167.7	335.5	253.5
세전이익률	-8.2%	16.6%	16.4%	12.5%	15.6%	23.9%	3.2%	8.9%	13.9%	11.1%
지배순이익	-30.2	54.1	54.2	49.1	68.4	흑전	39.1%	127.2	254.3	192.1
지배주주순이익률	-6.1%	12.3%	12.5%	9.6%	11.9%	17.9%	2.3%	6.8%	10.5%	8.4%
<b>사업부별 매출액</b>										
석유화학(Inc 부제품)	492	435	425	496	564	14.6%	13.7%	1,848	2,360	2,219
산업가스용(코리아에어텍)	9	8	7	9	12	22.3%	22.2%	34	51	70
<b>사업부별 영업이익</b>										
석유화학(Inc 부제품)	-47.0	70.9	62.4	74.7	85.5	흑전	14.5%	161.1	310.3	224.7
이익률	-9.5%	16.3%	14.7%	15.1%	15.2%	24.7%	0.1%	8.7%	13.2%	10.1%
산업가스용(코리아에어텍)	1.1	1.3	0.7	1.3	1.6	41.7%	22.2%	4.3	7.0	9.4
이익률	11.6%	15.5%	9.6%	13.4%	13.4%	1.8%	0.0%	12.6%	13.5%	13.5%

자료: 대한유화, SK 증권 추정

주: % change 는 %p 기준

### 3. Valuation

#### PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	11.0%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.2
Target P/B	1.20
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	333,093
적정주가 (단위: 원)	399,462
<b>Target Price (단위: 원)</b>	<b>400,000</b>
현재주가(2021-03-29) (단위: 원)	321,500
상승여력	24.4%

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(1.40)과 2021 년 디스카운트 해소 시점인 21/01(1.00) 평균 적용

#### Target ROE

	2020	1Q22E	1Q23E	1Q24E
ROE(지배주주지분)	7.9%	11.6%	9.6%	11.8%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	11.0%			

자료: SK 증권 추정

일시	투자조건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.04.05	매수	400,000원	6개월		
2021.02.10	매수	390,000원	6개월	-12.58%	0.90%
2021.01.05	매수	275,000원	6개월	3.91%	14.00%



### 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 투자조건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 4 월 5 일 기준)

매수	89.92%	중립	10.08%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	4,642	6,052	8,367	10,261	13,102
현금및현금성자산	982	2,498	4,219	6,301	8,758
매출채권및기타채권	1,966	1,855	2,208	2,097	2,324
재고자산	1,614	1,242	1,478	1,403	1,556
<b>비유동자산</b>	15,623	15,223	15,581	15,596	15,652
장기금융자산	36	101	101	101	101
유형자산	13,729	13,063	13,210	13,021	12,846
무형자산	65	79	88	96	105
<b>자산총계</b>	20,265	21,276	23,948	25,857	28,754
<b>유동부채</b>	914	690	974	1,118	1,192
단기금융부채	65	81	251	431	431
매입채무 및 기타채무	595	245	450	428	474
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,565	1,644	1,638	1,667	1,669
장기금융부채	554	598	558	588	588
장기매입채무 및 기타채무	2	24	46	46	46
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,479	2,334	2,612	2,785	2,861
<b>지배주주지분</b>	17,786	18,941	21,336	23,072	25,893
자본금	410	410	410	410	410
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
기타자본구성요소	-57	-57	-57	-57	-57
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	14,791	15,948	18,305	20,004	22,789
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	17,786	18,941	21,336	23,072	25,893
<b>부채외자본총계</b>	20,265	21,276	23,948	25,857	28,754

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,263	2,972	3,497	3,927	4,419
당기순이익(손실)	1,277	1,677	2,543	1,921	2,957
비현금성항목등	1,437	1,470	2,263	2,461	2,733
유형자산감가상각비	1,475	1,546	1,632	2,039	1,995
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	36	74	-27	-27	-27
운전자본감소(증가)	52	112	-521	159	-327
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	88	-353	112	-228
재고자산감소(증가)	151	377	-236	75	-153
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	148	-154	205	-23	46
기타	-245	-199	-137	-5	7
법인세납부	-503	-287	-788	-613	-944
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,515	-1,342	-1,737	-1,826	-1,781
금융자산감소(증가)	-38	-416	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,526	-889	-1,780	-1,850	-1,820
무형자산감소(증가)	-2	-10	-10	-10	-10
기타	51	-27	53	34	49
<b>재무활동현금흐름</b>	-304	-114	-39	-19	-181
단기금융부채증가(감소)	-45	34	170	180	0
장기금융부채증가(감소)	-1	21	-40	30	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-247	-154	-185	-222	-173
기타	-11	-15	16	-7	-8
<b>현금의 증가(감소)</b>	444	1,516	1,721	2,082	2,457
기초현금	537	982	2,498	4,219	6,301
기말현금	982	2,498	4,219	6,301	8,758
FCF	364	2,163	1,741	2,114	2,640

자료 : 대한유화, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	20,743	18,827	24,151	22,928	25,420
<b>매출원가</b>	19,140	16,673	20,411	20,075	21,159
<b>매출총이익</b>	1,603	2,154	3,740	2,853	4,262
매출총이익률 (%)	7.7	11.4	15.5	12.4	16.8
<b>판매비와관리비</b>	465	453	567	512	567
<b>영업이익</b>	1,138	1,702	3,173	2,341	3,694
영업이익률 (%)	5.5	9.0	13.1	10.2	14.5
<b>비영업손익</b>	139	-24	182	194	207
순금융비용	-3	-12	-16	-27	-41
외환관련손익	-3	-50	5	5	5
관계기업투자등 관련손익	78	134	134	134	134
<b>세전계속사업이익</b>	1,277	1,677	3,355	2,535	3,901
세전계속사업이익률 (%)	6.2	8.9	13.9	11.1	15.4
<b>계속사업법인세</b>	214	405	812	613	944
<b>계속사업이익</b>	1,063	1,272	2,543	1,921	2,957
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,063	1,272	2,543	1,921	2,957
순이익률 (%)	5.1	6.8	10.5	8.4	11.6
<b>지배주주</b>	1,063	1,272	2,543	1,921	2,957
지배주주귀속 순이익률(%)	5.13	6.76	10.53	8.38	11.63
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,022	1,309	2,580	1,958	2,994
지배주주	1,022	1,309	2,580	1,958	2,994
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	2,614	3,249	4,806	4,382	5,690

## 주요투자지표

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-18.8	-9.2	28.3	-5.1	10.9
영업이익	-64.3	49.5	86.5	-26.2	57.8
세전계속사업이익	-62.0	31.3	100.0	-24.4	53.9
EBITDA	-42.5	24.3	47.9	-8.8	29.9
EPS(계속사업)	-58.7	19.7	99.8	-24.4	53.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.1	6.9	12.6	8.7	12.1
ROA	5.3	6.1	11.3	7.7	10.8
EBITDA마진	12.6	17.3	19.9	19.1	22.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	507.8	876.8	858.8	918.1	1,098.8
부채비율	13.9	12.3	12.2	12.1	11.1
순차입금/자기자본	-2.2	-11.9	-18.0	-24.8	-31.6
EBITDA/이자비용(배)	179.1	676.9	855.4	654.4	674.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	16,360	19,576	39,120	29,560	45,494
BPS	273,632	291,403	328,242	354,952	398,356
CFPS	39,059	43,380	64,252	60,955	76,204
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,600	2,800	5,000
<b>Valuation 지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.3	13.0	10.1	13.3	8.7
PER(최저)	6.7	3.1	6.0	7.9	5.1
PBR(최고)	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)	0.4	0.2	0.7	0.7	0.6
PCR	3.0	5.3	5.0	5.3	4.2
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.4	4.5	4.5	3.1
EV/EBITDA(최저)	2.6	0.6	2.4	2.2	1.2