

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	57,674 십억원
주요주주	
LG(외)	33.37%
국민연금공단	9.15%
외국인지분율	44.10%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(21/04/05)	817,000 원
KOSPI	3120.83 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	1,028,000 원
52주 최저가	296,500 원
60일 평균 거래대금	455 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.6%	-12.4%
6개월	24.0%	-6.3%
12개월	181.2%	55.5%

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

변함 없는 배터리 Merit

1Q 영업이익은 9,809 억원이 예상돼 컨센서스를 소폭 상회하는 실적 기대. 화학 사업부는 여수 크래커의 정상화 + 제품 가격 호조의 수혜로 실적 개선의 주요 포인트. 배터리 실적은 변함 없는 성장 기대. 또한, 미국을 중심으로 한 '25년 145GWH의 생산능력 확보는 또 한번의 모멘텀 제시할 것. 이에 배터리사업부의 Multiple 을 반영한 SOTP 그리고 내재가치 중심의 DCF를 혼합해 목표주가 1,100,000 원, 투자의견 매수를 제시함

정상화에 더해진 화학 제품가격 수혜

1분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 9조 4,333 억원, 9,809 억원이 예상돼 4/5 일 기준 컨센서스(9조 3,884 억원 / 9,329 억원)와 유사한 수준 예상한다. 여수 크래커가 1월 중순 정상화 되었을 뿐만 아니라 ABS, PVC 1M lagging 마진은 각각 QoQ 5.2%, 21.4% 상승해 화학 실적 반등이 주요 실적 개선의 포인트일 전망이다. 또한, 전지 부문도 견조한 성장세 예상한다.

BATTERY Merit 유효

폭스바겐 배터리 내재화 등의 우려가 주가에 부담을 작용했다. 물론 긍정적으로 평가할 만한 뉴스는 아니지만, LG 에너지솔루션이 갖춘 배터리 경쟁력은 변함 없다. 타이트한 배터리 수급 생태계에 더해 늘어나는 파우치 배터리 비중(19 16% → '20 27.8%)은 동사에 우호적이다. 동시에 미국을 중심으로 확장 중인 배터리 생산능력(5GWH → 2025년 145GWH)은 보호주의적 성향을 띠는 미국의 배터리 시장 진입에 경쟁 포인트로 자리잡을 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 1,100,000 원 유지

완성차 업체의 배터리 내재화는 성장성 저해 요인이나, 배터리 부문의 경쟁력과 생산능력 확대 및 화학 부분의 견조한 실적은 이를 상쇄하기에 충분하다. Valuation은 사업부별 EV/EBITDA Multiple을 별도로 부여한 SOTP와 내재가치 중심의 DCF를 혼합해 EV 86.3 조원을 산정했다. 이에 목표주가 1,100,000 원, 투자의견 매수 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	28,183	27,353	30,077	39,099	46,190	52,331
yoY	%	9.7	-2.9	10.0	30.0	18.1	13.3
영업이익	십억원	2,246	825	1,798	3,922	3,837	4,505
yoY	%	-23.3	-63.3	117.9	118.1	-2.2	17.4
EBITDA	십억원	3,733	2,682	4,109	6,766	8,307	9,239
세전이익	십억원	1,940	574	944	2,836	2,712	3,372
순이익(자체주주)	십억원	1,473	313	513	2,087	1,992	2,492
영업이익률%	%	8.0	3.0	6.0	10.0	8.3	8.6
EBITDA%	%	13.3	9.8	13.7	17.3	18.0	17.7
순이익률	%	5.4	1.4	2.3	5.8	4.7	5.1
EPS(계속사업)	원	18,812	4,376	5,187	25,294	24,089	30,479
PER	배	18.5	72.6	158.9	32.3	33.9	26.8
PBR	배	1.6	1.5	3.6	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	배	7.9	11.5	16.7	10.2	8.3	7.4
ROE	%	8.9	1.8	2.9	11.2	10.0	11.7
순차입금	십억원	2,813	6,483	6,339	7,480	6,717	5,969
부채비율	%	67.1	95.7	120.3	141.5	153.9	163.1

1. Highlight View 3

(1) 화학 시황 호조 지속

1 분기 화학 사업부 실적은 여수 크래커 1 월 중순 재가동이 이루어지면서 화학 시황 가격 상승의 수혜를 그대로 받을 전망이다. ABS 1M lagging 마진은 QoQ +5.2% 상승 했으며, PVC는 1 분기 1M lagging 마진은 평균 \$842.6/t을 기록하며 QoQ +21.4% 상승했다. 미국에서 정상화 단계가 이루어지고 있으나 적어도 상반기 가격 호조는 지속 될 것으로 판단한다.

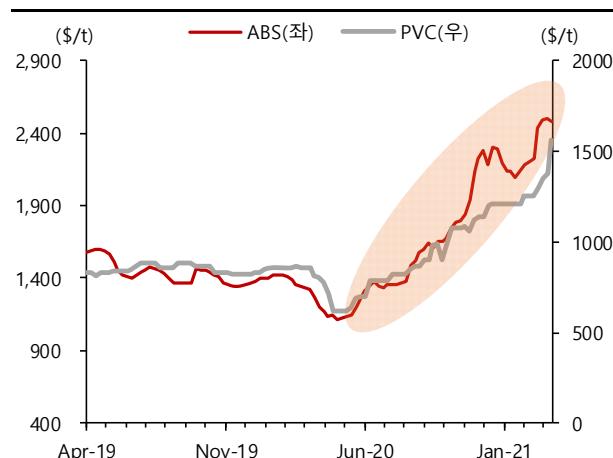
(2) 미국 배터리 생산능력 확대 기대감

LG 화학은 기존 미시간의 5GWH 배터리 공장 이외에도 GM과의 합작사를 통해 오하이오에 1 공장(35GWH)+ 2 공장(35GWH) + 독자 공장(70GWH), 총합(Only 미국) 145GWH에 달하는 배터리 생산능력을 2025년까지 보유할 계획이다. 미국 내 자국 생산을 중시하는 환경이 조성되는 와중에 이번 투자계획은 배터리 사업부 확장에 긍정적인 요인이다.

(3) 헤게모니 싸움에도, BATTERY Merit 은 그대로

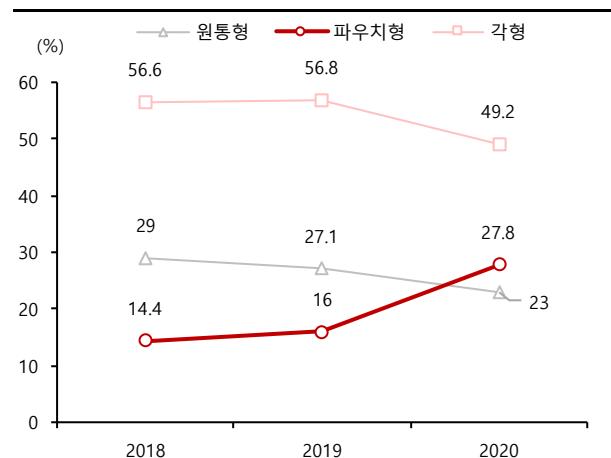
테슬라의 배터리 자체 생산에 더해 폭스바겐 각형 배터리 체제 및 내재화 움직임에 주가는 하방 압력을 받았다. 전체 PIE에서 포션이 줄어드는 만큼 긍정적인 소식이라 평가할 수는 없으나, ①전기차 도입 대비 타이트한 배터리 생태계와 ② 늘어나는 파우치형 배터리의 비중 감안하면 배터리 메리트 유효하다는 판단이다.

ABS, PVC 가격 추이



자료: Cischem, SK 증권

파우치 비중은 점진적으로 상향 중



자료: SNE 리서치, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체	실적 전망					(단위 : 십억원, %)				
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	7,115.7	6,935.2	7,507.3	8,518.3	9,433.3	32.6%	10.7%	30,076.5	39,099.3	46,189.9
영업이익	236.5	571.6	902.1	88.0	980.9	314.8%	1014.9%	1,798.2	3,922.4	3,837.3
영업이익률	3.3%	8.2%	12.0%	1.0%	10.4%	7.1%	9.4%	6.0%	10.0%	8.3%
세전이익	176.0	470.0	707.6	-410.0	805.9	357.8%	흑전	943.7	2,836.2	2,711.7
세전이익률	2.5%	6.8%	9.4%	-4.8%	8.5%	6.1%	13.4%	3.1%	7.3%	5.9%
지배순이익	21.1	382.3	512.3	-403.0	571.4	2611.1%	흑전	512.6	2,086.6	1,992.2
지배주주순이익률	0.3%	5.5%	6.8%	-4.7%	6.1%	5.8%	10.8%	1.7%	5.3%	4.3%
사업부별 매출액										
석유화학	3,696	3,313	3,584	3,674	4,188	13.3%	14.0%	14,266	16,561	16,422
전지	2,261	2,823	3,144	4,128	4,243	87.7%	2.8%	12,356	18,312	25,182
첨단소재	1,107	789	963	1,010	999	-9.8%	-1.1%	3,869	4,501	4,832
생명과학	159	160	172	170	164	3.2%	-3.1%	661	682	704
팜한농	221	178	102	100	225	1.7%	124.3%	601	612	622
사업부별 영업이익										
석유화학	242.6	434.7	721.6	569.0	730.4	201.1%	28.4%	1967.9	2697.2	1808.9
이익률	6.6%	13.1%	20.1%	15.5%	17.4%	10.9%	2.0%	13.8%	16.3%	11.0%
전지	-51.8	155.5	168.8	-439.2	255.7	흑전	흑전	-166.7	1164.1	1952.7
이익률	-2.3%	5.5%	5.4%	-10.6%	6.0%	8.3%	16.7%	-1.3%	6.4%	7.8%
첨단소재	62.1	35.0	59.0	36.7	62.3	0.4%	69.8%	192.8	280.9	237.1
이익률	5.6%	4.4%	6.1%	3.6%	6.2%	0.6%	2.6%	5.0%	6.2%	4.9%
생명과학	23.5	14.1	8.5	7.8	14.5	-38.2%	86.3%	53.9	52.3	52.7
이익률	14.8%	8.8%	4.9%	4.6%	8.8%	-5.9%	4.2%	8.2%	7.7%	7.5%
팜한농	34.9	11.6	-9.6	-12.0	-18.0	적전	적지	24.9	-23.6	33.6
이익률	15.8%	6.5%	-9.4%	-12.0%	-8.0%	-23.8%	4.0%	4.1%	-3.9%	5.4%

자료: LG 화학, SK 증권 추정

3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
기초소재	4,093	4.2	17,189	국내 동종 (롯데, 대한유화)
전자	2,554	22.8	58,301	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, 파나소닉 컨센) * 국내기업에 가중치 2 배
첨단소재	529	7.5	3,968	해외 OLED 소재 업체 평균 (Sumitomo, Nitto Denko)
바이오	126	18.4	2,314	국내 주요 동종업계 (대웅제약, 녹십자, 보령제약)
팜한농	61	16.08	986	경농 EV/EBITDA 적용
Peer Valuation 영업가치 (A*1)			82,758	
DCF 영업가치 (A*2)			89,860	* 3년추정 / 27년(+3.5%) / / 1% 영구성장
추정 Enterprise Value(A)			86,309	A*1, A*2 평균
순부채(B)			6,280	4Q20
우선주 시가총액(C)			3,014	2021-04-05 기준
관계주식(D)			308	장부가액 기준
보통주 유통 주식수(천주)(E)			70,128	
추정 금액(원) [= (A-B-C+D)/E]			1,102,601	
Target price(원)			1,100,000	
현 주가(원)			817,000	2021-04-05 기준
Upside(%)			35%	

자료: SK 증권 추정

DCF Valuation

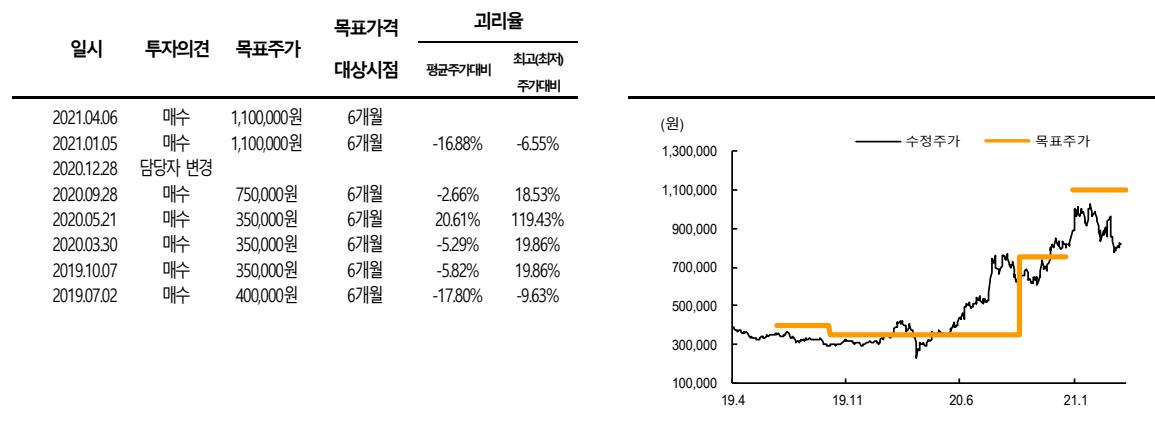
(단위: 십억원)

FCF	2021E	2022E	2023E	Terminal Value
Forecasted Value	4	1,610	1,614	106,512
Discounted Value as of 1Q21E	4	1,481	1,416	57,806
Sum of Discounted Value(A)	60,708			
1Q21E EBITDA(B)	4,974			
Target EV/EBITDA(=A/B)	12			
12M fwd EBITDA	7,363			
Enterprise Value (DCF*)	89,860			

g* Average Growth rate	3.5%	* '24~'50
g (Implied growth rate)	1.0%	
WACC	4.9%	
Cost of equity	8.0%	* 5년 평균
Risk Free rate	2.1%	
Market Risk Premium	5.0%	
Beta	1.18	
Cost of Debt	3%	* 4Q20 기준
Target Debt/Equity	120%	
Weight of Equity	0.5	
Weight of Debt	0.5	

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate는 미 국채 10년물 5년 평균



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 4월 6일 기준)

매수	90%	중립	10%	매도	0%
----	-----	----	-----	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,870	16,320	19,732	24,198	29,830
현금및현금성자산	1,889	3,274	4,678	6,672	9,374
매출채권및기타채권	3,933	5,570	6,532	7,717	9,532
재고자산	5,034	5,350	6,274	7,412	8,397
비유동자산	22,155	25,069	29,066	30,488	31,634
장기금융자산	268	249	249	249	249
유형자산	18,594	20,567	23,718	25,152	26,312
무형자산	2,206	2,280	2,193	2,121	2,059
자산총계	34,024	41,389	48,798	54,687	61,464
유동부채	8,942	12,624	14,513	16,829	18,836
단기금융부채	1,356	1,566	1,566	1,566	1,566
매입채무 및 기타채무	6,523	8,726	10,233	12,089	13,696
단기충당부채	447	1,037	1,216	1,429	1,613
비유동부채	7,699	9,974	14,075	16,322	19,267
장기금융부채	7,059	8,679	11,224	12,456	14,408
장기매입채무 및 기타채무	11	12	13	13	13
장기충당부채	265	329	363	424	472
부채총계	16,641	22,598	28,588	33,151	38,103
지배주주지분	17,005	18,039	19,298	20,463	22,129
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,692	2,692	2,692	2,692
기타자본구성요소	-374	-55	-55	-55	-55
자기주식	-355	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	14,799	15,175	16,495	17,721	19,447
비자본주주지분	379	751	912	1,072	1,232
자본총계	17,384	18,790	20,210	21,535	23,361
부채와자본총계	34,024	41,389	48,798	54,687	61,464

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	3,260	6,014	5,775	7,649	7,642
당기순이익(손실)	574	944	2,256	2,162	2,662
비현금성항목등	3,147	4,317	4,616	6,251	6,683
유형자산감가상각비	1,720	2,130	2,650	4,292	4,566
무형자산상각비	137	181	194	178	168
기타	1,286	2,307	759	759	759
운전자본감소(증가)	115	1,266	-156	-108	-887
매출채권및여幕墙의 감소증가)	595	-3,182	-962	-1,185	-1,815
재고자산감소(증가)	-719	-566	-924	-1,138	-985
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	217	3,652	1,508	1,856	1,607
기타	21	1,362	223	358	306
법인세납부	-577	-513	-942	-656	-816
투자활동현금흐름	-6,041	-5,253	-5,942	-5,859	-5,842
금융자산감소(증가)	-20	73	0	0	0
유형자산감소(증가)	-6,159	-5,498	-5,874	-5,800	-5,800
무형자산감소(증가)	-232	-106	-106	-106	-106
기타	370	279	38	47	65
재무활동현금흐름	2,091	722	1,571	205	901
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,686	879	2,545	1,232	1,953
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	484	-178	-767	-767	-767
기타	-111	21	-207	-260	-285
현금의 증가(감소)	-625	1,386	1,404	1,994	2,701
기초현금	2,514	1,889	3,274	4,678	6,672
기말현금	1,889	3,274	4,678	6,672	9,374
FCF	-2,291	-209	-257	1,363	1,355

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	27,353	30,077	39,099	46,190	52,331
매출원가	22,667	23,764	29,092	35,061	39,541
매출총이익	4,686	6,312	10,008	11,129	12,789
매출총이익률 (%)	17.1	21.0	25.6	24.1	24.4
판매비와관리비	3,860	4,514	6,085	7,292	8,285
영업이익	825	1,798	3,922	3,837	4,505
영업이익률 (%)	3.0	6.0	10.0	8.3	8.6
비영업손익	-251	-854	-1,086	-1,126	-1,133
순금융비용	154	163	174	213	221
외환관련손익	1	-371	-163	-163	-163
관계기업투자등 관련손익	23	321	9	9	9
세전계속사업이익	574	944	2,836	2,712	3,372
세전계속사업이익률 (%)	2.1	3.1	7.3	5.9	6.4
계속사업법인세	169	368	686	656	816
계속사업이익	405	576	2,150	2,055	2,556
증단사업이익	-29	107	107	107	107
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	376	682	2,256	2,162	2,662
순이익률 (%)	1.4	2.3	5.8	4.7	5.1
지배주주	313	513	2,087	1,992	2,492
지배주주귀속 순이익률(%)	11.5	1.7	5.34	4.31	4.76
비지배주주	63	170	170	170	170
총포괄이익	449	612	2,186	2,092	2,592
지배주주	383	452	2,026	1,931	2,432
비지배주주	65	160	160	160	160
EBITDA	2,682	4,109	6,766	8,307	9,239

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-2.9	10.0	30.0	18.1	13.3
영업이익	-63.3	117.9	118.1	-2.2	17.4
세전계속사업이익	-70.4	64.3	200.5	-4.4	24.3
EBITDA	-28.2	53.2	64.7	22.8	11.2
EPS(계속사업)	-76.7	18.6	387.6	-4.8	26.5
수익성 (%)					
ROE	1.8	2.9	11.2	10.0	11.7
ROA	1.2	1.8	5.0	4.2	4.6
EBITDA마진	9.8	13.7	17.3	18.0	17.7
안정성 (%)					
유동비율	132.8	129.3	136.0	143.8	158.4
부채비율	95.7	120.3	141.5	153.9	163.1
순자본금/자기자본	37.3	33.7	37.0	31.2	25.6
EBITDA/이자비용(배)	13.2	20.7	32.5	31.9	32.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,376	5,187	25,294	24,089	30,479
BPS	217,230	230,440	246,527	261,408	282,680
CFPS	27,718	36,070	62,977	82,543	92,319
주당 현금배당금	2,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	90.2	163.1	40.6	42.7	33.7
PER(최저)	66.1	44.3	30.6	32.2	25.4
PBR(최고)	1.8	3.7	4.2	3.9	3.6
PBR(최저)	1.3	1.0	3.1	3.0	2.7
PCR	11.5	22.8	13.0	9.9	8.9
EV/EBITDA(최고)	13.7	17.0	12.6	10.2	9.1
EV/EBITDA(최저)	10.7	5.9	9.8	7.9	7.0