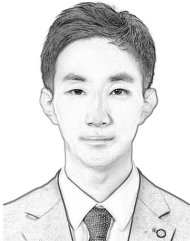


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sk.com
02-3773-8477

Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,581 십억원
주요주주	
박철완(외14)	25.07%
자사주	18.36%
외국인지분률	23.50%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(21/06/27)	216,000 원
KOSPI	3302.84 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	296,000 원
52주 최저가	71,700 원
60일 평균 거래대금	136 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.6%	-8.4%
6개월	56.0%	32.5%
12개월	191.1%	86.2%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 330,000 원(유지))

페놀/NB-LATEX 가 돋보일 올 해

2Q 영업이익은 7,153 억원이 예상돼 컨센서스 상회하는 실적 기대. 도료를 중심으로 한 페놀 사업부의 강세와 NB-Latex의 타이트한 수급이 실적 강세의 키로 판단. 4분기 들어서며 NB-Latex 수급 완화 기대. 코로나19 신규확진자 완화 및 잠재 수요 둔화를 감안해 내년 톤 다운한 실적 반영하더라도 저평가 구간으로 판단. Valuation 은 '18 년 저점 Target EV/EBITDA 5.25 부여. 투자 의견 매수 유지, 목표주가는 330,000 원 유지함

오르는 페인트, 팔리는 타이어

2분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 2조 1,236 억원, 7,153 억원이 예상돼 6/30 일 기준 컨센서스(2.02 조원 / 6,906 억원) 상회한 수준 예상한다. 페놀사업부 예폭시, BPA 강세가 실적에 우호적일 전망이다. 최근 도료가격 인상으로 하락 부담도 덜할 전망이다. 반면, SBR-BD Spread 는 1Q21 평균 \$907.7/t → 2Q21 평균 \$1,022.9/t 로 +12.7% 상승했다. 또한, 향후 타이어 수요 개선 예상되는 점은 긍정 포인트이다.

당장 필요한 NB-LATEX

NB-Latex 평균 수출 가격은 1 월 \$1,925.6/t 에서 5 월 \$2,091/t 까지 상승했다. 4 월 (\$2,138/t) 대비 소폭 하락되기는 했으나 여전히 높다. 타이트한 수급은 하반기 Nantex, 등 증설 효과 반영되는 시점인 4분기까지 지속될 전망으로 수요 견조하다. 다만, 늘어나는 공급 대비 줄어드는 코로나 19 신규 확진자 및 백신보급 상황은 잠재 수요에 부담으로 판단한다. 반면, 내년 수요는 코로나 19 여파+전락물자 비축 동반할 전망이다. 향후 가정용 수요는 '19 과 유사하게 개인 공간 사용에 치중된 점 감안 보수적 성장 예상한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 330,000 원 유지

NB-Latex 및 페놀 강세를 중심으로 한 호실적 기대된다. 수급 불균형 당분간 유지됨에 따라 올해 견조한 실적 + 배당수익률 5~6%까지 가능하다. 게다가 내년 톤다운 한 실적 반영하더라도 저평가 구간으로 판단한다. 2018 년도 저점 Target EV/EBITDA 5.25 부여. 이에 투자의견 매수 유지, 목표주가 330,000 원으로 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	5,585	4,961	4,810	7,758	6,193	5,806
yoy	%	10.3	-11.2	-3.1	61.3	-20.2	-6.3
영업이익	십억원	555	365	742	2,393	1,351	1,179
yoy	%	111.2	-34.1	103.1	222.4	-43.5	-12.7
EBITDA	십억원	764	568	923	2,580	1,594	1,432
세전이익	십억원	617	377	767	2,470	1,445	1,278
순이익(지배주주)	십억원	491	295	583	1,836	1,095	969
영업이익률%	%	9.9	7.4	15.4	30.9	21.8	20.3
EBITDA%	%	13.7	11.5	19.2	33.3	25.7	24.7
순이익률	%	9.0	5.9	12.1	23.7	17.7	16.7
EPS(계속사업)	원	14,667	8,742	16,708	54,820	32,706	28,929
PER	배	6.0	8.9	8.7	4.0	6.7	7.6
PBR	배	1.3	1.0	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	배	5.3	6.1	5.4	2.3	3.5	3.4
ROE	%	23.5	11.8	20.2	45.4	20.4	15.6
순차입금	십억원	1,258	961	381	-1,081	-1,490	-2,134
부채비율	%	96.6	72.6	59.6	44.8	34.1	29.1

1. Highlight View 3

(1) 타이어 수요는 알파

동사의 주가는 '11 년 Peak 를 찍은 이후, '20~'21 년 신 고점을 갱신했다. '11 년 당시 천연고무의 수급 문제와 타이어 수요 증가가 맞물리면서 발생했는데, 최근에도 타이어 부문의 턴어라운드 기대감이 있다. 글로벌 타이어 주요 3 사(미쉐린, 굿이어, 브리지스톤) 매출은 '20 년을 저점으로 올해+내년까지 상승 추세 예상된다. 따라서 타이어 수요가 큰 범용성 고무엔 우호적인 수요 환경 기대된다.

SBR-BD Spread 는 1Q21 평균 \$907.7/t → 2Q21 평균 \$1,022.9/t 로 +12.7% 상승했다. 최근 BD 급등에 \$690/t 까지 위축되었으나 향후 Arbitrage 완화 및 역내외 증설 물량 감안 부담 떨어질 전망이다. 다만, 그 레벨이 '11 년보다 낮다는 점 그리고 SBR 중심('11 년 생산능력 비중 46%) → NB-Latex 중심('20 년 생산능력 비중 39%)으로 구조적 변화가 있다는 점 감안 고무 사업 내 NB-Latex + '알파' 효과 기대한다.

(2) 도료 가격 상승과 페놀

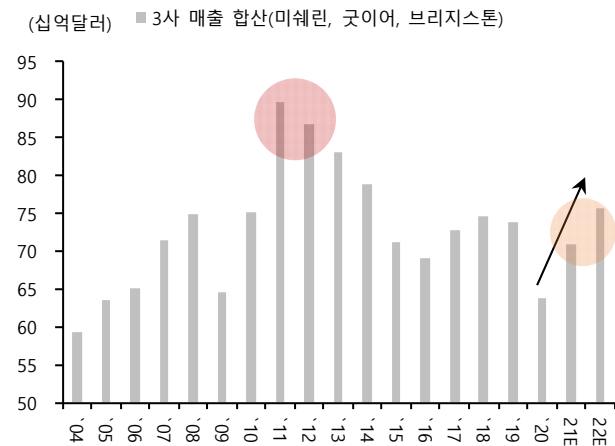
타 범용성 화학 제품 대비 도료 관련 제품들은 상대적으로 견조한 모습을 보이고 있다. Epoxy resin 은 평균 수출 가격 기준 1 월 \$2,994/t 에서 5 월 \$4,722/t 까지 상향됐다. BPA 가격도 1 분기 평균 \$2,473.8/t 에서 2 분기 누적평균 \$3,312.9/t 까지 올라와 +33.9% 상향됐다. 최근에는 \$2,965/t 까지 소폭 하향했으나 end-use 인 도료 업계의 가격 인상 움직임은 긍정적이다. 아시아 페인트 업체들은 6 월 우드 코팅 가격을 기준 대비 6~9% 인상해 추가 상승해 제품 가격 인하 압력은 덜 할 것으로 판단한다.

생산능력 변화: SBR('11)에서 NB-Latex('20)로

2011	생산능력 비중	2020	생산능력 비중
SBR	46%	SBR	16%
HBR	30%	HBR	18%
LBR	5%	LBR	3%
NBR	5%	SSBR	4%
HSR	1%	NdBR	4%
SB-Latex	7%	NBR	5%
SBS	7%	HSR	1%
		NB Latex	39%
		SB Latex	5%
		SBS	6%

자료: 금호석유, SK 증권

타이어 주요 업체 매출 컨센: 우상향, 다만 2011 대비 낮게



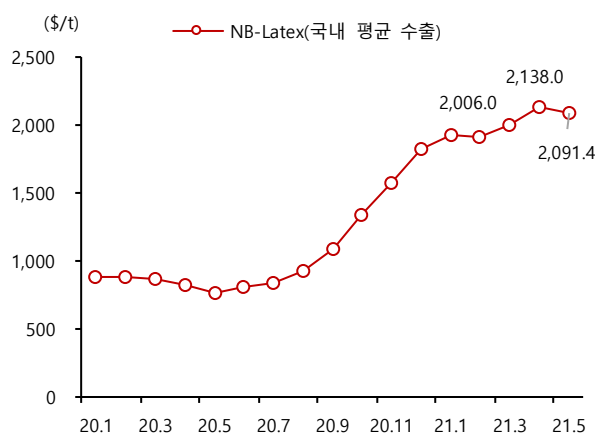
자료: Bloomberg, SK 증권

(3) 당장 필요한 NB-LATEX

NB-Latex 평균 수출 가격은 1월 \$1,925.6/t에서 5월 \$2,091/t까지 상승했다. 4월 (\$2,138/t) 대비 소폭 하향되기는 했으나 여전히 높다. 수급은 4분기 들어서야 점차 완화될 것으로 예상된다. 즉, 당장 필요한 물량이 부족하기에 여전히 수급은 타이트하다. 하반기 Nantex, Synthomer 등의 증설이 예정되어 있다. 시기의 거리는 있지만 LG 화학, 동사 모두 2023년 증설까지 계획되어 있다. 결과적으로 가격이 높고, 수급이 타이트하다 보니 공급은 늘어난다. 따라서 상용할 수요 방향성이 중요해 보이며, 이를 크게 두 가지로 나누어 접근해보려 한다. 1) 코로나 향 Medical 수요와, 2) Post-코로나 수요다.

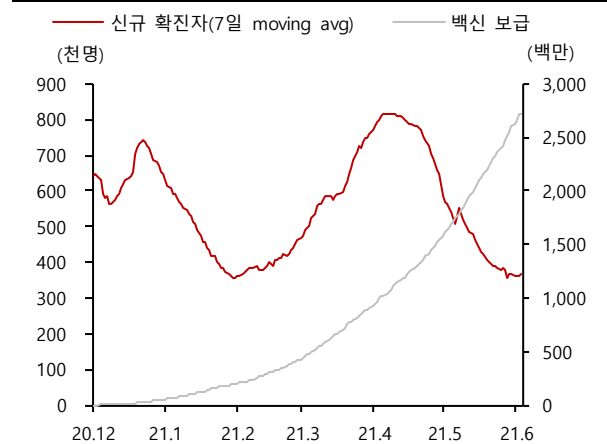
첫 번째는 현 글로벌 신규확진자로 파악했다. 코로나 19로 인한 End-use 수요의 대표 제품은 나이트릴 장갑인데 신규 확진자가 0에 가까워질수록 잠재 수요 둔화는 피할 수 없을 것으로 판단한다. 현재 우하향 추세를 띄고 있으며, 반면에, 백신 보급은 꾸준히 진행 중이다. 물론 신종 코로나 19 리스크 상존하고 있는 점은 변수이다.

NB-LATEX 평균 수출 가격



자료: KOTIS, SK 증권

코로나 향 Medical 수요는 신규확진자 하향에 잠재 수요 둔화 예상

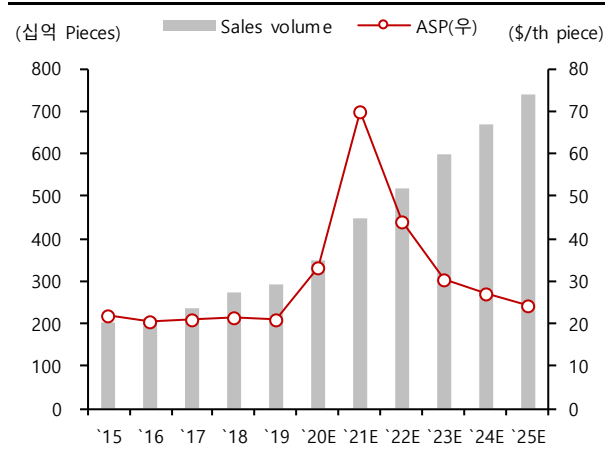


자료: Bloomberg, SK 증권

실제, Frost & Sullivan 에 따르면 최종 제품인 Rubber Glove 은 2021 년 가격의 Peak, 그리고 지속 판매 물량 증가가 예상된다. 그 증분을 다시 나누어 보면 2021 년이 가장 높고, 2022 년 부터는 점차 완화될 것으로 보고 있다. 하지만, 내년 이후에도 증분 레벨 자체는 '17~19 년도 수준 대비 해서 높게 전망하고 있다.

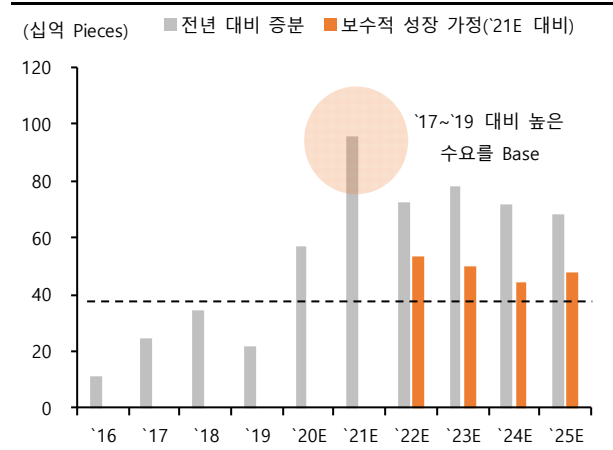
이는 2) Post 코로나 수요를 반영한 것으로 판단된다. 일단 코로나 19 이후엔 전락물자 비축이 필요하다. 목표치 (미국 기준 45 억개)를 충족하기 위한 수요(최근 311 만개)가 글로벌 각지에서 필요할 것이다. 그나마 최근 Lead Time 이 줄어들어 기간의 단축 예상된다. 그 다음 일상용 수요의 방향성인데 아마존 니트릴 장갑 Review 에서 관찰한 양상은 '19 년에 이어 '20~'21 에도 청소/요리/차량 정비 등 공중 위생 보다는 개인 용도 유지되는 점 감안해 장기적 일상 수요는 상기 전망치 대비 보수적으로 보고 있다.

Gloves 판매는 지속 증가하지만, ASP 둔화



자료: Frost & Sullivan, SK 증권

판매 물량의 증분은 '21 년이 가장 가파를 것으로 전망



자료: Frost & Sullivan, SK 증권

주: 보수적 성장 가정 '22: +12%, '23 +10%, '24~'25: +8%

Lead time 은 3 월 170 일 → 최근 90~120 일 + 쌓아갈 재고

(전략) he revealed that the current order lead time ranged from 90 to 120 days, depending on glove types. In January 2021, the group reported an average lead time of 300 days which subsequently shortened to 170 days in March. The pre-pandemic lead time stood between 20 and 30 days. (중략)
 “Since their cases have stabilised, I believe it is a good time for them to look into stockpiling gloves and the system that needs to be in place, whether it is three or six months’ inventory, to get themselves ready before the next situation.” (하략)

자료: Sundaily(2021/06/09), SK 증권

아마존 Nitrile glove review: '19 → '20~'21: 개인 용도 여전히 많은 편

'19	'20~'21
working on my Jeep	working on my car
for light warehouse projects	protection from covid-19 (for shopping 등)
housekeeping business	using these for work
washing dishes, changing oil,	work on my cars and tractor
cleaning up messes	mostly for cooking
using harsh chemicals	for working around the house/garage
개수: 1,163	개수: '20(741)→'21 누적(168)

자료: Amazon(Nitrile Gloves, Small, 100 Pack+ nitrile Exam Gloves), SK 증권
 주: 개수는 제품 선정에 따른 왜곡 가능

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	1,026.3	1,188.3	1,369.5	1,854.5	2,123.6	106.9%	14.5%	4,809.5	7,757.7	6,193.1
영업이익	120.1	213.8	275.1	612.5	715.3	495.3%	16.8%	742.2	2,392.8	1,351.4
영업이익률	11.7%	18.0%	20.1%	33.0%	33.7%	22.0%	0.7%	15.4%	30.8%	21.8%
세전이익	126.7	223.9	277.4	675.3	718.7	467.4%	6.4%	766.9	2,470.1	1,445.2
세전이익률	12.3%	18.8%	20.3%	36.4%	33.8%	21.5%	-2.6%	15.9%	31.8%	23.3%
지배주주순이익	99.7	146.2	209.4	475.5	544.5	445.9%	14.5%	582.9	1,835.8	1,095.2
지배주주순이익률	9.7%	12.3%	15.3%	25.6%	25.6%	15.9%	0.0%	12.1%	23.7%	17.7%
사업부별 매출액										
합성고무	370	428	570	766	857	131.7%	11.9%	1,838	3,202	2,623
합성수지	251	287	331	420	457	82.5%	8.9%	1,154	1,659	1,383
금호P&B(페놀기초유기)	309	367	355	532	667	115.9%	25.5%	1,377	2,331	1,690
기타(정밀화학 등)	97	107	114	137	142	46.8%	3.7%	441	574	505
사업부별 영업이익										
합성고무	48.0	88.0	148.0	292.1	340.7	609.9%	16.7%	350.0	1,188.9	669.4
이익률	13.0%	20.6%	26.0%	38.1%	39.8%	26.8%	1.6%	19.0%	37.1%	25.5%
합성수지	23.0	37.0	33.0	89.3	88.2	283.6%	-1.2%	119.0	292.2	166.2
이익률	9.2%	12.9%	10.0%	21.3%	19.3%	10.1%	-2.0%	10.3%	17.6%	12.0%
금호P&B(페놀기초유기)	35.0	69.0	93.3	193.2	257.2	635.0%	33.1%	211.3	789.4	422.6
이익률	11.3%	18.8%	26.3%	36.3%	38.6%	27.2%	2.2%	15.3%	33.9%	25.0%
기타(정밀화학 등)	14.0	19.0	1.7	37.9	29.0	107.5%	-23.4%	61.7	122.3	93.0
이익률	14.5%	17.8%	1.5%	27.6%	20.4%	6.0%	-7.2%	14.0%	21.3%	18.4%

자료: 금호석유, SK 증권 추정

3. Valuation

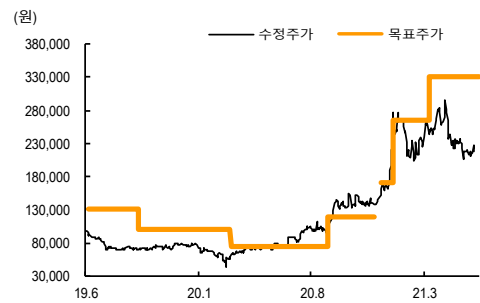
EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)	2Q22E	2Q23E
EBITDA	2,056.76	1,465.19
Weight	0.50	0.50
가중 EBITDA	1760.97	
Target EV/EBITDA	5.25	
재무부채	991	*1Q21
현금성자산	755	*1Q21
우선주 시총	349	
관계주식	354	*1Q21
보통주(주)	24,875,163	
적정 주가 (단위: 원)	333,874	
Target Price (단위: 원)	330,000	
현재주가 (단위: 원)	219,000	
Upside	50.7%	

자료: SK 증권 추정

주: 상대적으로 미래 실적에 대한 높은 가중치 반영

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.06.30	매수	330,000원	6개월		
2021.04.06	매수	330,000원	6개월	-26.56%	-10.30%
2021.01.28	매수	265,000원	6개월	-9.53%	4.53%
2021.01.05	중립	170,000원	6개월	3.84%	32.35%
2020.12.28	담당자 변경				
2020.09.28	매수	120,000원	6개월	15.53%	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	-40.51%	-27.23%



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 6월 27일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,261	1,705	3,567	3,969	4,518
현금및현금성자산	128	418	1,969	2,358	3,002
매출채권및기타채권	582	619	791	812	762
재고자산	469	532	679	675	633
비유동자산	3,277	3,322	3,589	3,807	4,033
장기금융자산	290	258	301	301	301
유형자산	2,296	2,280	2,394	2,474	2,545
무형자산	14	16	17	18	18
자산총계	4,538	5,027	7,156	7,776	8,551
유동부채	1,276	1,210	1,529	1,296	1,243
단기금융부채	649	382	471	451	451
매입채무 및 기타채무	482	571	729	582	545
단기충당부채	3	2	2	2	2
비유동부채	633	668	686	683	682
장기금융부채	509	538	524	524	524
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,908	1,878	2,215	1,978	1,925
지배주주지분	2,629	3,148	4,940	5,796	6,625
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	356	356	356	356	356
기타자본구성요소	-40	-40	-40	-40	-40
자기주식	-40	-40	-40	-40	-40
이익잉여금	2,187	2,727	4,449	5,233	5,989
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	2,630	3,149	4,941	5,797	6,626
부채외자본총계	4,538	5,027	7,156	7,776	8,551

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	557	776	1,796	1,036	1,167
당기순이익(손실)	295	583	1,836	1,095	969
비현금성항목등	308	358	752	499	463
유형자산감가상각비	201	179	184	240	250
무형자산상각비	2	2	2	3	3
기타	23	3	17	11	11
운전자본감소(증가)	93	-59	-296	-208	44
매출채권및기타채권의 감소(증가)	82	-48	-172	-21	51
재고자산감소(증가)	2	-67	-147	4	42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	17	79	168	-147	-36
기타	-8	-23	-146	-44	-12
법인세납부	-139	-106	-495	-350	-309
투자활동현금흐름	-94	-178	-300	-292	-287
금융자산감소(증가)	28	-48	14	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-175	-308	-320	-320
무형자산감소(증가)	-1	-3	-4	-4	-4
기타	41	49	-2	32	36
재무활동현금흐름	-437	-305	54	-356	-236
단기금융부채증가(감소)	-621	-327	63	-20	0
장기금융부채증가(감소)	260	87	13	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	-41	0	-311	-212
기타	-39	-23	-22	-24	-24
현금의 증가(감소)	26	290	1,551	389	643
기초현금	102	128	418	1,969	2,358
기말현금	128	418	1,969	2,358	3,002
FCF	303	672	1,581	736	867

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,961	4,810	7,758	6,193	5,806
매출원가	4,399	3,859	5,051	4,595	4,392
매출총이익	562	951	2,707	1,599	1,414
매출총이익률 (%)	11.3	19.8	34.9	25.8	24.4
판매비와관리비	197	209	314	247	234
영업이익	365	742	2,393	1,351	1,179
영업이익률 (%)	7.4	15.4	30.9	21.8	20.3
비영업손익	12	25	77	94	99
순금융비용	40	25	16	0	-5
외환관련손익	-1	-3	-9	-9	-9
관계기업투자등 관련손익	39	56	106	106	106
세전계속사업이익	377	767	2,470	1,445	1,278
세전계속사업이익률 (%)	7.6	16.0	31.8	23.3	22.0
계속사업법인세	84	207	634	350	309
계속사업이익	293	560	1,836	1,095	969
중단사업이익	2	23	0	0	0
*법인세효과	0	7	0	0	0
당기순이익	295	583	1,836	1,095	969
순이익률 (%)	5.9	12.1	23.7	17.7	16.7
지배주주	295	583	1,836	1,095	969
지배주주귀속 순이익률(%)	5.94	12.12	23.66	17.68	16.68
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	317	561	1,908	1,167	1,041
지배주주	317	560	1,908	1,167	1,041
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	568	923	2,580	1,594	1,432

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-11.2	-3.1	61.3	-20.2	-6.3
영업이익	-34.1	103.1	222.4	-43.5	-12.7
세전계속사업이익	-38.9	103.5	222.1	-41.5	-11.6
EBITDA	-25.6	62.5	179.4	-38.2	-10.2
EPS(계속사업)	-40.4	91.1	228.1	-40.3	-11.6
수익성 (%)					
ROE	11.8	20.2	45.4	20.4	15.6
ROA	6.4	12.2	30.1	14.7	11.9
EBITDA마진	11.5	19.2	33.3	25.7	24.7
안정성 (%)					
유동비율	98.9	140.9	233.3	306.3	363.5
부채비율	72.6	59.6	44.8	34.1	29.1
순차입금/자기자본	36.6	12.1	-21.9	-25.7	-32.2
EBITDA/이자비용(배)	13.0	33.0	114.8	65.6	60.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,742	16,708	54,820	32,706	28,929
BPS	78,488	94,002	147,508	173,061	197,809
CFPS	14,851	22,810	60,392	39,951	36,463
주당 현금배당금	1,500	4,200	12,000	8,000	6,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.9	9.2	5.4	9.1	10.2
PER(최저)	7.9	2.6	2.8	4.6	5.2
PBR(최고)	1.3	1.6	2.0	1.7	1.5
PBR(최저)	0.9	0.5	1.0	0.9	0.8
PCR	5.2	6.4	3.6	5.5	6.0
EV/EBITDA(최고)	7.5	5.7	3.3	5.0	5.1
EV/EBITDA(최저)	5.6	2.0	1.4	2.1	1.9