

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	1,752 십억원
주요주주	
롯데케미칼(외1)	31.13%
국민연금공단	13.13%
외국인지분율	19.90%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(21/07/12)	67,900 원
KOSPI	3,246.47 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	73,500 원
52주 최저가	41,650 원
60일 평균 거래대금	16 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	5.0%
6개월	20.4%	15.9%
12개월	47.1%	-2.6%

롯데정밀화학 (004000/KS | 매수(유지) | T.P 90,000 원(상향))

오르는 케미칼, 확보된 기초체력

2Q 영업이익은 503 억원이 예상돼 컨센서스와 유사한 실적 기대. ECH, 가성소다 가격은 1분기에 이어 2분기에도 강세. 도료 시장의 호조에 ECH 가격 당분간 우호적일 전망. 또한, 중국 가성소다 생산 YoY 가 Peak 이후 하향한 점도 가성소다 가격에 긍정적. 셀룰로스 증설로 안정적인 기초체력을 마련. 하반기 물류비 완화 시 기저효과 크게 나타날 것. PBR-ROE 적용 Target PBR 1.24 배를 부여해 목표주가 90,000 원, 투자의견 매수 제시함

점진을 넘어 뛰는 케미칼의 2분기

2분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 3,989 억원, 503 억원이 예상돼 7/12 일 기준 컨센서스(4,046 억원 / 507 억원)와 유사한 실적을 예상한다. 염소 계통은 1분기에 이어 2분기에도 ECH 와 가성소다 가격 모두 우상향을 그리고 있다. ECH 가격은 1Q 평균 \$1,704.8/t → 2Q 평균 \$2,106/t 까지 상승했다. 긍정적인 도료 부문/에폭시 가격 추이 감안 ECH 강세 이어질 것으로 판단한다. 가성소다도 1분기 평균 가격 \$229.8/t → 2분기 평균 \$308.4/t 으로 상승했다. 중국 가성소다 생산 YoY 기준 Peak 도달 후 하향 추세임을 감안 글로벌 공급 부담은 이전보다 덜하다 판단, 가격에 우호적일 전망이다.

탑재된 GREEN, 하반기가 진짜

그린소재 셀룰로스는 메셀로스(+13.8 천톤), 애니코트(+1.9 천톤) 증설 물량이 점진적으로 생산됨에 따라, 하반기부터 본격적인 실적 반영이 기대된다. 상반기에는 감가상각 및 증가한 물류비에 대한 부담으로 이익률의 감소가 일부 발생했을 것으로 판단되나, 하반기 완화될 컨테이너 운임료 감안 증익의 기저효과는 더욱 크게 나타날 개연성이 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 77,000 → 90,000 원 상향

ECH 와 가성소다의 가격 반등이 케미칼 중심의 강세를 기대케 하고 있다. 동시에 셀룰로스 증설을 통해서 안정적인 기초체력이 마련됐다. 본업 강세와 롯데이오네스 (AA/VAM) 등 지분법 이익 증가로 실적 추정치를 상향했다. Valuation은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.24 배를 부여, 목표주가는 77,000 → 90,000 원으로 상향 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	1,372	1,311	1,264	1,557	1,609	1,622
yoY	%	18.3	-4.4	-3.6	23.2	3.4	0.8
영업이익	십억원	211	190	139	203	242	260
yoY	%	89.6	-10.0	-26.6	45.9	19.0	7.3
EBITDA	십억원	292	282	246	332	433	435
세전이익	십억원	275	225	260	302	291	300
순이익(자체주주)	십억원	215	168	199	232	220	228
영업이익률%	%	15.4	14.5	11.0	13.1	15.0	16.0
EBITDA%	%	21.3	21.5	19.5	21.3	26.9	26.8
순이익률	%	15.7	12.8	15.7	14.9	13.7	14.0
EPS(계속사업)	원	8,330	6,526	7,705	9,001	8,546	8,822
PER	배	4.9	6.9	7.2	7.5	7.9	7.7
PBR	배	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	2.8	2.8	5.3	4.9	3.4	2.9
ROE	%	16.7	11.7	12.7	13.3	11.4	10.8
순차입금	십억원	-236	-370	-118	-124	-277	-465
부채비율	%	23.4	20.1	13.6	15.0	14.4	13.6

1. Highlight View 3

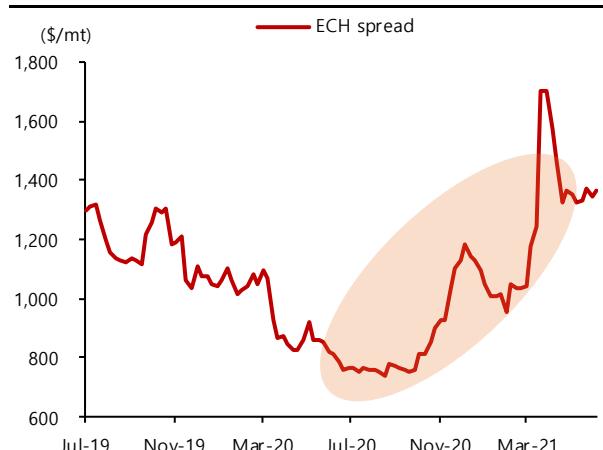
(1) 케미칼 바닥을 넘어 고점까지

염소 계열의 마이너스로 작용을 했던 ECH 가격은 1Q 평균 \$1,704.8/t → 2Q 평균 \$2,106/t 까지 상승했다. 이번 분기를 기점으로 내수가격 전가가 충분히 이루어지는 시기로 이전의 적자 구간을 크게 탈피 할 수 있을 것으로 기대된다. 고무적인 점은 ECH 가격이 잠깐 주춤하였으나 다시 우상향을 띠고 있다는 점이다. 7/12 가격으로 \$2,110/t 을 기록해 우호적인 환경이 지속 중이다. 수요 쳐인 Epoxy resin 은 평균 수출 가격 기준 1 월 \$2,994/t 에서 5 월 \$4,722/t 까지 올라와 가격 조정에 대한 부담이 덜한 편이다. 최근 도료 가격 인상 움직임에 맞추어 높은 레벨 유지될 수 있을 것으로 기대된다.

(2) 꾸준히 오르는 암모니아, 가성소다

케미칼의 또 다른 사업인 암모니아의 가격도 오르는 추세이다. 비료 가격 인상에 맞추어서 암모니아 가격도 호조세를 띠고 있다. 중국 가격 기준으로 암모니아 가격은 4 월 말 \$600/t 에서 6 월말 \$685/t 까지 상향됐다. 암모니아 트레이딩에 긍정적 여파 기대된다. 그리고 가성소다의 가격 상승세도 매섭다. 1 분기 평균 가격 \$229.8/t → 2 분기 평균 \$308.4/t 으로 상승했다. 최근 가격으로는 \$359/t 까지 올라왔다. 주요 수출 국가인 중국(약 40%)의 가성소다 생산 YoY 가 가격 상승 구간에도 과거 Peak Level 을 찍고 내려왔다는 점에서 글로벌 공급 측면의 부담도 덜하다라고 판단한다. 또한, 글로벌 경기 회복 시 수요는 동반되어 확대될 것으로 기대된다. 내수가격 전가에는 시간이 소요되나 현재 추이 상 높은 가격이 동사의 케미칼 실적에 우호적으로 작용할 전망이다.

국제가 기준 ECH Spread 높은 Level 기록



자료 : Cischem, SK 증권

주. 원단위 고려 프로필렌과의 Spread

가성소다 가격 추이 및 중국 생산 YoY



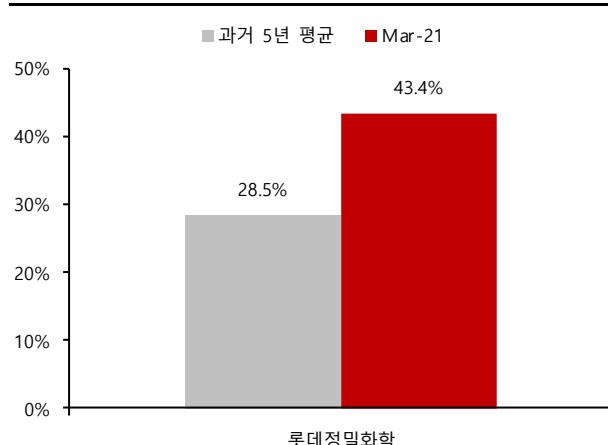
자료 : Bloomberg, Cischem, SK 증권

(3) 탑재된 GREEN, 발군의 롯데이오네스

셀룰로스 사업부는 꾸준한 물량 확대에 더해 하반기부터 본격적인 메셀로스(+13.8 천톤), 애니코트(+1.9 천톤) 증설 효과가 두드러질 것으로 판단한다. 계약의 특성 상 제품 가격의 변동성이 낮아 단기적으로는 최근 올라온 물류비에 대한 부담이 있을 수 있다. 다만, 컨테이너박스 쇼티지에서 유발된 컨테이너 수급 이슈도 하반기 들어서며 점차 완화될 시 셀룰로스 매출/이익 개선 효과는 더욱 크게 나타날 수 있을 것으로 기대한다. 과거 5 개년 평균 물류비/영업이익 비중은 28.5% 였으나, 1 분기에는 43.4%로 늘어났다. 재차 안정화될 물류비로 하반기 더욱 강한 기저 효과 발생 가능하다.

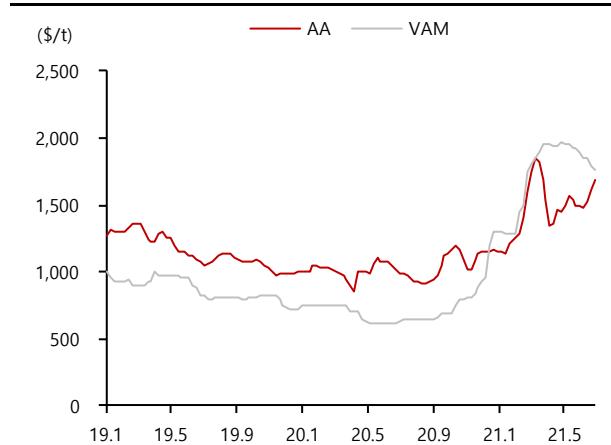
동시에 지분법 대상 회사인 롯데이네오스화학의 제품군도 모두 1 분기에 이어 2 분기에도 강세를 시현했다. VAM은 도료 등에 쓰이는 것을 감안하면 최근 도료 강세가 VAM 강세까지 이어진 것으로 판단한다. VAM 가격은 1 분기 \$1,531/t에서 2 분기 \$1,914/t으로 상승했다.

1분기 들어서며 늘어난 물류비/영업이익 비중, 기대할 기저효과



자료 : Dataguide, SK 증권

AA/VAM 가격 추이



자료 Cischem, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	293.2	316.7	303.7	343.9	398.9	36.0%	16.0%	1,263.6	1,557.0	1,609.4
영업이익	33.9	25.9	28.5	35.5	50.3	48.4%	41.5%	139.2	203.6	241.8
영업이익률	11.6%	8.2%	9.4%	10.3%	12.6%	1.1%	2.3%	11.0%	13.1%	15.0%
세전이익	86.4	28.6	79.9	49.4	89.1	3.1%	80.3%	259.5	302.4	290.9
세전이익률	29.5%	9.0%	26.3%	14.4%	22.3%	-7.1%	8.0%	20.5%	19.4%	18.1%
지배순이익	65.0	24.1	66.6	40.5	67.5	3.9%	66.7%	198.8	232.2	220.5
지배주주순이익률	22.2%	7.6%	21.9%	11.8%	16.9%	-5.2%	5.2%	15.7%	14.9%	13.7%
사업부별 매출액										
암모니아	91	109	100	119	134	48.0%	13.3%	426	504	508
염소(ECH,가성소다)	107	111	107	125	149	39.0%	19.7%	448	564	536
셀룰로스/메셀로스	84	88	88	91	102	22.0%	12.0%	349	448	526
기타	12	9	9	10	14	16.2%	38.8%	41	41	40
사업부별 매출 비중										
암모니아	30.9%	34.4%	32.8%	34.5%	33.7%	2.7%	-0.8%	33.7%	32.4%	31.6%
염소(ECH,가성소다)	36.6%	35.1%	35.3%	36.2%	37.4%	0.8%	1.2%	35.5%	36.2%	33.3%
셀룰로스/메셀로스	28.5%	27.7%	29.0%	26.5%	25.6%	-2.9%	-0.9%	27.6%	28.8%	32.7%
기타	4.0%	2.8%	2.9%	2.8%	3.4%	-0.6%	0.6%	3.2%	2.6%	2.5%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,440.7	1,495.5	1,557.0	1,609.4	8.1%	7.6%
영업이익	183.6	219.5	203.6	241.8	10.9%	10.2%
영업이익률	12.7%	14.7%	13.1%	15.0%	0.3%	0.3%
세전이익	228.3	264.9	302.4	290.9	32.4%	9.8%
세전이익률	15.8%	17.7%	19.4%	18.1%	3.6%	0.4%
지배순이익	173.1	200.8	232.2	220.5	34.2%	9.8%
지배주주순이익률	12.0%	13.4%	14.9%	13.7%	2.9%	0.3%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	11.6%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	9.6%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.5
Target P/B	1.24
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	73,215
적정주가 (단위: 원)	90,430
Target Price (단위: 원)	90,000
현재주가(2021-07-12) (단위: 원)	67,900
상승여력	32.5%

자료 SK증권 추정

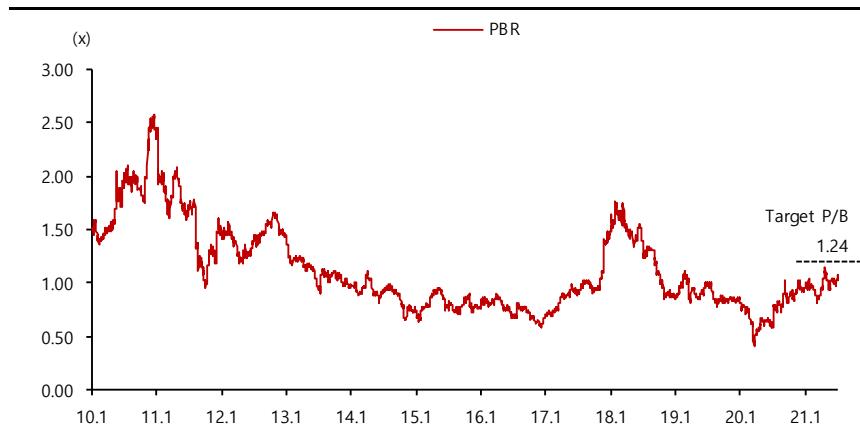
주: Risk Free Rate는 미 국채 10 년물 5 년 평균

Target ROE

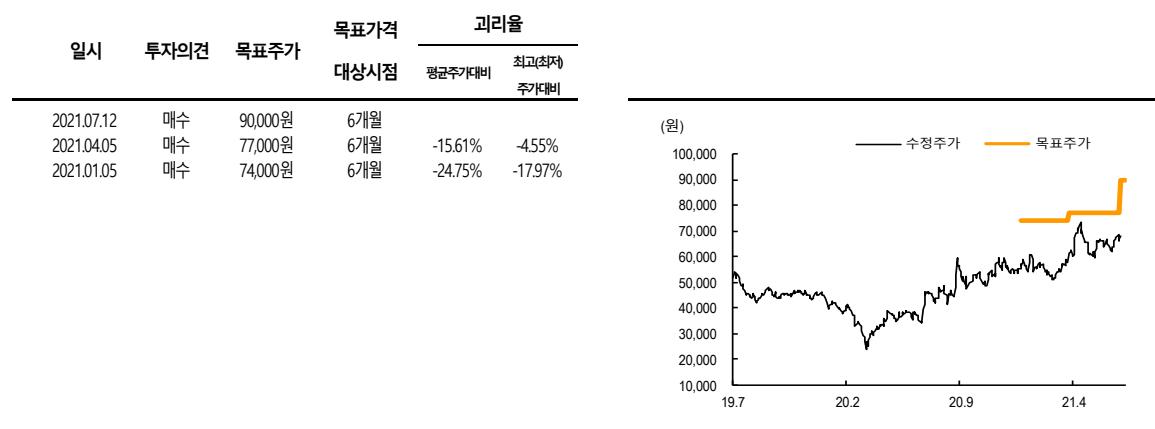
	2020	2Q22E	2Q23E	2Q24E
ROE(지배주주지분)	12.7%	12.1%	11.3%	11.0%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	11.6%			

자료 SK증권 추정

Historical PBR



자료 SK증권 추정



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 7월 12일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	861	517	635	808	1,000
현금및현금성자산	11	9	4	162	350
매출채권및기타채권	214	195	260	268	270
재고자산	178	152	203	210	212
비유동자산	932	1,358	1,486	1,496	1,485
장기금융자산	10	361	332	332	332
유형자산	671	757	818	779	726
무형자산	24	23	21	18	16
자산총계	1,793	1,875	2,121	2,305	2,485
유동부채	283	170	224	231	233
단기금융부채	86	14	16	16	16
매입채무 및 기타채무	120	115	154	159	160
단기충당부채	28	0	0	0	0
비유동부채	17	55	52	58	64
장기금융부채	3	28	17	22	22
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	7	9	10	10
부채총계	300	225	276	289	297
자본주주지분	1,493	1,650	1,845	2,015	2,188
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	1,063	1,219	1,413	1,583	1,754
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,493	1,650	1,845	2,015	2,188
부채와자본총계	1,793	1,875	2,121	2,305	2,485

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	185	221	185	352	360
당기순이익(순실)	168	199	232	220	228
비현금성항목등	125	57	101	212	208
유형자산감가상각비	90	104	126	189	174
무형자산상각비	3	3	3	2	2
기타	12	-30	16	7	7
운전자본감소(증가)	-33	18	-98	-10	-2
매출채권및기타채권의 감소증가)	3	21	-48	-9	-2
재고자산감소증가)	-8	25	-50	-7	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-16	2	5	1
기타	-22	-12	-2	0	0
법인세납부	-75	-53	-50	-70	-73
투자활동현금흐름	-131	-100	-176	-148	-116
금융자산감소(증가)	-135	2	2	0	0
유형자산감소(증가)	-71	-177	-185	-150	-120
무형자산감소(증가)	2	0	0	0	0
기타	74	74	6	2	3
재무활동현금흐름	-51	-122	-13	-46	-57
단기금융부채증가(감소)	1	10	-5	0	0
장기금융부채증가(감소)	-7	-97	-8	5	0
자본이증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	43	43	0	-51	-56
기타	-2	9	-1	0	-1
현금의 증가(감소)	4	-1	-5	158	188
기초현금	7	11	9	4	162
기말현금	11	9	4	162	350
FCF	125	29	27	214	251

자료 : 롯데정밀화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,311	1,264	1,557	1,609	1,622
매출원가	1,028	1,030	1,243	1,253	1,246
매출총이익	283	234	314	357	375
매출총이익률 (%)	21.6	18.5	20.2	22.2	23.2
판매비와관리비	94	95	111	115	116
영업이익	190	139	203	242	260
영업이익률 (%)	14.5	11.0	13.1	15.0	16.0
비영업손익	35	120	99	49	41
순금융비용	-5	-5	-1	-1	-3
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	31	76	113	55	45
세전계속사업이익	225	260	302	291	300
세전계속사업이익률 (%)	17.2	20.5	19.4	18.1	18.5
계속사업법인세	57	61	70	70	73
계속사업이익	168	199	232	220	228
증당사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	168	199	232	220	228
순이익률 (%)	12.8	15.7	14.9	13.7	14.0
지배주주	168	199	232	220	228
지배주주귀속 순이익률(%)	12.84	15.73	14.92	13.7	14.04
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	159	200	233	222	229
지배주주	159	200	233	222	229
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	282	246	332	433	435

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-4.4	-3.6	23.2	3.4	0.8
영업이익	-10.0	-26.6	45.9	19.0	7.3
세전계속사업이익	-18.3	15.4	16.5	-3.8	3.2
EBITDA	-3.4	-12.8	35.2	30.2	0.6
EPS(계속사업)	-21.7	18.1	16.8	-5.1	3.2
수익성 (%)					
ROE	11.7	12.7	13.3	11.4	10.8
ROA	9.6	10.8	11.6	10.0	9.5
EBITDA마진	21.5	19.5	21.3	26.9	26.8
안정성 (%)					
유동비율	304.6	304.5	283.5	350.1	429.9
부채비율	20.1	13.6	15.0	14.4	13.6
순자본금/자기자본	-24.8	-7.1	-6.8	-13.8	-21.2
EBITDA/이자비용(배)	134.0	248.9	573.1	923.0	808.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,526	7,705	9,001	8,546	8,822
BPS	57,873	63,942	71,502	78,114	84,803
CFPS	10,101	11,836	14,003	15,944	15,633
주당 현금배당금	1,700	1,500	2,000	2,200	2,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.3	7.7	8.2	8.6	8.3
PER(최저)	6.0	3.1	5.7	6.0	5.8
PBR(최고)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	0.7	0.4	0.7	0.7	0.6
PCR	45	47	49	43	43
EV/EBITDA(최고)	3.7	5.8	5.3	3.7	3.3
EV/EBITDA(최저)	2.3	2.0	3.6	2.4	1.9