

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**박한샘**

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

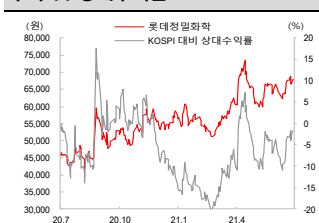
### Company Data

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%
외국인지분률	19.90%
배당수익률	2.20%

### Stock Data

주가(21/07/12)	67,900 원
KOSPI	3246.47 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 1 분기에 이어 2 분기에도 강세. 도로 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, 투자 의견 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 1 분기에 이어 2 분기에도 ECH 와 가성소다 가격 모두 우상향을 그리고 있다. ECH 가격은 1Q 평균 \$1,704.8/t → 2Q 평균 \$2,106/t 까지 상승했다. 긍정적인 도로 부문/에폭시 가격 추이 감안 ECH 강세 이어질 것으로 판단한다. 가성소다도 1 분기 평균 가격 \$229.8/t → 2 분기 평균 \$308.4/t 으로 상승했다. 중국 가성소다 생산 YoY 기준 Peak 도달 후 하향 추세를 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.

### 투자 의견 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. Valuation 은 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(지배주주)	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

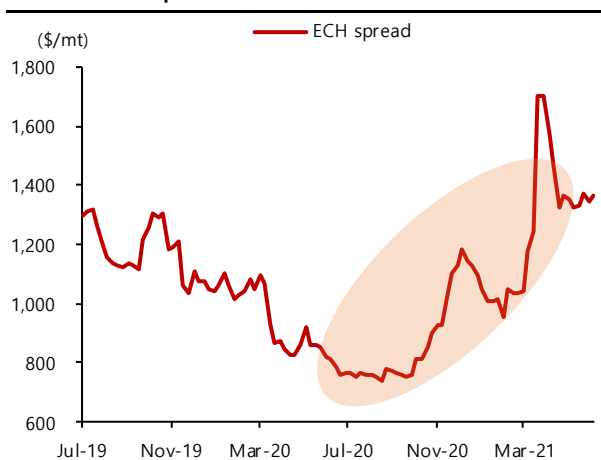
### (1) 케미칼 바닥을 넘어 고점까지

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 띄고 있다는 점이다. 7/12 가격으로 \$2,110/t 을 기록해 우호적인 환경이 지속 중이다. 수요 저인 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

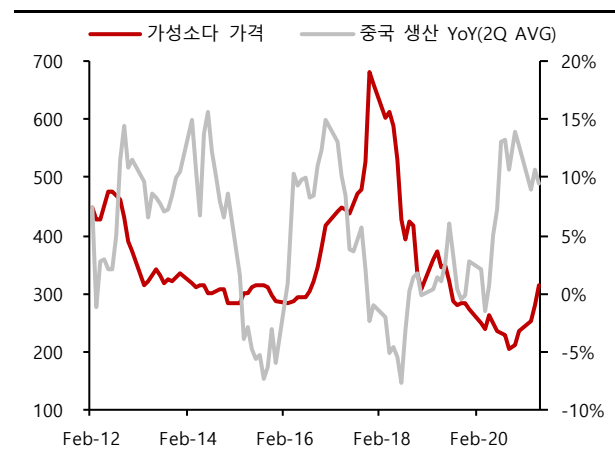
케미칼의 또다른 사업인 암모니아의 가격도 오르는 추세이다. 비료 가격 인상에 맞추어서 암모니아 가격도 호조세를 띄고 있다. 중국 가격 기준으로 암모니아 가격은 4 월 말 \$600/t 에서 6 월 말 \$685/t 까지 상향됐다. 암모니아 트레이딩에 긍정적 여파 기대된다. 그리고 가성소다의 가격 상승세도 매섭다. 1분기 평균 가격 \$229.8/t → 2분기 평균 \$308.4/t 으로 상승했다. 최근 가격으로는 \$359/t 까지 올라왔다. 주요 수출 국가인 중국(약 40%)의 가성소다 생산 YoY 가 가격 상승 구간에도 과거 Peak 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



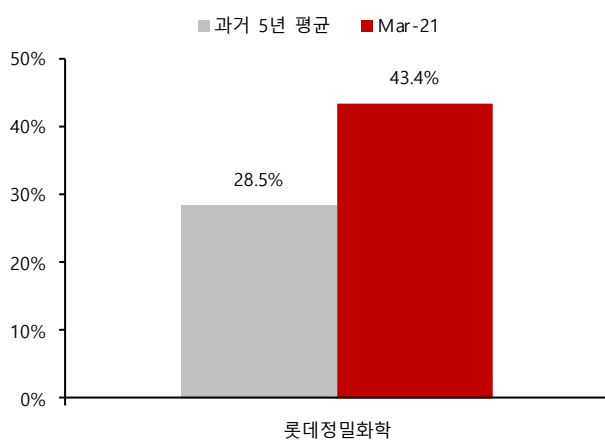
자료 : Bloomberg, Cischem, SK 증권

### (3) 탑재된 GREEN, 발군의 롯데이오네스

셀룰로스 사업부는 꾸준한 물량 확대에 더해 하반기부터 본격적인 메셀로스(+13.8천톤), 애니코트(+1.9천톤) 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 5년 평균 물류비/영업이익 비중은 28.5% 였으나, 1 분기에는 43.4%로 늘어났다. 재차 안정화될 물류비로 하반기 더욱 강한 기저 효과 발생 가능하다.

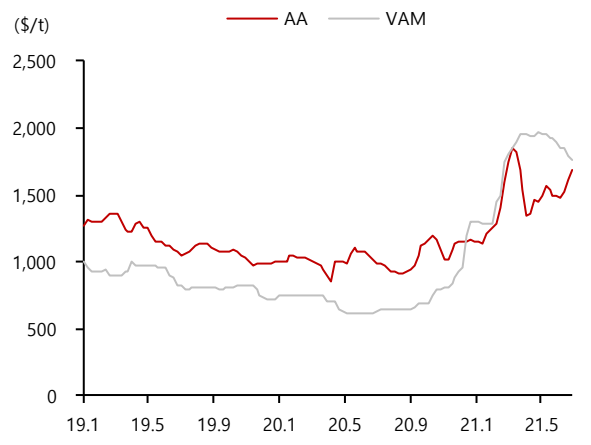
동시에 지분법 대상 회사인 롯데이네오스화학의 제품군도 모두 1분기에이러 2분기에도 강세를 시현했다. VAM 은 도로 등에 쓰이는 것을 감안하면 최근 도로 강세가 VAM 강세까지 이어진 것으로 판단한다. VAM 가격은 1 분기 \$1,531/t 에서 2 분기 \$1,914/t 으로 상승했다.

1 분기 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%
<b>사업부별 매출액</b>										
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
<b>사업부별 매출 비중</b>										
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
<b>Target P/B</b>	<b>1.24</b>
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	73,215
적정주가 (단위: 원)	90,430
<b>Target Price (단위: 원)</b>	<b>90,000</b>
현재주가(2021-07-12) (단위: 원)	67,900
상승여력	32.5%

자료: SK 증권 추정

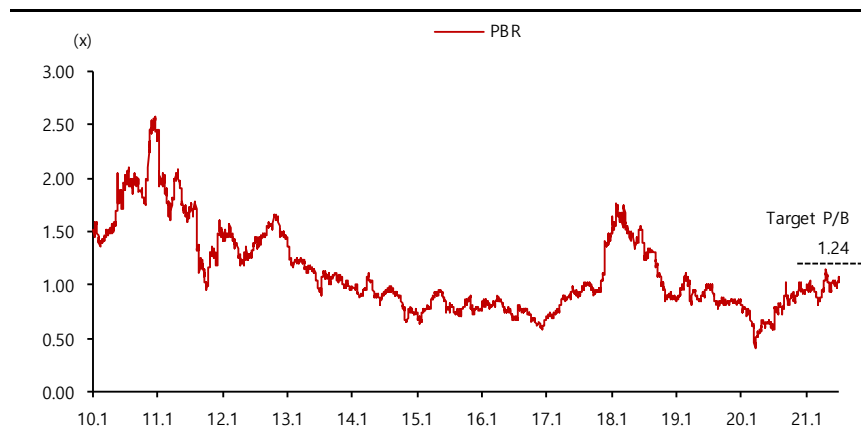
주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

#### 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%			

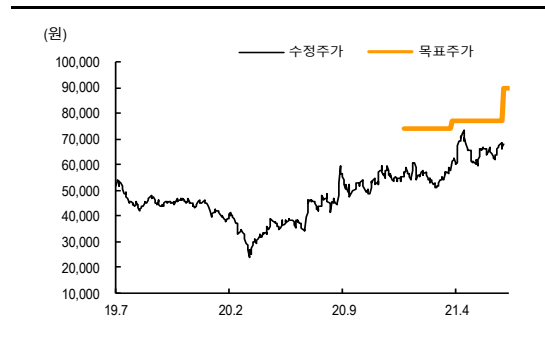
자료: SK 증권 추정

#### Historical PBR



자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.07.12	매수	90,000원	6개월		
2021.04.05	매수	77,000원	6개월	-15.61%	-4.55%
2021.01.05	매수	74,000원	6개월	-24.75%	-17.97%



**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 기관투자자 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 (2021 년 7 월 12 일 기준)**

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	861	517	635	808	1,000
현금및현금성자산	11	9	4	162	350
매출채권및기타채권	214	195	260	268	270
재고자산	178	152	203	210	212
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	1,793	1,875	2,121	2,305	2,485
<b>유동부채</b>	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
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	300	225	276	289	297
<b>지배주주지분</b>	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
<b>자본총계</b>	1,493	1,650	1,845	2,015	2,188
<b>부채외자본총계</b>	1,793	1,875	2,121	2,305	2,485

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	185	221	185	352	360
당기순이익(손실)	168	199	232	220	228
비현금성항목등	125	57	101	212	208
유형자산감가상각비	90	104	126	189	174
무형자산감가상각비	3	3	3	2	2
기타	12	-30	16	7	7
운전자본감소(증가)	-33	18	-98	-10	-2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	21	-48	-9	-2
재고자산감소(증가)	-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
<b>투자활동현금흐름</b>	-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
<b>재무활동현금흐름</b>	-51	-122	-13	-46	-57
단기금융부채증가(감소)	1	10	-5	0	0
장기금융부채증가(감소)	-7	-97	-8	5	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	0	-51	-56
기타	-2	9	-1	0	-1
<b>현금의 증가(감소)</b>	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
<b>매출액</b>	1,311	1,264	1,557	1,609	1,622
<b>매출원가</b>	1,028	1,030	1,243	1,253	1,246
<b>매출총이익</b>	283	234	314	357	375
매출총이익률 (%)	21.6	18.5	20.2	22.2	23.2
<b>판매비와관리비</b>	94	95	111	115	116
<b>영업이익</b>	190	139	203	242	260
영업이익률 (%)	14.5	11.0	13.1	15.0	16.0
<b>비영업손익</b>	35	120	99	49	41
순금융비용	-5	-5	-1	-1	-3
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	31	76	113	55	45
<b>세전계속사업이익</b>	225	260	302	291	300
세전계속사업이익률 (%)	17.2	20.5	19.4	18.1	18.5
<b>계속사업법인세</b>	57	61	70	70	73
<b>계속사업이익</b>	168	199	232	220	228
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	168	199	232	220	228
순이익률 (%)	12.8	15.7	14.9	13.7	14.0
<b>지배주주</b>	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
<b>EBITDA</b>	282	246	332	433	435

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
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
<b>수익성 (%)</b>					
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
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	304.6	304.5	283.5	350.1	429.9
부채비율	20.1	13.6	15.0	14.4	13.6
순차입금/자기자본	-24.8	-7.1	-6.8	-13.8	-21.2
EBITDA/이자비용(배)	134.0	248.9	573.1	923.0	808.8
<b>주당지표 (원)</b>					
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
<b>Valuation지표 (배)</b>					
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	4.5	4.7	4.9	4.3	4.3
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