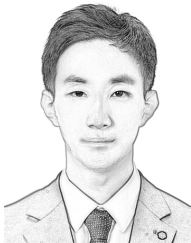


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

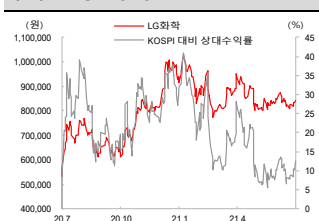
Company Data

자본금	391 십억원
발행주식수	7,828 만주
자사주	48 만주
액면가	5,000 원
시가총액	59,439 십억원
주요주주	
LG(외3)	33.37%
국민연금공단	7.86%
외국인지분률	47.00%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(21/07/30)	842,000 원
KOSPI	3202.32 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	1,028,000 원
52주 최저가	568,000 원
60일 평균 거래대금	215 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.9%	2.0%
6개월	-8.2%	-14.7%
12개월	58.9%	12.5%

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

변하지 않을 성장 스토리

2Q 영업이익은 2.2 조원을 기록해 컨센서스를 상회하는 실적 기록. 일회성 손익을 제외하고 보면 석유화학/첨단소재 강세가 견조한 실적을 견인. 첨단소재는 양극재를 포함해 2차전지 소재 중심으로 CAPA 확대/ 실적 성장이 예상됨. LGES 상장에 따른 가치 희석 반영하더라도 소재 중심 Specialty 매력으로 가치 상향 가능. Valuation 은 SOTP 와 내재 가치 중심의 DCF 를 혼합해 산정. 목표주가 1,100,000 원 유지, 투자 의견 매수를 제시함

화학/첨단소재 순환의 상반기

2분기 매출액과 영업이익은 각각 11 조 4,561 억원, 2 조 2,308 억원 기록해 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 실적 호조 외에도 SKI 와의 합의금 및 ESS 리콜비용 등 외부 요인 영향이 있었다. 약 1 조원이 합의금으로 인식되었고, ESS 리콜비용 4,000 억원 가량이 비용으로 반영됐다. 이를 제외하고 보면 석유화학은 ABS/PVC 등 강제로 2분기 영업이익률 25.1%를 기록했다. 첨단소재도 양극재 등 판매량 증대에 매출은 QoQ +10% 상승했다. LGES 는 차량용반도체 수급차질 여파로 매출 성장 제한되었으나 합의금 반영에 높은 이익률을 기록했다. 또한, 180 조원 수주잔고를 기록해 경쟁력은 유효하다 판단한다.

2차전지를 이어받는 소재

앞으로 2차전지와 별도로 첨단소재 부문의 소재 성장이 기대된다. 과거 '14년부터 6년간 2차전지 매출은 연간 약 +27%씩 성장했다. 그리고 첨단소재는 '20년도 매출 대비 '26년(12조원 + α) 매출 목표 기준 연간 +20% 이상의 성장을 보여줄 것으로 예상된다. 이로써 양극재 등 2차전지 소재 밸류가 동사의 Specialty 매력을 부각시킬 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 1,100,000 원 유지

최근 LGES 상장에 따른 가치 희석의 우려가 크다. 다만, 가치 희석을 반영하더라도 공격적 투자를 앞둔 2차전지 소재(양극재) 등의 실적 개선이 동사의 가치를 제고시킬 것으로 기대한다. Valuation 은 SOTP 와 내재가치 중심의 DCF 를 혼합해 EV 88 조원을 산정했다. 목표주가는 1,100,000 원을 제시하고, 투자 의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	28,183	27,353	30,077	42,999	47,920	54,624
yoy	%	9.7	-2.9	10.0	43.0	11.4	14.0
영업이익	십억원	2,246	825	1,798	6,170	4,597	5,519
yoy	%	-23.3	-63.3	117.9	243.1	-25.5	20.1
EBITDA	십억원	3,733	2,682	4,109	9,044	9,215	10,451
세전이익	십억원	1,940	574	944	5,538	3,945	4,874
순이익(지배주주)	십억원	1,473	313	513	4,389	3,220	3,924
영업이익률%	%	8.0	3.0	6.0	14.4	9.6	10.1
EBITDA%	%	13.3	9.8	13.7	21.0	19.2	19.1
순이익률	%	5.4	1.4	2.3	10.7	7.2	7.6
EPS(계속사업)	원	18,812	4,376	5,187	50,337	35,401	44,400
PER	배	18.5	72.6	158.9	16.7	23.8	19.0
PBR	배	1.6	1.5	3.6	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	배	7.9	11.5	16.7	7.6	7.3	6.4
ROE	%	8.9	1.8	2.9	22.1	14.1	15.3
순차입금	십억원	2,813	6,483	6,339	5,031	3,440	2,405
부채비율	%	67.1	95.7	120.3	125.7	125.5	126.8

1. Highlight View 3

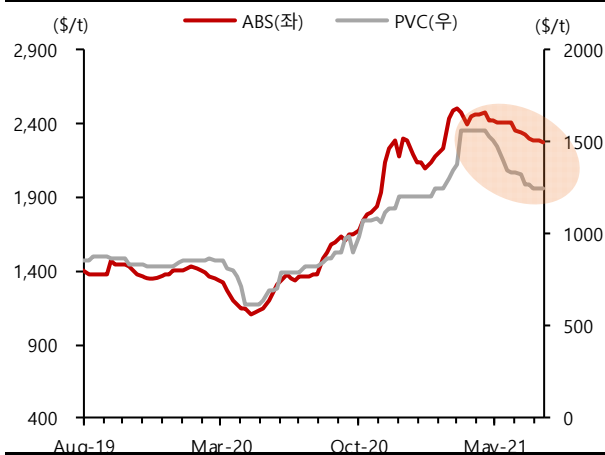
(1) 케미칼 또 한번 강세

2분기 화학 사업부 실적은 1분기에 이어 강세 흐름을 유지했다. ABS, PVC 가격은 1분기 평균 \$2,278/t, \$1,303/t에서 2분기 평균 각각 \$2,410/t, \$1,443/t으로 +6%, +11% 상승했다. 최근 유가 상승으로 납사 원가 부담이 소폭 늘어나기는 했으나 고부가가치 중심의 제품 판매로 수익성을 지탱하고 있다. 다만, 약세로 전환한 가격과 하반기 중국/역내 증설 부담은 여전한 우려 요인이다.

(2) 2차전지를 이어받는 소재

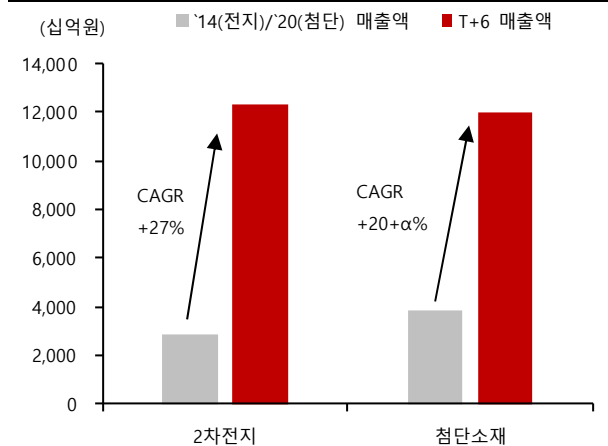
동사의 주가 모멘텀을 부여하였던 2차전지(LG 에너지솔루션)의 별도 상장은 가치 희석에 대한 우려를 일으키고 있다. 따라서 LG 화학 본업의 가치에 더욱 주목을 할 전망이다. 첨단소재가 여기에 대한 실마리를 제공할 것으로 기대한다. 과거 '14년부터 6년간 2차전지 매출은 연간 약 +27%씩 성장했다. 그리고 첨단소재는 '20년도 매출 대비 '26년(12조원 + α) 매출 목표 기준 연간 +20% 이상의 성장을 보여줄 것으로 예상된다. 또한, 기존 양극재 뿐만 아니라 분리막 등 각종 2차전지 관련 소재의 투자는 앞으로도 더욱 확대될 것으로 α (알파)의 크기는 더욱 커질 여력도 있다. 이는 2차전지의 가치를 이전 대비 희석시켜 추가 요소로 보더라도 동사가 다시 한번 2차전지 소재 중심의 Specialty 성장을 기대하게 하는 요인이다.

ABS, PVC 가격 추이



자료: Ciscem, SK 증권

과거 2차전지의 성장세를 유사하게 밝을 첨단소재



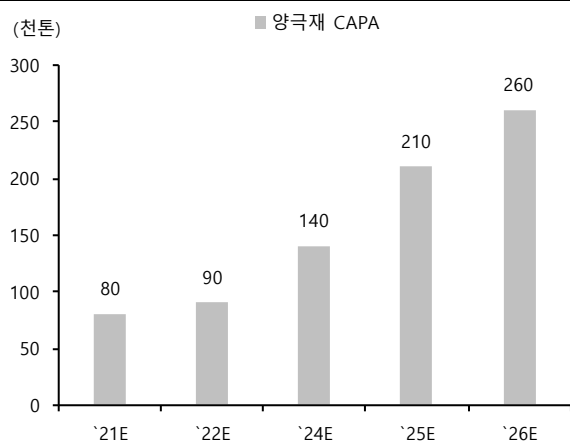
자료: LG 화학, SK 증권

(3) 소재 DRIVE: 양극재의 탄탄대로

양극재는 배터리 원가 비중의 30~40% 비중을 차지할 만큼 배터리 소재 내에서는 비중이 매우 크다. 또한, 양극재는 배터리 기술 성장을 위해서 기술투자과 성장이 병행될 수 밖에 없다. 배터리의 용량 확대는 전기자동차의 주행거리 확대 및 자율주행의 데이터 처리를 위해서 갖추어야할 방향성이다. 이 안에서 양극재는 용량을 늘리는데 핵심적인 역할을 하기에 배터리 성장의 맥을 따라갈 수 밖에 없다. 따라서 소재 자체로의 매력도가 매우 높은 편이다.

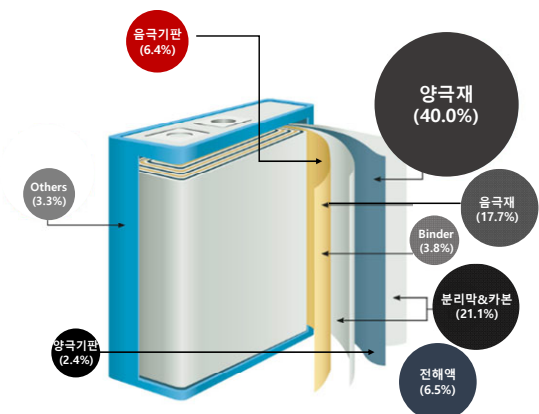
올해 동사는 양극재 CAPA 를 올해 말 약 8 만톤에서, '24 년 14 만톤→'26 년 26 만톤까지 공격적으로 늘릴 계획이다. 국내 주요 양극재 생산 기업인 에코프로비엠 계획이 '22 년 9 만톤, '23 년 15 만톤인 것을 감안하면 매우 큰 수치이다. 동시에 높은 Multiple 을 부여 받는 양극재의 가치를 감안하면 첨단소재 Value-up 이 기대된다.

양극재 생산능력 전망



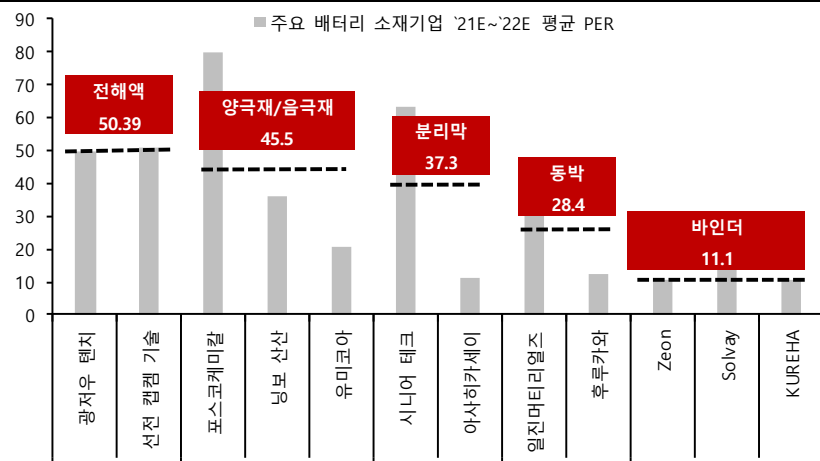
자료: LG 화학, SK 증권

배터리 내 양극재 원재료 비중은 약 30~40%



자료: Energies 2019, SK 증권

주요 배터리 소재별 Valuation 평가 - 양극재 중심으로 2 차전지 소재 밸류 키워나갈 것



자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 2021 년 7 월말 기준 산정

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	7,507.3	8,904.9	9,650.0	11,456.1	11,099.2	47.8%	-3.1%	30,076.5	42,999.2	47,919.6
영업이익	902.1	118.6	1,408.1	2,230.8	1,315.8	45.9%	-41.0%	1,798.2	6,169.6	4,596.6
영업이익률	12.0%	1.3%	14.6%	19.5%	11.9%	-0.2%	-7.6%	6.0%	14.3%	9.6%
세전이익	707.6	-391.6	1,426.6	2,302.0	1,121.2	58.4%	-51.3%	943.7	5,538.3	3,944.6
세전이익률	9.4%	-4.4%	14.8%	20.1%	10.1%	0.7%	-10.0%	3.1%	12.9%	8.2%
지배순이익	512.3	-403.0	1,306.7	1,556.0	840.7	64.1%	-46.0%	512.6	4,388.8	3,219.6
지배주주순이익률	6.8%	-4.5%	13.5%	13.6%	7.6%	0.8%	-6.0%	1.7%	10.2%	6.7%
사업부별 매출액										
석유화학	3,584	3,674	4,435	5,267	5,162	44.0%	-2.0%	14,266	19,572	17,480
전지	3,144	4,128	4,254	5,131	4,745	50.9%	-7.5%	12,356	19,082	25,182
첨단소재	963	1,010	1,172	1,297	1,264	31.3%	-2.5%	3,869	5,014	5,467
생명과학	172	170	162	203	213	23.9%	5.0%	661	788	850
팜한농	102	100	211	210	104	1.7%	-50.5%	601	627	638
사업부별 영업이익										
석유화학	721.6	569.0	984.0	1,325.0	945.9	31.1%	-28.6%	1,967.9	4,044.9	2,296.5
이익률	20.1%	15.5%	22.2%	25.1%	18.3%	-1.8%	-6.8%	13.8%	20.7%	13.1%
전지	168.8	-439.2	341.0	815.0	307.2	82.0%	-62.3%	-166.7	1829.3	1,929.5
이익률	5.4%	-10.6%	8.0%	15.9%	6.5%	1.1%	-9.4%	-1.3%	9.6%	7.7%
첨단소재	59.0	36.7	88.0	95.0	90.8	53.9%	-4.4%	192.8	370.9	428.1
이익률	6.1%	3.6%	7.5%	7.3%	7.2%	1.1%	-0.1%	5.0%	7.4%	7.8%
생명과학	8.5	7.8	23.0	29.0	30.4	257.1%	4.7%	53.9	107.2	113.8
이익률	4.9%	4.6%	14.2%	14.3%	14.2%	9.3%	0.0%	8.2%	13.6%	13.4%
팜한농	-9.6	-12.0	30.0	17.0	-7.7	적지	적전	24.9	29.1	36.1
이익률	-9.4%	-12.0%	14.2%	8.1%	-7.4%	2.0%	-15.5%	4.1%	4.6%	5.7%

자료: LG 화학, SK 증권 추정

3. Valuation

SOTP Valuation

(단위: 십억원)

사업부	12M Fwd EBITDA	Target EV/EBITDA	Fair Value	비고
기초소재	4,739	3.5	16,587	국내 동종 업체
전지	3,070	27	39,047	국내외 동종업계 평균 (CATL, SDI, 파나소닉 컨센) (국내기업에 가중치 2 배) 40% 지주할인 x 20% 지분희석
첨단소재	672	26	17,675	OLED 소재, 양극재 평균 (Sumitomo, Nitto Denko, 에코프로비엠, 포스코케미칼)
바이오	196	19.1	3,739	국내 주요 동종업체 (대웅제약, 녹십자, 보령제약)
팜한농	67	18	1,206	경농 EV/EBITDA 적용
Peer Valuation 영업가치 (A*1)			78,253	
DCF 영업가치 (A*2)			98,082	* 3 년추정 / 27 년(+3.5%) / / 1% 영구성장
추정 Enterprise Value(A)			88,168	A*1, A*2 평균
순부채(B)			6,130	1Q21
우선주 시가총액(C)			2,941	2021-07-30 기준
관계주식(D)			305	장부가액 기준
보통주 유통 주식수(천주)(E)			70,219	
추정 금액(원) [(A-B-C+D)/E]			1,130,765	
Target price(원)			1,100,000	
현 주가(원)			842,000	2021-07-30 기준
Upside(%)			31%	

자료: SK 증권 추정

DCF Valuation

(단위: 십억원)

FCF	2021E	2022E	2023E	Terminal Value
Forecasted Value	1,385	2,164	1,543	101,847
Discounted Value as of 2Q21E	1,352	2,014	1,370	55,936
Sum of Discounted Value(A)	60,672			
1Q21 EBITDA(B)	5,409			
Target EV/EBITDA(=A/B)	11.2			
12M fwd EBITDA	8,744			
Enterprise Value (DCF*)	98,082			
g* Average Growth rate	3.5%	* '24~'50		
g (Implied growth rate)	1.0%			
WACC	4.9%	* 5년 평균		
Cost of equity	8.0%			
Risk Free rate	2.1%			
Market Risk Premium	5.0%			
Beta	1.18			
Cost of Debt	3%			
Target Debt/Equity	120%			
Weight of Equity	0.5			
Weight of Debt	0.5			

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.07.30	매수	1,100,000원	6개월		
2021.04.06	매수	1,100,000원	6개월	-20.12%	-6.55%
2021.01.05	매수	1,100,000원	6개월	-16.88%	-6.55%
2020.12.28	담당자 변경				
2020.09.28	매수	750,000원	6개월	-2.66%	18.53%
2020.05.21	매수	350,000원	6개월	20.61%	119.43%
2020.03.30	매수	350,000원	6개월	-5.29%	19.86%
2019.10.07	매수	350,000원	6개월	-5.82%	19.86%



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 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 30 일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,870	16,320	21,696	26,131	32,662
현금및현금성자산	1,889	3,274	7,342	10,165	13,153
매출채권및기타채권	3,933	5,570	6,752	7,524	9,923
재고자산	5,034	5,350	6,485	7,227	8,238
비유동자산	22,155	25,069	29,461	30,956	32,345
장기금융자산	268	249	328	328	328
유형자산	18,594	20,567	24,066	25,608	27,023
무형자산	2,206	2,280	2,279	2,192	2,118
자산총계	34,024	41,389	51,157	57,087	65,007
유동부채	8,942	12,624	15,033	16,544	18,602
단기금융부채	1,356	1,566	1,775	1,775	1,775
매입채무 및 기타채무	6,523	8,726	10,577	11,787	13,436
단기충당부채	447	1,037	1,268	1,406	1,595
비유동부채	7,699	9,974	13,459	15,231	17,741
장기금융부채	7,059	8,679	10,835	12,067	14,019
장기매입채무 및 기타채무	11	12	12	12	12
장기충당부채	265	329	343	380	428
부채총계	16,641	22,598	28,492	31,775	36,344
지배주주지분	17,005	18,039	21,682	24,115	27,253
자본금	391	391	391	391	391
자본잉여금	2,275	2,692	2,721	2,721	2,721
기타자본구성요소	-374	-55	-41	-41	-41
자기주식	-355	-36	-21	-21	-21
이익잉여금	14,799	15,175	18,791	21,232	24,378
비지배주주지분	379	751	983	1,197	1,411
자본총계	17,384	18,790	22,665	25,312	28,664
부채외자본총계	34,024	41,389	51,157	57,087	65,007

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	3,260	6,014	7,489	8,635	8,272
당기순이익(손실)	574	944	4,663	3,438	4,143
비현금성항목등	3,147	4,317	4,653	6,225	6,756
유형자산감가상각비	1,720	2,130	2,663	4,414	4,740
무형자산감가상각비	137	181	211	204	192
기타	1,286	2,307	510	351	351
운전자본감소(증가)	115	1,266	-489	-73	-1,447
매출채권및기타채권의 감소(증가)	595	-3,182	-503	-773	-2,399
재고자산감소(증가)	-719	-566	-1,035	-742	-1,011
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	217	3,652	1,953	1,210	1,649
기타	21	1,362	-904	231	313
법인세납부	-577	-513	-1,337	-955	-1,180
투자활동현금흐름	-6,041	-5,253	-5,159	-6,038	-6,208
금융자산감소(증가)	-20	73	-63	0	0
유형자산감소(증가)	-6,159	-5,498	-6,171	-6,000	-6,200
무형자산감소(증가)	-232	-106	-117	-117	-117
기타	370	279	1,192	80	109
재무활동현금흐름	2,091	722	1,669	226	924
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,686	879	1,743	1,232	1,953
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-484	-178	0	-778	-778
기타	-111	21	-74	-228	-250
현금의 증가(감소)	-625	1,386	4,068	2,823	2,988
기초현금	2,514	1,889	3,274	7,342	10,165
기말현금	1,889	3,274	7,342	10,165	13,153
FCF	-2,291	-209	1,148	1,911	1,351

자료 : LG화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	27,353	30,077	42,999	47,920	54,624
매출원가	22,667	23,764	30,999	36,624	41,429
매출총이익	4,686	6,312	12,001	11,296	13,195
매출총이익률 (%)	17.1	21.0	27.9	23.6	24.2
판매비와관리비	3,860	4,514	5,831	6,699	7,676
영업이익	825	1,798	6,170	4,597	5,519
영업이익률 (%)	3.0	6.0	14.4	9.6	10.1
비영업손익	-251	-854	-631	-652	-645
순금융비용	154	163	144	148	141
외환관련손익	1	-371	-163	-163	-163
관계기업투자등 관련손익	23	321	10	10	10
세전계속사업이익	574	944	5,538	3,945	4,874
세전계속사업이익률 (%)	2.1	3.1	12.9	8.2	8.9
계속사업법인세	169	368	1,379	955	1,180
계속사업이익	405	576	4,159	2,990	3,694
중단사업이익	-29	107	448	448	448
*법인세효과	-15	-56	0	0	0
당기순이익	376	682	4,608	3,438	4,143
순이익률 (%)	1.4	2.3	10.7	7.2	7.6
지배주주	313	513	4,389	3,220	3,924
지배주주귀속 순이익률(%)	1.15	1.7	10.21	6.72	7.18
비지배주주	63	170	219	219	219
총포괄이익	449	612	4,595	3,426	4,130
지배주주	383	452	4,381	3,212	3,916
비지배주주	65	160	214	214	214
EBITDA	2,682	4,109	9,044	9,215	10,451

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-2.9	10.0	43.0	11.4	14.0
영업이익	-63.3	117.9	243.1	-25.5	20.1
세전계속사업이익	-70.4	64.3	486.9	-28.8	23.6
EBITDA	-28.2	53.2	120.1	1.9	13.4
EPS(계속사업)	-76.7	18.6	870.4	-29.7	25.4
수익성 (%)					
ROE	1.8	2.9	22.1	14.1	15.3
ROA	1.2	1.8	10.0	6.4	6.8
EBITDA마진	9.8	13.7	21.0	19.2	19.1
안정성 (%)					
유동비율	132.8	129.3	144.3	158.0	175.6
부채비율	95.7	120.3	125.7	125.5	126.8
순차입금/자기자본	37.3	33.7	22.2	13.6	8.4
EBITDA/이자비용(배)	13.2	20.7	48.9	40.4	41.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,376	5,187	50,337	35,401	44,400
BPS	217,230	230,440	276,978	308,060	348,141
CFPS	27,718	36,070	92,780	100,122	113,136
주당 현금배당금	2,000	10,000	10,000	10,000	10,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	90.2	163.1	20.4	29.0	23.2
PER(최저)	66.1	44.3	15.4	21.9	17.5
PBR(최고)	1.8	3.7	3.7	3.3	3.0
PBR(최저)	1.3	1.0	2.8	2.5	2.2
PCR	11.5	22.8	9.1	8.4	7.4
EV/EBITDA(최고)	13.7	17.0	9.1	8.8	7.7
EV/EBITDA(최저)	10.7	5.9	7.0	6.8	5.9