

SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

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

Company Data

자본금	1,675 억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	64,439 억원
주요주주	
박철완(외17)	25.07%
자사주	18.36%
외국인지분율	21.60%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(21/08/07)	211,500 원
KOSPI	3270.36 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	296,000 원
52주 최저가	94,200 원
60일 평균 거래대금	775 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	-4.2%
6개월	-23.5%	-27.0%
12개월	140.3%	72.2%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(하향))

견조한 이익 속 주춤한 가격 랠리

2Q 영업이익은 7,537 억원을 기록해 컨센서스와 유사한 실적을 기록. 고무 사업부는 높은 제품 가격에도 상승한 BD 원재료 가격 부담에 이익률이 전분기 대비 감소. 폐놀은 도료 시장의 호조에 전분기 대비 높은 수익성(ROPM 45%)을 기록. 견조한 실적은 지속될 전망이나 낮아진 제품 가격의 추가 상승 여지가 부담. Valuation은 '18년 저점 Target EV/EBITDA 5.25 배를 부여. 투자의견은 매수를 유지, 목표주가는 290,000 원을 제시함

견조한 2 분기의 이익

2분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 1,990 억원, 7,537 억원을 기록해 8/6일 기준 컨센서스(2.06조 원 / 7,263 억 원)와 유사한 수준을 기록했다. 고무 사업부는 견조한 수요와 제품 가격에도 불구하고 원재료 BD의 강세에 이익률은 전분기 대비 하락했다. BD 가격은 Korea BOB 기준 \$942.7/t → \$1087.9/t로 상승 했다. 그리고 이번 분기 폐놀 사업부의 강세가 두드러졌다. 폐놀 사업부 이익률은 견조한 도료 시장에 45%로 고마진을 기록했다. 합성수지 또한, 20% 이상의 높은 수익성을 유지했다.

높게 유지되는 제품의 가격

NB-Latex 평균 수출 가격은 1월 \$1,925.6/t에서 4월 \$2,142/t까지 상승했다. 그리고 5,6월에 거쳐 추가 상승을 멈추었고 7월 잠정치 \$1,998/t을 기록했다. 당분간 수요도 견조하며 타이트한 수급에 높은 레벨이 유지될 것으로 예상한다. 그럼에도 이전 대비해서 추가 가격 상승 기대감이 낮아졌다는 점이 주가에 부담인 것으로 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 330,000 원 → 290,000 원

NB-Latex 및 폐놀 강세를 중심으로 한 실적 강세는 당분간 유지됨에 따라 올해 견조한 실적 + 배당수익률 5~6% 수준이 기대된다. Valuation은 2018년도 저점 Target EV/EBITDA 5.25 배를 그대로 부여했다. 투자의견은 매수를 유지하며, 하향된 12M fwd EBITDA을 감안해 목표주가는 33만 원에서 29만 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	55,849	49,615	48,095	80,388	64,183	62,986
yoY	%	10.3	-11.2	-3.1	67.1	-20.2	-1.9
영업이익	억원	5,546	3,654	7,422	23,766	13,736	11,990
yoY	%	111.2	-34.1	103.1	220.2	-42.2	-12.7
EBITDA	억원	7,641	5,681	9,232	25,634	16,164	14,515
세전이익	억원	6,169	3,769	7,669	24,538	14,669	12,971
순이익(자체주주)	억원	4,912	2,946	5,829	18,234	11,117	9,829
영업이익률%	%	9.9	7.4	15.4	29.6	21.4	19.0
EBITDA%	%	13.7	11.5	19.2	31.9	25.2	23.1
순이익률	%	9.0	5.9	12.1	22.7	17.3	15.6
EPS(계속사업)	원	14,667	8,742	16,708	54,451	33,198	29,355
PER	배	6.0	8.9	8.7	3.9	6.4	7.2
PBR	배	1.3	1.0	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	5.3	6.1	5.4	2.3	3.3	3.3
ROE	%	23.5	11.8	20.2	45.2	20.7	15.8
순차입금	억원	12,577	9,612	3,813	-10,658	-14,478	-20,754
부채비율	%	96.6	72.6	59.6	45.1	34.2	29.6

1. Highlight View 3

(1) 고무의 수요는 견조

2분기 고무 사업 매출액은 8,242 억원으로 전분기 대비 매출은 늘어났다. SBR과 NB-Latex 가격은 1분기 대비 2분기에 각각 +12%, 7.6% 상승했다. 다만, 원재료 BD의 가격(Korea BOB 기준 \$942.7/t → \$1087.9/t) 상승으로 전분기 대비 이익률(35.5%)은 소폭 감소했다. 타이어 향 고무의 수요 자체는 견조한 편이나 최근 동남아의 코로나19의 확산은 수요에 대한 리스크로 작용 중이다.

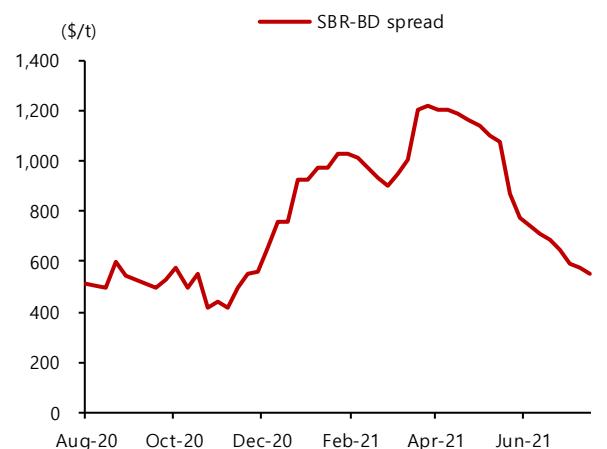
(2) 증익의 폐놀 사업

이번 분기 폐놀 사업부의 강세가 두드러졌다. 폐놀 사업부 이익률은 45%로 고마진을 기록했다. 폐인트 시장의 강세로 Epoxy 수요가 견조했으며 또한, 원료인 BPA 가격도 강세를 시현했다. 1분기 평균 가격 \$2,423/t에서 2분기 \$3,264/t으로 +34.7% 가까이 상승했다. 최근 BPA 가격은 주춤하였으나 재차 \$3,250/t로 반등한 가격과 견조한 도료 시장을 감안 높은 이익 레벨은 당분간 유지될 수 있을 것으로 기대한다.

(3) 제품 가격의 낮아진 기대감

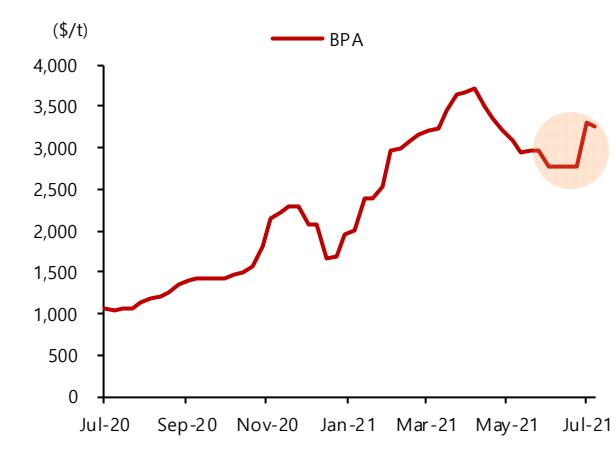
NB-Latex 평균 수출 가격은 1월 \$1,925.6/t에서 4월 \$2,142/t까지 상승했다. 그리고 5,6월에 거쳐 추가 상승을 멈추었고 7월 잠정치 \$1,998/t을 기록했다. 여전히 높은 것은 사실이다. 폐놀 사업부 제품 가격도 높은 레벨을 기록 중이다. 다만, 지금 수준에서 추가 가격 상승 기대감이 낮아졌다라는 점이 주가에 부담인 구간으로 판단한다.

SBR 단순 spread 추이



자료: Cischem, SK증권

BPA 가격 추이



자료: Cischem, SK증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	1,188.3	1,369.5	1,854.5	2,199.1	2,224.9	87.2%	1.2%	4,809.5	8,038.8	6,418.3
영업이익	213.8	275.1	612.5	753.7	586.3	174.2%	-22.2%	742.2	2,376.6	1,373.6
영업이익률	18.0%	20.1%	33.0%	34.3%	26.4%	8.4%	-7.9%	15.4%	29.6%	21.4%
세전이익	223.9	277.4	675.3	789.0	592.8	164.8%	-24.9%	766.9	2,453.8	1,466.9
세전이익률	18.8%	20.3%	36.4%	35.9%	26.6%	7.8%	-9.2%	15.9%	30.5%	22.9%
지배순이익	146.2	209.4	475.5	583.0	449.3	207.3%	-22.9%	582.9	1,823.4	1,111.7
지배주주순이익률	12.3%	15.3%	25.6%	26.5%	20.2%	7.9%	-6.3%	12.1%	22.7%	17.3%
사업부별 매출액										
합성고무	428	570	766	824	972	127.0%	17.9%	1,838	3,278	2,832
합성수지	287	331	420	481	439	53.1%	-8.6%	1,154	1,709	1,383
금호P&B(페놀기초유기)	367	355	532	740	660	80.0%	-10.9%	1,377	2,471	1,690
기타(정밀화학 등)	107	114	137	154	157	47.6%	2.4%	441	589	521
사업부별 영업이익										
합성고무	88.0	148.0	292.1	292.9	255.7	190.6%	-12.7%	350.0	1,033.5	692.6
이익률	20.6%	26.0%	38.1%	35.5%	26.3%	5.8%	-9.2%	19.0%	31.5%	24.5%
합성수지	37.0	33.0	89.3	98.2	66.0	78.3%	-32.8%	119.0	307.5	166.2
이익률	12.9%	10.0%	21.3%	20.4%	15.0%	2.1%	-5.4%	10.3%	18.0%	12.0%
금호P&B(페놀기초유기)	69.0	93.3	193.2	335.2	233.2	238.0%	-30.4%	211.3	915.6	422.6
이익률	18.8%	26.3%	36.3%	45.3%	35.3%	16.5%	-9.9%	15.3%	37.1%	25.0%
기타(정밀화학 등)	19.0	1.7	37.9	27.4	31.3	64.9%	14.4%	61.7	119.9	92.1
이익률	17.8%	1.5%	27.6%	17.8%	19.9%	2.1%	2.1%	14.0%	20.4%	17.7%

자료: 금호석유, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	7,757.7	6,193.1	8,038.8	6,418.3	3.6%	3.6%
영업이익	2,392.8	1,351.4	2,376.6	1,373.6	-0.7%	1.6%
영업이익률	30.8%	21.8%	29.6%	21.4%	-1.2%	-0.4%
세전이익	2,470.1	1,445.2	2,453.8	1,466.9	-0.7%	1.5%
세전이익률	31.8%	23.3%	30.5%	22.9%	-4.0%	-0.4%
지배순이익	1,835.8	1,095.2	1,823.4	1,111.7	-0.7%	1.5%
지배주주순이익률	23.7%	17.7%	22.7%	17.3%	-1.0%	-0.4%

자료 SK 증권 추정

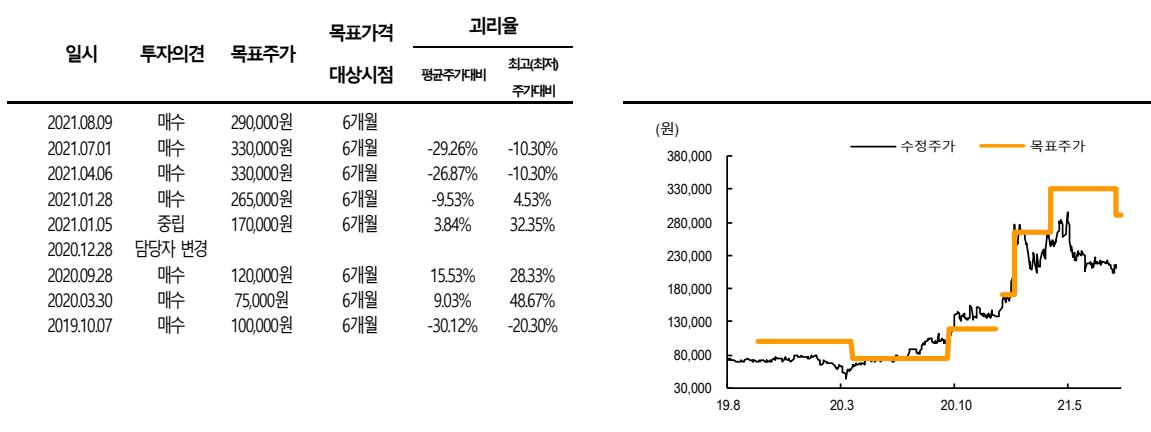
3. Valuation

EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)	3Q22E	3Q23E
EBITDA	1,669.99	1,451.54
Weight	0.50	0.50
가중 EBITDA	1560.76	
Target EV/EBITDA	5.25	
재무부채	991	*1Q21
현금성자산	755	*1Q21
우선주 시총	376	
관계주식	354	*1Q21
보통주(주)	24,875,163	
적정 주가 (단위: 원)	290,740	
Target Price (단위: 원)	290,000	
현재주가 (단위: 원)	211,500	
Upside	37.1%	

자료 SK 증권 추정

주. 상대적으로 미래 실적에 대한 높은 기준치 반영



Compliance Notice

- 작성자(박한선)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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 8월 9일 기준)

매수	90.48%	중립	9.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	12,614	17,055	35,611	39,796	45,783
현금및현금성자산	1,278	4,182	19,538	23,157	29,434
매출채권및기타채권	5,820	6,193	7,960	8,408	8,251
재고자산	4,695	5,319	6,836	6,996	6,865
비유동자산	32,766	33,218	35,897	38,054	40,340
장기금융자산	2,897	2,577	3,005	3,005	3,005
유형자산	22,961	22,804	23,943	24,742	25,446
무형자산	136	158	169	177	184
자산총계	45,380	50,273	71,508	77,851	86,123
유동부채	12,756	12,102	15,360	13,013	12,855
단기금융부채	6,492	3,818	4,711	4,511	4,511
매입채무 및 기타채무	4,815	5,706	7,334	5,856	5,747
단기충당부채	25	18	23	19	18
비유동부채	6,328	6,678	6,859	6,825	6,823
장기금융부채	5,088	5,380	5,241	5,241	5,241
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	19,085	18,780	22,219	19,838	19,678
지배주주지분	26,286	31,482	49,279	58,002	66,432
자본금	1,675	1,675	1,675	1,675	1,675
자본잉여금	3,565	3,565	3,565	3,565	3,565
기타자본구성요소	-404	-404	-404	-404	-404
자기주식	-401	-401	-401	-401	-401
이익잉여금	21,867	27,274	44,364	52,367	60,078
비지배주주지분	9	10	11	12	13
자본총계	26,296	31,492	49,289	58,013	66,445
부채와자본총계	45,380	50,273	71,508	77,851	86,123

현금흐름표

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	5,571	7,758	17,805	10,100	11,515
당기순이익(손실)	2,947	5,830	18,235	11,117	9,830
비현금성항목등	3,081	3,577	7,479	5,044	4,683
유형자산감가상각비	2,006	1,789	1,843	2,401	2,497
무형자산상각비	22	22	25	27	28
기타	227	33	169	111	111
운전자본감소(증가)	933	-593	-2,995	-2,512	140
매출채권및기타채권의 감소증가)	825	-484	-1,767	-448	157
재고자산감소(증가)	22	-672	-1,518	-160	130
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	165	793	1,732	-1,478	-109
기타	-78	-230	-1,442	-426	-38
법인세납부	-1,390	-1,056	-4,914	-3,550	-3,139
투자활동현금흐름	-944	-1,779	-2,996	-2,924	-2,882
금융자산감소(증가)	278	-484	137	0	0
유형자산감소(증가)	-1,624	-1,754	-3,076	-3,200	-3,200
무형자산감소(증가)	-9	-28	-35	-35	-35
기타	410	487	-23	311	354
재무활동현금흐름	-4,367	-3,050	536	-3,557	-2,357
단기금융부채증가(감소)	-6,212	-3,274	626	-200	0
장기금융부채증가(감소)	2,603	865	131	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-367	-409	0	-3,114	-2,119
기타	-392	-233	-221	-243	-238
현금의 증가(감소)	260	2,904	15,356	3,619	6,276
기초현금	1,018	1,278	4,182	19,538	23,157
기말현금	1,278	4,182	19,538	23,157	29,434
FCF	3,031	6,723	15,658	7,092	8,519

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,615	48,095	80,388	64,183	62,986
매출원가	43,991	38,588	53,363	47,865	48,452
매출총이익	5,624	9,508	27,025	16,318	14,534
매출총이익률 (%)	11.3	19.8	33.6	25.4	23.1
판매비와관리비	1,970	2,086	3,259	2,583	2,544
영업이익	3,654	7,422	23,766	13,736	11,990
영업이익률 (%)	7.4	15.4	29.6	21.4	19.0
비영업손익	116	248	772	934	981
순금융비용	397	249	162	3	-45
외환관련손익	-15	-26	-85	-85	-85
관계기업투자등 관련손익	390	564	1,062	1,062	1,062
세전계속사업이익	3,769	7,669	24,538	14,669	12,971
세전계속사업이익률 (%)	7.6	16.0	30.5	22.9	20.6
계속사업법인세	840	2,073	6,301	3,550	3,139
계속사업이익	2,929	5,597	18,237	11,119	9,832
증단사업이익	18	233	-2	-2	-2
*법인세효과	0	72	0	0	0
당기순이익	2,947	5,830	18,235	11,117	9,830
순이익률 (%)	5.9	12.1	22.7	17.3	15.6
지배주주	2,946	5,829	18,234	11,117	9,829
지배주주귀속 순이익률(%)	5.94	12.12	22.68	17.32	15.61
비지배주주	1	1	1	1	1
총포괄이익	3,174	5,606	18,955	11,837	10,550
지배주주	3,173	5,605	18,954	11,837	10,549
비지배주주	1	1	1	1	1
EBITDA	5,681	9,232	25,634	16,164	14,515

주요투자지표

12월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-11.2	-3.1	67.1	-20.2	-1.9
영업이익	-34.1	103.1	220.2	-42.2	-12.7
세전계속사업이익	-38.9	103.5	220.0	-40.2	-11.6
EBITDA	-25.6	62.5	177.7	-36.9	-10.2
EPS(계속사업)	-40.4	91.1	225.9	-39.0	-11.6
수익성 (%)					
ROE	11.8	20.2	45.2	20.7	15.8
ROA	6.4	12.2	30.0	14.9	12.0
EBITDA마진	11.5	19.2	31.9	25.2	23.1
안정성 (%)					
유동비율	98.9	140.9	231.9	305.8	356.2
부채비율	72.6	59.6	45.1	34.2	29.6
순자본금/자기자본	36.6	12.1	-21.6	-25.0	-31.2
EBITDA/이자비용(배)	13.0	33.0	114.1	66.5	60.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,742	16,708	54,451	33,198	29,355
BPS	78,488	94,002	147,139	173,185	198,358
CFPS	14,851	22,810	60,023	40,443	36,889
주당 현금배당금	1,500	4,200	12,000	8,000	6,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.9	9.2	5.4	8.9	10.1
PER(최저)	7.9	2.6	2.8	4.6	5.1
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	3.5	5.2	5.7
EV/EBITDA(최고)	7.5	5.7	3.3	5.0	5.1
EV/EBITDA(최저)	5.6	2.0	1.5	2.1	1.9