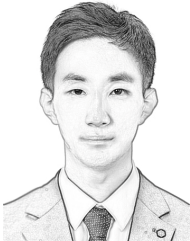


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

Company Data

자본금	168 십억원
발행주식수	3,349 만주
자사주	559 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,865 십억원
주요주주	
박철완(와17)	25.07%
자사주	18.36%
외국인지분률	20.60%
배당수익률	2.20%

Stock Data

주가(21/09/29)	192,500 원
KOSPI	3060.27 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	296,000 원
52주 최저가	118,500 원
60일 평균 거래대금	58 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.6%	4.0%
6개월	-26.0%	-26.5%
12개월	75.0%	33.1%

금호석유 (011780/KS | 매수(유지) | T.P 250,000 원(하향))

단단한 실적, 페놀의 기회

3Q 영업이익은 5,620 억원으로 컨센서스와 유사한 실적을 예상. 최근 주가에 부담이었던 원재료 BD 급등은 점차 완화되는 양상. 반면, 고무 계통 제품 가격은 여전히 높아 원가 부담 완화 시 수익성 회복 가능. 또한, 페인트 시장 호조에 BPA, Epoxy 등 페놀 제품의 가격 강세에 주목. Valuation은 과거 저점 레벨인 Target EV/EBITDA 4.37 배를 부여. 투자 의견은 매수를 유지, 목표주가는 250,000 원을 제시함

BD 급등 부담 소강 상태

3분기 매출액과 영업이익은 각각 2 조 1,409 억원, 5,620 억원으로 9/30 일 기준 컨센서스(2.18 조원 / 5,822 억원)와 유사한 수준이 예상된다. 최근 동사의 가장 큰 부담 요소였던 BD 은 지난 8 월 중순 \$1,650/t 부근까지 상승해 6 월 말 대비 거의 +27% 가까이 증가했으나 안정화되는 추세이다. 미국 BD 가격이 추가 상승이 관찰되지 않으며, 아시아에서도 BD 물량이 추가로 나오는 만큼 이전과 같은 부담은 탈해진 상황이다. SBR 과 NB-Latex 가격 수준이 여전히 높아 원가 부담 완화 시 수익성 재차 회복 가능하다.

페인트 향 페놀이 기회

동사의 주요 제품 가격은 추가 랠리를 멈춘 상태이다. 높은 가격대를 유지하고 있는 상황인데 그 중 페놀 향은 아직 기회를 갖고 있다. 미국 내 페인트의 쇼티지가 여전히 언급되고 있는 바 BPA, Epoxy 제품의 상승 여력에 주목할 필요가 있다. BPA 는 이전 Peak 에는 미달한 상황이지만 재차 반등해 \$3,500/t 부근에서 거래되고 있다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 290,000 원 → 250,000 원

동사의 연간 견조한 실적 그림에는 변화가 없다. 배당수익률 5~6% 수준이 예상되고있으며 페인트 시장 호조에 따른 페놀 사업 강세가 기회 요인이다. 투자 의견은 매수를 유지한다. 다만, Valuation은 이익 하락 추이 및 신규 투자 가시화 지연에 따른 낮아진 성장 기대감을 반영해 Target EV/EBITDA 을 5.25 배 → 4.37 배(18(5.25), 2Q21(3.5) 평균)로 하향했다. 멀티플 조정을 감안해 목표주가는 29 만원에서 25 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	5,585	4,961	4,810	8,146	6,583	6,745
yoy	%	10.3	-11.2	-3.1	69.4	-19.2	2.5
영업이익	십억원	555	365	742	2,412	1,336	1,296
yoy	%	111.2	-34.1	103.1	225.0	-44.6	-3.0
EBITDA	십억원	764	568	923	2,595	1,584	1,552
세전이익	십억원	617	377	767	2,517	1,465	1,430
순이익(지배주주)	십억원	491	295	583	1,856	1,110	1,084
영업이익률%	%	9.9	7.4	15.4	29.6	20.3	19.2
EBITDA%	%	13.7	11.5	19.2	31.9	24.1	23.0
순이익률	%	9.0	5.9	12.1	22.8	16.9	16.1
EPS(계속사업)	원	14,667	8,742	16,708	55,429	33,150	32,352
PER	배	6.0	8.9	8.7	3.4	5.7	5.8
PBR	배	1.3	1.0	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	5.3	6.1	5.4	2.2	3.4	3.0
ROE	%	23.5	11.8	20.2	45.8	20.5	17.1
순차입금	십억원	1,258	961	381	-486	-925	-1,576
부채비율	%	96.6	72.6	59.6	51.2	39.2	34.0

1. Highlight View 3

(1) 꺼진 불 BD의 급등

3분기 상대적 강세를 시현했던 원재료 BD(부타디엔)의 가격 랠리도 점차 소강 상태이다. BD(FOB Korea) 가격은 지난 6월말 \$1,300/t에서 꾸준히 상승해 지난 8월 중순 \$1,650/t 부근까지 상승했다. 거의 +27% 증가했다. 다행히 최근 BD 가격은 \$935/t을 기록해 안정화되는 추세이다. 일단 미국 BD 가격이 추가 상승이 관찰되지 않으며, 아시아에서도 BD 물량이 추가로 나오는 만큼 이전과 같은 부담은 덜해진 상황이다.

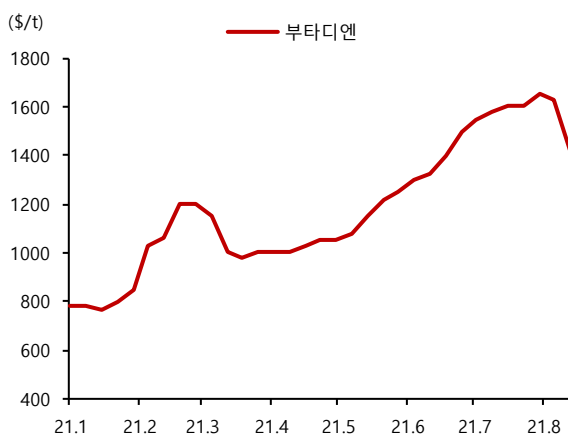
(2) 전체 제품 가격은 양호

BD 파생 제품인 SBR과 NB-Latex 가격은 BD 대비해서는 부진했다. SBR은 동기간 10% 상승에 그쳤으며, NB-Latex는 6월 수출평균 \$2,000/t 이상에서 7~8월 \$1,900/t 선으로 소폭 내려왔다. 다만, 제품 가격의 절대적인 수치를 감안해보면 여전히 높은 편이다. NB-Latex는 지난 '20년 중순 대비 2배의 가격이며, SBR도 1.5~2배에 가까운 가격대이다. 따라서 BD 안정화 시 스프레드는 재차 회복 가능하다.

(3) 페인트 향 페놀의 기회

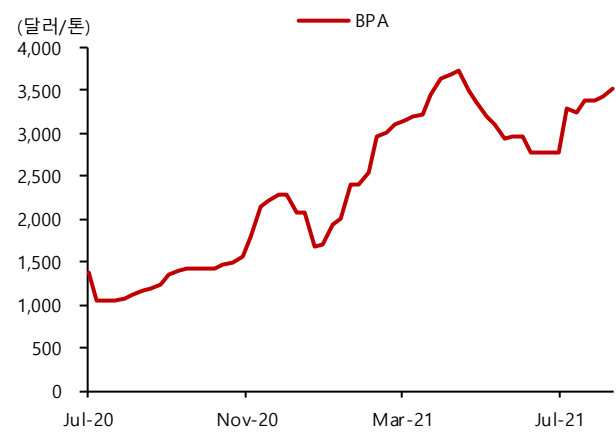
고무 체인의 제품 가격 조정에도 최근 페놀사업부 제품 가격은 양호한 편이다. 실제로 BPA 가격은 약세 국면에서 반등하며 현재 \$3,500/t 근처에서 거래되고 있다. 아직 근시점 Peak 가격인 \$3,700/t을 넘어서지는 못했지만 추이 측면에서 우호적이다. 건설경기 호조에 페인트 수요가 강한 점이 긍정적이다.

부타디엔 가격 추이



자료: Ciscem, SK증권

BPA 가격 추이



자료: Ciscem, 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	2,140.9	80.2%	-2.6%	4,809.5	8,145.9	6,582.7
영업이익	213.8	275.1	612.5	753.7	562.0	162.9%	-25.4%	742.2	2,411.9	1,336.0
영업이익률	18.0%	20.1%	33.0%	34.3%	26.2%	8.3%	-8.0%	15.4%	29.6%	20.3%
세전이익	223.9	277.4	675.3	789.0	565.8	152.8%	-28.3%	766.9	2,516.9	1,464.8
세전이익률	18.8%	20.3%	36.4%	35.9%	26.4%	7.6%	-9.5%	15.9%	30.9%	22.3%
지배순이익	146.2	209.4	475.5	583.0	428.9	193.3%	-26.4%	582.9	1,856.4	1,110.2
지배주주순이익률	12.3%	15.3%	25.6%	26.5%	20.0%	7.7%	-6.5%	12.1%	22.8%	16.9%
사업부별 매출액										
합성고무	428	570	766	824	892	108.4%	8.3%	1,838	3,283	2,815
합성수지	287	331	420	481	437	52.5%	-9.0%	1,154	1,759	1,416
금호P&B(폐놀기초유기)	367	355	532	740	663	80.8%	-10.4%	1,377	2,519	1,816
기타(정밀화학 등)	107	114	137	154	152	42.5%	-1.2%	441	594	544
사업부별 영업이익										
합성고무	88.0	148.0	292.1	292.9	220.7	150.8%	-24.7%	350.0	1,017.8	638.7
이익률	20.6%	26.0%	38.1%	35.5%	24.7%	4.2%	-10.8%	19.0%	31.0%	22.7%
합성수지	37.0	33.0	89.3	98.2	67.8	83.2%	-31.0%	119.0	314.5	166.6
이익률	12.9%	10.0%	21.3%	20.4%	15.5%	2.6%	-4.9%	10.3%	17.9%	11.8%
금호P&B(폐놀기초유기)	69.0	93.3	193.2	335.2	243.3	252.5%	-27.4%	211.3	959.2	434.7
이익률	18.8%	26.3%	36.3%	45.3%	36.7%	17.9%	-8.6%	15.3%	38.1%	23.9%
기타(정밀화학 등)	19.0	1.7	37.9	27.4	30.2	59.2%	10.4%	61.7	120.5	96.0
이익률	17.8%	1.5%	27.6%	17.8%	19.9%	2.1%	2.1%	14.0%	20.3%	17.6%

자료: 금호석유, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	8,038.8	6,418.3	8,145.9	6,582.7	1.3%	2.6%
영업이익	2,376.6	1,373.6	2,411.9	1,336.0	1.5%	-2.7%
영업이익률	29.6%	21.4%	29.6%	20.3%	0.0%	-1.1%
세전이익	2,453.8	1,466.9	2,516.9	1,464.8	2.6%	-0.1%
세전이익률	30.5%	22.9%	30.9%	22.3%	1.2%	-0.6%
지배순이익	1,823.4	1,111.7	1,856.4	1,110.2	1.8%	-0.1%
지배주주순이익률	22.7%	17.3%	22.8%	16.9%	0.1%	-0.5%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

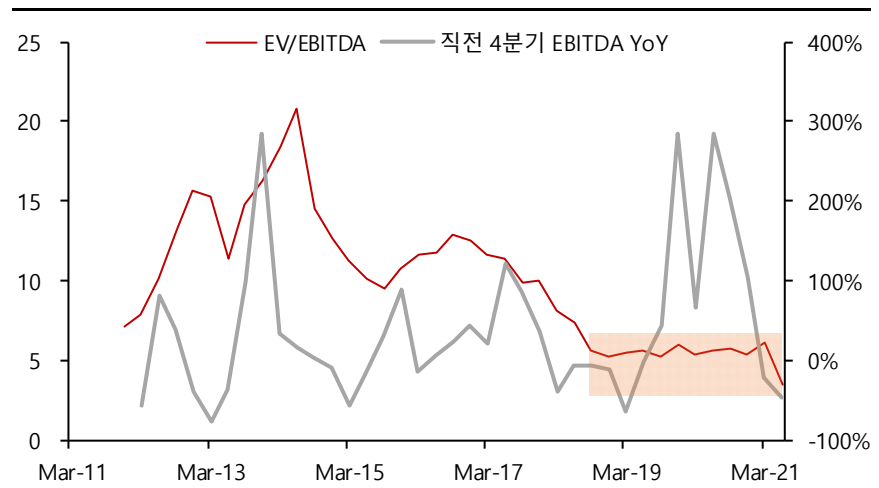
EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원)	3Q22E	3Q23E
EBITDA	1,802.41	1,552.21
Weight	0.50	0.50
가중 EBITDA	1677.31	
Target EV/EBITDA	4.37	
재무부채	1,139	*2Q21
현금성자산	686	*2Q21
우선주 시총	384	
관계주식	373	*2Q21
보통주(주)	24,875,163	
적정 주가 (단위: 원)	245,787	
Target Price (단위: 원)	250,000	
현재주가 (단위: 원)	189,000	
Upside	32.3%	

자료: SK 증권 추정

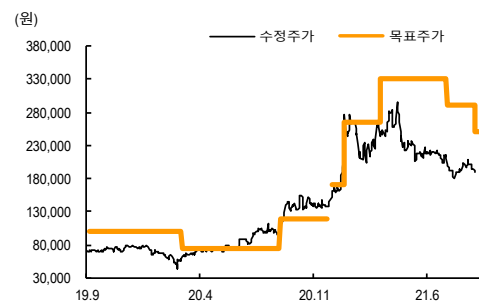
주: 상대적으로 미래 실적에 대한 높은 가중치 반영

Historical EV/EBITDA



자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.09.30	매수	250,000원	6개월		
2021.08.09	매수	290,000원	6개월	-32.85%	-28.10%
2021.07.01	매수	330,000원	6개월	-29.26%	-10.30%
2021.04.06	매수	330,000원	6개월	-26.87%	-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%



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 3자에게 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 9월 30일 기준)

매수	88.1%	중립	11.9%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,261	1,705	3,155	3,513	4,204
현금및현금성자산	128	418	1,217	1,636	2,287
매출채권및기타채권	582	619	882	866	887
재고자산	469	532	758	718	735
비유동자산	3,277	3,322	4,355	4,633	4,922
장기금융자산	290	258	340	340	340
유형자산	2,296	2,280	3,037	3,113	3,180
무형자산	14	16	25	23	22
자산총계	4,538	5,027	7,511	8,146	9,126
유동부채	1,276	1,210	1,856	1,609	1,633
단기금융부채	649	382	675	655	655
매입채무 및 기타채무	482	571	813	657	673
단기충당부채	3	2	3	2	2
비유동부채	633	668	688	685	685
장기금융부채	509	538	331	331	331
장기매입채무 및 기타채무	0	0	103	103	103
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,908	1,878	2,543	2,294	2,318
지배주주지분	2,629	3,148	4,966	5,850	6,807
자본금	167	167	167	167	167
자본잉여금	356	356	349	349	349
기타자본구성요소	-40	-40	-40	-40	-40
자기주식	-40	-40	-40	-40	-40
이익잉여금	2,187	2,727	4,462	5,261	6,133
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	2,630	3,149	4,967	5,852	6,809
부채외자본총계	4,538	5,027	7,511	8,146	9,126

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	557	776	1,563	1,080	1,189
당기순이익(손실)	295	583	1,856	1,110	1,084
비현금성항목등	308	358	756	473	469
유형자산감가상각비	201	179	181	244	253
무형자산상각비	2	2	3	4	4
기타	23	3	19	6	6
운전자본감소(증가)	93	-59	-644	-149	-17
매출채권및기타채권의 감소(증가)	82	-48	-276	16	-21
재고자산감소(증가)	2	-67	-225	40	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	17	79	237	-156	16
기타	-8	-23	-380	-49	5
법인세납부	-139	-106	-406	-354	-346
투자활동현금흐름	-94	-178	-618	-303	-299
금융자산감소(증가)	28	-48	-124	0	0
유형자산감소(증가)	-162	-175	-257	-320	-320
무형자산감소(증가)	-1	-3	-2	-2	-2
기타	41	49	-235	19	23
재무활동현금흐름	-437	-305	-146	-358	-238
단기금융부채증가(감소)	-621	-327	37	-20	0
장기금융부채증가(감소)	260	87	-38	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	-41	-116	-311	-212
기타	-39	-23	-30	-27	-26
현금의 증가(감소)	26	290	799	419	652
기초현금	102	128	418	1,217	1,636
기말현금	128	418	1,217	1,636	2,287
FCF	303	672	1,587	790	899

자료 : 금호석유, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	4,961	4,810	8,146	6,583	6,745
매출원가	4,399	3,859	5,435	5,008	5,205
매출총이익	562	951	2,711	1,575	1,540
매출총이익률 (%)	11.3	19.8	33.3	23.9	22.8
판매비와관리비	197	209	299	239	244
영업이익	365	742	2,412	1,336	1,296
영업이익률 (%)	7.4	15.4	29.6	20.3	19.2
비영업손익	12	25	105	129	134
순금융비용	40	25	19	12	7
외환관련손익	-1	-3	-9	-9	-9
관계기업투자등 관련손익	39	56	136	152	152
세전계속사업이익	377	767	2,517	1,465	1,430
세전계속사업이익률 (%)	7.6	16.0	30.9	22.3	21.2
계속사업법인세	84	207	660	354	346
계속사업이익	293	560	1,856	1,110	1,084
중단사업이익	2	23	0	0	0
*법인세효과	0	7	0	0	0
당기순이익	295	583	1,856	1,110	1,084
순이익률 (%)	5.9	12.1	22.8	16.9	16.1
지배주주	295	583	1,856	1,110	1,084
지배주주귀속 순이익률(%)	5.94	12.12	22.79	16.87	16.06
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	317	561	1,942	1,196	1,169
지배주주	317	560	1,942	1,196	1,169
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	568	923	2,595	1,584	1,552

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-11.2	-3.1	69.4	-19.2	2.5
영업이익	-34.1	103.1	225.0	-44.6	-3.0
세전계속사업이익	-38.9	103.5	228.2	-41.8	-2.4
EBITDA	-25.6	62.5	181.1	-39.0	-2.0
EPS(계속사업)	-40.4	91.1	231.8	-40.2	-2.4
수익성 (%)					
ROE	11.8	20.2	45.8	20.5	17.1
ROA	6.4	12.2	29.6	14.2	12.6
EBITDA마진	11.5	19.2	31.9	24.1	23.0
안정성 (%)					
유동비율	98.9	140.9	170.0	218.3	257.5
부채비율	72.6	59.6	51.2	39.2	34.0
순차입금/자기자본	36.6	12.1	-9.8	-15.8	-23.2
EBITDA/이자비용(배)	13.0	33.0	105.6	58.9	58.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,742	16,708	55,429	33,150	32,352
BPS	78,488	94,002	148,282	174,684	203,259
CFPS	14,851	22,810	60,909	40,545	40,002
주당 현금배당금	1,500	4,200	12,000	8,000	6,000
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	11.9	9.2	5.3	8.9	9.2
PER(최저)	7.9	2.6	2.7	4.6	4.7
PBR(최고)	1.3	1.6	2.0	1.7	1.5
PBR(최저)	0.9	0.5	1.0	0.9	0.7
PCR	5.2	6.4	3.1	4.7	4.7
EV/EBITDA(최고)	7.5	5.7	3.5	5.5	5.2
EV/EBITDA(최저)	5.6	2.0	1.7	2.5	2.1