

SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

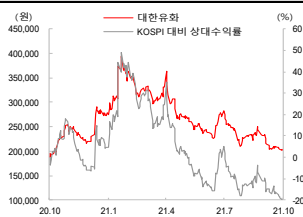
Company Data

자본금	41 십억원
발행주식수	650 만주
자사주	32 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,326 십억원
주요주주	
이순규(외16)	39.50%
국민연금공단	8.25%
외국인지분률	13.50%
배당수익률	1.50%

Stock Data

주가(21/10/26)	204,000 원
KOSPI	3049.08 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	393,500 원
52주 최저가	187,000 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.9%	-9.7%
6개월	-41.6%	-38.3%
12개월	4.4%	-19.8%

대한유화 (006650/KS | 매수(유지) | T.P 270,000 원(하향))

기다리는 반등 기회

3Q 영업이익은 321 억원을 기록해 컨센서스를 하회하는 실적을 기록. 유가 상승에 따른 원재료 납사 가격의 상승이 수익성에 부담으로 작용. 향후에는 점진적으로 반영되는 원재료 상승 분 및 분리막 향 소재 매출 증대가 기회 요인. Valuation은 이익 비중 높은 범용성 제품의 가격 조정 및 약세 국면 감안해 Target PBR 0.79 부여, 목표주가 270,000 원으로 하향, 투자의견 매수를 유지함

상승한 유가의 부담

3분기 매출액과 영업이익은 각각 6,341 억원, 321 억원을 기록해 10/26 일 기준 컨센서스(6,296 억원 / 593 억원) 대비 하회하는 수준을 기록했다. HDPE/PP 가격은 3분기 평균 \$1,110/t, \$1,221/t 을 기록해 전분기 대비 소폭 하락 했다. 다만, 동기간 유가 상승에 따른 원재료 납사 부담은 더욱 크게 작용했다. 따라서 단순 spread 기준으로는 QoQ -19~22% 가 하락했다. 제품 가격 대비 높아진 원료 가격이 실적에 부담으로 작용했다.

기다리는 반등 기회

최근 에너지 가격 상승에 맞추어서 HDPE/PP/MEG 가격 모두 상승세에 있다. HDPE와 PP 가격은 9 월 말 대비해서 각각 +6%, +14% 상승했다. MEG는 +20%로 더 큰 상승을 보였다. MEG는 상대적 수급 불안정성에 Spot 스프레드도 개선 되었다. 현재의 유가 상승 추이는 부담이나 제품 가격의 상승은 마진의 폭을 넓힐 수 있는 기회 요인이다. 또한, 배터리 시장 확대에 따른 분리막 향 소재 매출 증대는 범용성 제품에 대한 변동성을 축소 시킬 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 330,000 원 → 270,000 원으로 하향

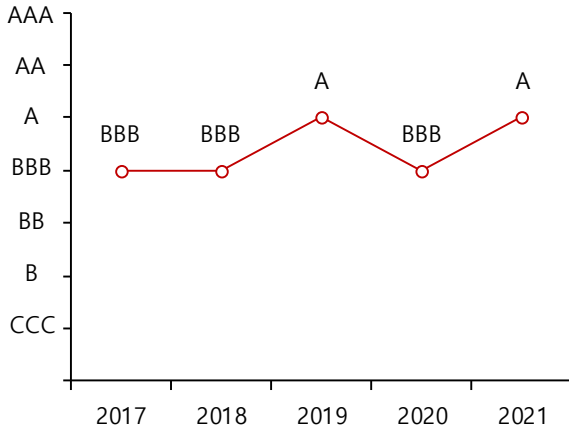
제품 가격 상승 대비 큰 상승의 원료비가 부담인 구간이다. 실적 추정치 하향을 반영해 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.79 배를 부여하고 목표주가는 330,000 원 → 270,000 원으로 하향한다. 다만, 제품 가격 상승 추이 및 분리막 향 소재 매출 증대로 투자의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	2,554	2,074	1,883	2,467	2,506	2,796
yoy	%	43.5	-18.8	-9.2	31.0	1.6	11.5
영업이익	십억원	319	114	170	237	207	277
yoy	%	12.2	-64.3	49.5	39.5	-12.8	34.0
EBITDA	십억원	454	261	325	395	392	462
세전이익	십억원	336	128	168	259	230	301
순이익(지배주주)	십억원	257	106	127	195	174	228
영업이익률%	%	12.5	5.5	9.0	9.6	8.3	9.9
EBITDA%	%	17.8	12.6	17.3	16.0	15.6	16.5
순이익률	%	10.1	5.1	6.8	7.9	7.0	8.2
EPS(계속사업)	원	39,602	16,360	19,576	30,055	26,796	35,097
PER	배	3.9	7.2	11.8	6.8	7.6	5.8
PBR	배	0.6	0.4	0.8	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	2.2	2.8	3.9	2.5	2.2	1.6
ROE	%	16.2	6.1	6.9	9.8	8.1	9.8
순차입금	십억원	2	-39	-225	-330	-454	-604
부채비율	%	16.6	13.9	12.3	14.0	14.0	13.2

ESG 하이라이트

대한유화의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
대한유화 종합 등급	A	NA	31.4
환경(Environment)	345	NA	21.7
사회(Social)	523	NA	36.8
지배구조(Governance)	549	NA	48.2
<비교업체 종합 등급>			
롯데케미칼	A	B-	32.2
SKC	AA	C-	39.7
금호석유	BBB	D	34.7
롯데정밀화학	AA	C+	62.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 대한유화 ESG 평가

온산 공장에 오염물질 차단을 위한 환경 개선 설비를 도입. 석유화학 본업 자체의 환경 측면 리스크 보유하고 있으나 환경 관련 투자로 이를 보완.

ISO14001 품질 환경 인증의 관리 진행 중. 환경 측면의 지속적 개선 활동이 기대됨

자료 SK 증권

대한유화의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료 KRX, SK 증권

대한유화의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2019.01.23	환경 (Environment)	매연 배출 대한유화, 항소심서 면소
2018.07.04	환경 (Environment)	대한유화 온산공장 강력 처벌.환경오염에 경고 메시지
2018.07.04	환경 (Environment)	굴뚝으로 유해물질 과다 배출 울산 대한유화 온산공장장 실형
2017.09.07	환경 (Environment)	대한유화 온산공장, 불기동매연 두번째 사고..재발방지 대책
2017.09.05	사회 (Social)	대한유화 울산공장 또 불기동...조업정지 10 일
2017.06.22	환경 (Environment)	낙동강유역청, 온산 공포의 불기동 조사 착수

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 상승한 유가의 부담

동사의 주력 제품인 HDPE와 PP 가격은 2분기와 3분기 평균으로 접근 시 큰 차이가 없었다. 2분기 평균 각각 \$1,137/t, \$1,297/t Vs. 3분기 평균 \$1,110/t, \$1,221/t을 기록해 소폭 하락하였다. 다만, 동기간 유가 상승에 따른 원재료 납사 부담은 더욱 크게 작용했다. 결과적으로 단순 spread 기준으로는 QoQ -19~22%가 하락했다. 원료 상승에 이상의 큰 가격 상승은 제한되었던 것으로 판단한다.

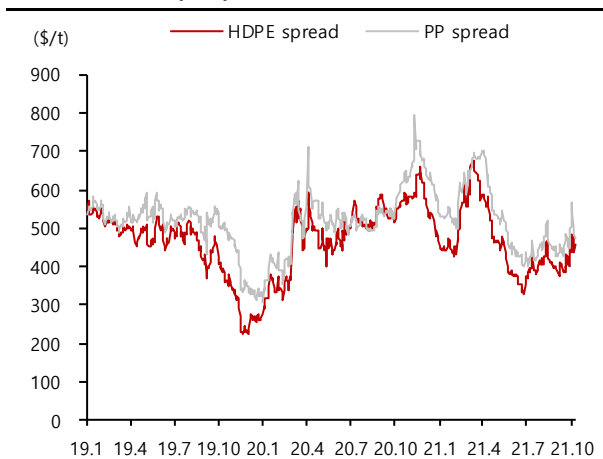
(2) 지켜볼 유가 상승의 부담과 반등 기회

유가 상승이 무조건적으로 부정적인 것은 아니다. 최근 에너지 가격 상승에 맞추어서 HDPE/PP/MEG 가격 모두 상승세에 있다. HDPE와 PP 가격은 9월 말 대비해서 각각 +6%, +14% 상승했다. MEG는 +20%로 더 큰 상승을 보였다. MEG는 상대적 수급 불안정성에 Spot 스프레드도 개선되었다. 현 시점 높아진 유가와 열려있는 추가 상승이 부담이 spot spread의 반등을 제한할 것으로 판단한다. 다만, 유가와 동행하는 제품가격 움직임은 단기적 마진 반등의 기회를 제공할 것으로 기대한다.

(3) 쌓아가는 소재 가치

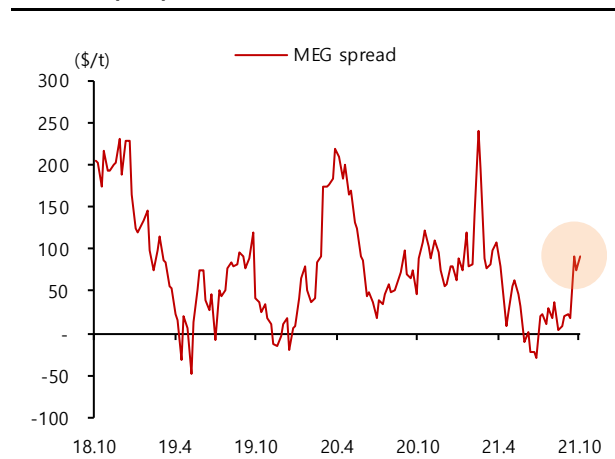
원료 가격 상승 대비 범용성 제품의 부진이 실적과 주가에 부담으로 작용했다. 다만, 동사가 확보한 배터리 분리막 향 소재는 바닥을 지지하고 있다. 늘어나는 배터리 및 소재 CAPA 확대와 맞물린 점진적 매출 상승이 실적 변동을 감소 시킬 것으로 기대한다.

PE(HDPE)/PP 단순 spot spread 추이



자료: Platts, Cischem, SK 증권

MEG 단순 Spot Spread 추이



자료: Platts, Cischem, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	512.5	559.6	634.4	634.1	639.1	24.7%	0.8%	1,882.7	2,467.2	2,506.4
영업이익	80.4	86.5	75.7	32.1	42.9	-46.6%	33.7%	170.2	237.3	207.0
영업이익률	15.7%	15.5%	11.9%	5.1%	6.7%	-9.0%	1.7%	9.0%	9.6%	8.3%
세전이익	64.0	93.5	78.4	40.7	46.9	-26.6%	15.5%	167.7	259.5	230.2
세전이익률	12.5%	16.7%	12.4%	6.4%	7.3%	-5.1%	0.9%	8.9%	10.5%	9.2%
지배순이익	49.1	70.6	58.4	30.8	35.6	-27.6%	15.5%	127.2	195.5	174.5
지배주주순이익률	9.6%	12.6%	9.2%	4.9%	5.6%	-4.0%	0.7%	6.8%	7.9%	7.0%
사업부별 매출액										
석유화학(Inc 부제품)	496	560	624	620	625	26.1%	0.9%	1,848	2,429	2,445
산업가스용(코리아에어텍)	9	10	11	12	13	47.6%	6.5%	33	45	57
사업부별 영업이익										
석유화학(Inc 부제품)	74.7	86.5	74.9	31.7	42.0	-43.7%	32.4%	161.1	235.3	204.0
이익률	15.1%	15.5%	12.0%	5.1%	6.7%	-8.3%	1.6%	8.7%	9.7%	8.3%
산업가스용(코리아에어텍)	-0.8	-0.1	0.5	0.5	0.9	흑전	70.6%	2.2	1.8	3.0
이익률	-9.2%	-0.8%	5.0%	4.3%	6.9%	16.0%	2.6%	6.8%	4.1%	5.3%

자료: 대한유화, SK 증권 추정

주: % change 는 %p 기준 / 3Q 사업부 실적은 추정치

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2,246.5	2,384.3	2,467.2	2,506.4	9.8%	5.1%
영업이익	314.1	253.5	237.3	207.0	-24.5%	-18.3%
영업이익률	14.0%	10.6%	9.6%	8.3%	-4.4%	-2.4%
세전이익	334.6	275.6	259.5	230.2	-22.4%	-16.5%
세전이익률	14.9%	11.6%	10.5%	9.2%	-4.4%	-2.4%
지배순이익	253.4	208.9	195.5	174.5	-22.9%	-16.5%
지배주주순이익률	11.3%	8.8%	7.9%	7.0%	-3.4%	-1.8%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	8.7%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.2
Target P/B	0.79
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	343,338
적정주가 (단위: 원)	269,935
Target Price (단위: 원)	270,000
현재주가(2021-10-26) (단위: 원)	204,000
상승여력	32.4%

자료: SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

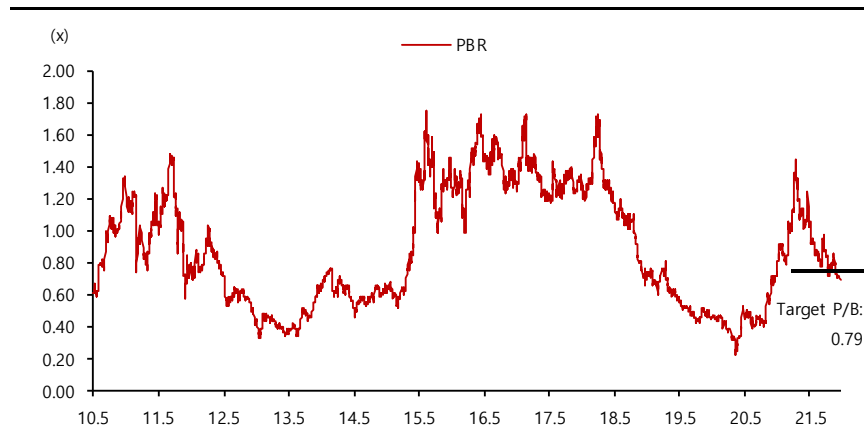
주: Target P/B 산정 시 ROE-COE 산정값과 과거 약세 국면 '19 PBR 0.54 평균(0.96) 적용

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	7.9%	8.1%	9.8%	9.0%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	8.7%			

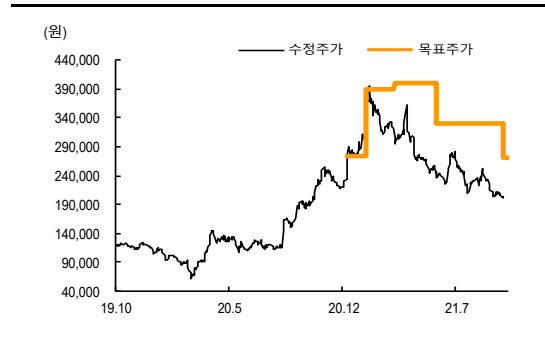
자료: SK 증권 추정

Historical PBR



자료: SK 증권 추정

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.27	매수	270,000원	6개월		
2021.06.23	매수	330,000원	6개월	-28.95%	-14.24%
2021.04.05	매수	400,000원	6개월	-28.61%	-9.25%
2021.02.10	매수	390,000원	6개월	-12.58%	0.90%
2021.01.05	매수	275,000원	6개월	3.91%	14.00%



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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 27 일 기준)

매수	89.06%	중립	10.94%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	464	605	833	984	1,180
현금및현금성자산	98	250	120	265	415
매출채권및기타채권	197	186	231	235	262
재고자산	161	124	155	157	175
비유동자산	1,562	1,522	1,533	1,561	1,587
장기금융자산	4	10	12	12	12
유형자산	1,373	1,306	1,291	1,292	1,290
무형자산	7	8	9	10	11
자산총계	2,026	2,128	2,366	2,545	2,766
유동부채	91	69	96	116	124
단기금융부채	7	8	21	39	39
매입채무 및 기타채무	60	25	47	48	53
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	156	164	194	197	197
장기금융부채	55	60	92	95	95
장기매입채무 및 기타채무	0	2	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	248	233	291	313	322
지배주주지분	1,779	1,894	2,075	2,232	2,444
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
기타자본구성요소	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	1,479	1,595	1,772	1,924	2,132
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,779	1,894	2,075	2,232	2,444
부채외자본총계	2,026	2,128	2,366	2,545	2,766

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	226	297	259	330	350
당기순이익(손실)	128	168	238	174	228
비현금성항목등	144	147	166	218	233
유형자산감가상각비	148	155	157	185	184
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	4	7	6	-3	-3
운전자본감소(증가)	5	11	-92	-6	-39
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	9	-51	-4	-27
재고자산감소(증가)	15	38	-32	-2	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	-15	-5	1	6
기타	-24	-20	-5	-1	1
법인세납부	-50	-29	-52	-56	-73
투자활동현금흐름	-151	-134	-411	-183	-179
금융자산감소(증가)	-4	-42	-282	0	0
유형자산감소(증가)	-153	-89	-136	-185	-182
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	5	-3	7	3	4
재무활동현금흐름	-30	-11	22	-2	-21
단기금융부채증가(감소)	-5	3	10	18	0
장기금융부채증가(감소)	0	2	30	3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	-15	-19	-22	-20
기타	-1	-1	1	-1	-1
현금의 증가(감소)	44	152	-130	145	150
기초현금	54	98	250	120	265
기말현금	98	250	120	265	415
FCF	36	216	135	150	173

자료 : 대한유화, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,074	1,883	2,467	2,506	2,796
매출원가	1,914	1,667	2,175	2,243	2,456
매출총이익	160	215	292	263	340
매출총이익률 (%)	7.7	11.4	11.8	10.5	12.2
판매비와관리비	46	45	55	56	63
영업이익	114	170	237	207	277
영업이익률 (%)	5.5	9.0	9.6	8.3	9.9
비영업손익	14	-2	22	23	24
순금융비용	0	-1	-2	-2	-3
외환관련손익	0	-5	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	13	17	17	17
세전계속사업이익	128	168	259	230	301
세전계속사업이익률 (%)	6.2	8.9	10.5	9.2	10.8
계속사업법인세	21	40	64	56	73
계속사업이익	106	127	195	174	228
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	106	127	195	174	228
순이익률 (%)	5.1	6.8	7.9	7.0	8.2
지배주주	106	127	195	174	228
지배주주귀속 순이익률(%)	5.13	6.76	7.92	6.95	8.16
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	102	131	200	179	233
지배주주	102	131	200	179	233
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	261	325	395	392	462

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-18.8	-9.2	31.0	1.6	11.5
영업이익	-64.3	49.5	39.5	-12.8	34.0
세전계속사업이익	-62.0	31.3	54.6	-11.4	31.0
EBITDA	-42.5	24.3	21.5	-0.8	17.8
EPS(계속사업)	-58.7	19.7	53.5	-10.8	31.0
수익성 (%)					
ROE	6.1	6.9	9.8	8.1	9.8
ROA	5.3	6.1	8.7	7.1	8.6
EBITDA마진	12.6	17.3	16.0	15.6	16.5
안정성 (%)					
유동비율	507.8	876.8	864.4	851.8	948.3
부채비율	13.9	12.3	14.0	14.0	13.2
순차입금/자기자본	-2.2	-11.9	-15.9	-20.4	-24.7
EBITDA/이자비용(배)	179.1	676.9	579.8	345.6	343.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,360	19,576	30,055	26,796	35,097
BPS	273,632	291,403	319,285	343,338	376,071
CFPS	39,059	43,380	54,278	55,220	63,443
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,600	3,200	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.3	13.0	13.1	14.7	11.2
PER(최저)	6.7	3.1	6.7	7.5	5.8
PBR(최고)	0.7	0.9	1.2	1.2	1.1
PBR(최저)	0.4	0.2	0.6	0.6	0.5
PCR	3.0	5.3	3.8	3.7	3.2
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.4	5.7	5.4	4.2
EV/EBITDA(최저)	2.6	0.6	2.5	2.2	1.5