

2022년 전망 △리즈 9

정유/화학

Sustainability

meritz 메리츠증권

Sustainability



정유/화학
Analyst 노우호

02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	365,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	350,000원
SKC(011790)	Buy	230,000원

Contents

산업분석

Part I	Greenflation	09
Part II	Sustainability	17
Part III	Dynamics	31
Part IV	석유화학 Outlook	47

기업분석

SK이노베이션 (096770) Green-based Growth	86
롯데케미칼 (011170) 2022년 Green Identity로 주가 재평가	88
SKC (011790) 사업 포트폴리오 다변화의 진수	90

Summary

Sustainability

Neutral

Greenflation

- I ■ 2021년 글로벌 정유/화학 기업들은 Carbon to Green의 패러다임에서 유가 및 천연가스 강세의 역설적 결과물을 맞이
 ■ 미국의 ESG 정책 강화로 Carbon기반 사업 투자 위축, OPEC은 산유량 조절을 통해 유가의 속도 조절
 ■ Greenflation: 2021년 Greensition에서 발생하는 원자재 강세는 22년 하반기부터 하향 안정화될 전망

Sustainability

- II ■ 2022년 전방 수요 기반의 유가 강세와 항공유/디젤 수요 회복은 정유 기업들에 수익성 추가 개선의 기회로 작용
 ■ 글로벌 Oil Major들의 Green사업으로 재편 등 순환경 플랫폼 구축 움직임은 기존 Carbon사업에 대한 de-rating 요인
 ■ 2022년 정유업황 Peak로 판단, 최선호주는 SK이노베이션을 제시(22년 SK On의 사업가치 12.8조원, 23년 18.9조원)

Dynamics

- III ■ Greensition의 역설적 수혜는 NCC에게 돌아갈 가능성이 높은 점→ 원가 Dynamics에서 상대적인 매력도 높아
 ■ 2021년의 부정 변수는 2022년 기저 효과(Low)로 작용될 점→ 원가, 해상 물동량 병목현상, 신규 공급 증가
 ■ 2022년 석유화학 제품별 흐름은 (1) 정점: PO/PVC/가성소다, (2) 상승: PE/BD/EVA/POE, (3) 하락: ABS/PP/NBL 등

Top - Picks

- IV ■ SK이노베이션(Buy / 적정주가 36.5만원): EV배터리-친환경 플라스틱-탄소포집의 Green-based Growth
 ■ 롯데케미칼(Buy / 적정주가 35만원): 2022년 Green Identity로 주가 재평가 구간(W/ 롯데그룹의 수소 Leader)
 ■ SKC(Buy / 적정주가 23만원): Mobility소재와 반도체 사업의 성장 엔진을 보유한 사업 포트폴리오의 진수

항목	변수	Worst	Base	Best
주가 결정 요인	1. 국제유가	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 위드 코로나의 수요 ▪ Greenflation 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 정유: Dubai유가 60달러/배럴로 급락 ▪ 화학: Dubai유가 95달러/배럴로 급등 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2022년 Dubai유가 75~82달러/배럴
	2. 정유	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 위드 코로나의 운송용 수요 ▪ 정제설비 공급 ▪ 정제마진 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2022년 평균 정제마진 6.5달러/배럴 ▪ 2022년 글로벌 정제설비 증설 120만배럴/일 정상 가동으로 P 하락 압박 지속 ▪ 중국 정부의 공급 병목현상 해소를 위한 정제설비 가동 제한 완화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2022년 평균 정제마진 7.2달러/배럴 ▪ 2022년 글로벌 정제설비 증설(120만배럴/일) 시점 이연
	3. 석유화학	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 글로벌 신규 증설 ▪ 경기 부양 정책 등 수요 Trigger 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2022년 에틸렌 신규 공급량 1,200만톤 100% 가동 ▪ 해상 물동량 병목현상 장기화로 아시아 역내 석유화학 공급과잉 심화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 2020~21년 공급 Shortage 수혜를 받던 주요 제품들은 2022년 수익성 다소 하락 ▪ NCC는 높아진 투입원가 및 수요 불확실성으로 투자 의견 Neutral ▪ 국가별 저탄소 정책으로 일부 지역 감산 가능성 등 정책 변수에 Trading Buy로 대응
	4. 태양광	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 정책과 설치규모 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 태양광 설치량 170Gw 하회 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 태양광 설치량 170Gw ▪ Upstream 강세가 Downstream으로 이동
산업 투자 전략		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 정유/화학 Underweight 의견 ▪ 정유: 유가 약세에 따른 재고손실 부담 ▪ 석유화학: 수요 불확실성 증대와 수익성 부진으로 주가는 de-rating 예상 ▪ 태양광: 다수의 탄소배출 저감 정책들 제외할 시 기업별 수익성 부담 높아져 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 정유/화학 Neutral 의견 ▪ 정유: 상대적으로 Green사업 비중이 높은 SK이노베이션에 상대적 우위 ▪ 석유화학: 2021년 부정적 변수들의 기저 효과(Low)로 NCC들의 수익성 반등 예상 ▪ 태양광: Trading Buy로 접근 필요 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 정유/화학 Overweight 의견 ▪ 정유: 유가와 마진의 이익 모멘텀 구간 ▪ 석유화학: P 강세로 제품별 수익성 양극화 축소 ▪ 태양광: 정책 강화 및 자발적 설치규모 증가로 관련 소재들의 가격 강세
Top-Picks		<ul style="list-style-type: none"> ▪ SKC 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ SK이노베이션, 롯데케미칼, SKC 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ SK이노베이션, S-Oil ▪ 롯데케미칼, SKC, 한화솔루션

기업분석

종목	투자판단	적정주가
SK이노베이션(096770)	Buy	365,000원
롯데케미칼(011170)	Buy	350,000원
SKC(011790)	Buy	230,000원

SK이노베이션(096770) Green-based Growth

Analyst 노우호 02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	365,000원
현재주가(11.11)	222,500원
상승여력	64.0%
KOSPI	2,924.92pt
시가총액	205,736억원
발행주식수	9,247만주
유동주식비율	55.64%
외국인비중	24.79%
52주 최고/최저가	317,500원/154,000원
평균거래대금	1,150.5억원
주요주주(%)	
SK 외 6 인	33.41
국민연금공단	8.31

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.3	-17.3	43.5
상대주가	-9.3	-9.2	22.0

주가그래프



2021년 Green사업 출향을 위한 밀그림 완성

- 2025년까지 Green사업에 30조원 투자 계획 계획을 공개, 사업 대전환의 시작점은 SK On과 SK지오센트릭

SK On의 사업가치를 감안하면 현재의 SK이노베이션 주가는 저평가

- SK On은 2Q22 99억원과 22년 연간 674억원의 영업이익을 (OPM 3.7%)을 추정하며 수익성 본궤도 진입
- 22~23년 SK On의 사업가치는 12.8조원(EV/EBITDA 23배 적용)과 18.9조원(EV/EBITDA 17배 적용)을 추정
- 21.11월 기준 SK On의 수주잔고는 220조원으로 글로벌 상위기업들의 수주잔고에 유사한 수준 도달
- SK On의 물적분할에 따른 지주사 할인율 60%를 감안해도 SK이노베이션의 전 사업부문은 Under-value

투자의견 Buy와 적정주가는 36.5만원으로 유지

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	49,306.9	1,113.7	-35.7	-428	-96.3	186,398	-350.7	0.8	9.7	-0.2	117.1
2020	34,164.5	-2,568.8	-2,172.8	-23,498	-3,564.3	155,153	-8.1	1.2	-23.7	-13.6	149.0
2021E	44,946.1	2,502.1	800.0	9,112	-144.6	179,878	24.4	1.2	8.6	5.4	172.6
2022E	49,564.2	2,915.9	1,791.7	19,355	103.3	197,570	11.5	1.1	8.3	10.1	182.3
2023E	52,204.8	3,125.8	1,850.4	19,989	3.3	215,887	11.1	1.0	8.0	9.6	178.2

SK이노베이션(096770)

2022년 전망 시리즈 9

정유/화학

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	49,306.9	34,164.5	44,946.1	49,564.2	52,204.8
매출액증가율(%)	-9.1	-30.7	31.6	10.3	5.3
매출원가	46,343.9	34,643.0	40,608.3	44,987.6	47,330.2
매출총이익	2,963.0	-478.4	4,337.8	4,576.5	4,874.6
판매비와관리비	1,849.4	2,090.4	1,835.8	1,660.7	1,748.9
영업이익	1,113.7	-2,568.8	2,502.1	2,915.9	3,125.8
영업이익률(%)	2.3	-7.5	5.6	5.9	6.0
금융순익	-551.1	-193.0	-518.0	-458.4	-533.1
종속/관계기업관련손익	54.2	-28.6	512.7	295.0	295.0
기타영업외손익	-116.2	-79.5	-992.9	-160.0	-160.0
세전계속사업이익	500.5	-2,869.8	1,708.5	2,573.7	2,709.0
법인세비용	255.6	-628.1	749.1	624.6	696.0
당기순이익	65.8	-2,146.7	959.4	1,949.1	2,012.9
지배주주지분 순이익	-35.7	-2,172.8	800.0	1,791.7	1,850.4

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산					
현금및현금성자산	17,353.6	13,295.1	22,930.3	26,437.6	26,409.4
매출채권	2,196.0	2,940.7	4,792.7	8,541.5	7,099.3
재고자산	4,138.3	2,506.2	4,254.7	4,198.0	4,529.8
비유동자산	6,495.2	3,878.4	6,403.4	6,318.1	6,817.4
유형자산	22,180.9	25,203.1	27,706.0	31,125.5	35,539.5
무형자산	15,417.5	17,878.2	19,578.5	23,133.1	27,222.2
투자자산	1,173.5	1,223.9	1,265.7	1,197.0	1,133.2
자산총계	39,534.5	38,498.2	50,636.2	57,563.0	61,948.9
유동부채					
매입채무	10,457.2	11,014.8	15,036.0	17,686.6	18,361.2
단기차입금	4,928.2	2,764.4	5,080.3	5,012.6	5,408.7
유동성장기부채	1,132.0	1,530.3	1,157.1	2,757.1	1,957.1
비유동부채	1,378.6	1,708.8	2,363.1	2,763.1	2,563.1
사채	10,864.0	12,024.8	17,023.2	19,484.0	21,316.2
장기차입금	7,176.5	7,971.0	10,463.9	11,343.9	11,763.9
부채총계	21,321.3	23,039.7	32,059.2	37,170.6	39,677.3
자본금	468.6	468.6	468.6	468.6	468.6
자본잉여금	5,765.8	5,941.9	7,149.4	7,149.4	7,149.4
기타포괄이익누계액	194.9	-129.6	133.7	133.7	133.7
이익잉여금	12,175.2	9,891.3	10,736.8	12,394.7	14,111.2
비지배주주지분	745.1	918.5	1,719.9	1,877.4	2,040.0
자본총계	18,213.2	15,458.5	18,577.1	20,392.4	22,271.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,825.8	2,850.8	1,663.5	3,195.9	3,433.5
당기순이익(손실)	65.8	-2,146.7	959.4	1,949.1	2,012.9
유형자산감가상각비	1,083.0	1,239.6	1,201.7	1,165.4	1,431.0
무형자산상각비	125.2	127.3	81.7	68.7	63.8
운전자본의증감	535.3	4,272.1	-690.0	12.7	-74.2
투자활동 현금흐름	-3,166.8	-4,128.7	-6,519.7	-4,592.8	-6,264.5
유형자산의증가(CAPEX)	-2,576.6	-3,763.1	-3,556.6	-4,720.0	-5,520.0
투자자산의감소(증가)	-832.4	-26.2	-631.9	66.4	-388.8
재무활동 현금흐름	1,686.1	2,144.7	6,674.0	5,145.8	1,388.7
차입금증감	4,236.8	2,499.0	4,631.2	5,279.6	1,522.5
자본의증가	0.0	176.1	1,207.5	0.0	0.0
현금의증가(감소)	370.4	744.7	1,852.0	3,748.9	-1,442.3
기초현금	1,825.6	2,196.0	2,940.7	4,792.7	8,541.5
기말현금	2,196.0	2,940.7	4,792.7	8,541.5	7,099.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	533,247	369,484	486,085	536,029	564,587
EPS(지배주주)	-428	-23,498	9,112	19,355	19,989
CFPS	21,855	-10,858	33,857	46,318	51,409
EBITDAPS	25,111	-12,998	40,938	44,882	49,970
BPS	186,398	155,153	179,878	197,570	215,887
DPS	3,000	0	1,200	1,600	1,600
배당수익률(%)	2.0	0.0	0.5	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	-350.7	-8.1	24.4	11.5	11.1
PCR	6.9	-17.5	6.6	4.8	4.3
PSR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.8	1.2	1.2	1.1	1.0
EBITDA	2,321.9	-1,201.8	3,785.4	4,150.0	4,620.5
EV/EBITDA	9.7	-23.7	8.6	8.3	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.2	-13.6	5.4	10.1	9.6
EBITDA이익률	4.7	-3.5	8.4	8.4	8.9
부채비율	117.1	149.0	172.6	182.3	178.2
금융비용부담률	0.7	1.0	0.9	1.1	1.2
이자보상배율(x)	3.3	-7.3	6.4	5.5	5.1
매출채권회전율(x)	11.5	10.3	13.3	11.7	12.0
재고자산회전율(x)	7.8	6.6	8.7	7.8	7.9

롯데케미칼(011170) 2022년 Green Identity로 주가 재평가

Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	350,000원
현재주가(11.11)	212,000원
상승여력	65.1%
KOSPI	2,924.92pt
시가총액	72,664억원
발행주식수	3,428만주
유동주식비율	45.08%
외국인비중	25.74%
52주 최고/최저가	328,000원/210,000원
평균거래대금	348.6억원
주요주주(%)	
롯데지주 외 19 인	54.92
국민연금공단	7.72

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.1	-29.5	-24.4
상대주가	-10.2	-22.6	-35.8



롯데그룹의 수소 사업 Leader는 롯데케미칼: 수소 인프라 구축의 핵심 역량 보유

- 수소 사업의 핵심 역량은 (1) Value-chain 인프라 구축 여력, 혹은 (2) 핵심 소재 양산 기술력 확보
- 롯데케미칼의 수소 사업 역량이 높다는 판단: Green수소 생산(말레이시아 수전해)→ 암모니아 이동 및 저장(계열사) 및 분해(롯데케미칼)→ 수소의 유통 및 발전사업(JV 및 독자 진행)으로 총 Value-chain에 관여

2022년 롯데케미칼의 영업이익은 1.8조원(+7.1% YoY): 추세적 이익 반등에 무게를 둠

- 순수 석유화학에 대한 부정적 편향과 거리두기 필요
- 2022년 해상물동량 차질 지속되며 역내/외 석유화학 이동 제한, 또한 아시아 역내 신증설 부담 지속
- 그럼에도 (1) 하반기 유가 하락으로 원재료 부담 경감, (2) 해상물동량 점진적 회복으로 아시아 거래가격 상향 가능성, (3) 아시아 역내 '위드 코로나'의 수요 반등으로 수급 Balance 또한 균형에 수렴할 가능성 높은 점

2022년 수소-이차전지소재-재활용 플라스틱의 Green사업 가시성으로 주가 재평가 변수 다수 존재

투자의견 Buy와 적정주가 35만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	15,123.5	1,107.3	715.0	20,860	-53.9	385,244	10.7	0.6	4.6	5.5	42.6
2020	12,223.0	356.9	158.5	4,623	-76.8	374,803	59.7	0.7	8.4	1.2	41.4
2021E	17,649.6	1,745.4	1,544.8	44,601	824.1	421,039	4.8	0.5	3.1	11.2	56.3
2022E	18,644.5	1,869.5	1,728.7	50,148	12.3	458,687	4.2	0.5	2.4	11.4	58.5
2023E	19,555.3	1,958.4	1,855.1	53,815	7.3	500,003	3.9	0.4	1.9	11.2	59.8

롯데케미칼(011170)

2022년 전망 시리즈 9

정유/화학

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,123.5	12,223.0	17,649.6	18,644.5	19,555.3
매출액증가율(%)	-5.9	-19.2	44.4	5.6	4.9
매출원가	13,208.8	11,069.7	15,091.9	16,005.6	16,789.9
매출총이익	1,914.7	1,153.3	2,557.7	2,638.9	2,765.4
판매비와관리비	807.5	796.4	812.3	769.3	807.0
영업이익	1,107.3	356.9	1,745.4	1,869.5	1,958.4
영업이익률(%)	7.3	2.9	9.9	10.0	10.0
금융손익	-59.3	-72.9	-50.5	-46.8	-49.0
종속/관계기업관련손익	184.9	68.1	454.1	599.9	729.2
기타영업외손익	15.7	-105.3	-7.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,248.6	246.8	2,145.1	2,422.6	2,638.6
법인세비용	390.0	71.4	522.2	602.9	685.8
당기순이익	756.7	175.4	1,622.8	1,819.7	1,952.8
지배주주지분 순이익	715.0	158.5	1,544.8	1,728.7	1,855.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산					
현금및현금성자산	7,220.9	6,876.5	10,913.4	13,070.1	15,196.9
매출채권	1,352.0	1,522.3	1,846.1	3,981.1	5,883.9
재고자산	1,436.9	1,390.0	2,023.6	2,034.0	2,141.7
비유동자산	1,679.7	1,557.1	2,185.3	2,196.6	2,312.9
유형자산	12,822.3	12,510.1	13,240.8	13,626.6	14,148.7
무형자산	7,505.1	7,173.2	7,350.8	7,761.2	8,122.4
투자자산	1,725.1	1,473.0	1,397.0	1,352.8	1,311.2
자산총계	20,043.1	19,386.6	24,154.2	26,696.8	29,345.6
유동부채					
매입채무	2,740.0	2,867.7	5,380.8	5,937.8	6,567.6
단기차입금	947.7	866.0	1,260.8	1,267.3	1,334.4
유동성장기부채	586.3	619.8	868.1	788.1	868.1
비유동부채	618.2	645.4	781.9	981.9	1,061.9
사채	3,249.9	2,806.5	3,320.5	3,914.8	4,409.6
장기차입금	1,198.1	1,148.0	1,447.4	1,717.4	1,927.4
부채총계	5,990.0	5,674.2	8,701.3	9,852.6	10,977.2
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.8	880.5	877.3	877.3	877.3
기타포괄이익누계액	-6.2	-282.3	-94.7	-94.7	-94.7
이익잉여금	12,158.4	12,076.9	13,477.3	14,767.7	16,183.8
비지배주주지분	848.7	865.8	1,021.6	1,122.4	1,230.7
자본총계	14,053.1	13,712.4	15,452.9	16,844.1	18,368.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,277.9	1,310.8	1,430.1	3,139.5	3,188.2
당기순이익(손실)	756.7	175.4	1,622.8	1,819.7	1,952.8
유형자산감가상각비	636.3	741.0	741.5	789.7	838.7
무형자산상각비	95.3	89.9	67.5	44.2	41.6
운전자본의증감	112.3	280.5	-1,167.6	419.1	286.2
투자활동 현금흐름	662.4	-638.5	-1,712.1	-1,180.9	-1,351.0
유형자산의증가(CAPEX)	-892.2	-802.2	-772.0	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-398.1	-215.8	-642.0	-19.7	-202.4
재무활동 현금흐름	-1,900.0	-478.9	560.3	176.3	65.6
차입금증감	-1,194.7	-233.2	894.4	710.4	614.4
자본의증가	-0.0	-0.4	-3.2	0.0	0.0
현금의증가(감소)	22.0	170.4	323.8	2,135.0	1,902.8
기초현금	1,330.0	1,352.0	1,522.3	1,846.1	3,981.1
기말현금	1,352.0	1,522.3	1,846.1	3,981.1	5,883.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	441,234	356,612	514,934	543,960	570,533
EPS(지배주주)	20,860	4,623	44,601	50,148	53,815
CFPS	53,405	33,079	82,772	96,960	104,677
EBITDAPS	53,648	34,655	74,527	78,874	82,819
BPS	385,244	374,803	421,039	458,687	500,003
DPS	6,700	3,600	12,500	12,500	12,500
배당수익률(%)	3.0	1.3	6.0	6.0	6.0
Valuation(Multiple)					
PER	10.7	59.7	4.7	4.2	3.9
PCR	4.2	8.3	2.5	2.2	2.0
PSR	0.5	0.8	0.4	0.4	0.4
PBR	0.6	0.7	0.5	0.5	0.4
EBITDA	1,838.8	1,187.8	2,554.5	2,703.4	2,838.7
EV/EBITDA	4.6	8.4	3.0	2.4	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	1.2	11.2	11.4	11.2
EBITDA이익률	12.2	9.7	14.5	14.5	14.5
부채비율	42.6	41.4	56.3	58.5	59.8
금융비용부담률	0.7	0.9	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	9.8	3.3	19.3	17.7	16.3
매출채권회전율(x)	10.4	8.6	10.3	9.2	9.4
재고자산회전율(x)	8.7	7.6	9.4	8.5	8.7

SKC(011790) 사업 포트폴리오 다변화의 진수

Analyst 노우호 02. 6454-4867
Wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	230,000원
현재주가(11.11)	177,500원
상승여력	29.6%
KOSPI	2,924.92pt
시가총액	67,216억원
발행주식수	3,787만주
유동주식비율	53.72%
외국인비중	15.11%
52주 최고/최저가	199,000원/81,100원
평균거래대금	1,027.0억원
주요주주(%)	
SK 외 7 인	40.96
국민연금공단	9.40

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.7	26.8	116.2
상대주가	13.9	39.1	83.7

주가그래프



2022년 영업이익 5,962억원(+16.1% YoY)을 추정

- 2022년 견고해진 사업부문별 이익 창출력과 신규 사업들의 제2차 도약 구간
- 화학부문은 아시아 역내 PO 수급 건전성 유지, 동시에 투입 원재료 하락으로 수익성 방어 가능
- Mobility소재는 동박의 국내 No.6 조기 가동에 따른 규모의 경제 확보와 기술격차 우위에 따른 P 방어력 부각

2nd Deep Change의 새로운 축: 반도체 사업

- 동사가 출시하는 반도체 '글라스 기판'은 패키징 신기술에 해당: 전력 효율도 개선과 집적도 향상 가능
- 글로벌 파트너사와의 협작 사업으로 AMD 고객사 확보
- 해당 사업부문 예상 매출액 2025년 5.1억달러, 2030년 16.1억달러

성장 엔진을 보유한 동사에 투자의견 Buy와 적정주가 23만원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,361.1	139.8	59.7	1,591	-52.2	41,543	32.1	1.2	13.0	3.9	130.1
2020	2,702.2	190.8	37.1	989	9.2	47,746	95.1	2.0	15.1	2.2	182.3
2021E	3,410.3	513.5	297.0	6,758	396.7	53,901	26.3	3.3	12.1	13.3	194.3
2022E	4,412.3	596.2	316.8	7,780	12.5	60,735	22.8	2.9	10.5	13.6	206.1
2023E	4,845.8	674.7	341.2	7,784	0.1	67,572	22.8	2.6	9.5	12.1	208.2

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,361.1	2,702.2	3,410.3	4,412.3	4,845.8
매출액증가율(%)	-14.7	14.4	26.2	29.4	9.8
매출원가	1,962.1	2,193.0	2,510.8	3,376.7	3,702.5
매출총이익	399.0	509.2	899.5	1,035.6	1,143.3
판매비와관리비	259.2	318.4	386.0	439.4	468.6
영업이익	139.8	190.8	513.5	596.2	674.7
영업이익률(%)	5.9	7.1	15.1	13.5	13.9
금융순익	-51.7	-120.9	-138.0	-241.3	-201.2
종속/관계기업관련손익	-0.6	-33.0	62.1	45.9	46.9
기타영업외손익	-27.1	170.3	27.1	111.5	-7.8
세전계속사업이익	60.4	207.1	523.8	550.8	593.3
법인세비용	3.9	87.3	102.2	104.7	112.7
당기순이익	67.4	73.6	421.6	446.2	480.6
지배주주지분 순이익	59.7	37.1	297.0	316.8	341.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산					
현금및현금성자산	992.7	1,247.3	2,672.7	3,797.7	4,694.0
매출채권	80.0	428.6	1,509.7	2,397.9	3,157.2
재고자산	372.6	398.6	543.1	669.9	743.3
비유동자산	385.7	336.8	464.4	573.0	635.7
유형자산	2,980.3	4,159.1	3,912.6	4,212.5	4,540.9
무형자산	2,115.9	2,298.1	2,529.6	2,840.7	3,180.1
투자자산	254.7	1,308.0	1,285.6	1,274.4	1,263.4
자산총계	3,973.0	5,406.4	6,585.3	8,010.2	9,234.9
유동부채					
매입채무	1,043.2	1,733.9	2,297.5	2,943.5	3,422.7
단기차입금	228.3	198.8	265.6	327.7	363.6
유동성장기부채	331.4	606.3	856.4	1,096.4	1,256.4
비유동부채	331.4	467.6	559.3	759.3	959.3
사채	1,203.5	1,757.4	2,050.3	2,450.1	2,816.3
장기차입금	702.4	278.7	372.1	572.1	812.1
부채총계	2,246.6	3,491.3	4,347.8	5,393.6	6,238.9
자본금	187.7	189.3	189.3	189.3	189.3
자본잉여금	140.8	337.3	338.0	338.0	338.0
기타포괄이익누계액	-11.0	-20.4	-8.0	-8.0	-8.0
이익잉여금	1,350.0	1,363.9	1,583.9	1,842.6	2,101.6
비지배주주지분	167.1	107.1	196.3	316.7	437.1
자본총계	1,726.4	1,915.1	2,237.5	2,616.6	2,995.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	40.5	337.1	497.4	634.4	626.1
당기순이익(손실)	67.4	73.6	421.6	446.2	480.6
유형자산감가상각비	134.3	165.5	170.5	208.9	220.6
무형자산상각비	9.1	30.4	20.9	11.2	11.0
운전자본의증감	-212.1	112.4	11.4	45.3	26.2
투자활동 현금흐름	-272.7	-1,055.4	114.8	-475.6	-514.0
유형자산의증가(CAPEX)	-254.7	-301.9	-380.1	-520.0	-560.0
투자자산의감소(증가)	93.9	9.2	503.2	45.9	46.9
재무활동 현금흐름	150.5	1,073.8	482.0	729.3	647.2
차입금증감	230.1	904.2	554.3	765.2	683.0
자본의증가	0.6	198.2	0.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-80.4	348.6	1,081.1	888.2	759.3
기초현금	160.4	80.0	428.6	1,509.7	2,397.9
기말현금	80.0	428.6	1,509.7	2,397.9	3,157.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	62,904	71,952	90,058	116,516	127,963
EPS(지배주주)	1,591	989	6,758	7,780	7,784
CFPS	8,503	8,841	19,356	21,857	22,905
EBITDAPS	7,542	10,295	18,614	21,557	23,932
BPS	41,543	47,746	53,901	60,735	67,572
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.0	1.1	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	32.1	95.1	26.3	22.8	22.8
PCR	6.0	10.6	9.2	8.1	7.7
PSR	0.8	1.3	2.0	1.5	1.4
PBR	1.2	2.0	3.3	2.9	2.6
EBITDA	283.1	386.6	704.9	816.3	906.3
EV/EBITDA	13.0	15.1	12.1	10.5	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	2.2	13.3	13.6	12.1
EBITDA이익률	12.0	14.3	20.7	18.5	18.7
부채비율	130.1	182.3	194.3	206.1	208.2
금융비용부담률	2.3	3.2	1.7	3.2	3.5
이자보상배율(x)	2.5	2.2	8.7	4.2	4.0
매출채권회전율(x)	6.6	7.0	7.2	7.3	6.9
재고자산회전율(x)	6.4	7.5	8.5	8.5	8.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 왼벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업		향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업		시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

SK이노베이션 (096770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.31	기업브리프	Buy	240,000	노우호	-37.5	-32.5	
2020.01.20	산업분석	Buy	210,000	노우호	-38.1	-35.5	
2020.02.03	기업브리프	Buy	180,000	노우호	-29.3	-21.9	
2020.03.09	산업브리프	Buy	155,000	노우호	-48.4	-35.2	
2020.03.25	산업브리프	Buy	135,000	노우호	-30.3	-25.6	
2020.05.06	기업브리프	Buy	130,000	노우호	-9.7	5.0	
2020.07.07	기업브리프	Buy	145,000	노우호	-10.6	-6.9	
2020.07.29	기업브리프	Buy	165,000	노우호	-7.9	13.3	
2020.12.07	산업브리프	Buy	185,000	노우호	8.5	53.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	212,000	노우호	28.6	38.7	
2021.01.21	산업브리프	Buy	245,000	노우호	14.6	17.3	
2021.02.01	기업브리프	Buy	280,000	노우호	-9.5	13.4	
2021.04.12	산업브리프	Buy	320,000	노우호	-15.1	-11.4	
2021.05.14	기업브리프	Buy	365,000	노우호	-	-	

롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이		
					평균	최고(최저)	(원)	롯데케미칼	적정주가
2019.11.04	기업브리프	Hold	260,000	노우호	-16.6	-9.8			
2020.02.10	기업브리프	Hold	240,000	노우호	-16.8	-12.5			
2020.03.04	기업브리프	Hold	220,000	노우호	-12.4	27.5			
2020.11.17	산업분석	Buy	320,000	노우호	-13.1	-5.0			
2021.01.11	산업브리프	Buy	350,000	노우호	-14.2	-6.3			
2021.03.30	기업브리프	Buy	390,000	노우호	-28.3	-20.8			
2021.08.09	기업브리프	Buy	350,000	노우호	-	-			

SKC (011790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이		
					평균	최고(최저)	(원)	SKC	적정주가
2019.11.01	기업브리프	Hold	50,000	노우호	-3.8	17.8			
2020.04.29	기업브리프	Hold	55,000	노우호	12.2	57.8			
2020.08.10	기업브리프	Buy	100,000	노우호	-12.7	11.5			
2021.01.21	산업브리프	Buy	110,000	노우호	15.3	24.1			
2021.02.10	기업브리프	Buy	140,000	노우호	-2.7	-1.4			
2021.02.22	기업브리프	Buy	155,000	노우호	-17.5	-3.9			
2021.05.03	기업브리프	Buy	170,000	노우호	-13.8	-1.2			
2021.08.05	기업브리프	Buy	195,000	노우호	-17.0	-9.0			
2021.09.27	기업브리프	Buy	220,000	노우호	-23.1	-9.5			
2021.11.01	기업브리프	Buy	230,000	노우호	-	-			