

2022. 2. 3



▲ 정유/화학

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

Buy

적정주가 (12개월) **230,000 원**

현재주가 (2.3) **140,500 원**

상승여력 **63.7%**

KOSPI	2,707.82pt
시가총액	53,205억원
발행주식수	3,787만주
유동주식비율	53.78%
외국인비중	16.64%
52주 최고/최저가	199,500원/107,000원
평균거래대금	513.0억원

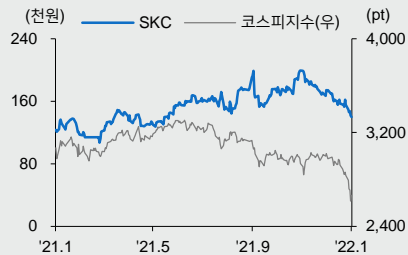
주요주주(%)

SK 외 7 인	40.96
국민연금공단	9.40

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.1	-11.9	2.9
상대주가	-8.5	5.3	19.0

주가그래프



SKC 011790

일회성 비용 반영으로 잠시 쉬어가기

- ✓ 4Q21 Preview: 영업이익 983억원(OPM 10.3%), 시장 예상치(1,235억원) 하회 예상 화학/Mobility소재는 성과급 반영, Industry소재는 투명PI ramp-up 비용 발생
- ✓ Mobility소재는 연중 국내/외 추가 라인 가동으로 외형성장, 전방 Cell기업들의 실적 발표에서 확인되는 (1) 동박 Shortage, (2) 가격 강세로 기타 소재 대비 이익률 유지
- ✓ 2022년 연간 영업이익 5,078억원 추정(+9.6% YoY)
연중 Mobility소재(동박/실리콘 음극재) 모멘텀으로 Peer 대비 주가 차별화 유효
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 23만원 유지

4Q21 Preview: 일회성 비용 반영되며 이익 체력과 무관한 예상치 하회

동사의 4Q21 영업이익은 983억원(-32.6% QoQ, +69.2% YoY)으로 시장 예상치(1,235억원)을 하회할 전망이다. 시장 예상치를 하회하는 배경으로 (1) 화학 및 Mobility소재부문의 성과급 반영(약 370억원 추정), (2) Industry소재의 투명PI는 중국 고객사향 출하량 증대로 초기 ramp-up비용(약 130억원 추정)이 발생한 점이다. 동사의 이익 체력과 무관한 일회성 비용 반영으로 성장 방향성에 변함이 없다.

2022년 Mobility소재 동박의 이익률 방어능력과 실리콘 음극재 사업 개시

동사의 Mobility소재 사업 강화로 경쟁사 대비 주가 차별화(국내 동박 경쟁사들의 평균 EV/EBITDA 24.5배)가 필요한 시점이다. 2022년 동박 업황은 여전히 긍정적이다. 앞서 발표된 Cell기업들의 이익 부진 배경은 (1) 차량용 반도체 공급 차질, (2) 동박 등 Shortage제품들의 가격 강세에 따른 마진 둔화이다. Shortage라는 긍정적인 동박 업황에서 동사는 국내/외 신규 설비 가동(상반기 국내 No.6 가동으로 5.2만톤의 생산capa 확보, 22년 하반기 말레이시아 생산capa 2.4만톤 착공)에 따른 외형성장은 정해진 수순이다. 또한 검증된 양산능력(광폭, 선속, 극박)으로 이익률 방어(22년E 평균 9.4%, 23년E 평균 10.7%)가 가능하다.

전방 Cell기업들의 High-Nickel 양극재 상용화에 따른 실리콘 음극재의 도입 속도가 더욱 빨라질 전망이다. 현재의 흑연 음극재 대비 실리콘은 높은 에너지 용량과 풍부한 자원량이 장점이다. 동사가 사업목적으로 지분을 투자한 Nexeon은 올 하반기 코팅형 Si-C 양산체제 전환, 확대될 음극재 시장을 조기 선점할 계획이다.

투자의견 Buy, 적정주가 23만원: 동박 Peer 대비 15% 프리미엄 적용

Mobility부문의 사업가치 6.9조원(22년 EV/EBITDA 28.2배 적용)으로 기존 적정주가를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	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	463.5	274.3	7,243	424.8	54,978	24.1	3.2	12.2	14.1	180.2
2022E	4,430.5	507.8	298.6	7,885	7.9	61,915	17.8	2.3	9.4	13.5	193.8
2023E	4,880.5	570.7	346.3	9,146	16.0	70,113	15.4	2.0	8.5	13.9	192.9

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	951.8	712.4	33.6%	886.8	7.3%	883.1	7.8%
영업이익	98.3	58.1	69.2%	145.8	-32.6%	123.5	-20.4%
순이익(지배주주)	47.0	-41.7	흑자전환	144.8	-67.5%	43.0	9.3%

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	784.6	787.1	886.8	951.8	1,013.3	1,092.1	1,143.5	1,181.6	3,410.3	4,430.5	4,880.4
Industry 소재	260.3	273.9	303.4	286.2	289.7	289.1	314.8	322.3	1,123.8	1,215.9	1,305.7
화학사업	234.1	279.6	286.4	255.9	343.4	374.6	383.3	361.1	1,056.0	1,462.4	1,436.8
성장사업	148.2	177.2	121.7	211.6	166.2	197.3	200.6	233.7	658.7	797.8	888.7
SK넥실리스	142.0	157.6	175.3	198.1	213.9	231.1	244.9	264.5	673.0	954.4	1,249.3
영업이익	81.8	137.5	145.8	98.3	108.5	132.4	143.5	123.4	463.5	507.8	570.7
%OP	10.4%	17.5%	16.4%	10.3%	10.7%	12.1%	12.5%	10.4%	13.7%	11.5%	11.7%
Industry 소재	14.8	25.9	31.0	11.5	9.2	12.6	18.9	16.2	83.2	56.8	86.0
화학사업	56.0	93.1	93.8	66.1	76.5	86.2	88.0	75.7	309.0	326.3	310.5
성장사업	-5.7	8.1	-2.5	9.2	3.4	12.5	13.1	5.4	9.2	34.4	39.6
SK넥실리스	16.7	18.8	23.5	11.4	19.4	21.2	23.5	26.1	70.4	90.3	134.5
세전이익	93.1	115.6	230.1	80.7	112.8	141.0	143.8	121.6	519.5	519.2	602.2
순이익(지배주주)	39.7	42.8	144.8	47.0	64.9	81.1	82.7	69.9	274.3	298.6	346.3
%YoY											
매출액	18.7	20.7	31.1	33.6	29.1	38.7	28.9	24.1	26.2	29.9	10.2
영업이익	198.2	161.0	177.2	69.2	32.6	-3.7	-1.6	25.5	142.9	9.6	12.4
세전이익	-34.1	809.4	1375.0	흑자전환	21.2	22.0	-37.5	50.7	224.1	-0.1	16.0
순이익(지배주주)	-49.8	흑전	5469.2	흑자전환	63.5	89.5	-42.9	48.7	639.4	8.9	16.0
%QoQ											
매출액	10.1	0.3	12.7	7.3	6.5	7.8	4.7	3.3			
영업이익	40.9	68.1	6.0	-32.6	10.4	22.0	8.4	-14.0			
세전이익	흑자전환	24.2	99.0	-64.9	39.8	25.0	2.0	-15.4			
순이익(지배주주)	흑자전환	7.6	238.3	-67.5	38.1	25.0	2.0	-15.5			

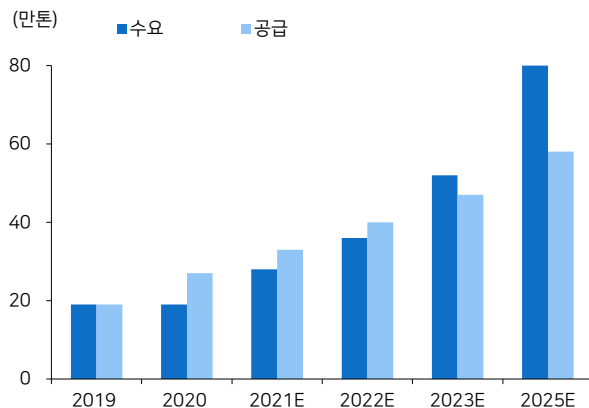
자료: SKC, 메리츠증권 리서치센터

그림1 구리 가격 동향



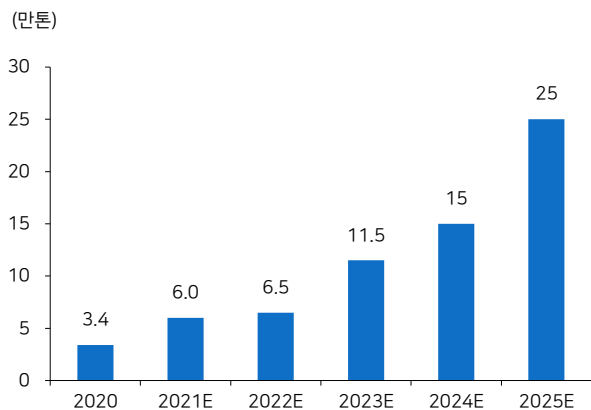
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 동박 수급 전망



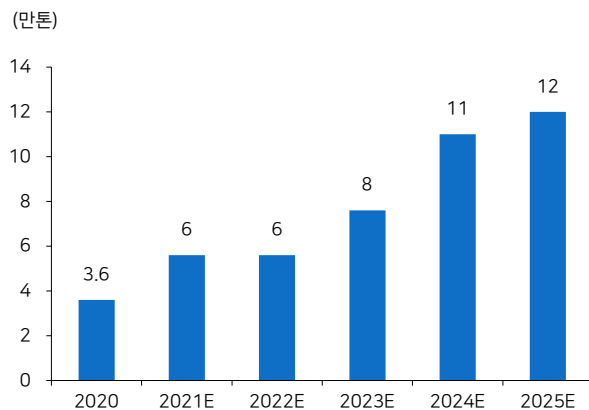
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SKC의 동박 생산capa



자료: SKC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일진머티리얼즈의 동박 생산capa



자료: 일진머티리얼즈, 메리츠증권 리서치센터

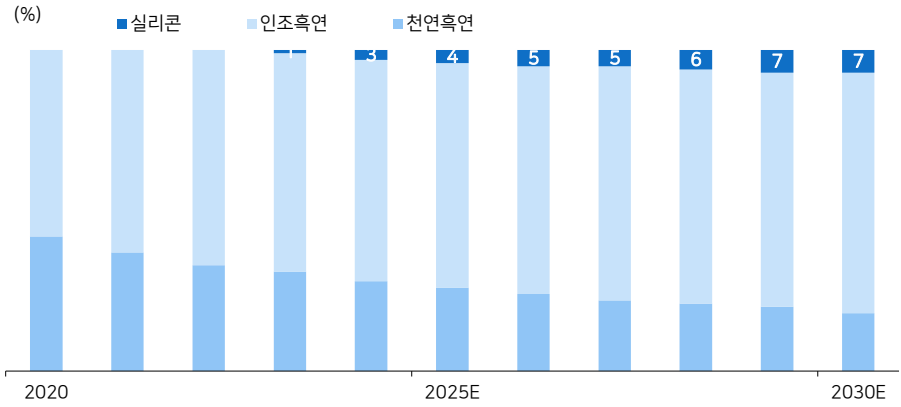
표3 국내 동박 생산기업별 Multiple 비교

구분	기업명	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
동박	SKC	17.0	12.6	10.9	2.9	2.0	1.7	14.1	13.5	13.9	12.2	9.4	8.5
	일진머티리얼즈	58.9	37.6	26.1	6.4	5.5	4.6	8.4	11.6	15.4	46.7	31.2	22.7
	솔루스첨단소재	228.0	57.0	31.5	8.8	7.7	6.2	1.1	9.5	16.2	56.4	24.8	15.9
	평균	101.3	35.7	22.8	6.0	5.0	4.1	7.8	11.5	15.1	38.4	21.8	15.7

주: SKC는 당사 추정치 사용

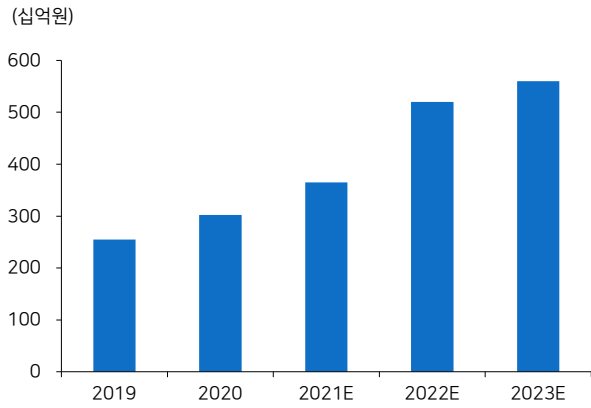
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 음극재별 수요 비중 전망



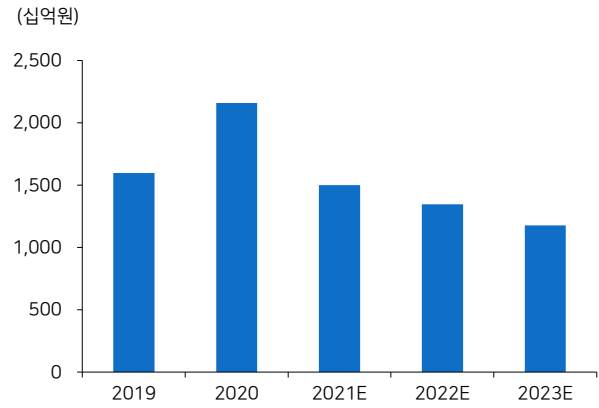
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 SKC의 Capex 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 SKC의 순차입금 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

SKC (011790)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,361.1	2,702.2	3,410.3	4,430.5	4,880.5
매출액증가율 (%)	-14.7	14.4	26.2	29.9	10.2
매출원가	1,962.1	2,193.0	2,564.8	3,483.4	3,838.6
매출총이익	399.0	509.2	845.5	947.1	1,041.9
판매관리비	259.2	318.4	382.0	439.3	471.2
영업이익	139.8	190.8	463.5	507.8	570.7
영업이익률	5.9	7.1	13.6	11.5	11.7
금융손익	-51.7	-120.9	-57.9	-16.1	-7.0
중속/관계기업손익	-0.6	-33.0	16.7	-83.3	47.0
기타영업외손익	-27.1	170.3	59.8	110.8	-8.5
세전계속사업이익	60.4	207.1	482.1	519.2	602.2
법인세비용	3.9	87.3	126.7	98.7	114.4
당기순이익	67.4	73.6	389.6	420.5	487.8
지배주주지분 순이익	59.7	37.1	274.3	298.6	346.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	992.7	1,247.3	2,494.3	3,650.0	4,635.1
현금및현금성자산	80.0	428.6	1,415.5	2,333.0	3,182.6
매출채권	372.6	398.6	506.5	628.8	698.3
재고자산	385.7	336.8	474.4	588.9	654.0
비유동자산	2,980.3	4,159.1	3,913.9	4,198.2	4,512.9
유형자산	2,115.9	2,298.1	2,529.8	2,825.4	3,151.0
무형자산	254.7	1,308.0	1,287.6	1,276.4	1,265.3
투자자산	501.8	459.5	3.4	3.4	3.5
자산총계	3,973.0	5,406.4	6,408.3	7,848.2	9,148.0
유동부채	1,043.2	1,733.9	2,011.5	2,664.3	3,145.3
매입채무	228.3	198.8	265.6	329.7	366.2
단기차입금	331.4	606.3	754.4	994.4	1,154.4
유동성장기부채	331.4	467.6	375.3	575.3	775.3
비유동부채	1,203.5	1,757.4	2,110.1	2,512.6	2,879.4
사채	702.4	278.7	352.1	552.1	792.1
장기차입금	287.1	1,201.1	1,394.7	1,514.7	1,594.7
부채총계	2,246.6	3,491.3	4,121.6	5,176.9	6,024.7
자본금	187.7	189.3	189.3	189.3	189.3
자본잉여금	140.8	337.3	338.6	338.6	338.6
기타포괄이익누계액	-11.0	-20.4	14.1	14.1	14.1
이익잉여금	1,350.0	1,363.9	1,602.1	1,864.8	2,175.2
비지배주주지분	167.1	107.1	204.8	326.7	468.2
자본총계	1,726.4	1,915.1	2,286.7	2,671.4	3,123.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	40.5	337.1	516.9	663.5	716.4
당기순이익(손실)	67.4	73.6	389.6	420.5	487.8
유형자산상각비	134.3	165.5	189.1	224.5	234.3
무형자산상각비	9.1	30.4	26.1	11.3	11.0
운전자본의 증감	-212.1	112.4	48.9	53.2	30.2
투자활동 현금흐름	-272.7	-1,055.4	244.7	-475.5	-513.9
유형자산의증가(CAPEX)	-254.7	-301.9	-364.9	-520.0	-560.0
투자자산의감소(증가)	93.9	9.2	503.3	46.0	47.0
재무활동 현금흐름	150.5	1,073.8	225.4	729.5	647.2
차입금의 증감	230.1	904.2	328.1	765.4	683.1
자본의 증가	0.6	198.2	1.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-80.4	348.6	986.9	917.5	849.7
기초현금	160.4	80.0	428.6	1,415.5	2,333.0
기말현금	80.0	428.6	1,415.5	2,333.0	3,182.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	62,904	71,952	90,057	116,997	128,880
EPS(지배주주)	1,591	989	7,243	7,885	9,146
CFPS	8,503	8,841	17,777	18,722	21,141
EBITDAPS	7,542	10,295	17,922	19,636	21,549
BPS	41,543	47,746	54,978	61,915	70,113
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	2.0	1.1	0.6	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	32.1	95.1	24.1	17.8	15.4
PCR	6.0	10.6	9.8	7.5	6.6
PSR	0.8	1.3	1.9	1.2	1.1
PBR	1.2	2.0	3.2	2.3	2.0
EBITDA	283.1	386.6	678.7	743.6	816.0
EV/EBITDA	13.0	15.1	12.2	9.4	8.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.9	2.2	14.1	13.5	13.9
EBITDA 이익률	12.0	14.3	19.9	16.8	16.7
부채비율	130.1	182.3	180.2	193.8	192.9
금융비용부담률	2.3	3.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	2.5	2.2			
매출채권회전율(x)	6.6	7.0	7.5	7.8	7.4
재고자산회전율(x)	6.4	7.5	8.4	8.3	7.9

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SKC (011790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.01.28	기업브리프	Hold	50,000	노우호	-3.9	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	-	-	