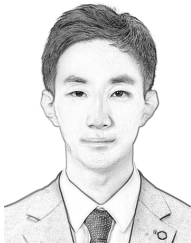


SK COMPANY Analysis



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	998 십억원
주요주주	
이순규(와16)	39.50%
국민연금공단	8.25%
외국인지분률	13.10%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(22/02/04)	153,500 원
KOSPI	2750.26 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	393,500 원
52주 최저가	147,500 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.8%	-9.6%
6개월	-39.8%	-28.2%
12개월	-50.0%	-43.9%

대한유화 (006650/KS | 매수(유지) | T.P 200,000 원(하향))

높아진 납사와 순수의 부담

올해 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 전망. 아시아 중심의 공급 확대 추이가 주요 제품 Spread 를 위축시키는 중. 단기적으로 최근 유가 상승에 따른 납사 가격 상승도 원재료 측면의 부담일 전망. 중장기 분리막 향 소재 매출 증대가 기회 요인. Valuation 은 이익 비중 높은 범용성 제품의 가격 조정 및 약세 국면 감안해 Target PBR 0.62 부여, 목표주가 20 만원으로 하향, 투자의견 매수를 유지함

순수의 위축

올해(2022E) 영업이익의 전망치는 1,439 억원으로 시장 기대치(02/04)인 1,840 억원을 소폭 하회할 것으로 전망한다. 지난 4 분기는 MEG, 주요 기초유분의 수익성이 악화되었다. MEG는 단순 납사 대비 1M lagging spread 가 -\$14/t 을 기록해 지난 분기 \$26/t 대비 추가 감소했다. 여기에 12 월말 하락 조정된 유가의 여파로 재고관련 손실이 반영됐다. 최근에는 HDPE/PP 의 Spot spread 도 위축되고 있다. 아시아를 중심으로 한 CAPA 확대 추이가 중장기 부담인 상황이다.

유가상승과 실적 방어의 챌린지

HDPE/PP는 강보합인 반면 납사 가격은 강세를 지속 중이다. 높은 유가 레벨이 지속이 단기적으로 수익성에 부담이다. 이를 상쇄해 나갈 수 있는 영역은 동사의 고부가가치 제품들로 예상된다. 중장기 배터리 시장 확대에 맞춘 분리막 향 소재 매출 증대가 동사의 이익 변동성을 낮출 기회요인으로 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 27 만원 → 20 만원으로 하향

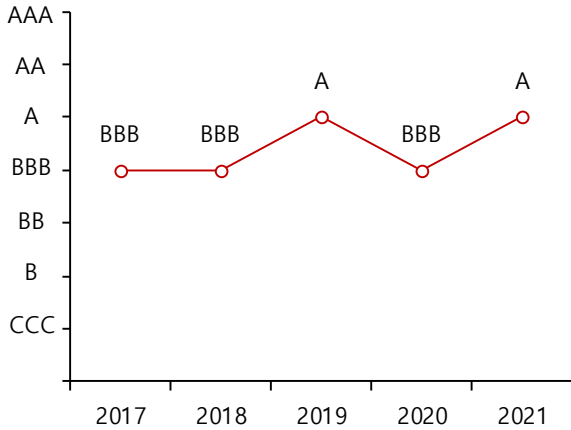
크래커 및 주요 제품의 CAPA 확대에 더해 최근 상승한 납사 가격이 수익성에 부담이다. 실적 추정치 하향을 반영해 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.62 배를 부여하고 목표 주가는 27 만원 → 20 만원으로 하향한다. 다만, 중장기 배터리 시장 확대에 따른 분리막 향 소재 매출 증대를 기회요인으로 판단해 투자의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	2,554	2,074	1,883	2,515	2,399	2,549
yoy	%	43.5	-18.8	-9.2	33.6	-4.6	6.3
영업이익	십억원	319	114	170	179	144	182
yoy	%	12.2	-64.3	49.5	5.0	-19.5	26.7
EBITDA	십억원	454	261	325	336	321	360
세전이익	십억원	336	128	168	198	163	203
순이익(지배주주)	십억원	257	106	127	150	124	154
영업이익률%	%	12.5	5.5	9.0	7.1	6.0	7.2
EBITDA%	%	17.8	12.6	17.3	13.4	13.4	14.1
순이익률	%	10.1	5.1	6.8	6.0	5.2	6.0
EPS(계속사업)	원	39,602	16,360	19,576	23,019	19,056	23,664
PER	배	3.9	7.2	11.8	8.0	8.1	6.5
PBR	배	0.6	0.4	0.8	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	2.2	2.8	3.9	2.8	2.0	1.5
ROE	%	16.2	6.1	6.9	7.6	6.0	7.0
순차입금	십억원	2	-39	-225	-264	-357	-450
부채비율	%	16.6	13.9	12.3	12.6	12.3	12.0

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)	423	NA	21.7
사회(Social)	48.7	NA	36.8
지배구조(Governance)	53.1	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. 한편, 최근 한국기업지배구조원 지배구조 등급에서 C → B+ 개선 긍정적

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 처벌환경오염에 경고 메시지
2018.07.04	환경 (Environment)	굴뚝으로 유해물질 과다 배출 울산 대한유화 온산공장장 실행
2017.09.07	환경 (Environment)	대한유화 온산공장, 불기등-매연 두번째 사고..재발방지 대책
2017.09.05	사회 (Social)	대한유화 울산공장 또 불기등...조업정지 10 일
2017.06.22	환경 (Environment)	낙동강유역청, 온산 공포의 불기등 조사 착수

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) Spread 반등 누른 유가

4분기 HDPE/PP 1M lagging spread 평균은 수치상 보합세를 유지했던 것으로 판단하나 MEG, 주요 기초유분의 수익성이 악화되었다. MEG는 단순 납사 대비 1M lagging spread가 -\$14/t을 기록해 지난 분기 \$26/t 대비 추가 감소했다. 기초 유분도 높아진 납사 가격 탓에 수익성 악화가 이어졌고, 12월말까지 하락 조정된 유가의 여파로 재고 관련 손실이 반영됐다. 최근에는 HDPE/PP의 Spot spread도 위축되고 있다. 아시아를 중심으로 한 CAPA 확대 추이가 중장기 부담인 상황이다.

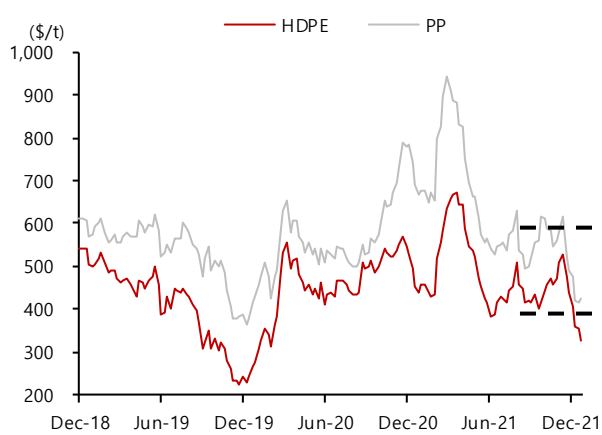
(2) 유가상승의 챌린지

HDPE/PP의 납사 대비 Spot Spread는 각각 \$338/t, \$443/t을 기록해 약세를 시현 중이다. HDPE와 PP 제품 가격은 올해에 진입한 이후 보합세를 보이고 있으나 납사 가격은 강세를 지속 중이다. 납사 가격은 12월 말 약 \$712/t에서 최근 \$778/t까지 상승했다. 높은 유가 레벨이 지속이 단기적으로 수익성에 부담으로 작용 중이다.

(3) 쉬지않는 중국 자급률 확대

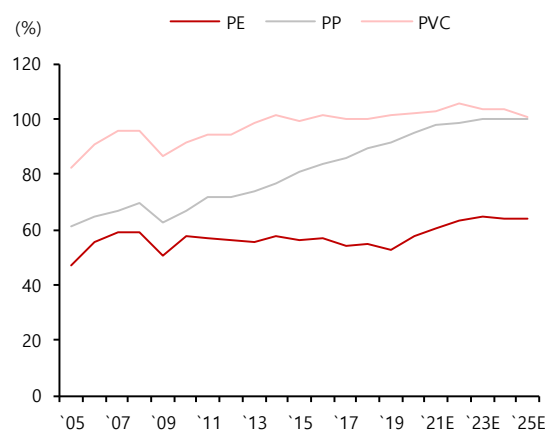
중국의 화학 제품 자급률 확대 움직임은 지속될 것으로 예상된다. 실제로 최근 Phenol 기준 '21 1~10월 자급률은 89%로 '20년 72% 대비해서 추가 상승했다. 그리고 PE, PP 제품 또한 유사한 수순을 밟을 것으로 전망된다. 중국 중심의 공급 확대 및 자급률 확대가 중장기 리스크로 작용할 전망이다.

PE(HDPE)/PP 단순 spot spread 추이



자료: Platts, Cischem, SK 증권

중국 자급률 확대 전망



자료: Platts, 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	686.7	34.0%	8.3%	1,882.7	2,514.9	2,398.9
영업이익	80.4	86.5	75.7	32.1	-15.7	적전	적전	170.2	178.7	143.9
영업이익률	15.7%	15.5%	11.9%	5.1%	-2.3%	-18.0%	-7.3%	9.0%	7.1%	6.0%
세전이익	64.0	93.5	78.4	40.1	-14.3	적전	적전	167.7	197.8	163.4
세전이익률	12.5%	16.7%	12.4%	6.3%	-2.1%	-14.6%	-8.4%	8.9%	7.9%	6.8%
지배순이익	49.1	70.6	58.4	30.9	-10.3	적전	적전	127.2	149.6	123.9
지배주주순이익률	9.6%	12.6%	9.2%	4.9%	-1.5%	-11.1%	-6.4%	6.8%	5.9%	5.2%

자료: 대한유화, SK 증권 추정

주: % change 는 %p 기준

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2,467.2	2,506.4	2,514.9	2,398.9	1.9%	-4.3%
영업이익	237.3	207.0	178.7	143.9	-24.7%	-30.5%
영업이익률	9.6%	8.3%	7.1%	6.0%	-2.5%	-2.3%
세전이익	259.5	230.2	197.8	163.4	-23.8%	-29.0%
세전이익률	10.5%	9.2%	7.9%	6.8%	-2.6%	-2.4%
지배순이익	195.5	174.5	149.6	123.9	-23.5%	-29.0%
지배주주순이익률	7.9%	7.0%	5.9%	5.2%	-2.0%	-1.8%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	6.3%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.2
Target P/B	0.62
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	328,687
적정주가 (단위: 원)	204,088
Target Price (단위: 원)	200,000
현재주가(2022-02-04) (단위: 원)	153,500
상승여력	30.3%

자료 SK 증권 추정

주 Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

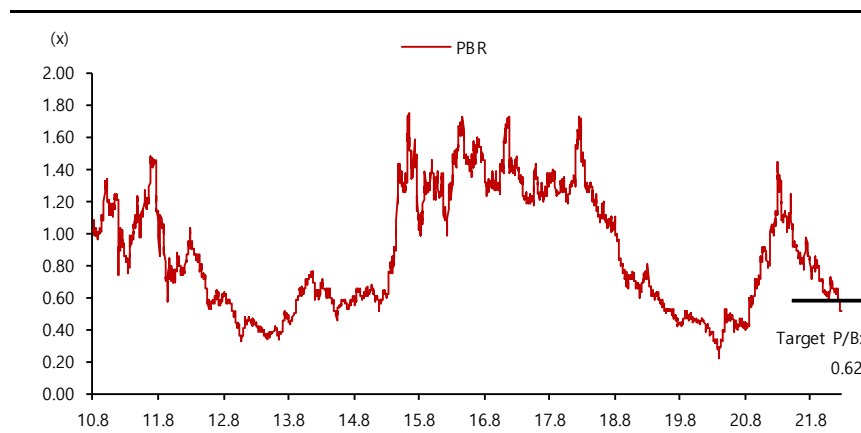
주 Target P/B 산정 시 ROE-COE 산정값과 과거 약세 국면 '19 PBR 0.54 평균 적용

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	6.9%	5.9%	7.0%	6.6%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	6.3%			

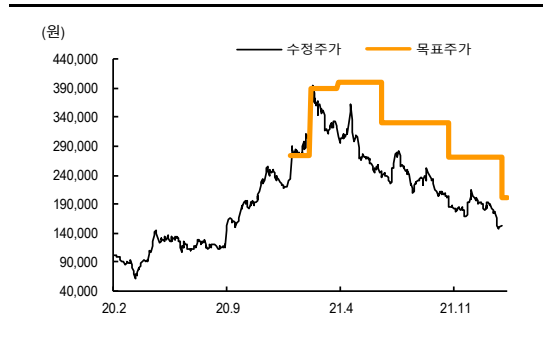
자료 SK 증권 추정

Historical PBR



자료 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.02.07	매수	200,000원	6개월		
2021.10.27	매수	270,000원	6개월	-31.96%	-20.93%
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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 2 월 7 일 기준)

매수	92.98%	중립	7.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	464	605	759	841	965
현금및현금성자산	98	250	48	149	248
매출채권및기타채권	197	186	249	237	252
재고자산	161	124	166	159	169
비유동자산	1,562	1,522	1,527	1,557	1,583
장기금융자산	4	10	10	10	10
유형자산	1,373	1,306	1,294	1,302	1,306
무형자산	7	8	9	9	8
자산총계	2,026	2,128	2,286	2,398	2,548
유동부채	91	69	93	95	102
단기금융부채	7	8	11	17	19
매입채무 및 기타채무	60	25	51	48	51
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	156	164	164	167	171
장기금융부채	55	60	65	68	72
장기매입채무 및 기타채무	0	2	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	248	233	256	262	273
지배주주지분	1,779	1,894	2,030	2,136	2,275
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	1,726	1,828	1,962
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,779	1,894	2,030	2,136	2,275
부채외자본총계	2,026	2,128	2,286	2,398	2,548

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	226	297	193	296	290
당기순이익(손실)	128	168	202	124	154
비현금성항목등	144	147	151	197	207
유형자산감가상각비	148	155	157	177	178
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	4	7	16	-3	-3
운전자본감소(증가)	5	11	-112	15	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	9	-67	11	-15
재고자산감소(증가)	15	38	-45	8	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	-15	-3	-2	3
기타	-24	-20	3	-2	0
법인세납부	-50	-29	-47	-40	-49
투자활동현금흐름	-151	-134	-380	-181	-177
금융자산감소(증가)	-4	-42	-251	0	0
유형자산감소(증가)	-153	-89	-138	-185	-182
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
기타	5	-3	9	4	5
재무활동현금흐름	-30	-11	-15	-14	-14
단기금융부채증가(감소)	-5	3	1	6	2
장기금융부채증가(감소)	0	2	2	3	4
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	-202	102	99
기초현금	54	98	250	48	149
기말현금	98	250	48	149	248
FCF	36	216	64	116	113

자료 : 대한유화, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,074	1,883	2,515	2,399	2,549
매출원가	1,914	1,667	2,285	2,203	2,312
매출총이익	160	215	229	196	237
매출총이익률 (%)	7.7	11.4	9.1	8.2	9.3
판매비와관리비	46	45	51	52	55
영업이익	114	170	179	144	182
영업이익률 (%)	5.5	9.0	7.1	6.0	7.2
비영업손익	14	-2	19	20	21
순금융비용	0	-1	-3	-3	-4
외환관련손익	0	-5	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	13	13	13	13
세전계속사업이익	128	168	198	163	203
세전계속사업이익률 (%)	6.2	8.9	7.9	6.8	8.0
계속사업법인세	21	40	48	40	49
계속사업이익	106	127	150	124	154
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	106	127	150	124	154
순이익률 (%)	5.1	6.8	6.0	5.2	6.0
지배주주	106	127	150	124	154
지배주주귀속 순이익률(%)	5.13	6.76	5.95	5.16	6.03
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	102	131	154	129	159
지배주주	102	131	154	129	159
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	261	325	336	321	360

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-18.8	-9.2	33.6	-4.6	6.3
영업이익	-64.3	49.5	5.0	-19.5	26.7
세전계속사업이익	-62.0	31.3	17.9	-17.4	24.2
EBITDA	-42.5	24.3	3.4	-4.4	12.3
EPS(계속사업)	-58.7	19.7	17.6	-17.2	24.2
수익성 (%)					
ROE	6.1	6.9	7.6	6.0	7.0
ROA	5.3	6.1	6.8	5.3	6.2
EBITDA마진	12.6	17.3	13.4	13.4	14.1
안정성 (%)					
유동비율	507.8	876.8	820.1	887.4	949.1
부채비율	13.9	12.3	12.6	12.3	12.0
순차입금/자기자본	-2.2	-11.9	-13.0	-16.7	-19.8
EBITDA/이자비용(배)	179.1	676.9	659.5	561.0	563.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,360	19,576	23,019	19,056	23,664
BPS	273,632	291,403	312,311	328,687	350,050
CFPS	39,059	43,380	47,180	46,317	51,073
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,600	3,200	3,600
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.3	13.0	17.1	10.2	8.2
PER(최저)	6.7	3.1	7.3	7.7	6.2
PBR(최고)	0.7	0.9	1.3	0.6	0.6
PBR(최저)	0.4	0.2	0.5	0.5	0.4
PCR	3.0	5.3	3.9	3.3	3.0
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.4	6.8	2.8	2.3
EV/EBITDA(최저)	2.6	0.6	2.5	1.9	1.4