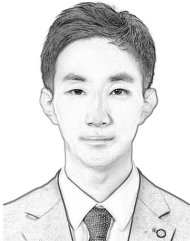


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘
sam4.park@sk.co.kr
02-3773-8477

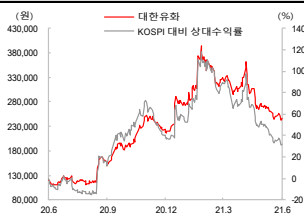
Company Data

자본금	41 십억원
발행주식수	650 만주
자사주	32 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,606 십억원
주요주주	
이순규(외16)	39.50%
국민연금공단	9.32%
외국인지분률	19.90%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(21/06/22)	247,000 원
KOSPI	3263.88 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	393,500 원
52주 최저가	110,000 원
60일 평균 거래대금	23 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.9%	-11.9%
6개월	13.6%	-4.9%
12개월	103.3%	32.5%

대한유화 (006650/KS | 매수(유지) | T.P 330,000 원(하향))

수급 정상화와 가격 안정화

2Q 영업이익은 831 억원이 예상돼 컨센서스 대비 소폭 낮은 실적 기대. 수급 차질 점진적 해소로 가격 안정화가 가시화 중. 미국/유럽 Arbitrage 열려 있으나 과거 '15년 유사 국면 감안 상승 동력은 제한적으로 판단. 오히려 인도 등의 Pent-up 수요가 기회 요인. Valuation은 이익 비중 높은 범용성 제품의 가격 조정 및 약세 국면 감안해 Target PBR 0.96 부여, 목표주가 330,000 원으로 하향, 투자 의견 매수를 유지함

PE/PP의 가격 안정화

2분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 5,826 억원, 831 억원이 예상돼 6/22 일 기준 컨센서스(6,076 억원 / 929 억원) 대비 소폭 낮은 수준을 예상한다. 대표제품 HDPE와 PP의 1M lagging 마진은 2분기 들어서며 점차 안정화 추세에 접어들었다. HDPE 기준 1Q \$550.5/t에서 2Q 누적 평균 \$567.4/t으로 +3.1%, PP는 1Q \$799.7/t → 2Q 누적 평균 \$728.3/t -8.9% 기록했다. 수급 정상화 및 가격 조정이 실적에 부담일 전망이다.

과한 Arbitrage 기대는 제한, 수요는 긍정

아직 HDPE와 PP 제품은 미국/유럽 vs 한국(아시아) 가격은 벌어져 있는 상황이다. 다만, 과거 2015년도 유럽 주요 설비들이 섰다온 되었을 당시 유럽가격 조정으로 안정화 추세 진입했던 것을 감안하면 국지적인 가격 조정 예상된다. 미국은 한파 여파 잔존해 HDPE 가격 추가 상승 보였으나 생산량은 회복 중인 것으로 파악된다. Arbitrage로 가격 지지 가능하나 아시아 상승 동력으로 보긴 어려워 보인다. 오히려 하반기 인도 등의 Pent-up 수요가 가격 하단을 지지할 것으로 판단한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 400,000 원 → 330,000 원으로 하향

제품 수급 불균형 점진적 해소로 가격 조정이 가시화되고 있다. 고부가가치 제품 비중 확대 중이나 이익 비중 높은 범용성의 가격 조정 및 약세 국면 감안해 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.96 부여. 이에 목표주가 400,000 원 → 330,000 원으로 하향, 하반기 수요 개선 여지에 따라 투자의견은 매수 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	2,554	2,074	1,883	2,246	2,384	2,688
yoy	%	43.5	-18.8	-9.2	19.3	6.1	12.8
영업이익	십억원	319	114	170	314	254	347
yoy	%	12.2	-64.3	49.5	84.6	-19.3	36.7
EBITDA	십억원	454	261	325	478	460	548
세전이익	십억원	336	128	168	335	276	370
순이익(지배주주)	십억원	257	106	127	253	209	281
영업이익률%	%	12.5	5.5	9.0	14.0	10.6	12.9
EBITDA%	%	17.8	12.6	17.3	21.3	19.3	20.4
순이익률	%	10.1	5.1	6.8	11.3	8.8	10.4
EPS(계속사업)	원	39,602	16,360	19,576	38,982	32,139	43,165
PER	배	3.9	7.2	11.8	6.3	7.7	5.7
PBR	배	0.6	0.4	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	2.2	2.8	3.9	2.5	2.2	1.5
ROE	%	16.2	6.1	6.9	12.6	9.4	11.4
순차입금	십억원	2	-39	-225	-409	-580	-805
부채비율	%	16.6	13.9	12.3	12.2	12.3	11.4

1. Highlight View 3

(1) 대표 제품 PE/PP 가격의 안정화

동사의 주력 제품인 HDPE 와 PP 의 1M lagging 마진은 2분기 들어서며 점차 안정화 추세에 접어들고 있다. 미국 한파로 인한 가격 상승 분을 반납하는 중이다. HDPE 기준 1Q \$550.5/t 에서 2Q 누적 평균 \$567.4/t 으로 +3.1% 상향, PP 는 1Q \$799.7/t → 2Q 누적평균 \$728.3/t 으로 8.9% 하향 기록했다. 아직 그 레벨은 2019 년도 4 분기 대비 높은 상황이나 수급 안정화 및 증설에 따른 공급 부담이 주기에 부담인 구간이다.

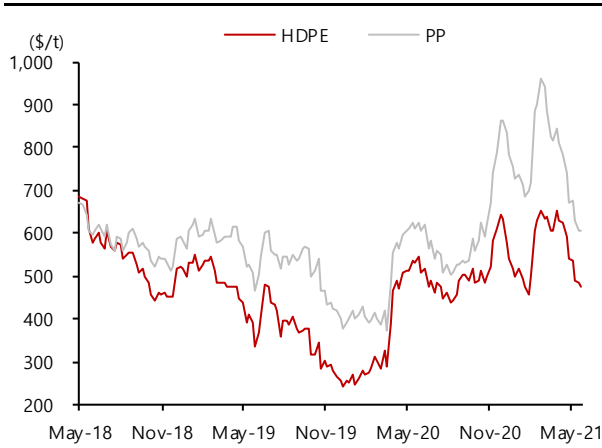
(2) 미국/유럽과의 가격 Arbitrage

아직 제품가격 기준으로 유럽, 미국과 가격 차이는 크게 벌어진 상황이다. 다만, 과거 2015 년도 유럽 설비들이 셧다운 되었던 당시를 돌려켜 보면 아시아 가격의 상승 요인으로 작용하기는 어려워 보인다. 또한, 최근 컨테이너선 수급 이슈가 지역 간의 거래를 제한하고 있다. 일부 가격 지지 가능하나 반등 요소로 기대하기는 어려워 보인다. 실제로 유럽 가격은 안정화 추세이다. 반면, 미국은 미국 한파 여파가 잔존해 HDPE 가격 상승 구간 보이거나 HDPE 미국 생산은 2 월 저점 대비 5 월 생산량 +45% 개선되었다.

(3) 살아나는 수요

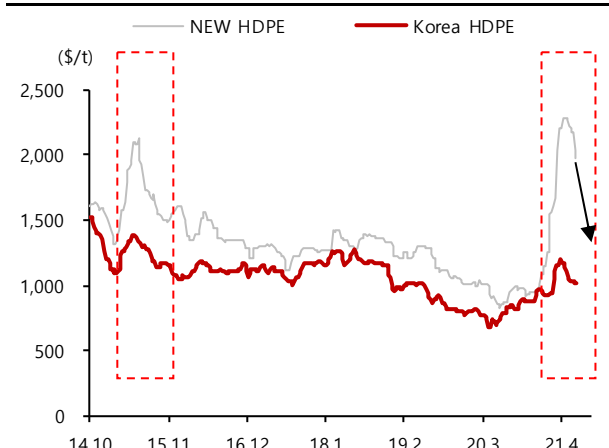
하반기 기대를 걸어볼 부분은 수요의 강세이다. 아직 인도 및 일부 아시아 국가들은 코로나 19 로 인해 수요가 침체되어 있다. 글로벌 경기 회복(21E GDP YoY 1 월 전망 +5.5% → +6.0%) 및 하반기 Pent-up 수요가 하단을 지지할 것으로 기대된다.

PE(HDPE)/PP 1M lagging Margin 추이



자료: Platts, Ciscem, SK 증권

유럽과의 가격 차는 점차 해소 중



자료: Ciscem, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	439.5	434.7	512.5	559.6	582.6	32.6%	4.1%	1,882.7	2,246.5	2,384.3
영업이익	72.4	63.1	80.4	86.5	83.1	14.8%	-4.0%	170.2	314.1	253.5
영업이익률	16.5%	14.5%	15.7%	15.5%	14.3%	-2.2%	-1.2%	9.0%	14.0%	10.6%
세전이익	73.1	71.4	64.0	93.5	84.0	14.9%	-10.2%	167.7	334.6	275.6
세전이익률	16.6%	16.4%	12.5%	16.7%	14.4%	-2.2%	-2.3%	8.9%	14.9%	11.6%
지배주주순이익	54.1	54.2	49.1	70.6	63.7	17.7%	-9.9%	127.2	253.4	208.9
지배주주순이익률	12.3%	12.5%	9.6%	12.6%	10.9%	-1.4%	-1.7%	6.8%	11.3%	8.8%
사업부별 매출액										
석유화학(Inc 부제품)	435	425	496	560	571	31.0%	1.9%	1,848	2,208	2,323
산업가스용(코리아에어텍)	8	7	9	10	11	35.8%	12.0%	33	46	57
사업부별 영업이익										
석유화학(Inc 부제품)	70.9	62.4	74.7	86.5	82.7	16.6%	-4.5%	161.1	312.0	250.5
이익률	16.3%	14.7%	15.1%	15.5%	14.5%	-1.8%	-1.0%	8.7%	14.1%	10.8%
산업가스용(코리아에어텍)	1.3	0.7	-0.8	-0.1	0.4	-66.9%	흑전	2.2	2.0	3.0
이익률	15.5%	9.6%	-9.2%	-0.8%	3.8%	-11.8%	4.6%	6.8%	4.5%	5.3%

자료: 대한유화, SK 증권 추정

주: % change 는 %p 기준

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.8%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.2%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.2
Target P/B	0.96
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	342,051
적정주가 (단위: 원)	328,307
Target Price (단위: 원)	330,000
현재주가(2021-06-22) (단위: 원)	247,000
상승여력	33.6%

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	2Q22E	2Q23E	2Q24E
ROE(지배주주지분)	7.9%	10.9%	10.5%	10.9%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	10.8%			

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.06.22	매수	330,000원	6개월		
2021.04.05	매수	400,000원	6개월	-28.43%	-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 3자에게 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 (2021년 6월 22일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	464	605	823	1,036	1,307
현금및현금성자산	98	250	365	558	783
매출채권및기타채권	197	186	199	211	238
재고자산	161	124	133	141	159
비유동자산	1,562	1,522	1,570	1,573	1,579
장기금융자산	4	10	11	11	11
유형자산	1,373	1,306	1,335	1,314	1,294
무형자산	7	8	9	10	11
자산총계	2,026	2,128	2,394	2,609	2,886
유동부채	91	69	91	113	122
단기금융부채	7	8	26	44	44
매입채무 및 기타채무	60	25	41	43	49
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	156	164	170	173	173
장기금융부채	55	60	54	57	57
장기매입채무 및 기타채무	0	2	2	2	2
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	248	233	261	286	295
지배주주지분	1,779	1,894	2,133	2,324	2,591
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	1,830	2,016	2,280
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,779	1,894	2,133	2,324	2,591
부채외자본총계	2,026	2,128	2,394	2,609	2,886

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	226	297	393	376	420
당기순이익(손실)	128	168	276	209	281
비현금성항목등	144	147	209	251	268
유형자산감가상각비	148	155	164	207	202
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	4	7	4	-4	-4
운전자본감소(증가)	5	11	-36	-17	-39
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	9	-17	-12	-27
재고자산감소(증가)	15	38	-11	-8	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	-15	13	2	5
기타	-24	-20	-21	1	1
법인세납부	-50	-29	-57	-67	-90
투자활동현금흐름	-151	-134	-269	-182	-177
금융자산감소(증가)	-4	-42	-82	0	0
유형자산감소(증가)	-153	-89	-192	-185	-182
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	5	-3	5	4	6
재무활동현금흐름	-30	-11	-8	-2	-18
단기금융부채증가(감소)	-5	3	15	18	0
장기금융부채증가(감소)	0	2	-7	3	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	-15	-19	-22	-17
기타	-1	-1	2	-1	-1
현금의 증가(감소)	44	152	116	193	225
기초현금	54	98	250	365	558
기말현금	98	250	365	558	783
FCF	36	216	190	196	243

자료 : 대한유화, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,074	1,883	2,246	2,384	2,688
매출원가	1,914	1,667	1,881	2,078	2,282
매출총이익	160	215	366	307	407
매출총이익률 (%)	7.7	11.4	16.3	12.9	15.1
판매비와관리비	46	45	52	53	60
영업이익	114	170	314	254	347
영업이익률 (%)	5.5	9.0	14.0	10.6	12.9
비영업손익	14	-2	21	22	24
순금융비용	0	-1	-2	-4	-5
외환관련손익	0	-5	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	13	14	14	14
세전계속사업이익	128	168	335	276	370
세전계속사업이익률 (%)	6.2	8.9	14.9	11.6	13.8
계속사업법인세	21	40	81	67	90
계속사업이익	106	127	253	209	281
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	106	127	253	209	281
순이익률 (%)	5.1	6.8	11.3	8.8	10.4
지배주주	106	127	253	209	281
지배주주귀속 순이익률(%)	5.13	6.76	11.28	8.76	10.44
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	102	131	257	213	285
지배주주	102	131	257	213	285
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	261	325	478	460	548

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-18.8	-9.2	19.3	6.1	12.8
영업이익	-64.3	49.5	84.6	-19.3	36.7
세전계속사업이익	-62.0	31.3	99.5	-17.6	34.3
EBITDA	-42.5	24.3	47.3	-3.8	19.1
EPS(계속사업)	-58.7	19.7	99.1	-17.6	34.3
수익성 (%)					
ROE	6.1	6.9	12.6	9.4	11.4
ROA	5.3	6.1	11.2	8.4	10.2
EBITDA마진	12.6	17.3	21.3	19.3	20.4
안정성 (%)					
유동비율	507.8	876.8	905.0	917.4	1,072.7
부채비율	13.9	12.3	12.2	12.3	11.4
순차입금/자기자본	-2.2	-11.9	-19.2	-25.0	-31.1
EBITDA/이자비용(배)	179.1	676.9	861.2	703.2	663.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,360	19,576	38,982	32,139	43,165
BPS	273,632	291,403	328,152	357,487	398,608
CFPS	39,059	43,380	64,258	63,941	74,196
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,600	2,800	5,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	11.3	13.0	10.1	12.2	9.1
PER(최저)	6.7	3.1	6.0	7.3	5.4
PBR(최고)	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)	0.4	0.2	0.7	0.7	0.6
PCR	3.0	5.3	3.8	3.9	3.3
EV/EBITDA(최고)	4.4	4.4	4.5	4.3	3.2
EV/EBITDA(최저)	2.6	0.6	2.3	2.0	1.3