

2017.9.11



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02-6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02-6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 54,000 원

현재주가 (9.8) 38,600 원

상승여력 39.9%

KOSPI 2,343.72pt

시가총액 14,488억원

발행주식수 3,753만주

유동주식비율 52.65%

외국인비중 12.38%

52주 최고/최저가 38,600원/26,400원

평균거래대금 93.8억원

주요주주(%)

SK 외 9 인 41.71

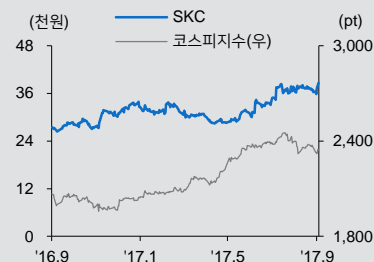
국민연금 11.84

주가상승률(%) 1개월 6.6 6개월 24.3 12개월 42.7

절대주가 9.0 11.1 25.7

상대주가

주가그래프



SKC 011790

2H17 key words:
필름사업부와 자회사 실적 개선

- ✓ 3Q17E 영업이익 505억원, 17년 연간 1,956억원으로 체질 개선 시현 중
- ✓ 2H17 주가 Re-Rating: 필름 사업부문 턴어라운드, 자회사 실적 개선이 핵심
- ✓ S-Oil의 PO 증설에도 불구하고, 다운스트림 자체 증설에 따라 수급 변동 영향 제한적
- ✓ 18년 구체화되는 차세대 필름 출시, New Biz의 성장 스토리에 근거한 주가 재평가
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 5.4만원으로 화학업종 차선후주로 제시

17년 연간 영업이익 1,956억원, +31.0% YoY 성장할 전망

2H17 영업이익은 1,136억원으로 연말까지 실적 우상향 기조를 이어갈 전망이다. 이는 (1) 건조한 PO 업황(원재료 프로필렌 가격 변동이 축소된 가운데, 타이트한 수급에 근거한 스프레드 개선 효과), (2) 필름 턴어라운드(글로벌 Pet Film의 증설이 마무리된 가운데, 동사는 16년 사업부 구조조정을 통한 비용 절감, 자회사 이익 증가)가 예상되기 때문이다. 하반기 지분법이익은 132억원을 예상한다. 주요 지분법 회사 MCNS는 2Q 진행한 정기보수에 따른 기저효과와 TDI 급등(+54% QoQ)으로 지분법이익 기여도가 높아질 전망이다.

투자의견 Buy, 적정주가 5.4만원으로 화학업종 차선후주로 제시

동사는 필름부문 실적 악화, S-Oil의 PO 증설 우려감으로 주가 디스카운트가 발생했다. 16년 영업이익 1,493억원을 바탕으로, 17년 1,956억원, 18년 2,701억원으로 매년 증익 기조를 이어갈 전망이다. 이는 (1) PO 수급 강세 지속(18년 S-Oil 30만톤 증설에도 불구하고, SKC를 비롯한 기타 업체들의 PG 등 다운스트림 증설에 따른 PO 공급 부족), (2) 최악의 구간을 통과한 Pet Film 업황(2020년까지 연평균 수요는 +5% 증가가 예상되는 반면, 신규 증설량 부족에 따른 공급 과잉 해소국면 진입), (3) 필름부문 실적 개선(17년 본사 및 Jiangsu 법인 흑자전환, 18년 SKC Inc 연간 이익 흑자전환), (4) 고부가 필름 출시(Tac 대체 필름, PVB, CPI 등)에 따른 증익이 예상되기 때문이다. 건조한 PO 업황과 필름부문의 턴어라운드에 따른 기업가치 회복과 New Biz(무선충전 등) 진출에 따른 외형확대를 감안하면 주가 디스카운트가 아닌, 프리미엄으로 주가 재평가가 필요하다는 판단이다. 이에 따라 투자의견 Buy, 적정주가를 5.4만원으로 화학업종 차선후주로 제시한다.

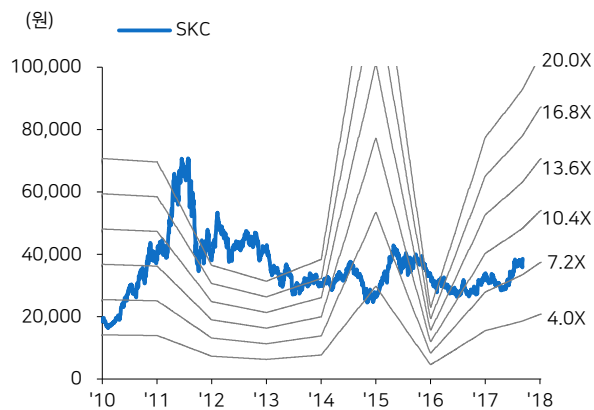
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	2,465.7	217.9	272.2	6,700	461.3	35,276	4.6	1.0	7.9	20.5	137.0
2016	2,359.4	149.3	42.9	785	-88.3	33,561	28.7	1.0	9.4	3.0	131.6
2017E	2,612.4	195.6	145.5	4,246	440.7	33,825	9.4	1.1	7.1	10.1	137.1
2018E	2,908.3	270.1	194.4	5,180	22.0	38,330	7.0	1.0	5.3	12.6	121.5
2019E	3,040.6	293.2	218.6	5,825	12.5	43,479	6.3	0.8	4.6	12.7	107.4

표1 SKC 사업부문별 실적 추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	566.4	581.0	569.9	642.1	587.0	615.2	654.3	755.9	2,359.3	2,612.4	2,908.3
필름부문	238.2	226.8	241.0	220.1	224.9	221.4	269.1	274.3	926.1	989.6	1,115.9
화학부문	180.0	197.1	178.0	166.4	198.4	191.9	206.3	212.9	721.5	809.6	916.9
New Biz	138.5	150.2	167.5	255.6	163.7	201.9	178.9	268.7	978.5	813.2	875.5
영업이익	43.1	42.2	23.0	41.0	37.8	44.2	50.5	63.2	149.3	195.6	270.1
%OP	7.6%	7.3%	4.0%	6.4%	6.4%	7.2%	7.7%	8.4%	6.3%	7.4%	9.3%
필름부문	5.1	-0.9	-19.9	8.6	-1.4	2.5	5.7	12.0	-7.1	18.8	49.1
화학부문	32.5	33.4	28.2	15.8	31.8	32.9	35.4	35.8	109.9	135.9	165.4
New Biz	9.3	10.7	11.1	14.8	7.4	8.8	9.4	15.3	51.7	40.9	55.7
세전이익	42.8	63.7	-35.8	29.7	36.8	67.1	38.5	58.3	100.3	200.8	255.8
순이익(지배주주)	25.4	45.7	-17.1	-11.1	22.1	52.3	29.8	41.3	42.8	145.5	194.4
%YoY											
매출액	-19.2%	-8.1%	-9.8%	7.1%	3.6%	5.9%	14.8%	17.7%	-8.0%	10.7%	11.3%
영업이익	-29.8%	-28.8%	-57.9%	-4.0%	-12.3%	4.7%	119.6%	54.1%	-31.5%	31.0%	38.1%
세전이익	14.1%	67.6%	적전	흑전	-14.0%	5.3%	흑전	96.3%	-67.6%	100.2%	27.4%
당기순이익	11.9%	74.4%	적전	적지	-13.0%	14.4%	흑전	흑전	-83.8%	240.0%	33.6%
%QoQ											
매출액	-5.5%	2.6%	-1.9%	12.6%	-8.6%	4.8%	6.4%	15.5%			
영업이익	0.7%	-2.1%	-45.5%	78.7%	-7.8%	16.9%	14.3%	25.1%			
세전이익	흑전	48.8%	적전	흑전	23.9%	82.3%	-42.6%	51.4%			
당기순이익	흑전	79.9%	적전	적지	흑전	136.7%	-43.0%	38.6%			

자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SKC 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SKC 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SKC 적정주가 변경 내역

사업가치 (A)	EBITDA('18E)	Fair Value	비고
SKC	395.1	2,495	Toray, Sekisui 등 글로벌 Film 업체 평균을 10% 할인
자산가치 (B)	BV/시가	비고	
관계기업	113.2		
매도가능금융자산	9.5		매도가능지분상품
총 기업가치 (C=A+B)	2,617.4		
순차입금/보증 (D)	611.4		2018 말 연결기준 순차입금 추정
적정 시가총액 (C-D)	2,006.1		
발행주식수 (천주)	37,246		
적정 주당 주주가치 (원)	53,860		
적정주가(원)	54,000		
현재주가(9월 8일 기준)	38,600		
상승여력(%)	39.9%		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SKC 주가 구간별 이벤트



자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SKC 주가 구간별 이벤트

구간	주가	이벤트
06~08년	Premium	- PO와 PET필름 업황 강세에 따른 주가 프리미엄 - 핸드셋 전지사업 매각과 태양광 웨이퍼 업체 솔믹스 인수
08~09년	Discount	- PO 신규 증설에 따른 공급 부담 및 업황 둔화 우려 반영 - SK해운(株)의 대규모 적자에 따른 재무부담 증가
10~12년	Premium	- PO와 PET필름 수요 증가에 따른 실적 증가 - 태양광전지 급성장에 따른 PET/EVA/불소필름 업황 개선 기대감 반영
13~16년	Discount	- 중국 등 PET필름 대규모 신증설에 따른 업황 둔화 시현 - S-Oil PO 신증설에 따른 독점적 사업구조 변경에 대한 우려감 - SKC장수 등 주요 자회사 실적 악화
17년 ~	Re-rating	- 본업(건조한 PO 업황과 필름 사업부 구조조정을 통한 사업 효율화 작업) 회복과 자회사 실적 개선 - New Biz의 반도체 소재 진출에 따른 신규 성장 동력 기대감 및 인수합병에 따른 외형확대 기대감

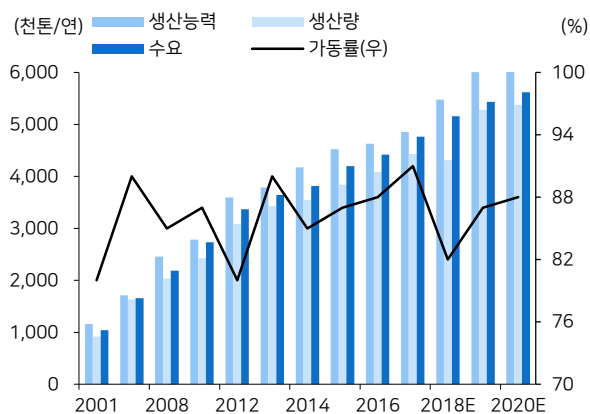
자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SKC 주요 자회사별 분기별 영업이익 추정

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
SKC Inc	0.6	-0.2	0.6	-3.8	-0.6	0.9	-1.1	-1.2	-6.7	-6.6	-6.2	-0.4
SKC Jiangsu	-2.8	-2.9	-4.6	-3.1	-1.6	0.3	0.8	-0.8	-0.1	0.2	0.5	1.1
BHC	4.5	3.3	2.7	3.6	3.8	5.0	3.1	4.2	4.2	2.2	2.6	4.9
반도체 소재	2.5	3.0	3.8	5.1	4.6	4.3	4.1	3.9	2.5	4.7	4.2	4.3
통신 등	0.1	-4.4	-2.6	-0.6	0.9	1.4	3.9	6.7	0.7	1.9	2.5	6.2

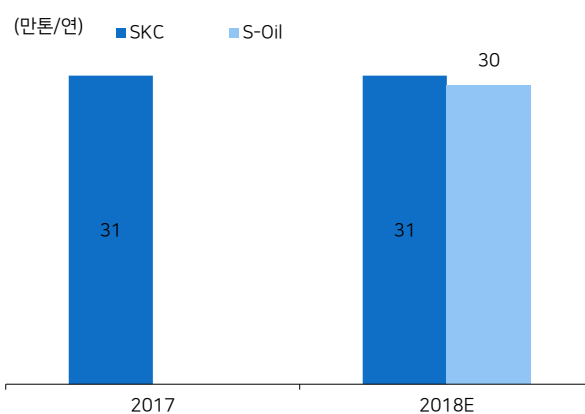
자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 PO: S-Oil의 신증설에도 불구하고, 업황 강세 지속 전망



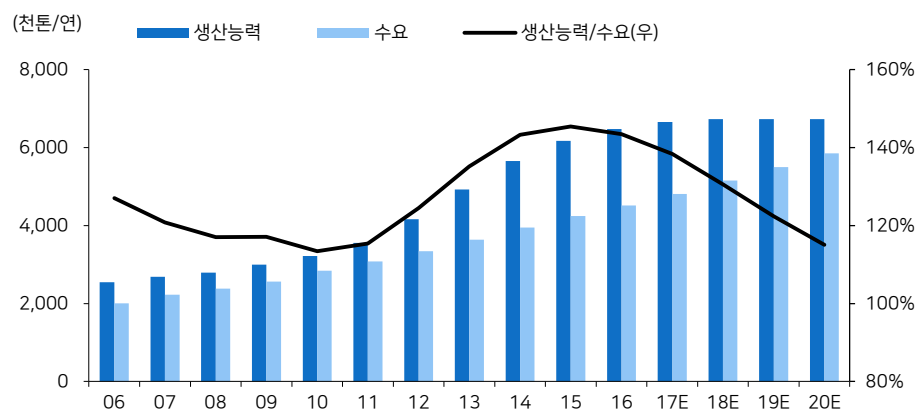
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 18년 국내 PO 생산능력 61만톤/년으로 증가



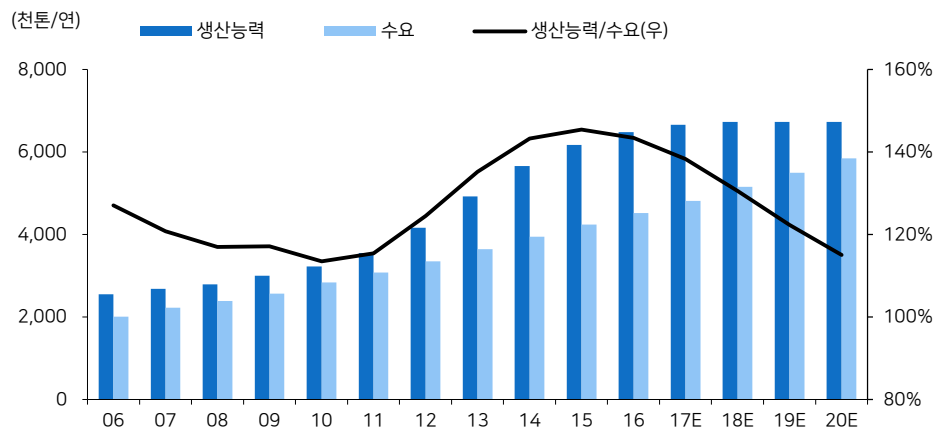
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 회복의 기미를 보이는 PET Film



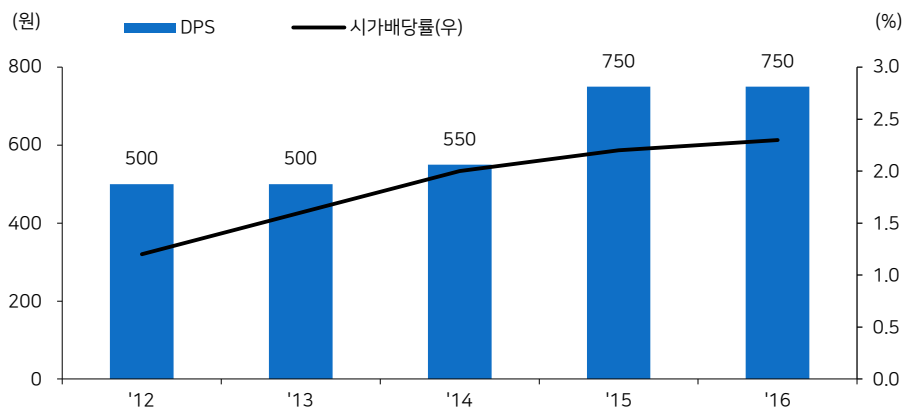
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 PET Film: 업황 바닥 통과. 동사는 16년 구조조정을 완료, 실적 개선세 두드러질 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 적극적인 주주환원정책을 펼치는 SKC



자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 SKC가 추진하는 신규 사업 개요

사업 추진 영역 선정 기준

- 반도체 기술 Trend상 수요 증가, 기술확보 가능성 및 기존 사업과 연관성을 고려하여 선정
- 반도체 공정 미세화, 3D NAND 확대에 수요증가가 예상되는 **CMP 공정소재, Wet Chemical 소재** 선정
- 기술장벽 등으로 인해 진입가능성이 낮은 품목 제외
→ Photoresist, Si Wafer 아이템 제외

중점 사업 영역 선정 배경

- CMP Pad & Slurry**
- Wet Chemical**
- Ceramic Parts**

- 반도체 기술 Trend 상 수요증가 핵심 아이템임
- 기 보유중인 원료기술 역량 활용 가능
- Pad : 폴리우레탄 / Slurry : Ceramic 분말가공
- 공정 미세화에 따른 고부가 세정액 Needs 증가
- 기존 화학사업의 공정관리 역량 활용 및 국내외 전문기업 협업이 가능
- SKC솔믹스의 사업 영역
- Ceramic 성형가공 기술 활용 고부가 영역 확대

자료: SKC, 메리츠증권증권 리서치센터

SKC (011790)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,466	2,359	2,612	2,908	3,041
매출액증가율 (%)	-12.0	-4.3	10.7	11.3	4.5
매출원가	1,973	1,949	2,159	2,358	2,457
매출총이익	493	410	453	551	584
판매관리비	275	261	257	280	291
영업이익	218	149	196	270	293
영업이익률	8.8	6.3	7.5	9.3	9.6
금융손익	-53	-46	-53	-52	-47
종속/관계기업손익	-13	27	34	38	42
기타영업외손익	263	-10	24	0	0
세전계속사업이익	416	120	201	256	288
법인세비용	121	58	41	61	69
당기순이익	246	29	159	194	219
지배주주지분 순이익	272	43	145	194	219

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	109	249	301	284	307
당기순이익(손실)	246	29	159	194	219
유형자산상각비	136	120	116	124	127
무형자산상각비	7	5	3	1	1
운전자본의 증감	-177	75	66	2	2
투자활동 현금흐름	-96	-4	271	-124	-120
유형자산의증가(CAPEX)	-68	-80	-157	-160	-160
투자자산의감소(증가)	-344	-6	576	37	41
재무활동 현금흐름	-26	-182	17	-27	-27
차입금의 증감	-1,695	-1,943	1,089	0	0
자본의 증가	-29	18	0	0	0
현금의 증가(감소)	-13	66	588	133	160
기초현금	52	39	105	693	826
기말현금	39	105	693	826	985

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	787	802	1,502	1,670	1,868
현금및현금성자산	39	105	693	826	985
매출채권	389	374	378	396	415
재고자산	284	253	354	371	388
비유동자산	2,901	2,727	2,318	2,355	2,388
유형자산	2,079	1,866	1,995	2,031	2,065
무형자산	146	146	192	191	190
투자자산	532	565	23	25	26
자산총계	3,688	3,529	3,821	4,025	4,255
유동부채	1,056	863	1,247	1,272	1,298
매입채무	237	278	327	343	359
단기차입금	362	250	275	275	275
유동성장기부채	300	174	456	456	456
비유동부채	1,076	1,142	983	995	1,008
사채	588	627	598	598	598
장기차입금	292	298	129	129	129
부채총계	2,132	2,005	2,230	2,267	2,305
자본금	184	188	188	188	188
자본잉여금	126	140	140	140	140
기타포괄이익누계액	7	22	5	5	5
이익잉여금	1,130	1,146	1,238	1,406	1,598
비지배주주지분	112	118	129	129	129
자본총계	1,556	1,524	1,590	1,758	1,950

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	67,270	63,317	69,600	77,484	81,009
EPS(지배주주)	6,700	785	4,246	5,180	5,824
CFPS	10,370	7,559	8,108	9,737	10,428
EBITDAPS	9,840	7,356	8,380	10,528	11,218
BPS	35,276	33,561	33,825	38,330	43,478
DPS	750	750	750	750	750
배당수익률(%)	2.2	2.3	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	4.6	28.7	10.0	7.5	6.6
PCR	3.3	4.4	4.8	4.0	3.7
PSR	0.5	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
EBITDA	3,606.8	2,741.2	3,145.5	3,951.5	4,210.8
EV/EBITDA	7.9	9.4	7.4	5.5	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.5	3.0	10.1	12.6	12.7
EBITDA 이익률	14.6	11.6	12.0	13.6	13.8
부채비율	137.0	131.6	140.2	128.9	118.2
금융비용부담률	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5
이자보상배율(x)	4.3	3.5	4.2	5.8	6.3
매출채권회전율(x)	7.2	6.2	7.0	7.5	7.5
재고자산회전율(x)	8.1	8.8	8.6	8.0	8.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호,이민영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8
중립	7.2
매도	0.0

2017년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SKC (011790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.05	산업브리프	Buy	55,000	황유식	-41.2	-52.2	
2016.08.07		1년 경과		담당자 변경	-48.6	-52.0	
2016.10.11	기업분석	Buy	41,000	노우호	-25.6	-34.0	
2017.01.11	산업분석	Buy	41,000	노우호	-25.0	-34.0	
2017.02.10	기업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.9	-34.0	
2017.06.26	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.5	-34.0	
2017.07.10	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-23.1	-34.0	
2017.08.08	기업브리프	Buy	47,000	노우호	-20.7	-23.8	
2017.09.11	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-	-	