



하나금융그룹

2018년 9월 13일 | Equity Research

SKC (011790)

2~3년 후 한국형 Shin-Etsu를 꿈꾼다(Feat. 중국법인)

일본 Shin-Etsu가 걸어온 길을 우리도 간다

2~3년 후 SKC는 한국형 Shin-Etsu가 될 가능성성이 높다. 단순 화학업체를 넘어 IT/자동차 관련 'Specialty 소재업체'로 탈바꿈하는 격변의 시기가 향후 2~3년 내에 펼쳐질 것이기 때문이다. 그룹 관계사를 통해 시작된 반도체소재 매출액은 현재 2~3천억원 수준에서 2021년 1조원에 도달할 전망이며, 이 과정에서 성장사업(반도체소재 포함)의 매출액은 2019~20년경에는 화학사업의 그것을 넘어설 전망이다.

1) 2019년 초는 CMP Pad와 반도체 Wet Chemical, Jounce Bumper 2) 2019년 중순 이후는 복합필름/이형필름 등 고부가필름 3) 2020년에는 CPI필름, PVB필름 공장이 준공되고 상업가동에 돌입할 전망이다. 2021년까지 신규사업의 매출 발생에 따른 주가 모멘텀이 꾸준히 생겨나는 것이다. 이는 최근 4년 간 반도체실리콘/전자관련소재의 영업이익이 평균적으로 20% 내외에서 증가하면서 8년 연속 전사 영업이익 증가를 보인 일본 Shin-Etsu의 모습과 많이 닮아있다.

PO 외부판매 축소로 경쟁사 증설 리스크의 안전판 마련

화학사업의 PO는 S-Oil의 신규 PO 30만톤/년 증설에 따라 국내 독점적 지위는 내려놓게 되었다. 하지만, SKC는 이를 대비해 2017년 말 PG증설(11만톤→16만톤)로 PO의 사용처를 일부 확보한 상황이며, 국내 주요 원재료 구매처인 KPX 케미칼 또한 PPG의 증설을 고려 중인 것으로 파악된다. 따라서, PO의 외부판매 물량은 현재 11만톤/년 수준에서 향후 4~7만톤/년 수준으로 감소할 가능성이 높다. 즉, 경쟁사 증설에 따른 안전판이 충분히 마련되어 있는 것으로 판단된다.

중장기 성장에 대한 구체적 그림이 긍정적. 목표주가 상향

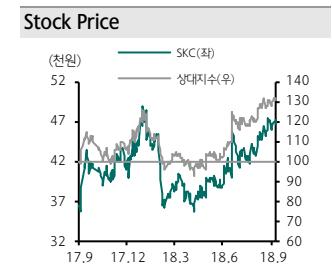
TP를 5만원에서 6만원으로 상향한다. 성장사업과 Industry 소재의 이익 개선을 반영해 2019년 추정 실적을 상향했고, 중장기 성장성을 감안해 Valuation 기간을 확장했다. TP는 2018~20년 평균 BPS에 Target PBR 1.25배를 적용하여 산정했다. 이는 일본 화학/소재업체 Shin-Etsu, Asahi Kasei의 2018년 PBR 1.6배를 약 20% 가량 할인한 수준이다. 2H18 하반기 실적은 분기별 증익이 예상되며, 2019년 영업이익은 20%가량 성장할 전망이다. 2021년 한국의 Shin-Etsu에 선제적으로 투자할 시점이라 판단한다.

In-depth Report

BUY

| TP(12M): 60,000원(상향) | CP(9월 12일): 46,700원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,282.92		
52주 최고/최저(원)	49,000/35,600	매출액(십억원)	2,915.5 3,079.2
시가총액(십억원)	1,752.9	영업이익(십억원)	208.7 240.6
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	184.7 203.6
발행주식수(천주)	37,534.6	EPS(원)	4,309 4,753
60일 평균 거래량(천주)	143.9	BPS(원)	44,206 47,968
60일 평균 거래대금(십억원)	6.4		
18년 배당금(예상,원)	900		
18년 배당수익률(예상,%)	1.93		
외국인지분율(%)	12.58		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 10 인	41.71		
국민연금	13.38		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.2 15.6 17.0		
상대	3.2 25.8 21.3		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	2,359.4	2,653.5	2,919.5	3,279.0	3,599.5
영업이익	십억원	149.3	175.7	210.1	250.1	276.4
세전이익	십억원	119.6	180.7	234.9	265.3	292.1
순이익	십억원	42.8	110.0	162.4	183.4	202.0
EPS	원	1,150	2,931	4,327	4,887	5,381
증감률	%	(84.5)	154.9	47.6	12.9	10.1
PER	배	28.70	16.03	10.79	9.56	8.68
PBR	배	0.85	1.17	1.07	0.98	0.89
EV/EBITDA	배	9.42	10.56	9.22	8.12	7.41
ROE	%	3.01	7.71	10.72	11.08	11.12
BPS	원	38,610	40,272	43,750	47,789	52,320
DPS	원	750	900	900	900	900



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정연

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 2~3년 후 한국형 Shin-Etsu를 꿈꾼다	3
2. 반도체소재, 2019년 초 매출 본격화. 2021년 매출액 1조 목표	7
1) 2019년 CMP Pad, Slurry 매출액 성장 본격화 궤도 진입	7
2) 중국 중심의 반도체 Wet Chemical 1Q19 생산 시작	9
3. 중국 난동 PU Specialty 2019년 초부터 매출 발생	10
4. PET Film사업, 2019년 중순 이후 중국 중심의 고부가화 진행	11
5. 2020년 투명PI필름, PVB필름 준공/상업생산 본격화	12
6. 화학, PO 외부판매 축소로 S-Oil 증설 리스크의 안전판 마련	13
7. 실적 추정 및 Valuation	14
1) 2H18 분기별 우상향 예상. 2019년부터 3년간 꾸준한 이익 성장	14
2) 중장기 성장성과 실적 추정치 상향을 근거로 목표주가 상향	14

1. 2~3년 후 한국형 Shin-Etsu를 꿈꾼다

2~3년 후 SKC는 한국의 Shin-Etsu가 될 가능성이 높음

Shin-Etsu는 PVC/CA의 화학사업(매출의 25%가량)을 기반으로 반도체실리콘/전자관련소재의 매출액/영업이익을 꾸준히 늘려왔음

2~3년 후 SKC는 한국형 Shin-Etsu가 될 가능성이 높다. 단순 화학업체를 넘어 IT/자동차 관련 'Specialty 소재업체'로 탈바꿈하는 격변의 시기가 향후 2~3년 내에 펼쳐질 것 이기 때문이다. 그룹 관계사를 통해 시작된 반도체소재의 매출액은 현재 2~3천억원 수준에서 2021년 1조원에 도달할 전망이며, 이 과정에서 성장사업(반도체소재 포함)의 매출액은 2019~20년경에는 화학사업의 그것을 넘어설 전망이다. 시기별로는 1) 2019년 초에는 CMP Pad와 반도체 Wet Chemical, PU Specialty(Jounce Bumper)가 본격적으로 매출에 반영되고, 2) 2019년 중순 이후에는 SKC HT&M을 중심으로 한 복합필름/이형필름 등 고부가필름의 매출이 반영된다. 3) 2020년에는 CPI필름, PVB필름 공장이 준공되고 상업가동에 돌입할 것으로 예상된다. 2019~2021년까지 신규사업과 관련된 공장의 준공과 매출액 발생의 모멘텀이 꾸준히 생겨날 가능성이 높다.

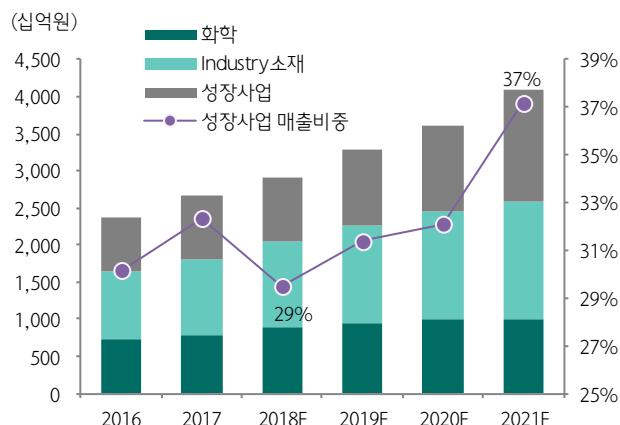
반도체소재를 중심으로 한 성장사업의 외형증가는 결국 성장사업의 이익증가로 귀결될 가능성이 높은데, 이는 지난 8년 간 일본의 Shin-Etsu가 걸어왔던 모습과 유사한 점이 많다. Shin-Etsu는 PVC/CA의 화학사업(매출의 25%가량)을 기반으로 반도체실리콘/전자관련소재의 매출액/영업이익을 꾸준히 늘려왔다. 최근 4년 간 Shin-Etsu의 화학사업을 제외한 반도체실리콘/전자관련소재의 영업이익은 평균적으로 20% 내외에서 증가하면서 8년 연속 전사 영업이익 증가를 이끈 바 있다. FY18에는 사상최대 영업이익을 기록하였으며, 이로 인해 주가 또한 역사상 신고가를 갱신하는 모습을 보였다.

표 1. SKC의 2018년 이후 성장사업 아이템의 완공 및 매출 반영 스케줄

	2H18	1H19	2H19	2020	2021	2022	2023
한국법인							
CMP 소재	(3Q) W Pad 인증 (4Q) Oxide Pad 인증			본격 매출 발생 본격 매출 발생			
CPI 필름			(10월) 준공	본격 매출 발생			
중국법인							
마스크팩(SK바이오랜드)	(7월) 시생산 1억장/년(2배확장)						
PU Specialty : 차량 서스펜션용 Jounce Bumper	(10월) 공장준공	(1월) 시생산		2~3기 가동		매출 416억	
반도체 Wet Chemical : Photo, CMP/Etch 공정용	(9월) 공장준공	(2월) 시생산			매출 670억		
Ceramic Parts(SKC Solmics) : 반도체 장비용 Ceramic 부품			(4Q) 공장준공		매출 450억		
가공필름(SKC HT&M) : 광학용 복합Film /OCA&MLCC 이형Film	(11월) 착공		(7월) 복합용 Start	(1월) 이형용 Start	매출 1,145억		
PVB Film : 자동차용 접합 유리의 중간막 필름				(합작공장 준공)			4 Line

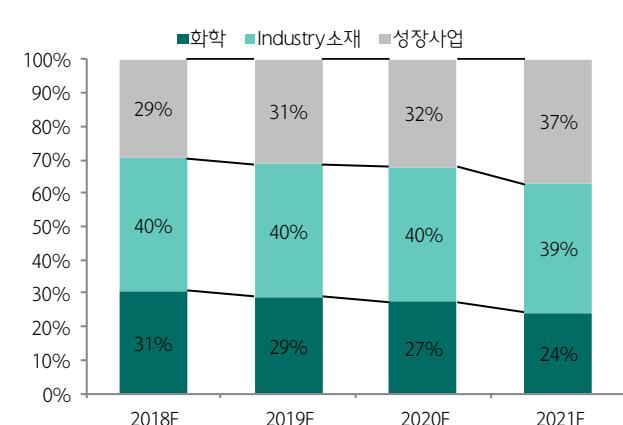
주: 매출액 전망은 회사측 보수적 추정 / 자료: 하나금융투자

그림 1. SKC 부문별 매출액 전망. 2021년 성장사업 매출 비중 확대



자료: SKC, 하나금융투자

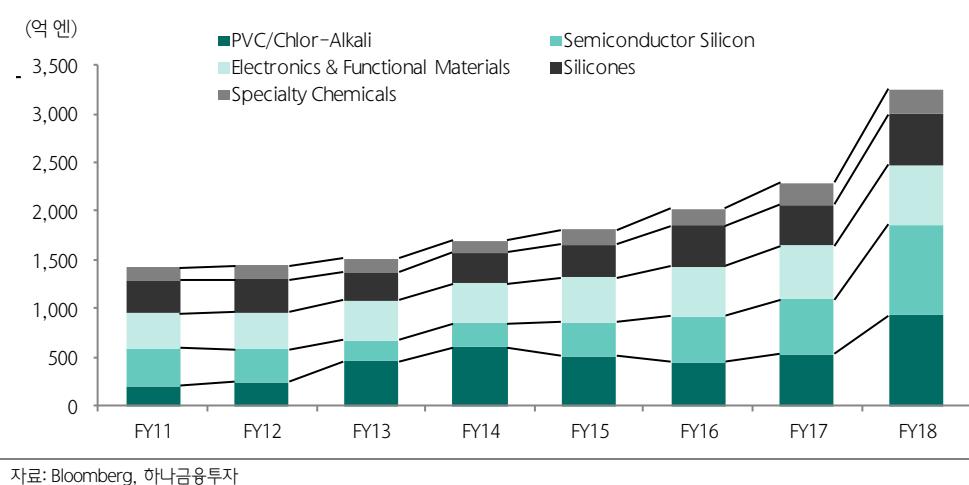
그림 2. 2021년까지 부분별 매출액 비중 추정



자료: SKC, 하나금융투자

그림 3. 일본 Shin-Etsu의 부문별 영업이익 추이

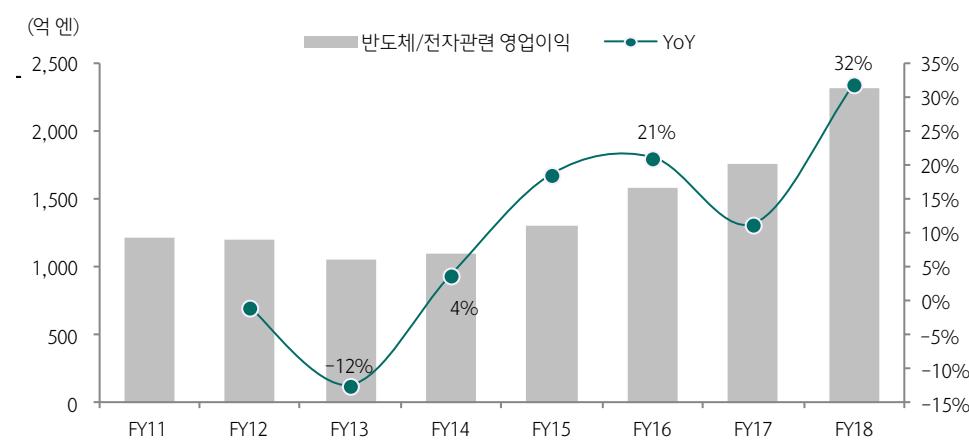
Shin-Etsu의 영업이익은
8년 연속 증가세. FY18은
사상최대치 기록



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. Shin-Etsu의 반도체/전자관련 사업부의 영업이익 추이

Shin-Etsu의 영업이익 개선은
반도체/전자관련 소재가
주도하고 있음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

Shin-Etsu의 영업이익은 FY18에 사상최고치를 기록. 주가 또한 역사적 신고가 경신

그림 5. Shin-Etsu의 영업이익과 주가 추이



표 2. SKC와 일본 화학/소재 기업 비교

(단위: 백만 USD)

회사 구분	세부 내용	1H18 매출	비중	1H18 OP	비중
SKC		1,208	100.0%	83	100.0%
화학	PPG, PO, CMP Pad	389	32.2%	69	82.2%
Industry 소재	PET 필름, MLCC, OLED, 고기능 OCA	499	41.3%	(2)	-2.1%
성장사업	반도체 소재(세라믹 Parts, CMP소재), BHC 소재	320	26.5%	17	19.9%
지분법	SKC코오롱PI, 바이오랜드, SKC솔믹스	0		44	
아사히 카세이		9,437	100.0%	873	100.0%
Material		5,049	53.5%	534	61.2%
Chemicals	ACN, S-SBR, MMA, 음식 포장용 랩	3,745	39.7%	450	51.6%
Electronics Materials & Devices	전자나침반, 리튬이온배터리 분리막, UVC LEDs	661	7.0%	58	6.6%
Fiber	큐프로 섬유, Spunbond nonwoven(for diapers)	642	6.8%	26	3.0%
Real Estate and Construction Material	Hebel Haus(유닛 하우스, 소형주택사업), 단열재	2,926	31.0%	178	20.4%
Healthcare	골다공증 치료제, 인공신장 등	1,374	14.6%	292	33.4%
Other and Adjustmanet		89	0.9%	-276	-31.6%
신에스 화학		6,883	100.0%	1,702	100%
PVC/Chlor-Alkali	PVC 295만톤/년	2,338	34.0%	490	29%
Semiconductor Silicon	웨이퍼	1,566	22.8%	511	30%
Electronics & Functional Materials	히토류 Magnets, 에폭시혼합재, 합성석영	985	14.3%	287	17%
Silicones	실리콘	981	14.3%	243	14%
Specialty Chemicals	약제 정제, 비누, 자동차 공기정화물질	536	7.8%	118	7%
Other and Adjustments		476	6.9%	53	3%

자료: 블룸버그, 하나금융투자

표 3. SKC와 일본 화학/소재 기업 Valuation 비교

(단위: 백만 USD)

종목	SKC	아사히 카세이	신에츠 화학	
Ticker	011790 KS equity	3407 JT Equity	4063 JT Equity	
시가총액(09/10)	1,558	19,910	37,387	
매출액	2016 2017 2018F 2019F	2,126 2,391 2,630 2,954	16,964 18,398 19,589 20,244	11,148 12,986 14,098 14,890
영업이익	2016 2017 2018F 2019F	135 158 189 225	1,433 1,787 1,939 2,015	2,150 3,034 3,557 3,867
EBITDA	2016 2017 2018F 2019F	247 269 302 340	1,447 1,915 2,860 2,952	2,208 3,108 4,780 5,288
순이익	2016 2017 2018F 2019F	39 99 146 165	1,036 1,534 1,451 1,502	1,585 2,399 2,627 2,840
PER	2016 2017 2018F 2019F	28.7 16.0 10.8 9.6	13.1 11.5 13.6 13.1	23.4 17.6 14.1 12.9
PBR	2016 2017 2018F 2019F	0.9 1.2 1.1 1.0	1.3 1.5 1.6 1.5	1.9 2.0 1.6 1.5
EV/EBITDA	2016 2017 2018F 2019F	9.4 10.6 9.2 8.1	6.6 6.8 7.4 6.9	9.8 8.3 6.0 5.2
ROE	2016 2017 2018F 2019F	3.0% 7.7% 10.7% 11.1%	10.5% 14.0% 12.2% 11.6%	8.5% 11.9% 12.0% 11.8%

주: SKC는 당사추정, 환율 1\$=1,110원 가정

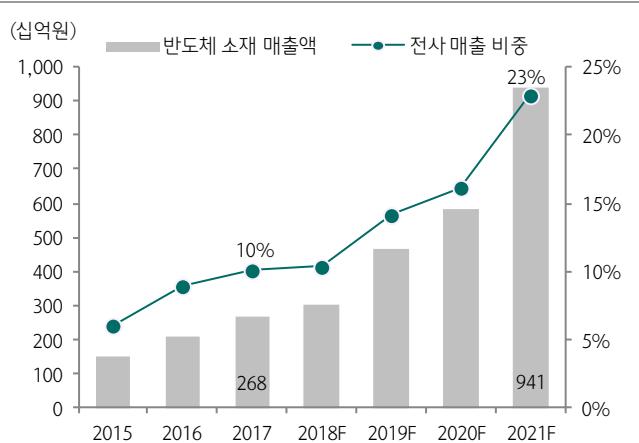
자료: 블룸버그, 하나금융투자

2. 반도체소재, 2019년 초 매출 본격화, 2021년 매출액 1조 목표

2021년 반도체 소재 매출액 1조에
도달할 전망

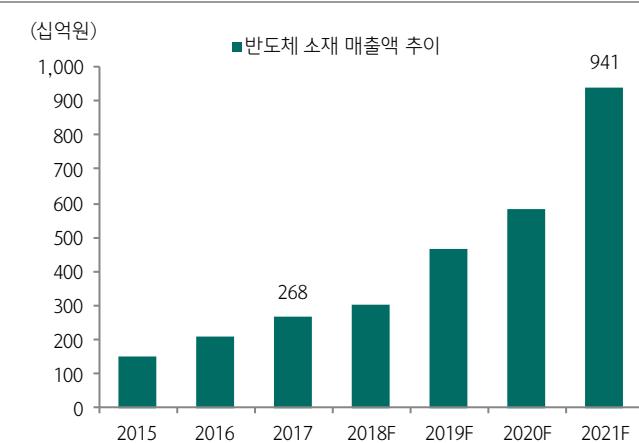
SKC의 2021년 반도체소재의 매출액은 1조에 도달할 것으로 예상된다. 이 경우, 전사 매출에서 반도체소재 사업이 차지하는 비중은 2017년 기준 10%에서 2021년에는 23%까지 큰 폭으로 늘어나게 된다. 현재의 사업영역인 CMP Pad/ Slurry, 반도체 Wet Chemical, 세라믹 소재/부품 매출이 본격화되고 파트너를 통한 J/V 및 제품포트폴리오 추가 확장을 통해 이를 달성해 나갈 전망이다. 이미 매출액은 2016년 분기 400~500억원 수준에서 2Q18 현재 800억 수준으로 눈에 띠는 레벨업이 이루어진 상태이며, 2019년에는 매출 확대 움직임이 더욱 본격화될 전망이다.

그림 6. 반도체 소재 분기 매출액 꾸준한 증가세 유지



자료: SKC, 하나금융투자

그림 7. 2021년 반도체 소재 매출액 1조 목표



자료: SKC, 하나금융투자

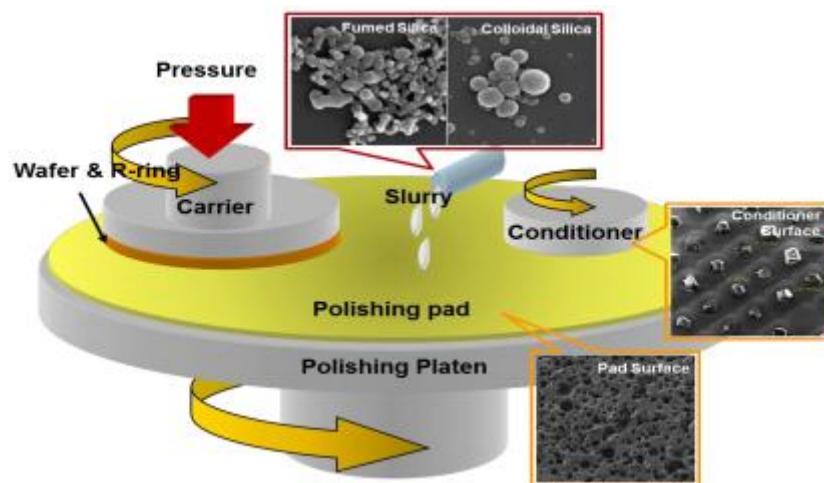
1) 2019년 CMP Pad, Slurry 매출액 성장 본격화 궤도 진입

CMP Pad/Slurry는 반도체
웨이퍼 표면평탄화 공정의 핵심

CMP Pad는 반도체 웨이퍼 표면 평탄화의 핵심공정이다. 다공성 Pad 기공 내에 Slurry가 분산되어 표면평탄화 공정이 이루어진다. 이 공정은 SKC가 보유하고 있는 폴리우레탄 기술(Pad)과 Ceramic 분말가공 기술(Slurry)을 통한 역량 활용이 가능한 부분이다.

그림 8. CMP(Chemical Mechanical Polishing) 구성요소

CMP(Chemical Mechanical
Polishing) 구성요소

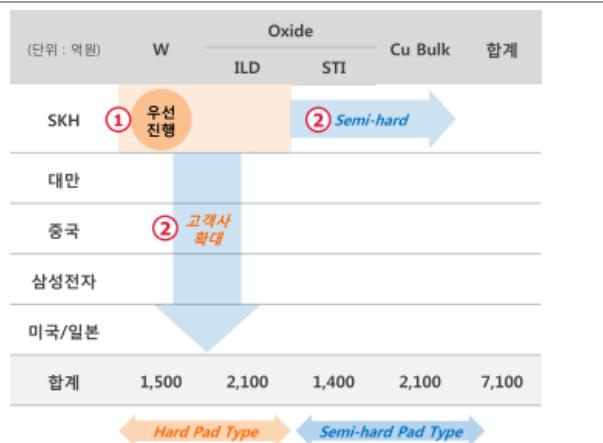


자료: SKC, 하나금융투자

CMP Pad는 7월 Hard Pad의 SK하이닉스 인증 완료로 추가적인 매출 확대가 기대

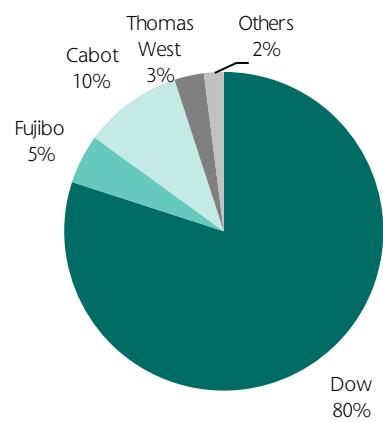
CMP Pad 시장은 Dow가 글로벌 No.1(M/S 80%) 압도적인 위치를 점하고 있으며, No.2는 Cabot(M/S 10%)으로 양사의 합산 M/S가 90%에 달하는 독과점 체제이다. SKC는 그룹사인 SK하이닉스를 1차 타겟으로 Hard Pad(텅스텐 등)을 중심으로 사업화를 진행 중이다. 7월 Hard Pad의 SK하이닉스 인증 완료로 추가적인 매출 확대가 기대된다. 향후에는 SK하이닉스 내 M/S를 확대해 나가면서, 삼성전자 및 중국/대만업체에 대한 인증까지도 추가적으로 진행할 계획이다. Oxide를 중심으로 한 Semi-hard Pad는 SK하이닉스로부터 2018년 말~19년 초 인증 가능성이 높으며 이후 고객사를 확대해 나갈 전망이다.

그림 9. CMP Pad 시장 진입전략. Hard Pad에서 Semi-Hard Pad로



자료: SKC, 하나금융투자

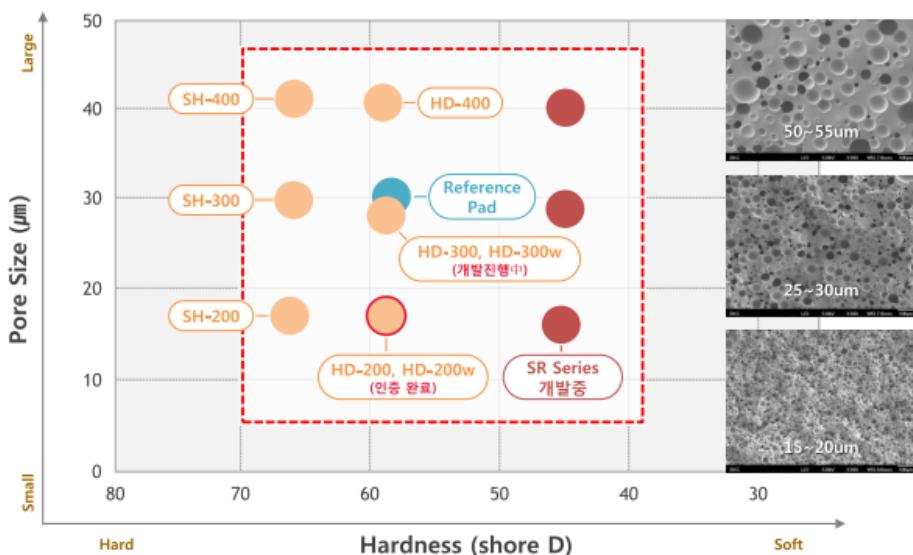
그림 10. CMP Pad 시장은 Dow Chemical이 독과점



자료: SKC, 하나금융투자

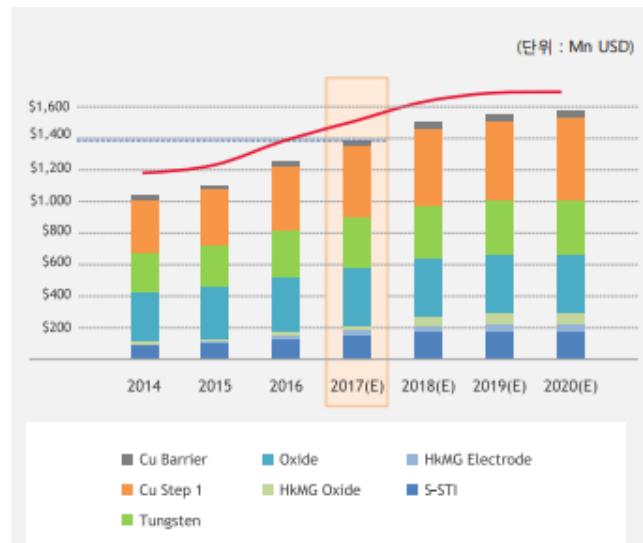
제품 라인업 6종(HD 3종+SH 3종)
W Pad 인증 7월 완료, Oxide 인증
은 4Q18 중 인증완료 예상

그림 11. SKC의 CMP Pad 인증 현황



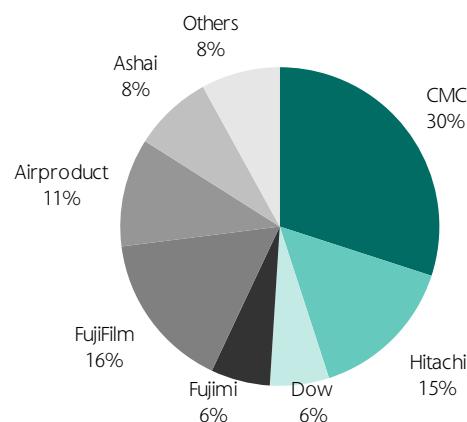
주: SH-Super Hard, SR-Semi Rigid / 자료: SKC, 하나금융투자

그림 12. 글로벌 Slurry 시장 2020년 약 1.6 Bn USD 규모로 성장 전망



자료: SKC, 하나금융투자

그림 13. 글로벌 Slurry 공급업체별 M/S(2016년 기준)



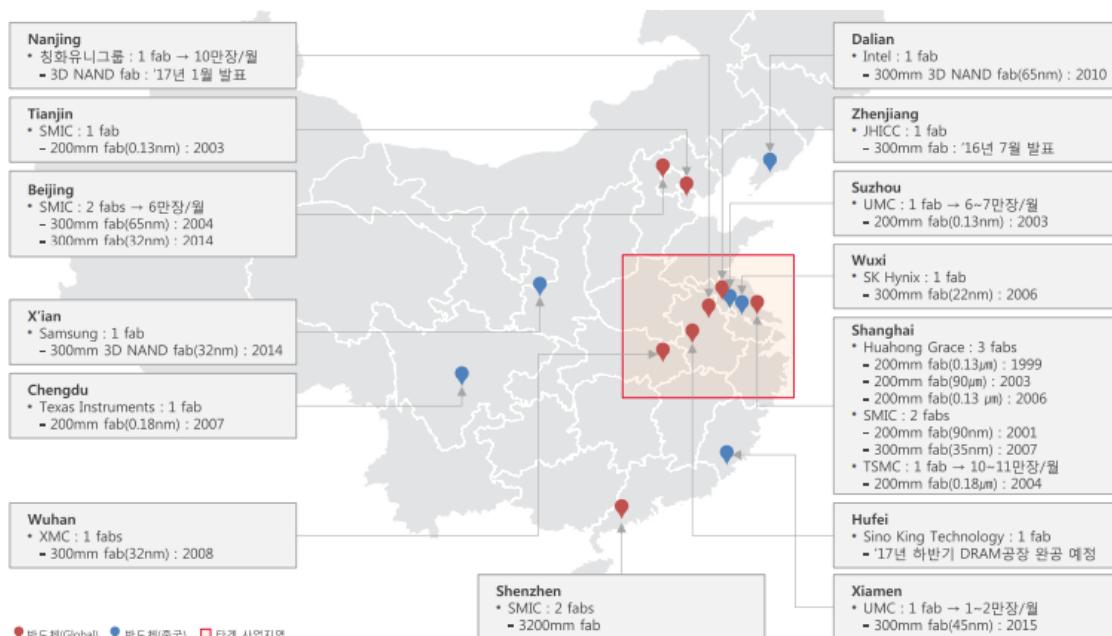
자료: SKC, 하나금융투자

2) 중국 중심의 반도체 Wet Chemical 1Q19 생산 시작

1Q19부터 중국 난통공장을 중심으로 반도체 Wet Chemical 사업 본격 확대 예상

Wet Chemical은 반도체 제조공정에서 사용되는 세정, Etch, Strip 등의 공정용 Chemical류를 의미한다. 현재 한국 공장을 통해 사업을 진행 중에 있으나, 중국의 반도체/LCD 증설에 따른 케미칼 시장의 지속 성장과 SK하이닉스의 우시공장 증설에 따라 중국 난통공장을 통해 사업을 본격화 중이다. 난통공장은 2018년 9월 기계적 준공이 완료되었고, 시운전과 제품 Qaul을 통해 2019년 3월부터는 본격적인 상업생산이 가능할 것으로 전망된다. SK하이닉스 우시공장 공급을 기반으로 로컬고객에까지 판매를 확대할 예정이다. 동 프로젝트는 SKC와 ENF가 각각 75%:25%의 지분율로 J/V 형태로 사업을 진행하게 되며, 총 투자비는 500억원으로 예상된다.

그림 14. 중국 반도체 투자현황



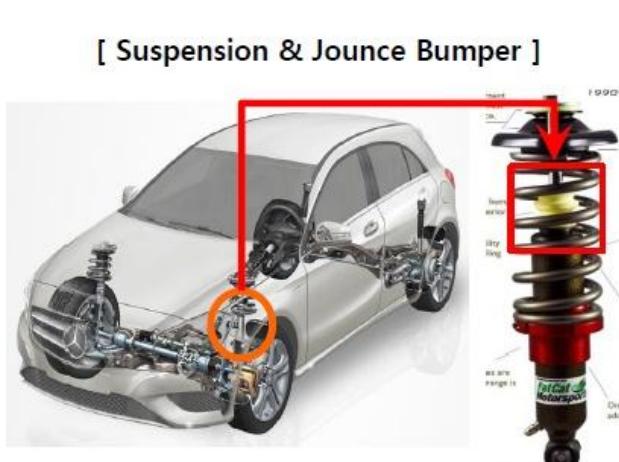
자료: SKC, 하나금융투자

3. 중국 난통 PU Specialty 2019년 초부터 매출 발생

중국 난통공장 Jounce Bumper
1Q19부터 상업생산에 돌입할 것

SKC는 중국 난통공장에 PU Specialty 제품인 Jounce Bumper(고탄성 폴리우레탄 소재로 차량으로 전달되는 충격을 흡수하는 서스펜션의 핵심 부품) 공장의 기계적 준공을 2018년 11월 마무리 짓고, 2019년 2월부터 본격적인 상업생산에 돌입할 전망이다. 현재 Jounce Bumper는 울산에서 양산 중(300만개, 참고로, 향후 400만개로 증설)에 있으나, 그 규모는 중국 공장의 완공(1,950만개/지분율 100%/투자비 347억원)으로 큰 폭으로 확대될 전망이다. 글로벌 1위 1차 고객인 ZF Sachs의 국내 공급 레퍼런스를 토대로 ZF Sachs China에 우선적으로 공급하고 향후 중국/글로벌 수요처를 확대해 나갈 예정이다. 참고로, 현재 Jounce Bumper의 글로벌 M/S는 BASF(M/S 80%)가 독과점하고 있으며, 중국 시장은 BASF와 Carthane이 양점하고 있는 체제다. 2020년 이후 2~3기를 추가적으로 가동할 계획이며, 2022년 목표 매출은 416억원 가량이다.

그림 15. 차량 서스펜션과 Jounce Bumper



자료: SKC, 하나금융투자

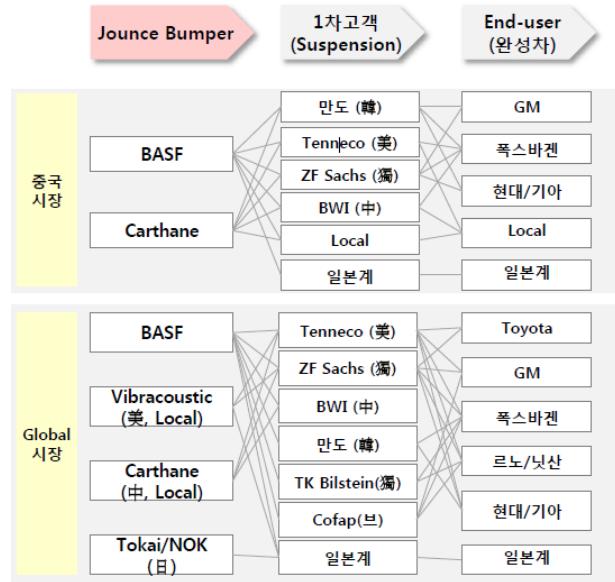
그림 16. 양산 중인 현대차 모닝의 Jounce Bumper



자료: SKC, 하나금융투자

그림 17. Jounce Bumper의 Supply Chain 비교

Jounce Bumper의 글로벌 M/S는
BASF(M/S 80%)가 독과점. 중국
시장은 BASF와 Carthane이 양점

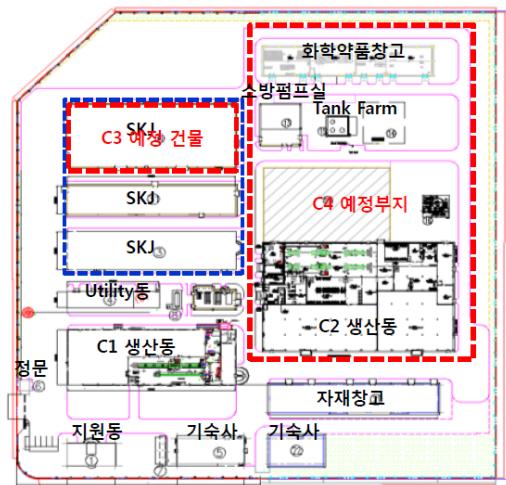


자료: SKC, 하나금융투자

4. PET Film사업, 2019년 중순 이후 중국 중심의 고부가화 진행

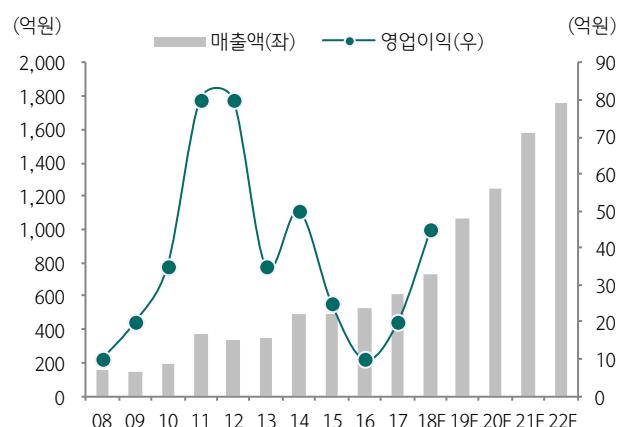
PET Film 사업은 중국법인인 SKC장수와 SKC HT&M(소주법인)과의 시너지 창출을 통해 현재의 확산/반사필름에서 복합/이형필름(OCA 및 MLCC용)으로의 고부가화가 진행될 것으로 예상된다. SKC장수법인은 2개의 PET Film라인(열수축 1.3만톤, 광학/산업용 2.2만톤)으로 구성되어 있다. 현재는 광학용 확산/프리즘 필름을 주로 생산하고 있으나, 향후에는 중물광학/복합필름 등 스페셜티 제품을 점진적으로 확대해 갈 예정이다. 실제 No.1라인은 설비 전환으로 중물광학이 가능한 상황이다. SKC HT&M(소주)은 SKC장수(남통)로부터 1시간 거리에 위치한 소주(苏州)에 위치하고 있으며, SKC장수 및 루컬업체 등으로부터 베이스필름을 받아 코팅을 통해 확산/반사/프리즘 등의 광학필름과 기능필름을 생산한다. 주요 고객은 BOE, LGD 등이다. 현재는 확산/반사필름 위주의 사업을 진행 중이나, 향후 수백억원을 투자해 2019년 중순 경에는 복합필름, 2020년 초에는 OCA/MLCC용 이형필름 생산공장을 완공할 계획(C3 프로젝트)이다. 이를 통해 올해 700억원의 매출 수준에서 2022년경에는 두 배 이상의 성장을 목표로 하고 있다.

그림 18. SKC HT&M, 복합필름/이형필름용 C3 프로젝트 진행 예정



자료: 하나금융투자

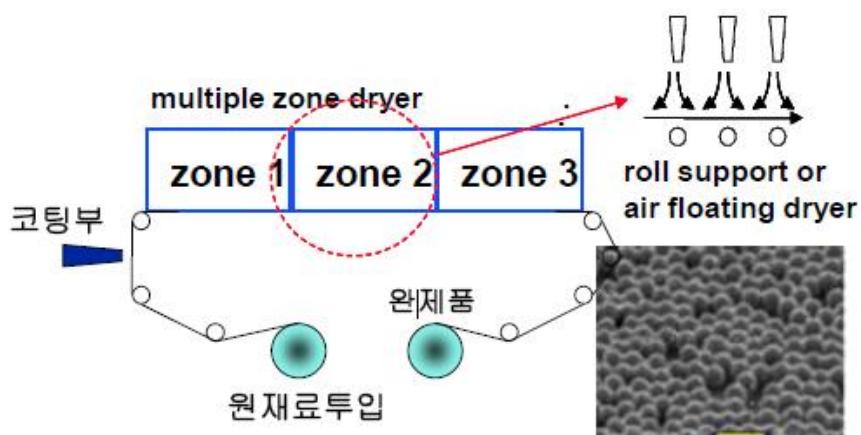
그림 19. SKC HT&M(소주법인)의 연간 매출액/영업이익 추이 및 목표



자료: 하나금융투자

그림 20. SKC HT&M(소주법인)의 Wet 코팅 프로세스

SKC HT&M(소주법인)에서는 Wet 코팅 프로세스를 진행



자료: SKC, 하나금융투자

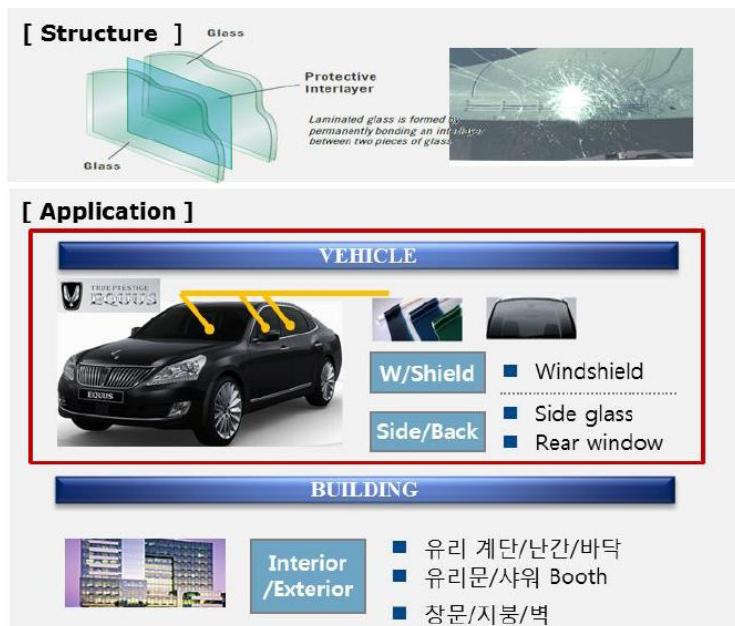
5. 2020년 투명PI필름, PVB필름 준공/상업생산 본격화

PET Film 사업은 중국법인인 SKC장수와 SKC HT&M(소주법인)과의 시너지 창출을 통해 현재의 확산/반사필름에서 복합/이형필름(OCA및 MLCC용)으로의 고부가화가 진행

2019년 말에는 투명PI필름 전용생산 설비를 통한 양산 판매 체제가 구축될 것으로 예상된다. 현재는 SKC코오롱PI 파일럿 설비와 자체중합 기술을 활용해 고객 인증과 상업화를 진행 중에 있다. PVB필름은 높은 강도와 점착성이 뛰어난 접합유리의 중간막필름에 해당하는 제품이며, 차량용 중심으로 중국 등 신흥시장을 중심으로 시장이 성장하고 있다. SKC는 현재 중국 난통 Complex에 부지를 확보한 상태이며, 중국 Sinopec으로부터 PVA Resin을 받아 PVB필름을 생산할 예정이다. 2020년에는 합작공장이 준공될 것으로 예상되며, 2023년까지 단계적인 투자를 통해 총 4개 라인을 난통/충칭에 구성할 것으로 판단된다.

그림 21. PVB 필름의 구조 및 적용처

PVB필름은 높은 강도, 점착성이 특징으로 접합유리의 중간막에 해당 자동차유리 등에 사용됨



자료: SKC, 하나금융투자

그림 22. CPI 필름



자료: SKC, 하나금융투자

그림 23. SKC 중국 난통 부지 현황. PVB필름 부지 확보된 상태



자료: SKC, 하나금융투자

6. 화학, PO 외부판매 축소로 S-Oil 증설 리스크의 안전판 마련

PO 시황 둔화 가능성에 대한 대비가 충분히 되어 있는 상황

PO의 외부판매 물량은 현재 11만톤/년에서 2019년에는 4~7만톤/년 가량으로 줄어들게 되어 S-Oil의 PO 증설에 따른 리스크로부터 안전판을 확보

중장기적으로는 PO 및 다운스트림 확대는 해외를 중심으로 진행 중국/유럽/중동/동남아 등 다양한 지역이 검토 대상

화학사업의 PO는 S-Oil의 신규 PO 30만톤/년 증설에 따라 국내 독점적 위치는 내려놓게 되었다. 하지만, SKC는 이를 대비해 2017년 말 PG증설(11만톤→16만톤)을 통해 PO의 사용처를 일부 확보한 상황이며, 국내 주요 원재료 구매처인 KPX케미칼 또한 PPG의 증설을 고려 중인 것으로 파악되기 때문에 오히려 PO의 외부판매 물량은 현재 11만톤/년 수준에서 4~7만톤/년 가량으로 감소할 가능성이 높다.

현재 SKC의 PO 실생산은 33만톤/년 수준이며, 일부 필요 물량 3만톤/년은 수입을 통해 조달하고 있다. 총 36만톤/년 중에서 KPX케미칼, 금호석유, 한국바스프 등으로 외부판매 되는 물량은 11만톤/년으로 추정되며, 나머지 25만톤/년은 자회사 MCNS의 PPG, 본사 PG에서 사용되는 것으로 판단된다. 특히, 본사 PG의 경우 2017년 말 증설 이후 가동률이 70%에 그친 것으로 추정되는데, 2019년에는 PG가동률을 100%로 올려 PO의 자가 소진을 약 3~4만톤/년 가량 늘릴 수 있게 된다(외부수입 유지 시). 만약, 외부수입 물량을 "0"으로 줄인다면 PO의 외부판매는 약 3만톤/년 가량 추가로 줄어들게 된다. 결론적으로, PO의 외부판매 물량은 현재 11만톤/년에서 2019년에는 4~7만톤/년 가량으로 줄어들게 되어 S-Oil의 PO 증설에 따른 리스크로부터 안전판을 확보할 수 있다.

중장기적으로는 PO 및 다운스트림 확대는 현지고객에 대한 대응력을 강화하고 원가/물류 효율화를 목적으로 해외를 중심으로 진행될 가능성이 높다. 중국/유럽/중동/동남아 등 다양한 지역이 검토 대상이며, 특히 중국은 염소기반 CHPO(Chlorohydrin) 공법에 대한 규제 강화로 SKC의 HPPO(과산화수소 투입)공법에 합작요청이 지속되고 있다.

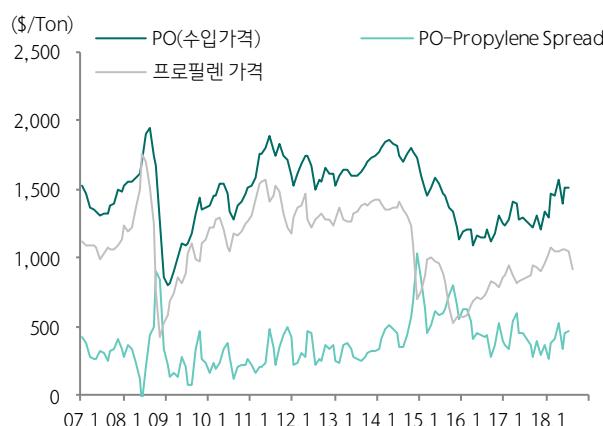
표 4. PO 외부판매 물량의 감소가 나타날 가능성

(천톤/년)

현재	비고	2019년 이후(일부 수입가정)	2019년 이후(수입 "0" 가정)	비고
Capa	310		310	310
실생산	330		330	330
PO 일부 수입	30		30	0
총 생산+수입	360		360	330
PG	160	가동률 70% 추정	160	160 가동률 100% 가능
PPG	200		200	200 자회사 MCNS용
PO 자가 소요량	250	원단위 0.8	288	288 원단위 0.8
PO 외부판매	110		72	42

자료: 하나금융투자

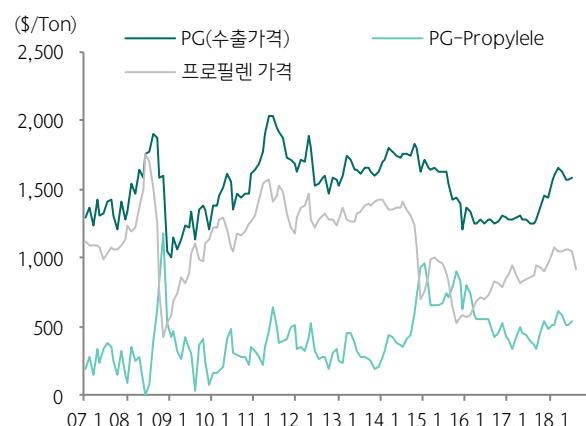
그림 24. PO 수입가격과 스프레드 추이



자료: KITA, 하나금융투자

하나금융투자

그림 25. PG 수출가격과 스프레드 추이



자료: KITA, 하나금융투자

7. 실적 추정 및 Valuation

1) 2H18 분기별 우상향 예상. 2019년부터 3년간 꾸준한 이익 성장

2019년 영업이익은 반도체소재를 중심으로 한 성장사업과 고부가필름 확대에 따른 Industry소재의 턴어라운드로 전년대비 19%가량 성장이 나타날 전망

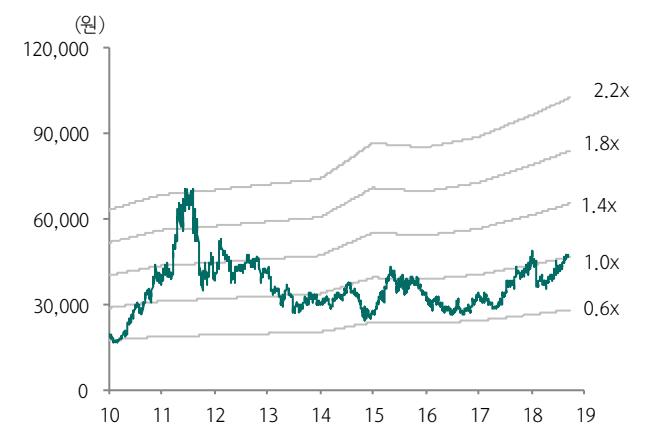
3Q18 영업이익은 563억원(QoQ +6%, YoY +17%)으로 컨센서스(569억원)에 부합할 전망이다. 실적 개선은 Industry소재와 성장사업이 주도할 것이다. 화학사업은 역내 PO 정기보수 효과 소멸로 마진이 소폭 하락했으나, 고부가 PG 판매량을 확대하면서 실적 하락 폭은 제한적일 전망(QoQ -5%)이다. Industry소재는 원재료 가격 상승에도 불구하고 판가전자가 일부 이루어졌으며, SKC HT&M의 고부가 제품판매 확대로 개선세가 나타날 전망(QoQ +163%)이다. 성장사업은 Ceramic Parts 증설완료와 가동본격화, CMP Pad 매출확대, BHC 소재/통신장비의 매출증가로 인한 이익개선(QoQ +19%)이 예상된다. 4Q18은 화학/Industry소재는 비수기에 진입하나, 텔레시스의 성수기 진입으로 성장사업 중심의 전사 실적개선(QoQ +6%)이 나타날 전망이다. 2019년 영업이익은 반도체소재를 중심으로 한 성장사업과 고부가필름 확대에 따른 Industry소재의 턴어라운드로 전년대비 20% 가량 성장이 나타날 전망이다. 향후 신사업의 매출확대 속도에 따라 2021년까지 외형과 이익은 추가적인 성장이 가능할 것으로 판단된다.

2) 중장기 성장성과 실적 추정치 상향을 근거로 목표주가 상향

목표주가 60,000원으로 상향

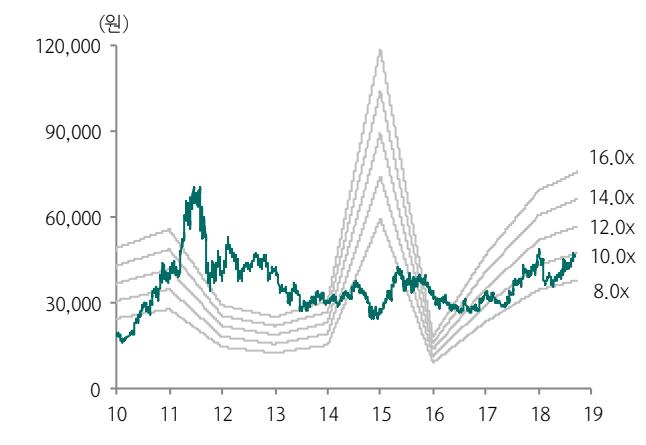
투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 기존 50,000원에서 60,000원으로 상향한다. 성장사업의 외형성장과 이익성장을 반영해 2019년의 영업이익/순이익을 7~18%가량 상향 조정하였고, 성장사업의 매출확대를 반영하여 Valuation 기간을 2020년까지 확장하여 반영했다. 참고로, 목표주가는 2018~2020년 평균 BPS에 Target PBR 1.25배를 적용하였다. Target PBR 1.25배는 일본 화학/소재업체인 Shin-Etsu와 Asahi Kasei의 2018년 PBR 1.6배에서 약 20%를 할인한 수준이다. 참고로, 2018년 양 사의 ROE는 12~14%다. 목표주가는 2018~2020년 평균 EPS의 12.3배에 해당하는 수준이다.

그림 26. SKC 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 27. SKC 12M Fwd PER 밴드차트



0.5 0.7

표 5. SKC 부문별 실적 BreakDown

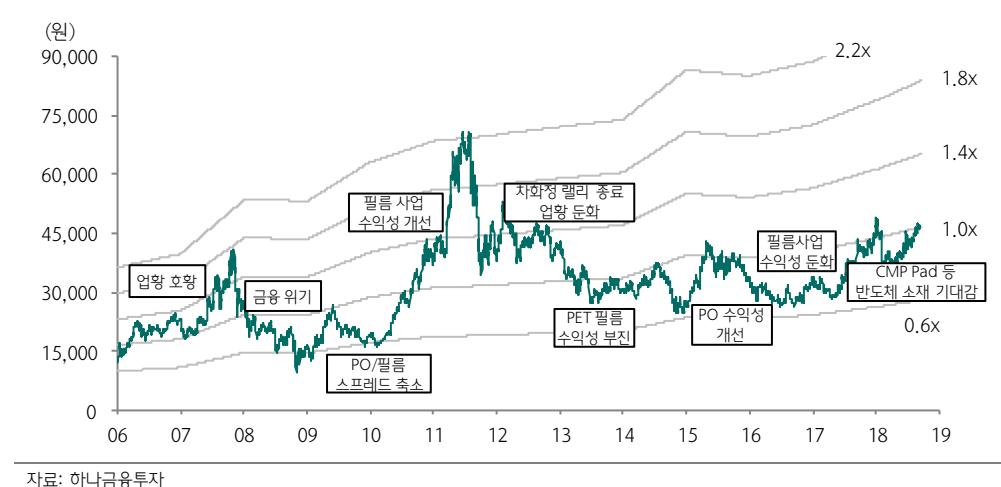
(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	638.7	726.0	768.8	785.9	714.1	791.0	857.3	916.7	2,658.9	2,919.4	3,279.0	3,599.5
QoQ(%)	-10.8%	13.7%	5.9%	2.2%	-9.1%	10.8%	8.4%	6.9%				
YoY(%)	8.8%	18.0%	3.8%	9.8%	11.8%	8.9%	11.5%	16.6%	12.7%	9.8%	12.3%	9.8%
화학	210.2	229.3	231.3	222.9	228.0	231.4	234.9	248.6	785.4	893.7	942.8	987.5
Industry 소재	273.5	290.5	302.7	298.0	304.0	324.6	336.0	342.6	1,009.8	1,164.7	1,307.3	1,455.8
성장사업	155.0	206.2	234.8	265.0	182.1	234.9	286.4	325.4	858.4	861.0	1,028.8	1,156.2
영업이익	41.2	53.1	56.3	59.5	55.1	57.7	63.6	73.6	175.7	210.1	250.1	276.4
영업이익률(%)	6.5%	7.3%	7.3%	7.6%	7.7%	7.3%	7.4%	8.0%	6.6%	7.2%	7.6%	7.7%
QoQ(%)	-9.5%	28.9%	6.1%	5.6%	-7.4%	4.8%	10.1%	15.8%				
YoY(%)	9.0%	20.1%	16.9%	30.8%	33.8%	8.7%	12.9%	23.7%	17.7%	19.6%	19.0%	10.5%
화학	36.8	40.7	38.7	36.7	37.9	38.5	39.1	41.4	126.3	152.9	157.0	164.1
영업이익률(%)	17.5%	17.7%	16.8%	16.5%	16.6%	16.7%	16.7%	16.6%	16.1%	17.1%	16.6%	16.6%
QoQ(%)	29.1%	10.6%	-4.8%	-5.3%	3.3%	1.6%	1.6%	5.7%				
YoY(%)	15.7%	23.7%	17.1%	28.8%	3.0%	-5.3%	1.0%	12.8%	14.9%	21.1%	2.6%	4.6%
Industry 소재	-4.0	2.0	5.3	3.8	5.5	5.5	8.6	9.0	-1.7	7.1	28.6	39.1
영업이익률(%)	-1.5%	0.7%	1.7%	1.3%	1.8%	1.7%	2.6%	2.6%	-0.2%	0.6%	2.2%	2.7%
QoQ(%)	적지	흑전	163.1%	-27.3%	44.4%	0.0%	55.6%	4.2%				
YoY(%)	적지	-20.0%	209.6%	흑전	흑전	176.5%	63.4%	134.1%	적지	흑전	303.7%	36.6%
성장사업	8.4	10.4	12.3	19.0	11.7	13.7	15.8	23.3	51.1	50.1	64.5	73.2
영업이익률(%)	5.4%	5.0%	5.2%	7.2%	6.4%	5.8%	5.5%	7.1%	6.0%	5.8%	6.3%	6.3%
QoQ(%)	-60.9%	23.8%	18.5%	54.0%	-38.5%	17.2%	15.7%	46.9%				
YoY(%)	13.5%	18.2%	-8.0%	-11.7%	39.0%	31.6%	28.5%	22.5%	11.3%	-1.9%	28.6%	13.5%
당기순이익	45.5	44.1	46.5	42.4	54.1	45.3	49.7	52.5	136.3	178.5	201.6	222.0
당기순익률(%)	7.1%	6.1%	6.0%	5.4%	7.6%	5.7%	5.8%	5.7%	5.1%	6.1%	6.1%	6.2%
QoQ(%)	247.7%	-3.0%	5.3%	-8.9%	27.7%	-16.2%	9.8%	5.5%				
YoY(%)	78.9%	-22.4%	13.6%	223.6%	18.8%	2.6%	7.0%	23.9%	365.9%	30.9%	12.9%	10.1%
지배순이익	41.6	38.5	42.3	40.0	49.2	41.2	45.3	47.8	110.0	162.4	183.4	202.0

자료: 하나금융투자

그림 28. SKC 역사적 추가추이와 이벤트

SKC 역사적 추가추이와 이벤트



자료: 하나금융투자

표 6. SKC 연간 실적 추정치 변경 내역

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,919.5	2,919.1	0.0	3,279.0	3,120.1	5.1
영업이익	210.1	207.7	1.2	250.1	233.4	7.2
세전이익	234.9	207.4	13.3	265.3	233.5	13.6
순이익	162.4	137.6	18.0	183.4	154.9	18.4
영업이익률	7.2	7.1	0.1	7.6	7.5	0.1
세전이익률	8.0	7.1	0.9	8.1	7.5	0.6
순이익률	5.6	4.7	0.8	5.6	5.0	0.6

자료: 하나금융투자

표 7. SKC 3Q18 Preview

	3Q18F	2Q18	3Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	768.8	726.0	740.8	3.8	5.9	772.5	-0.5
영업이익	56.3	53.1	48.2	16.8	6.0	56.9	-1.1
세전이익	61.2	53.5	64.1	-4.5	14.4	69.3	-11.7
순이익	42.3	38.5	35.2	20.2	9.9	48.6	-13.0
영업이익률	7.3	7.3	6.5	0.8	0.0	7.4	0.0
세전이익률	8.0	7.4	8.7	-0.7	0.6	9.0	-1.0
순이익률	5.5	5.3	4.8	0.8	0.2	6.3	-0.8

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	2,359.4	2,653.5	2,919.5	3,279.0	3,599.5
매출원가	1,949.5	2,227.4	2,409.3	2,688.2	2,954.6
매출총이익	409.9	426.1	510.2	590.8	644.9
판관비	260.7	250.5	300.1	340.7	368.6
영업이익	149.3	175.7	210.1	250.1	276.4
금융순익	(46.2)	(49.9)	(47.2)	(46.8)	(46.3)
종속/관계기업손익	26.8	68.1	80.0	70.0	70.0
기타영업외손익	(10.3)	(13.2)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
세전이익	119.6	180.7	234.9	265.3	292.1
법인세	58.5	44.4	56.4	63.7	70.1
계속사업이익	61.1	136.3	178.5	201.6	222.0
중단사업이익	(31.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.3	136.3	178.5	201.6	222.0
비지배주주지분순이익	(13.6)	26.3	16.1	18.1	20.0
지배주주순이익	42.8	110.0	162.4	183.4	202.0
지배주주지분포괄이익	59.3	89.7	140.1	158.2	174.2
NOPAT	76.3	132.6	159.7	190.0	210.1
EBITDA	274.1	298.1	335.1	377.3	407.4
성장성(%)					
매출액증가율	(4.3)	12.5	10.0	12.3	9.8
NOPAT증가율	(50.6)	73.8	20.4	19.0	10.6
EBITDA증가율	(24.0)	8.8	12.4	12.6	8.0
영업이익증가율	(31.5)	17.7	19.6	19.0	10.5
(지배주주)순익증가율	(84.3)	157.0	47.6	12.9	10.1
EPS증가율	(84.5)	154.9	47.6	12.9	10.1
수익성(%)					
매출총이익률	17.4	16.1	17.5	18.0	17.9
EBITDA이익률	11.6	11.2	11.5	11.5	11.3
영업이익률	6.3	6.6	7.2	7.6	7.7
계속사업이익률	2.6	5.1	6.1	6.1	6.2

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,150	2,931	4,327	4,887	5,381
BPS	38,610	40,272	43,750	47,789	52,320
CFPS	7,559	8,191	8,627	9,752	10,553
EBITDAPS	7,356	7,943	8,928	10,053	10,854
SPS	63,317	70,696	77,781	87,359	95,898
DPS	750	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	28.7	16.0	10.8	9.6	8.7
PBR	0.9	1.2	1.1	1.0	0.9
PCFR	4.4	5.7	5.4	4.8	4.4
EV/EBITDA	9.4	10.6	9.2	8.1	7.4
PSR	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	3.0	7.7	10.7	11.1	11.1
ROA	1.2	3.1	4.3	4.6	4.7
ROIC	3.1	5.6	6.5	7.6	8.1
부채비율	131.6	130.1	123.0	116.7	109.9
순부채비율	80.5	77.9	68.0	59.7	51.4
이자보상배율(배)	3.5	3.8	4.4	5.3	5.9

자료: 하나금융투자

대차대조표

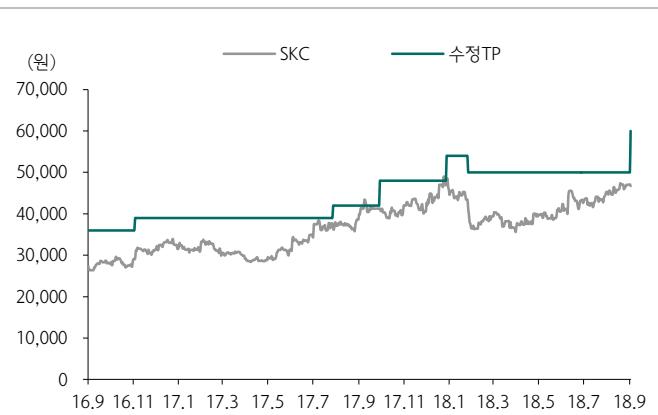
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	801.5	897.2	1,028.8	1,171.1	1,320.0
금융자산	121.7	176.2	235.7	280.4	342.4
현금성자산	105.0	176.0	235.5	280.2	342.1
매출채권 등	377.2	367.8	404.7	454.5	498.9
재고자산	253.5	299.3	329.3	369.9	406.0
기타유동자산	49.1	53.9	59.1	66.3	72.7
비유동자산	2,727.3	2,770.2	2,846.0	2,956.6	3,071.7
투자자산	565.0	543.2	597.6	671.2	736.8
금융자산	19.9	7.3	8.0	9.0	9.8
유형자산	1,866.1	1,903.2	1,929.5	1,971.2	2,025.1
무형자산	146.2	209.2	204.2	199.6	195.2
기타비유동자산	150.0	114.6	114.7	114.6	114.6
자산총계	3,528.8	3,667.3	3,874.8	4,127.7	4,391.7
유동부채	862.6	1,200.8	1,244.6	1,303.8	1,356.6
금융부채	423.8	741.2	741.4	741.7	741.9
매입채무 등	409.9	427.9	470.8	528.8	580.5
기타유동부채	28.9	31.7	32.4	33.3	34.2
비유동부채	1,142.3	872.9	892.7	919.4	943.2
금융부채	924.9	675.8	675.8	675.8	675.8
기타비유동부채	217.4	197.1	216.9	243.6	267.4
부채총계	2,004.9	2,073.7	2,137.3	2,223.2	2,299.8
지배주주지분	1,405.9	1,450.0	1,580.6	1,732.1	1,902.3
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	139.8	139.8	139.8	139.8
자본조정	(89.7)	(108.2)	(108.2)	(108.2)	(108.2)
기타포괄이익누계액	21.8	(8.2)	(8.2)	(8.2)	(8.2)
이익잉여금	1,146.4	1,239.0	1,369.5	1,521.1	1,691.2
비지배주주지분	118.0	143.6	156.9	172.4	189.6
자본총계	1,523.9	1,593.6	1,737.5	1,904.5	2,091.9
순금융부채	1,227.0	1,240.8	1,181.5	1,137.1	1,075.4

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	249.1	209.3	220.0	252.3	277.7
당기순이익	29.3	136.3	178.5	201.6	222.0
조정	144.9	86.6	50.3	62.6	66.3
감가상각비	124.8	122.5	125.0	127.3	131.0
외환거래손익	3.8	(0.8)	1.8	1.8	1.8
지분법손익	(26.8)	(92.7)	(80.0)	(70.0)	(70.0)
기타	43.1	57.6	3.5	3.5	3.5
영업활동자산부채변동	74.9	(13.6)	(8.8)	(11.9)	(10.6)
투자활동 현금흐름	(3.9)	(175.7)	(125.3)	(172.5)	(180.6)
투자자산감소(증가)	(4.3)	101.8	22.9	(6.3)	1.7
유형자산감소(증가)	(76.9)	(111.2)	(146.4)	(164.4)	(180.5)
기타	77.3	(166.3)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
재무활동 현금흐름	(181.8)	38.0	(31.7)	(31.6)	(31.6)
금융부채증가(감소)	(194.3)	68.3	0.2	0.3	0.3
자본증가(감소)	17.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	24.7	(0.6)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(30.1)	(29.7)	(31.9)	(31.9)	(31.9)
현금의 증감	66.5	71.0	59.5	44.7	62.0
Unlevered CFO	281.7	307.5	323.8	366.0	396.1
Free Cash Flow	168.8	89.1	73.7	87.9	97.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SKC



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.9.13	BUY	60,000		
18.2.6	BUY	50,000	-18.13%	-5.30%
18.1.8	BUY	54,000	-16.80%	-10.19%
17.10.10	BUY	48,000	-12.31%	2.08%
17.8.8	BUY	42,000	-7.31%	3.33%
16.11.14	BUY	39,000	-18.05%	-1.67%
16.10.4	BUY	36,000	-21.59%	-17.78%
16.4.7	BUY	38,000	-25.43%	-16.45%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.0%	5.1%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 09월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 09월 13일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)은 SKC가 주최한 중국 행사(2018년 9월 5일~2018년 9월 7일)에 SKC가 제공한 항공, 숙박 등의 비용으로 참여한 바가 있습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.