

2019. 5. 13



▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
woo.h.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **45,000 원**

현재주가 (5.10) **34,900 원**

상승여력 **28.9%**

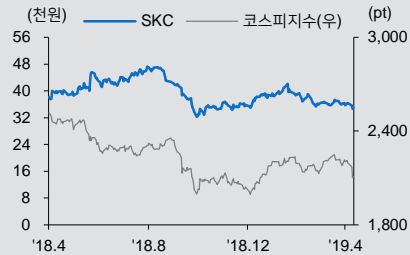
KOSPI	2,108.04pt
시가총액	13,100억원
발행주식수	3,753만주
유동주식비율	52.66%
외국인비중	13.14%
52주 최고/최저가	47,350원/32,250원
평균거래대금	33.5억원

주요주주(%)

SK 외 8 인	41.71
국민연금	13.33

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	-0.3	-11.4
상대주가	2.3	-1.3	3.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,653.5	175.7	110.0	2,931	362.6	38,631	16.0	1.2	10.6	7.7	130.1
2018	2,767.8	201.1	120.6	3,213	3.4	40,835	11.1	0.9	8.5	8.1	126.2
2019E	2,779.1	196.9	118.3	3,081	-15.6	42,972	11.3	0.8	6.9	7.4	138.1
2020E	2,943.7	220.1	126.6	3,372	6.4	45,400	10.4	0.8	6.4	7.6	142.8
2021E	3,107.2	226.4	129.9	3,462	2.7	47,918	10.1	0.7	6.4	7.4	146.1

SKC 011790

단기 모멘텀 둔화

- ✓ 1Q19 영업이익 362억원 시현: 시장 컨센서스 425억원 하회
화학 271억원, Industry소재 36억원, 성장사업 55억원
- ✓ 2Q19 이익 458억원 및 19년 연간 이익 1,969억원 추정(가이던스 소폭 하회 전망)
- ✓ 장기 성장성 재확인: 화학/필름부문 고부가 제품 Mix, 반도체 소재 비중 증가
- ✓ 투자여건 Buy 유지, 이익 추정치 변경으로 적정주가 4.5만원으로 하향

1Q19 영업이익 362억원: 시장 예상치 하회한 부진한 실적

동사의 1Q19 이익은 (1) 계절적 비수기 영향(성장사업부, Industry소재), (2) 대외변수 불확실성으로 시장 예상치(425억원)를 하회한 362억원을 달성했다. 흑자전환에 성공한 Industry소재는 (1) 원료가 안정화, (2) 자회사 실적 개선이 주효했다. 단, 본사는 1달간 가동중단과 전방 MLCC 재고조정 영향으로 판매량이 감소했다. 화학사업부는 PG 증설(+8만톤 증가)에도 불구하고, (1) PO 수요 둔화, (2) 역내 PG 신규 공급량 증가에 따른 판매가 하락이 반영되었다. 성장사업부는 수요 비수기 영향으로 전분기 대비 이익이 감소했다. 지분법이익(SKCKOOP)은 전방 제품 재고조정 및 원가 압박, MCNS는 MDI/TDI 신증설 압박에 따른 가격 약세)은 54억원을 기록했다.

장기 성장성 확인되나, 단기 모멘텀은 부재 → 적정주가 4.5만원으로 하향

19년 동사의 투자 포인트 고부가 제품 Mix(고부가 PG 비중 증가, 고부가 필름 출시) 및 성장성(반도체 소재)이다. 화학사업부는 고부가 PG 비중이 75%까지 증가하며, PO 부진(신규 공급량 증가)을 상쇄할 전망이다. 특히 19년 PG 연간 스프레드는 전년 평균 대비 230% 개선, 이익 기여도가 높아지겠다. Industry소재는 원가 개선 및 자회사 이익 Turn-around가 예상되나, 고부가 필름 이익 기여시기는 하반기 이후로 예상된다. 성장사업부문은 고객사 가동 계획 차질(중국 Wet Chemical), 고객사 인증 지연(CMP Pad) 영향으로 기존 가이던스에 미치지 못할 전망이다. 동사의 성장성은 분명하나, 장기적 호흡으로 접근할 필요가 있다.

2Q19 이익 458억원으로 분기 이익 개선, 19년 연간 이익 추정치는 1,969억원으로 가이던스를 소폭 하회할 전망이다. 동사에 대해 투자여건 Buy를 유지하나, 추정치 하향 조정으로 적정주가는 4.5만원(19년 추정치 기준 14배 적용)을 제시한다.

표1 SKC 1Q19 실적 Review

(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	604.0	638.7	-5.4	713.7	-15.4	631.5	-4.4	652.9	-7.5
영업이익	36.2	41.2	-12.1	52.8	-31.4	42.5	-14.8	44.8	-19.2
세전이익	26.4	58.5	-54.9	13.9	89.9	41.8	-36.8	42.6	-38.0
순이익(지배주주)	19.1	41.6	-54.1	0.7	2,628.6	27.8	-31.4	32.0	-40.3

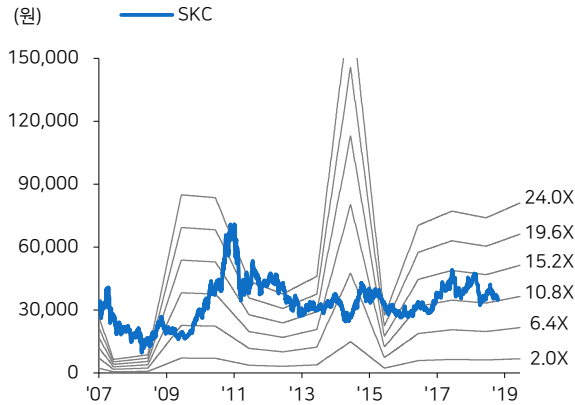
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 SKC 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	638.7	726.0	689.4	713.7	604.0	698.0	723.5	753.5	2,767.8	2,779.0	2,943.7
Industry 소재	273.5	290.5	266.7	253.3	249.4	288.4	293.1	257.8	1,084.0	1,088.7	1,105.9
화학사업	210.2	229.3	228.6	202.7	192.0	212.9	224.1	219.9	870.8	848.9	904.9
성장사업	155.0	206.2	194.1	260.9	162.6	196.7	206.3	275.8	816.2	841.4	932.8
영업이익	41.2	53.1	54.0	52.8	36.2	45.8	55.1	59.8	201.1	196.9	220.1
%OP	6.5%	7.3%	7.8%	7.4%	6.0%	6.6%	7.6%	7.9%	7.3%	7.1%	7.5%
Industry 소재	-4.0	2.0	1.6	-1.6	3.6	4.9	8.5	5.4	-2.0	22.4	19.5
화학사업	36.8	40.7	39.7	32.2	27.1	31.3	35.4	32.4	149.4	126.2	137.6
성장사업	8.4	10.4	12.7	22.2	5.5	9.6	11.3	22.1	53.7	48.5	63.1
세전이익	58.5	53.5	56.1	13.9	26.4	41.7	55.1	33.7	182.0	156.9	166.5
순이익(지배주주)	41.6	38.5	39.8	0.7	19.0	32.0	42.0	26.0	120.6	119.0	126.0
%YoY											
매출액	8.8%	18.0%	-6.9%	0.4%	-5.4%	-3.9%	4.9%	5.6%	4.3%	0.4%	5.9%
영업이익	9.0%	20.1%	12.0%	16.0%	-12.1%	-13.7%	2.0%	13.3%	14.5%	-2.1%	11.8%
세전이익	59.0%	-20.3%	-12.5%	9.4%	-54.9%	-22.1%	-1.8%	142.4%	0.7%	-13.8%	6.1%
순이익(지배)	88.2%	-26.4%	13.1%	75.0%	-54.3%	-16.9%	5.5%	3614.3%	9.6%	-1.3%	5.9%
%QoQ											
매출액	-10.1%	13.7%	-5.0%	3.5%	-15.4%	15.6%	3.7%	4.1%			
영업이익	-9.5%	28.9%	1.7%	-2.2%	-31.4%	26.5%	20.3%	8.5%			
세전이익	360.6%	-8.5%	4.9%	-75.2%	89.9%	58.0%	32.1%	-38.8%			
순이익(지배)	10300.0%	-7.5%	3.4%	-98.2%	2614.3%	68.4%	31.3%	-38.1%			

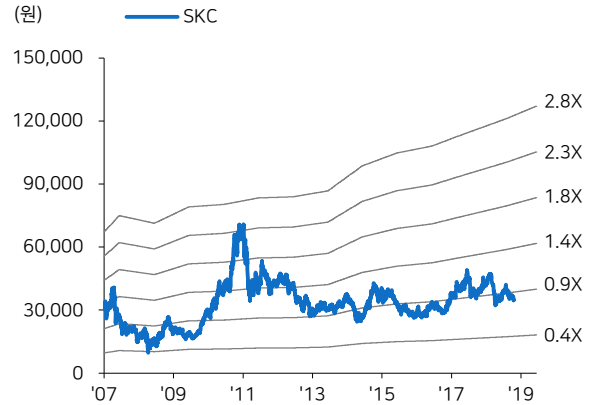
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SKC 12M Fwd PER 밴드



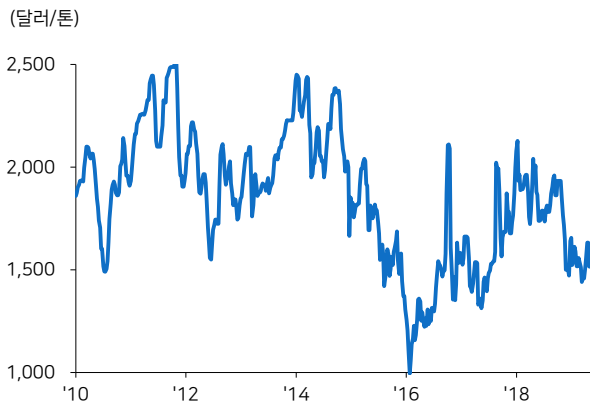
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SKC 12M Trailing PBR 밴드



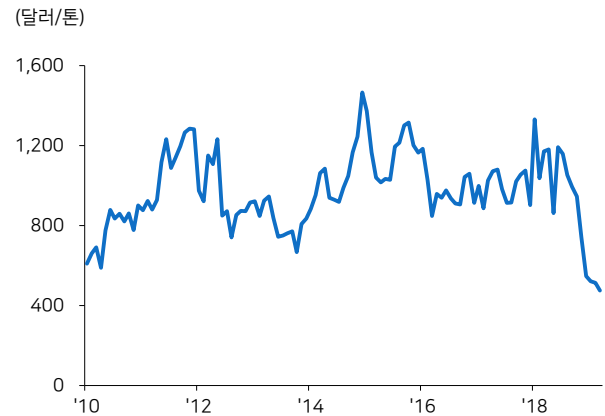
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국 PO 거래가격 동향



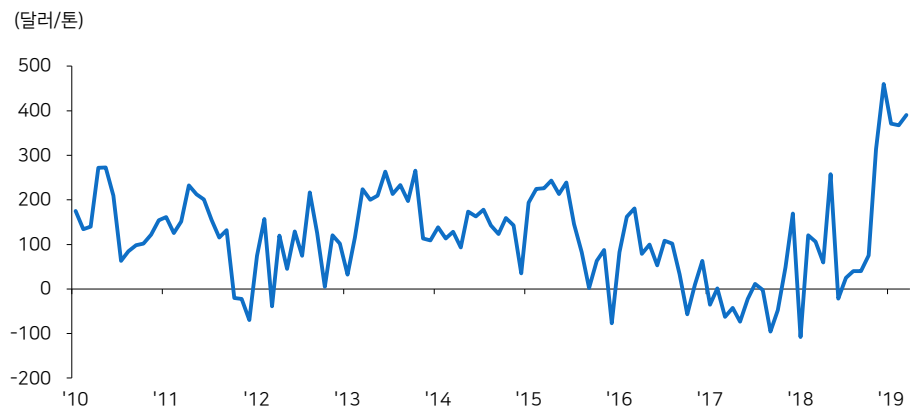
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 PO 스프레드 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 PG 스프레드 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SKC peer group valuation 테이블

기업명	연도	PER(배)	PBR(배)	ROE(%)	EV/EBITDA(배)
SKC	2018	11.1	0.9	8.5	8.1
	2019E	11.3	0.8	6.9	7.4
	2020E	10.4	0.8	6.4	7.6
코오롱인더스트리	2018	24.1	0.8	11.2	3.0
	2019E	28.3	0.8	11.1	2.7
	2020E	22.5	0.8	11.1	3.4
Teijin	2018	7.7	0.8	11.2	5.6
	2019E	7.5	0.8	11.4	5.4
	2020E	8.6	0.8	9.7	5.3
Toray	2018	11.3	1.0	8.8	7.9
	2019E	12.3	1.0	8.2	8.0
	2020E	11.5	0.9	8.5	7.4
Eastman	2018	9.8	1.8	17.5	8.1
	2019E	8.8	1.7	19.6	7.5
	2020E	8.0	1.6	19.7	7.1
Huntsman	2018	7.8	1.8	6.6	6.2
	2019E	7.5	1.8	24.6	5.9
	2020E	6.3	1.5	27.7	5.3
Lyondell basell	2018	8.0	3.0	43.0	6.7
	2019E	7.9	2.6	35.1	6.4
	2020E	6.9	2.2	33.5	5.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

SKC (011790)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,653.5	2,767.8	2,779.1	2,943.7	3,107.2
매출액증가율 (%)	12.5	4.3	0.4	5.9	5.6
매출원가	2,227.4	2,289.1	2,315.1	2,442.7	2,585.1
매출총이익	426.2	478.7	464.0	500.9	522.1
판매관리비	250.5	277.6	267.1	280.9	295.7
영업이익	175.7	201.1	196.9	220.1	226.4
영업이익률	6.6	7.3	7.1	7.5	7.3
금융손익	-49.9	-53.5	-79.5	-85.4	-90.8
종속/관계기업손익	68.1	62.9	35.1	31.8	35.3
기타영업외손익	-13.2	-28.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	180.7	182.1	156.9	166.5	171.0
법인세비용	44.4	41.1	34.0	40.0	41.0
당기순이익	136.4	141.0	122.2	126.6	129.9
지배주주지분 순이익	110.0	120.6	118.3	126.6	129.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	209.3	231.6	222.8	245.6	264.6
당기순이익(손실)	136.4	141.0	119.0	126.6	129.9
유형자산상각비	117.3	118.8	131.4	148.6	168.0
무형자산상각비	5.2	8.1	2.6	2.5	2.5
운전자본의 증감	-13.6	-31.1	4.9	-0.3	-0.4
투자활동 현금흐름	-175.7	-212.8	304.6	-318.6	-365.2
유형자산의증가(CAPEX)	-120.3	-184.7	-320.0	-350.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	89.9	9.8	624.7	31.5	34.9
재무활동 현금흐름	38.0	-34.8	244.8	144.8	119.9
차입금의 증감	68.3	41.0	280.3	180.2	155.3
자본의 증가	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	71.0	-15.6	772.2	71.8	19.3
기초현금	105.0	176.0	160.4	932.6	1,004.4
기말현금	176.0	160.4	932.6	1,004.4	1,023.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	897.2	910.1	1,715.5	1,821.2	1,885.8
현금및현금성자산	176.0	160.4	932.6	1,004.4	1,023.7
매출채권	363.1	338.6	367.3	384.4	407.3
재고자산	299.3	353.2	357.6	374.3	396.6
비유동자산	2,770.2	2,923.0	2,519.4	2,718.6	2,948.6
유형자산	1,903.2	1,978.6	2,167.2	2,368.6	2,600.6
무형자산	209.2	232.5	229.9	227.4	224.9
투자자산	543.2	596.3	6.7	7.0	7.4
자산총계	3,667.3	3,833.1	4,234.9	4,539.8	4,834.4
유동부채	1,200.8	1,081.5	1,207.8	1,231.1	1,262.1
매입채무	273.9	266.9	281.7	294.9	312.4
단기차입금	298.3	247.3	287.3	287.3	287.3
유동성장기부채	440.7	362.7	382.7	382.7	382.7
비유동부채	872.9	1,056.8	1,248.7	1,439.3	1,608.3
사채	458.7	630.2	750.2	870.2	970.2
장기차입금	216.9	195.7	255.7	315.7	370.7
부채총계	2,073.7	2,138.3	2,456.6	2,670.3	2,870.3
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	140.3	140.3	140.3	140.3
기타포괄이익누계액	-8.2	-12.4	-12.4	-12.4	-12.4
이익잉여금	1,239.0	1,325.4	1,405.6	1,496.8	1,591.3
비지배주주지분	143.6	162.1	165.4	165.4	165.4
자본총계	1,593.6	1,694.8	1,778.4	1,869.5	1,964.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	70,696	73,741	74,040	78,425	82,783
EPS(지배주주)	2,931	3,213	3,081	3,372	3,462
CFPS	8,192	9,100	8,024	9,099	9,782
EBITDAPS	7,943	8,738	8,815	9,890	10,573
BPS	38,631	40,835	42,972	45,400	47,918
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	1.9	2.8	2.9	2.9	2.9
Valuation(Multiple)					
PER	16.0	11.1	11.3	10.4	10.1
PCR	5.7	3.9	4.3	3.8	3.6
PSR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
EBITDA	298.2	328.0	330.9	371.2	396.9
EV/EBITDA	10.6	8.5	6.9	6.4	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	8.1	7.4	7.6	7.4
EBITDA 이익률	11.2	11.9	11.9	12.6	12.8
부채비율	130.1	126.2	138.1	142.8	146.1
금융비용부담률	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3
이자보상배율(x)	3.8	3.9	3.4	3.4	3.2
매출채권회전율(x)	7.2	7.9	7.9	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	9.6	8.5	7.8	8.0	8.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 13일 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)

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 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SKC (011790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.06.26	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.2	-14.8	
2017.07.10	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-21.7	-6.5	
2017.08.08	기업브리프	Buy	47,000	노우호	-20.7	-17.9	
2017.09.11	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.7	-19.6	
2017.11.09	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-23.8	-19.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	54,000	노우호	-21.2	-9.3	
2018.02.06	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.3	-9.3	
2018.05.04	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.6	-9.3	
2018.05.31	산업분석	Buy	54,000	노우호	-24.3	-9.3	
2018.07.05	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-23.9	-9.3	
2018.08.07	기업브리프	Buy	58,000	노우호	-21.0	-18.4	
2018.09.11	기업브리프	Buy	58,000	노우호	-24.9	-18.4	
2018.10.25	기업브리프	Buy	50,000	노우호	-32.5	-28.6	
2018.11.13	산업분석	Buy	50,000	노우호	-29.4	-23.4	
2019.01.16	기업브리프	Buy	50,000	노우호	-26.8	-15.8	
2019.02.25	산업브리프	Buy	50,000	노우호	-26.6	-15.8	
2019.03.04	산업브리프	Buy	50,000	노우호	-26.4	-15.8	
2019.04.15	산업브리프	Buy	50,000	노우호	-26.6	-15.8	
2019.05.13	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-	-	