



하나금융그룹

2019년 6월 14일 | Equity Research

SKC (011790)

KCFT 인수, 자산효율화와 성장성을 겸비할 기회

KCFT 인수 구조와 자금 조달 계획

전지박 업체 KCFT의 인수가 확정되었다. SPC 설립을 통해 KCFT 지분 100%를 인수하게 되므로 연결 반영되며, 1.2조 원에 달하는 인수비용은 자체투입 5천억원과 인수금융 7천 억원으로 구성될 것이다(향후 변경가능). 자체투입분은 자본금, 인수금융분은 부채로 인식된다. 자체투입분 5천억원은 EBITDA와 보유현금/차입을 통해 이루어질 것으로 예상된다. 자금조달 과정에서 부채비율은 상승하겠으나, 비효율성 자산 매각과 기존 사업 포트폴리오를 재편하는 방법을 통해 추가적인 현금을 확보할 가능성이 높아 중장기 사업구조의 효율성 측면에서는 긍정적이다. 참고로, 2019년 추정 순차입금은 1.2조원이며, 현금성 자산은 2,170억원이다.

KCFT, 2020년 영업이익 2018년 대비 84% 증익 전망

KCFT의 2018년 EBITDA는 680억원(비경상비용 113억원 포함, 영업이익은 557억원)으로 YoY +48% 증가했다. 반면, 경쟁사 일진머티리얼즈의 2018년 EBITDA는 735억원으로 전년과 유사했다. 이러한 차이는 고부가 초극박, 고강도, 고연신 등 고부가제품 비중이 한 자릿수에서 20% 내외까지 상승한 영향이다. 2020년 영업이익은 전지박 증설(2만톤/년→3.2만톤)과 견조한 가격을 기반으로 1,030억원으로 2018년 대비 84% 증가하는 것으로 회사측은 제시하고 있다.

시총 증가분 2~5천억원 전망. Valuation 재평가 필요

KCFT 인수에 따른 예상 시총 증분은 2~5천억원으로 현 시총 대비 17~37% Upside가 존재한다는 판단이다. 구체적인 차입규모 등이 확정되지 않고 많은 가정이 포함되어 있기에 대략적인 참고용으로만 삼길 바란다. 시총 증분 산정 시 기본 가정은 차입 3천억원/보유현금 1천억원/자산매각 통한 현금유입 1천억원이며, 2020년 영업이익 가이던스 1,030억 원에 EBITDA 1,300억원을 가정했다. 2020년 일진머티리얼즈의 추정 EV/EBITDA 하단 10배를 가정 시 인수에 따른 시총 증분은 약 2.3천억원이며, 상단 12배 가정 시 시총 증분은 약 5천억원이다(산식은 표 참고). 경쟁사 대비 전지박 매출 비중이 높다는 점, SKC와의 시너지 창출이 가능하다는 점을 감안하면 무리스럽지 않은 Valuation이다. KCFT 인수를 통한 전사 Valuation 재평가를 기대한다.

Update

BUY

| TP(12M): 50,000원 | CP(6월 13일): 35,200원

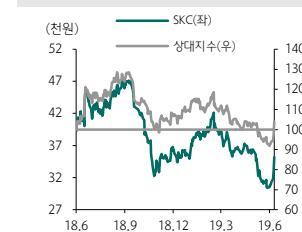
Key Data

		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,108.75		
52주 최고/최저(원)	47,350/30,400	2,749.0	2,930.6
시가총액(십억원)	1,321.2	204.1	244.2
시가총액비중(%)	0.11	144.8	178.4
발행주식수(천주)	37,534.6		
60일 평균 거래량(천주)	91.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	3.1		
19년 배당금(예상,원)	1,000		
19년 배당수익률(예상, %)	2.84		
외국인지분율(%)	12.43		
주요주주 지분율(%)			
SK 외 7 인	41.66		
국민연금	13.33		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.9 2.3 (16.8)		
상대	0.8 1.1 (2.6)		

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,749.0	2,930.6
영업이익(십억원)	204.1	244.2
순이익(십억원)	144.8	178.4
EPS(원)	3,339	4,170
BPS(원)	45,526	48,662

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,653.5	2,767.8	2,805.5	3,062.9	3,579.3
영업이익	십억원	175.7	201.1	209.1	251.1	295.7
세전이익	십억원	180.7	182.1	177.7	225.2	270.2
순이익	십억원	110.0	120.6	112.2	142.2	170.6
EPS	원	2,931	3,213	2,990	3,789	4,546
증감률	%	154.9	9.6	(6.9)	26.7	20.0
PER	배	16.03	11.14	11.77	9.29	7.74
PBR	배	1.17	0.84	0.79	0.74	0.69
EV/EBITDA	배	10.56	8.54	8.27	7.16	6.31
ROE	%	7.71	8.09	7.14	8.55	9.56
BPS	원	40,272	42,476	44,523	47,368	50,970
DPS	원	900	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 김정연

02-3771-7617

jeonghyeon.kim@hanafn.com

 **하나금융투자**

그림 1. KCFT 인수에 따른 시나리오별 시총 증분

* 2020년 EV/EBITDA 10배 적용 시						
(단위: 십억원)	SKC(6/13일)	SKC(차입 3천억원 가정)	SPC 가치	인수 후 SKC 시총	시총증분	Upside
EV	2,598	2,598	1,330			
시총	1,357	957	630	1,587	230	17%
순차입금	1,241	1,641	700			
총 차입금	1,458	1,758				
현금성자산	217	117				
EBITDA	332		133			
영업이익	209		103	2020년 가이던스 기준		
감가상각비	123		30	가정치		
EV/EBITDA	7.8		10			

* 2020년 EV/EBITDA 12배 적용 시						
(단위: 십억원)	SKC(6/13일)	SKC(차입 3천억원 가정)	SPC 가치	인수 후 SKC 시총	시총증분	Upside
EV	2,598	2,598	1,596			
시총	1,357	957	896	1,853	496	37%
순차입금	1,241	1,641	700			
총 차입금	1,458	1,758				
현금성자산	217	117				
EBITDA	332		133			
영업이익	209		103	2020년 가이던스 기준		
감가상각비	123		30	가정치		
EV/EBITDA	7.8		12			

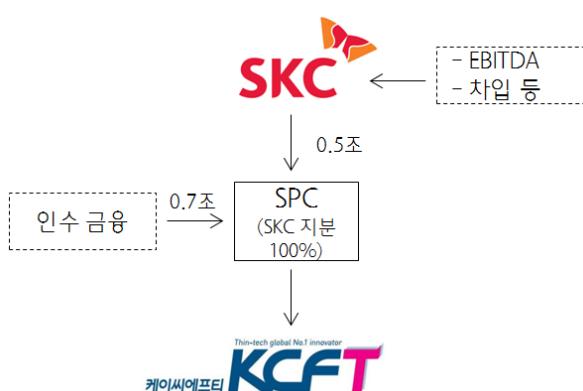
자료: 하나금융투자

그림 2. KCFT 손익 추이 및 회사측 가이던스

1Q19	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
매출액	804	1,763	2,200	3,041	3,400	5,000	6,300	8,000
영업이익	165		557		610	1,030	1,320	1,700
OPM	20.50%		19.5%					2,270
기타손익	-1		7					
금융손익	-73		-80					
세전이익	91		483					
당기순이익	79		427					
EBITDA	231	323	458	793				
EBITDA Margin		18.3%	20.8%	26.1%				

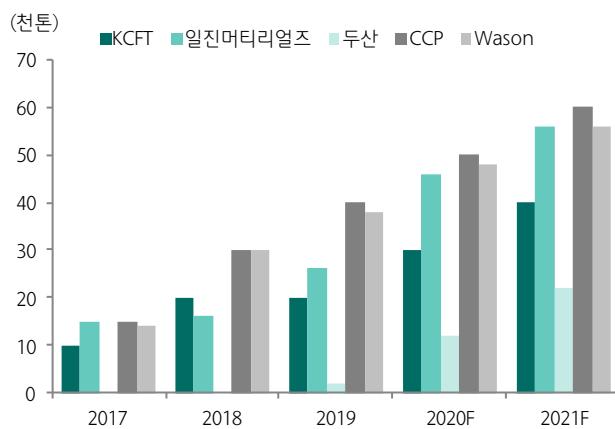
자료: 하나금융투자

그림 3. SKC KCFT 인수 구조



자료: SKC, 하나금융투자

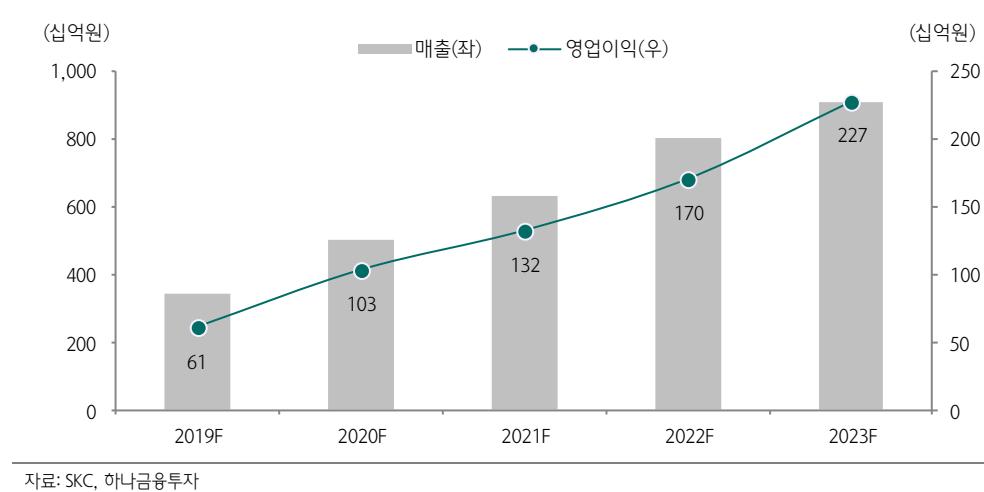
그림 4. 기업별 동박 설비 규모 전망



자료: 하나금융투자

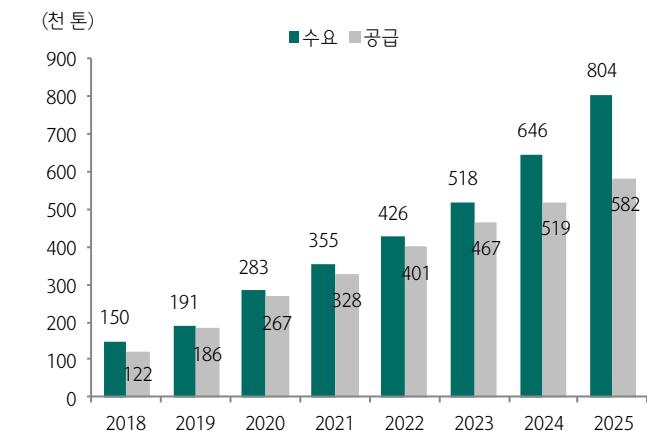
그림 5. KCFT 실적 추이 전망(SKC 추정)

2023년
매출 9,100억원
영업이익 2,227억원 전망



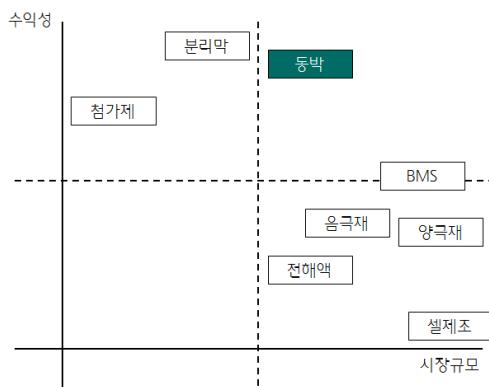
자료: SKC, 하나금융투자

그림 6. 동박 글로벌 수급 전망



자료: SKC, 하나금융투자

그림 7. 2차전지 소재별 수익성 및 시장규모 분포도



자료: SKC, 하나금융투자

표 1. SKC 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	638.7	726.0	689.4	713.7	604.0	713.6	727.7	760.2	2,653.5	2,767.8	2,805.5	3,062.9
QoQ(%)	-10.1%	13.7%	-5.0%	3.5%	-15.4%	18.1%	2.0%	4.5%				
YoY(%)	8.8%	18.0%	-6.9%	0.4%	-5.4%	-1.7%	5.5%	6.5%	12.5%	4.3%	1.4%	9.2%
화학	210.2	229.3	228.6	202.7	192.0	198.6	192.1	183.9	785.4	870.8	766.6	771.5
Industry 소재	273.5	290.5	266.7	250.1	249.4	284.4	290.7	280.1	1,009.8	1,080.8	1,104.7	1,225.5
성장사업	155.0	206.2	194.1	260.9	162.6	230.6	244.8	296.1	858.4	816.2	934.2	1,065.9
영업이익	41.2	53.1	54.0	52.8	36.2	47.3	59.7	65.9	175.7	201.1	209.1	251.1
영업이익률(%)	6.4%	7.3%	7.8%	7.4%	6.0%	6.6%	8.2%	8.7%	6.6%	7.3%	7.5%	8.2%
QoQ(%)	-9.5%	29.0%	1.7%	-2.2%	-31.5%	30.5%	26.3%	10.5%				
YoY(%)	8.9%	20.1%	12.1%	16.2%	-12.0%	-11.0%	10.5%	24.8%	17.7%	14.5%	4.0%	20.1%
화학	36.8	40.7	39.7	32.2	27.1	27.1	28.3	29.1	126.3	149.4	111.7	110.1
영업이익률(%)	17.5%	17.7%	17.4%	15.9%	14.1%	13.7%	14.7%	15.8%	16.1%	17.2%	14.6%	14.3%
QoQ(%)	29.1%	10.6%	-2.5%	-18.9%	-15.8%	0.0%	4.4%	3.0%				
YoY(%)	15.7%	23.7%	19.9%	13.0%	-26.4%	-33.4%	-28.7%	-9.5%	14.9%	18.3%	-25.3%	-1.4%
Industry 소재	-4.0	2.0	1.6	-1.6	3.6	8.1	13.6	14.8	-1.7	-2.0	40.2	65.6
영업이익률(%)	-1.5%	0.7%	0.6%	-0.6%	1.4%	2.9%	4.7%	5.3%	-0.2%	-0.2%	3.6%	5.4%
QoQ(%)	적지	흑전	-20.0%	적전	흑전	126.0%	67.7%	8.5%				
YoY(%)	적지	-20.0%	-5.9%	적지	흑전	306.8%	752.6%	흑전	적지	적지	흑전	63.2%
성장사업	8.4	10.4	12.7	22.2	5.5	12.0	17.8	22.0	51.1	53.7	57.3	75.5
영업이익률(%)	5.4%	5.0%	6.5%	8.5%	3.4%	5.2%	7.3%	7.4%	6.0%	6.6%	6.1%	7.1%
QoQ(%)	-60.9%	23.8%	22.1%	74.8%	-75.2%	118.3%	48.0%	23.8%				
YoY(%)	13.5%	18.2%	-5.2%	3.3%	-34.5%	15.4%	39.9%	-0.9%	11.3%	5.1%	6.6%	31.8%
당기순이익	45.5	44.1	43.5	7.9	23.0	30.2	40.1	41.8	136.3	141.0	135.1	171.1
당기순익률(%)	7.1%	6.1%	6.3%	1.1%	3.8%	4.2%	5.5%	5.5%	5.1%	5.1%	4.8%	5.6%
QoQ(%)	247.7%	-3.0%	-1.3%	-82.0%	192.6%	31.4%	32.8%	4.3%				
YoY(%)	78.9%	-22.4%	6.4%	-40.0%	-49.5%	-31.6%	-7.9%	432.6%	365.9%	3.4%	-4.2%	26.7%
지배순이익	41.6	38.5	39.8	0.7	19.1	25.1	33.3	34.8	110.0	120.6	112.2	142.2

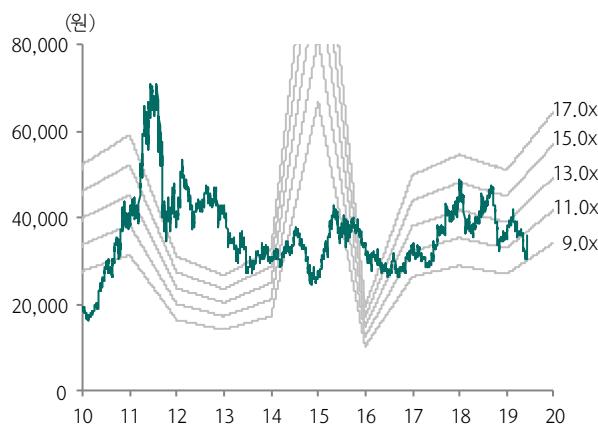
자료: 하나금융투자

그림 8. SKC 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 9. SKC 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,653.5	2,767.8	2,805.5	3,062.9	3,579.3
매출원가	2,227.4	2,289.1	2,296.8	2,489.6	2,920.7
매출총이익	426.1	478.7	508.7	573.3	658.6
판관비	250.5	277.6	299.6	322.1	362.9
영업이익	175.7	201.1	209.1	251.1	295.7
금융순익	(49.9)	(53.5)	(52.6)	(52.2)	(51.8)
종속/관계기업손익	68.1	62.9	30.0	35.0	35.0
기타영업외손익	(13.2)	(28.4)	(8.7)	(8.7)	(8.7)
세전이익	180.7	182.1	177.7	225.2	270.2
법인세	44.4	41.1	42.7	54.0	64.8
계속사업이익	136.3	141.0	135.1	171.1	205.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	136.3	141.0	135.1	171.1	205.3
비지배주주지분순이익	26.3	20.5	22.8	28.9	34.7
지배주주순이익	110.0	120.6	112.2	142.2	170.6
지배주주지분포괄이익	89.7	114.1	115.1	145.8	174.9
NOPAT	132.6	155.8	158.9	190.8	224.7
EBITDA	298.1	328.0	332.1	375.5	421.6
성장성(%)					
매출액증가율	12.5	4.3	1.4	9.2	16.9
NOPAT증가율	73.8	17.5	2.0	20.1	17.8
EBITDA증가율	8.8	10.0	1.3	13.1	12.3
영업이익증가율	17.7	14.5	4.0	20.1	17.8
(지배주주)순익증가율	157.0	9.6	(7.0)	26.7	20.0
EPS증가율	154.9	9.6	(6.9)	26.7	20.0
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	17.3	18.1	18.7	18.4
EBITDA이익률	11.2	11.9	11.8	12.3	11.8
영업이익률	6.6	7.3	7.5	8.2	8.3
계속사업이익률	5.1	5.1	4.8	5.6	5.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,931	3,213	2,990	3,789	4,546
BPS	40,272	42,476	44,523	47,368	50,970
CFPS	8,191	9,100	8,357	9,515	10,740
EBITDAPS	7,943	8,738	8,848	10,005	11,231
SPS	70,696	73,741	74,743	81,602	95,359
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	16.0	11.1	11.8	9.3	7.7
PBR	1.2	0.8	0.8	0.7	0.7
PCFR	5.7	3.9	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	10.6	8.5	8.3	7.2	6.3
PSR	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	7.7	8.1	7.1	8.6	9.6
ROA	3.1	3.2	2.9	3.5	4.0
ROIC	5.6	6.3	6.2	7.4	8.6
부채비율	130.1	126.2	119.8	114.8	111.5
순부채비율	77.9	76.5	69.3	60.3	52.4
이자보상배율(배)	3.8	3.9	4.0	4.8	5.6

자료: 하나금융투자

대차대조표

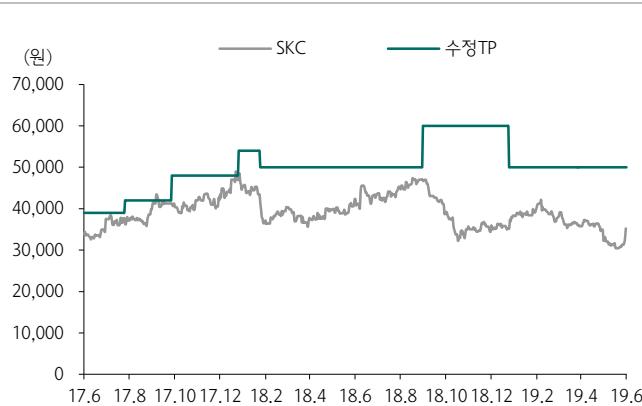
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	897.2	910.1	977.1	1,103.6	1,249.0
금융자산	176.2	162.0	216.7	298.7	362.0
현금성자산	176.0	160.4	215.0	296.9	359.9
매출채권 등	367.8	345.7	352.6	359.7	366.9
재고자산	299.3	353.2	358.0	390.9	456.7
기타유동자산	53.9	49.2	49.8	54.3	63.4
비유동자산	2,770.2	2,923.0	2,962.0	3,030.4	3,176.3
투자자산	543.2	596.3	604.4	659.9	771.1
금융자산	7.3	6.3	6.4	7.0	8.2
유형자산	1,903.2	1,978.6	2,016.9	2,036.8	2,078.0
무형자산	209.2	232.5	225.0	218.0	211.5
기타비유동자산	114.6	115.6	115.7	115.7	115.7
자산총계	3,667.3	3,833.1	3,939.1	4,134.0	4,425.3
유동부채	1,200.8	1,081.5	1,087.6	1,129.6	1,213.9
금융부채	741.2	614.5	614.6	615.0	615.9
매입채무 등	427.9	439.5	445.5	486.4	568.4
기타유동부채	31.7	27.5	27.5	28.2	29.6
비유동부채	872.9	1,056.8	1,059.7	1,079.6	1,119.4
금융부채	675.8	843.4	843.4	843.4	843.4
기타비유동부채	197.1	213.4	216.3	236.2	276.0
부채총계	2,073.7	2,138.3	2,147.4	2,209.2	2,333.3
지배주주지분	1,450.0	1,532.7	1,609.6	1,716.4	1,851.5
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	140.3	140.3	140.3	140.3
자본조정	(108.2)	(108.2)	(108.2)	(108.2)	(108.2)
기타포괄이익누계액	(8.2)	(12.4)	(12.4)	(12.4)	(12.4)
이익잉여금	1,239.0	1,325.4	1,402.2	1,509.0	1,644.2
비지배주주지분	143.6	162.1	182.2	208.4	240.5
자본총계	1,593.6	1,694.8	1,791.8	1,924.8	2,092.0
순금융부채	1,240.8	1,295.9	1,241.3	1,159.7	1,097.2

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	209.3	231.6	227.5	280.5	340.2
당기순이익	136.3	141.0	135.1	171.1	205.3
조정	86.6	121.7	95.8	92.4	93.8
감가상각비	122.5	126.9	123.0	124.4	125.9
외환거래손익	(0.8)	3.5	1.2	1.2	1.2
지분법손익	(92.7)	(63.3)	(30.0)	(35.0)	(35.0)
기타	57.6	54.6	1.6	1.8	1.7
영업활동자산부채변동	(13.6)	(31.1)	(3.4)	17.0	41.1
투자활동 현금흐름	(175.7)	(212.8)	(135.9)	(161.8)	(240.9)
투자자산감소(증가)	101.8	10.0	19.2	(23.2)	(79.0)
유형자산감소(증가)	(111.2)	(181.5)	(153.9)	(137.4)	(160.5)
기타	(166.3)	(41.3)	(1.2)	(1.2)	(1.4)
재무활동 현금흐름	38.0	(34.8)	(35.4)	(35.0)	(34.6)
금융부채증가(감소)	68.3	41.0	0.1	0.4	0.9
자본증가(감소)	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	(41.7)	(0.1)	0.0	(0.1)
배당지급	(29.7)	(34.6)	(35.4)	(35.4)	(35.4)
현금의 증감	71.0	(15.6)	54.6	81.9	63.0
Unlevered CFO	307.5	341.6	313.7	357.1	403.1
Free Cash Flow	89.1	46.9	73.7	143.1	179.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SKC



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	50,000		
18.9.13	BUY	60,000	-38.27%	-21.75%
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%
17.7.4	BUY	39,000	-6.44%	-1.67%
16.10.4	BUY	36,000	-14.50%	-4.44%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	90.7%	8.6%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 6월 13일

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 2019년 06월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 06월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.