

## 화학사업부 지분 49% 매각 결정은 Deep Change의 시작점

### 화학사업부 지분 49% 5,358억원에 쿠웨이트 PIC에 매각

SKC는 8/7일(어제) PO/PG가 핵심인 화학사업부를 물적분할 한 후, 쿠웨이트 KPC(Kuwait Petroleum Corporation)의 자회사 PIC에 신설회사의 지분 49%를 매각하기로 결정했다. 매각가액은 5,358억원이며 분할기일은 2020년 1/1일이다. 지분 49%에 해당하는 매각가액(현금유입액) 5,358억원을 역산하면 총 지분가치는 1.1조 가량으로 평가된 것으로 2018~19년 화학사업부 영업이익의 평균 1,200억원을 감안하면 PER 약 10~12배에 해당해 여타 화학업체의 Valuation 6~8배를 감안할 때 PO/PG 사업의 프리미엄이 부여된 적절한 매각가라 판단된다. 순차입금 3,065억원(차입금3,202억원+현금250억원)또한 분할신설회사로 이전되다는 점을 감안하면 신설회사의 사업가치는 1.4조원에 이른다.

### 화학사업, JV를 통해 글로벌화

PIC는 쿠웨이트 KPC의 자회사로 Dow와 JV로 PE/EG업체 EQUATE 지분 42.5% 및 The Kuwait Olefin, SK어드밴스드의 지분을 보유한 다운스트림 업체다. 향후 KPC/PIC와 업/다운스트림, 판매처 확보 등 다양한 측면에 시너지효과를 기대할 수 있겠다. 또한 SKC는 중국과의 PO사업 JV도 진행할 예정이다. JV를 통한 사업의 글로벌화가 전망된다.

### 지배주주순이익의 감소는 KCFT가 매우고 남을 것

화학사업 지분매각으로 KCFT의 인수 관련 자금부담은 크게 완화되었다. 다만, 지분매각에 따라 2020년부터 화학사업 지배순이익의 49% 감소가 불가피하다. 참고로, 2018~19년 화학사업 영업이익의 평균은 1,200억원이다. 하지만, 2020년부터 KCFT가 전사 실적에 반영되면서 화학사업의 이익 감소를 충분히 상쇄하고도 남을 전망이다. KCFT는 전지박 증설(2만톤/년→3.2만톤)과 견조한 가격을 기반으로 2020년 영업이익 1,030억원으로 2018년 대비 84% 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 2020년 경쟁사의 EV/EBITDA 14~16배를 가정 시 인수에 따른 시총 증분은 약 6~9천억원으로 현재 대비 40~60%의 Upside가 존재한다. 적용 Valuation은 전지박 매출 비중이 높다는 점, SKC와의 시너지 창출 등을 감안하면 무리스럽지 않다. 화학사업 지분 매각, KCFT 인수 등의 Deep Change로 Valuation 향상이 기대된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 50,000원 | CP(8월 7일): 42,500원

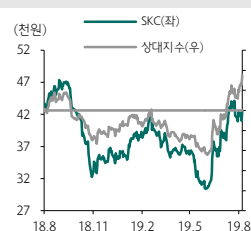
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,909.71
52주 최고/최저(원)	47,350/30,400
시가총액(십억원)	1,595.2
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	37,534.6
60일 평균 거래량(천주)	283.2
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	2.35
외국인지분율(%)	11.15
주요주주 지분율(%)	
SK 외 7인	41.66
국민연금공단	12.33
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.8 6.5 (3.2)
상대	22.5 22.9 16.6

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	2,743.2	2,954.1
영업이익(십억원)	199.5	242.8
순이익(십억원)	135.6	176.0
EPS(원)	3,105	4,062
BPS(원)	45,277	48,233

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,653.5	2,767.8	2,813.3	3,029.9	3,540.4
영업이익	십억원	175.7	201.1	202.3	239.0	276.8
세전이익	십억원	180.7	182.1	170.9	213.0	251.2
순이익	십억원	110.0	120.6	107.9	134.5	158.6
EPS	원	2,931	3,213	2,875	3,584	4,227
증감률	%	154.9	9.6	(10.5)	24.7	17.9
PER	배	16.03	11.14	14.78	11.86	10.06
PBR	배	1.17	0.84	0.96	0.90	0.84
EV/EBITDA	배	10.56	8.54	9.30	8.17	7.33
ROE	%	7.71	8.09	6.88	8.13	8.98
BPS	원	40,272	42,476	44,408	47,048	50,331
DPS	원	900	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 윤재성  
02-3771-7567  
js.yoon@hanafn.com

RA 손진원  
02-3771-7617  
jwshon@hanafn.com

그림 1. KCFT 인수에 따른 시나리오별 시총 증분

\* 2020년 EV/EBITDA 14배 적용 시

(단위: 십억원)	SKC(8/7일)	SKC(차입 4천억원 가정)	SPC 가치	인수 후 SKC 시총	시총증분	Upside
EV	2,780	2,780	1,862			
시총	1,539	1,039	1,162	2,201	662	43%
순차입금	1,241	1,741	700			
총 차입금	1,458	1,858				
현금성자산	217	117				
EBITDA	332		133			
영업이익	209		103	2020년 가이드스 기준		
감가상각비	123		30	가정치		
EV/EBITDA	8.4		14			

\* 2020년 EV/EBITDA 16배 적용 시

(단위: 십억원)	SKC(8/7일)	SKC(차입 4천억원 가정)	SPC 가치	인수 후 SKC 시총	시총증분	Upside
EV	2,780	2,780	2,128			
시총	1,539	1,039	1,428	2,467	928	60%
순차입금	1,241	1,741	700			
총 차입금	1,458	1,858				
현금성자산	217	117				
EBITDA	332		133			
영업이익	209		103	2020년 가이드스 기준		
감가상각비	123		30	가정치		
EV/EBITDA	8.4		16			

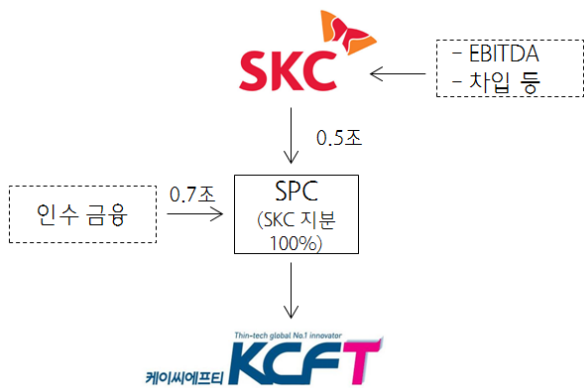
자료: 하나금융투자

그림 2. KCFT 손익 추이 및 회사측 가이드스

	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	9,100
영업이익	165			557	610	1,030	1,320	1,700	2,270
OPM	20.50%			19.5%					
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%					

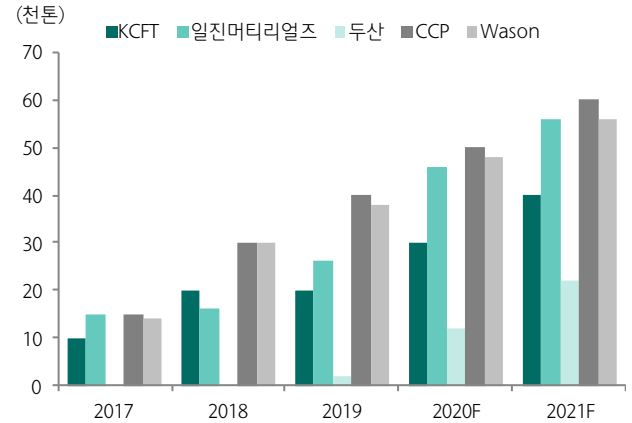
자료: 하나금융투자

그림 3. SKC KCFT 인수 구조



자료: SKC, 하나금융투자

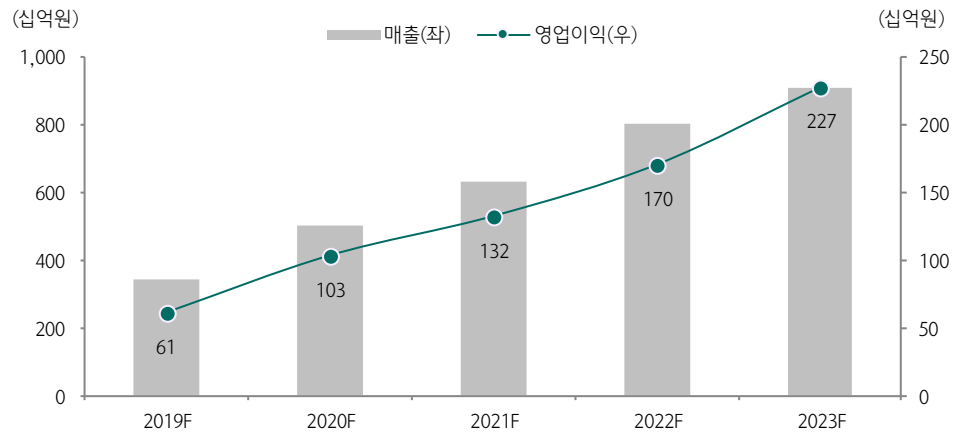
그림 4. 기업별 동박 설비 규모 전망



자료: 하나금융투자

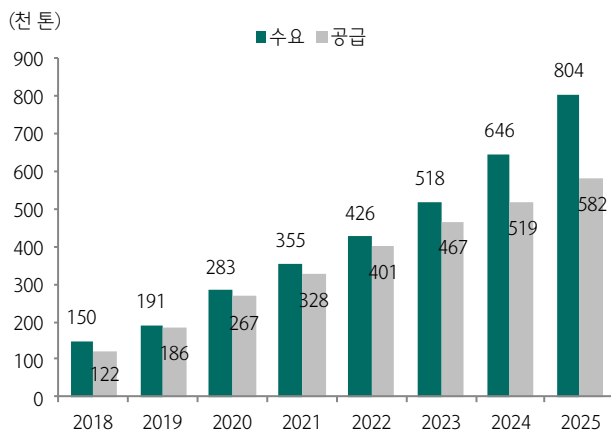
그림 5. KCFT 실적 추이 전망(SKC 추정)

2023년  
매출 9,100억원  
영업이익 2,227억원 전망



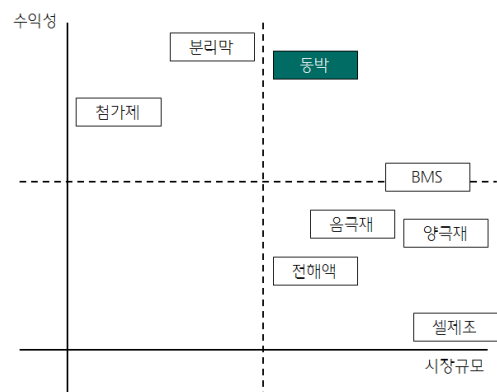
자료: SKC, 하나금융투자

그림 6. 동박 글로벌 수급 전망



자료: SKC, 하나금융투자

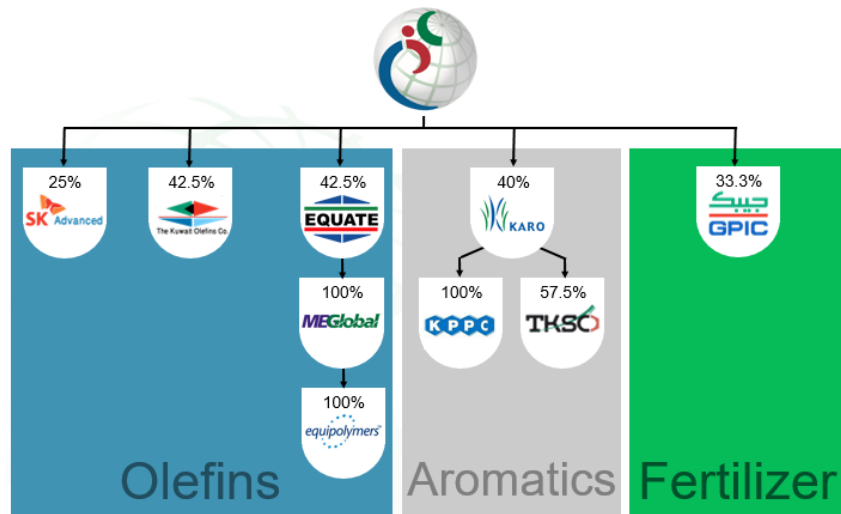
그림 7. 2차전지 소재별 수익성 및 시장규모 분포도



자료: SKC, 하나금융투자

그림 8. PIC의 지분법 회사

PIC의 지분법 회사



자료: 하나금융투자

## 주정 재무제표

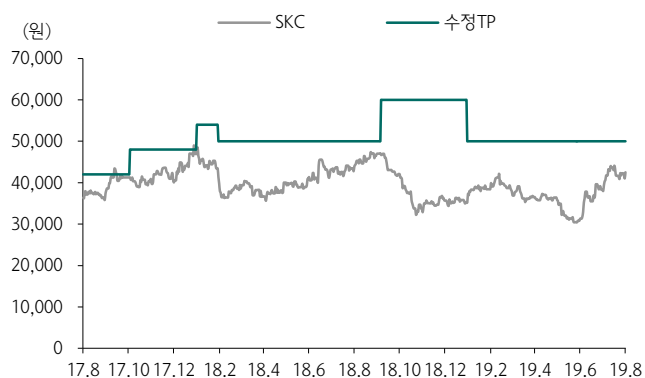
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,653.5	2,767.8	2,813.3	3,029.9	3,540.4
매출원가	2,227.4	2,289.1	2,310.9	2,471.1	2,903.4
매출총이익	426.1	478.7	502.4	558.8	637.0
판관비	250.5	277.6	300.1	319.8	360.2
영업이익	175.7	201.1	202.3	239.0	276.8
금융손익	(49.9)	(53.5)	(52.6)	(52.2)	(51.9)
중속/관계기업손익	68.1	62.9	30.0	35.0	35.0
기타영업외손익	(13.2)	(28.4)	(8.7)	(8.7)	(8.7)
세전이익	180.7	182.1	170.9	213.0	251.2
법인세	44.4	41.1	41.0	51.1	60.3
계속사업이익	136.3	141.0	129.9	161.9	190.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	136.3	141.0	129.9	161.9	190.9
비지배주주지분순이익	26.3	20.5	22.0	27.4	32.3
지배주주순이익	110.0	120.6	107.9	134.5	158.6
지배주주지분포괄이익	89.7	114.1	110.6	137.9	162.6
NOPAT	132.6	155.8	153.7	181.6	210.4
EBITDA	298.1	328.0	325.3	363.4	402.5
성장성(%)					
매출액증가율	12.5	4.3	1.6	7.7	16.8
NOPAT증가율	73.8	17.5	(1.3)	18.2	15.9
EBITDA증가율	8.8	10.0	(0.8)	11.7	10.8
영업이익증가율	17.7	14.5	0.6	18.1	15.8
(지배주주)순이익증가율	157.0	9.6	(10.5)	24.7	17.9
EPS증가율	154.9	9.6	(10.5)	24.7	17.9
수익성(%)					
매출총이익률	16.1	17.3	17.9	18.4	18.0
EBITDA이익률	11.2	11.9	11.6	12.0	11.4
영업이익률	6.6	7.3	7.2	7.9	7.8
계속사업이익률	5.1	5.1	4.6	5.3	5.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,931	3,213	2,875	3,584	4,227
BPS	40,272	42,476	44,408	47,048	50,331
CFPS	8,191	9,100	8,176	9,191	10,233
EBITDAPS	7,943	8,738	8,666	9,682	10,724
SPS	70,696	73,741	74,953	80,722	94,323
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	16.0	11.1	14.8	11.9	10.1
PBR	1.2	0.8	1.0	0.9	0.8
PCFR	5.7	3.9	5.2	4.6	4.2
EV/EBITDA	10.6	8.5	9.3	8.2	7.3
PSR	0.7	0.5	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	7.7	8.1	6.9	8.1	9.0
ROA	3.1	3.2	2.8	3.3	3.7
ROIC	5.6	6.3	6.0	7.0	8.1
부채비율	130.1	126.2	120.3	115.2	112.6
순부채비율	77.9	76.5	69.9	61.2	54.2
이자보상배율(배)	3.8	3.9	3.8	4.5	5.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	897.2	910.1	971.7	1,089.4	1,221.8
금융자산	176.2	162.0	210.1	289.3	340.5
현금성자산	176.0	160.4	208.4	287.5	338.4
매출채권 등	367.8	345.7	352.6	359.7	366.9
재고자산	299.3	353.2	359.0	386.6	451.8
기타유동자산	53.9	49.2	50.0	53.8	62.6
비유동자산	2,770.2	2,923.0	2,964.1	3,022.2	3,165.3
투자자산	543.2	596.3	606.1	652.8	762.8
금융자산	7.3	6.3	6.4	6.9	8.1
유형자산	1,903.2	1,978.6	2,017.3	2,035.8	2,075.4
무형자산	209.2	232.5	225.0	218.0	211.5
기타비유동자산	114.6	115.6	115.7	115.6	115.6
자산총계	3,667.3	3,833.1	3,935.8	4,111.6	4,387.0
유동부채	1,200.8	1,081.5	1,088.9	1,124.3	1,207.5
금융부채	741.2	614.5	614.6	614.9	615.8
매입채무 등	427.9	439.5	446.8	481.2	562.2
기타유동부채	31.7	27.5	27.5	28.2	29.5
비유동부채	872.9	1,056.8	1,060.3	1,077.0	1,116.4
금융부채	675.8	843.4	843.4	843.4	843.4
기타비유동부채	197.1	213.4	216.9	233.6	273.0
부채총계	2,073.7	2,138.3	2,149.3	2,201.3	2,323.9
지배주주지분	1,450.0	1,532.7	1,605.3	1,704.3	1,827.5
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	1,397.9	1,497.0	1,620.2
비지배주주지분	143.6	162.1	181.3	206.0	235.6
자본총계	1,593.6	1,694.8	1,786.6	1,910.3	2,063.1
순금융부채	1,240.8	1,295.9	1,247.9	1,169.1	1,118.8
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	209.3	231.6	223.1	267.3	325.0
당기순이익	136.3	141.0	129.9	161.9	190.9
조정	86.6	121.7	95.9	92.2	93.5
감가상각비	122.5	126.9	123.0	124.4	125.7
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	1.7	1.6	1.6
영업활동자산부채변동	(13.6)	(31.1)	(2.7)	13.2	40.6
투자활동 현금흐름	(175.7)	(212.8)	(138.0)	(151.5)	(237.9)
투자자산감소(증가)	101.8	10.0	17.5	(14.4)	(77.7)
유형자산감소(증가)	(111.2)	(181.5)	(154.3)	(135.9)	(158.8)
기타	(166.3)	(41.3)	(1.2)	(1.2)	(1.4)
재무활동 현금흐름	38.0	(34.8)	(35.3)	(35.1)	(34.6)
금융부채증가(감소)	68.3	41.0	0.1	0.4	0.8
자본증가(감소)	0.0	0.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.6)	(41.7)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	(29.7)	(34.6)	(35.4)	(35.4)	(35.4)
현금의 증감	71.0	(15.6)	48.1	79.1	50.9
Unlevered CFO	307.5	341.6	306.9	345.0	384.1
Free Cash Flow	89.1	46.9	68.8	131.5	166.3

## 투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SKC



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			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%

## 투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 8월 8일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 08월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.