

SKC(011790/KS)

1Q16 review: 예상을 하회한 실적

매수(유지)

T.P 37,000 원(하향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

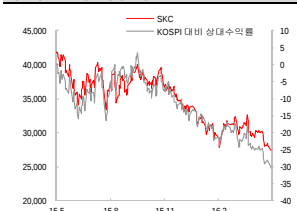
자본금	1,840 억원
발행주식수	3,696 만주
자사주	29 만주
액면가	5,000 원
시가총액	10,140 억원

주요주주	
SK(주)(외11)	42.40%
국민연금공단	13.05%
외국인지분율	12.30%
배당수익률	2.70%

Stock Data

주가(16/05/11)	27,450 원
KOSPI	1982.5 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	41,850 원
52주 최저가	27,400 원
60일 평균 거래대금	63 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.9%	-8.4%
6개월	-25.1%	-24.6%
12개월	-33.8%	-30.3%

1Q OP 는 431 억원으로 추정치를 11% 하회하였음. 화학은 여전히 견조했지만 필름 약세 지속이 실적약세의 주요원인이었음. 2Q 는 444 억원으로 전분기와 크게 다른 실적 추정함. 화학마진 하락세와 필름약세의 지속을 반영해 이익 추정치 하향하며, 이를 감안해 목표주가 역시 하향 조정함. Valuation 매력 충분하기에 최근 과매도 된 주가의 반등 가능성 있지만, 이익약세와 성장동력 부재 문제가 해결되지 않는다면 반등 폭 제한적일 것임.

1Q16 영업이익 431 억원(QoQ +12.3% / YoY -24.5%)

SK 증권 리서치센터 추정치 484 억원을 11.0% 하회하는 실적이었음. 시장 컨센서스 469 억원에도 역시 부합하지 못했음. 화학사업부는 기본적으로 견조한 이익을 이어갔음. 영업이익 318 억원 / 영업이익률 17.5%로서 물론 20%를 상회했던 직전 2 개 분기 대비로는 둔화되었지만 여전히 고수익성을 보여줬음. 다만 필름의 부진 지속이 실적 부진의 근본 원인임. 50 억원의 영업이익으로서 영업이익률이 2.9%에 불과했는데, 글로벌 디스플레이 공급과잉 및 수요둔화의 여파가 여전히 이어지고 있음. 지난 분기 영업적자가 발생했던 자회사의 실적은 63 억원으로서 크게 개선되었음

2Q16 영업이익 444 억원(QoQ +3.0% / YoY -25.1%) 추정

2 분기는 소폭 증익이 가능할 것으로 추정되지만 전체적으로는 1 분기와 유사한 수준이 시현될 것으로 추정함. 일단 강세를 이어가고 있는 PO 가 계절적 성수기 진입 등의 효과로 여전히 실적을 견인할 것으로 기대함. 다만 필름은 당분간 동종업계의 동향 등을 볼 때 부진이 이어질 가능성이 높기 때문에 기대치를 높이는 것은 어려움

목표주가 43,000 원 → 37,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

생각보다 길어지고 있는 필름의 시황 둔화추세와 화학의 마진 하락을 반영하여 동사의 16 년/17 년 영업이익 추정치를 각각 17.0% / 18.6% 하향 조정하며, 이를 감안해 목표주가 역시 하향 조정함. 1 분기 이익이 기대에 미치지 못하였고, 차세대 성장동력의 모멘텀이 발생하지 않는 점을 시장이 우려하고 있다는 부분이 최근 지속적인 주가 하락을 설명하는 요인이라고 판단함. 현재 시가총액 1 조 수준의 가치는 12M fwd PER 기준 8.5x, PBR 기준 0.6x 에 이를 만큼 많이 하락한 것이기 때문에, 과매도 merit 에 따른 상승동력은 충분히 상존함. 다만 기초적인 우상향 기초를 그리기 위해서는 결국 이익과 미래성장동력이라는 부분에 대한 해결점이 필요한 시점임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	2,641.4	2,802.2	2,564.8	2,126.8	2,010.2	1,908.4
yoy	%	0.5	6.1	(8.5)	(17.1)	(5.5)	(5.1)
영업이익	십억원	124.0	152.4	218.1	167.6	169.7	178.4
yoy	%	(14.3)	22.9	43.1	(23.1)	1.2	5.2
EBITDA	십억원	245.1	289.2	360.8	309.5	311.6	320.4
세전이익	십억원	48.0	71.9	370.0	156.1	148.5	157.8
순이익(지배주주)	십억원	56.8	69.5	272.2	111.8	109.3	116.2
영업이익률%	%	4.7	5.4	8.5	7.9	8.4	9.3
EBITDA%	%	9.3	10.3	14.1	14.6	15.5	16.8
순이익률	%	1.8	2.6	14.4	7.3	7.4	8.3
EPS	원	1,568	1,912	7,397	3,087	3,019	3,209
PER	배	19.5	13.9	4.6	8.9	9.1	8.6
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	10.7	8.5	7.0	6.8	6.2	3.2
ROE	%	4.9	5.8	20.5	7.5	7.0	7.0
순차입금	십억원	1,505	1,484	1,299	1,078	909	703
부채비율	%	197.5	183.4	137.0	126.9	120.5	113.3

1Q16 실적 review

(단위: % 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	701.0	632.4	631.7	599.6	566.4	(19.2)	(5.5)	606.7	567.4	(0.2)
영업이익	61.4	59.3	54.6	42.8	43.1	(29.8)	0.7	46.9	48.4	(11.0)
세전이익	37.5	38.0	301.2	(6.8)	38.9	3.7	(675.3)	33.8	35.1	10.6
지배순이익	22.7	26.2	223.8	(0.5)	25.5	12.0	(5,234.2)	25.8	27.5	(7.5)
영업이익률	8.8	9.4	8.7	7.1	7.6	-1.1	0.5	7.7	8.5	-0.9
세전이익률	5.3	6.0	47.7	-1.1	6.9	1.5	8.0	5.6	6.2	0.7
지배주주순이익률	3.2	4.1	35.4	-0.1	4.5	1.3	4.6	4.2	4.9	-0.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	7.0%	20.5%	7.3%	6.8%	6.8%	6.7%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.0%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.91					
1Q17E BPS(지배주주지분)	40,718					
Target Price	37,242					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	7,397	3,046	3,019	3,167	3,309
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,091				
1Q17E EPS	3,046				
1Q18E EPS	3,019				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	30,910	32,456	34,001	35,547	37,092	38,638	40,183	41,729	43,274	44,820
TP by 1Q17E EPS	30,457	31,980	33,503	35,026	36,549	38,072	39,594	41,117	42,640	44,163
TP by 1Q18E EPS	30,189	31,698	33,208	34,717	36,227	37,736	39,246	40,755	42,264	43,774

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	2,565.5	2,134.2	2,026.3	2,564.8	2,126.8	2,010.2	0.0%	-0.3%	-0.8%
YoY %	(8.4)	(16.8)	(5.1)	(8.5)	(17.1)	(5.5)			
영업이익	218.1	201.9	208.5	218.1	167.6	169.7	0.0%	-17.0%	-18.6%
YoY %	43.1	(7.4)	3.3	43.1	(23.1)	1.2			
EBITDA	359.5	338.3	345.0	360.8	309.5	311.6	0.4%	-8.5%	-9.7%
YoY %	24.3	(5.9)	2.0	24.8	(14.2)	0.7			
순이익	242.4	123.2	136.1	272.2	111.8	109.3	12.3%	-9.3%	-19.7%
YoY %	248.9	(49.2)	10.5	291.7	(58.9)	(2.2)			

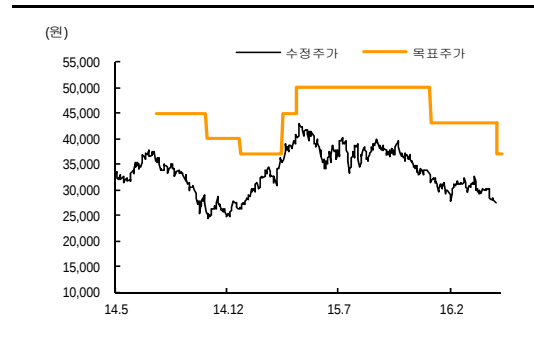
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	567.4	535.5	527.9	503.4	566.4	534.6	525.9	500.0	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.7%
YoY %	(19.1)	(15.3)	(16.4)	(16.1)	(19.2)	(15.5)	(16.8)	(16.6)				
QoQ %	(5.5)	(5.6)	(1.4)	(4.6)	(5.5)	(5.6)	(1.6)	(4.9)				
영업이익	48.4	53.8	55.3	44.4	43.1	44.4	45.3	34.8	-11.0%	-17.5%	-18.0%	-21.6%
YoY %	(21.1)	(9.2)	1.1	3.8	(29.8)	(25.1)	(17.1)	(18.7)				
QoQ %	13.1	11.1	2.7	(19.6)	0.7	3.0	2.0	(23.2)				
EBITDA	82.5	87.9	89.4	78.5	78.6	79.9	80.8	70.3	-4.8%	-9.1%	-9.6%	-10.5%
YoY %	(15.5)	(8.6)	0.7	2.1	(19.5)	(16.9)	(9.0)	(10.2)				
QoQ %	7.3	6.5	1.7	(12.1)	0.4	1.7	1.1	(13.0)				
순이익	27.5	33.1	35.2	27.3	25.5	29.4	31.8	25.1	-7.5%	-11.3%	-9.7%	-8.2%
YoY %	21.1	26.5	(84.3)	#VALUE!	12.0	12.2	(85.8)	#VALUE!				
QoQ %	#VALUE!	20.2	6.5	(22.4)	#VALUE!	15.3	8.4	(21.1)				

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.05.11	매수	37,000원
	2016.03.27	매수	43,000원
	2016.02.11	매수	43,000원
	2016.01.05	매수	43,000원
	2015.10.28	매수	50,000원
	2015.09.30	매수	50,000원
	2015.08.07	매수	50,000원
	2015.06.29	매수	50,000원
	2015.04.23	매수	50,000원
	2015.03.29	매수	45,000원
	2015.02.12	매수	37,000원
	2015.01.06	매수	37,000원
	2014.11.01	매수	40,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 5월 11 현재 SKC와 과 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 11일 기준)

매수	96.43%	중립	3.57%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	941	787	899	1,071	1,235
현금및현금성자산	52	39	259	429	634
매출채권및기타채권	310	402	332	333	310
재고자산	326	284	253	254	238
비유동자산	2,746	2,901	2,822	2,739	2,653
장기금융자산	26	24	24	24	24
유형자산	2,213	2,079	2,000	1,917	1,831
무형자산	175	146	146	146	146
자산총계	3,687	3,688	3,721	3,810	3,888
유동부채	1,333	1,056	1,006	1,006	990
단기금융부채	819	663	663	663	663
매입채무 및 기타채무	398	306	255	256	240
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	1,053	1,076	1,076	1,076	1,076
장기금융부채	893	880	880	880	880
장기매입채무 및 기타채무	30	20	20	20	20
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,386	2,132	2,081	2,082	2,066
지배주주지분	1,217	1,444	1,528	1,615	1,710
자본금	182	184	184	184	184
자본잉여금	157	126	126	126	126
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	884	1,130	1,220	1,308	1,403
비지배주주지분	84	112	112	112	112
자본총계	1,301	1,556	1,640	1,728	1,823
부채외자본총계	3,687	3,688	3,721	3,810	3,888

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	190	108	413	350	384
당기순이익(손실)	43	246	118	115	122
비현금성항목등	244	134	237	237	237
유형자산감가상각비	137	143	142	142	142
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(107)	8	(95)	(95)	(95)
운전자본감소(증가)	(38)	(177)	59	(1)	25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	77	(92)	68	(1)	22
재고자산감소(증가)	(1)	42	30	(1)	16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(103)	(53)	(39)	1	(13)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	29	124	60	60	60
투자활동현금흐름	(84)	(96)	(62)	(59)	(56)
금융자산감소(증가)	11	(5)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(123)	(63)	(62)	(59)	(56)
무형자산감소(증가)	(12)	(5)	0	0	0
기타	39	(23)	0	0	0
재무활동현금흐름	(77)	(26)	(27)	(27)	(27)
단기금융부채증가(감소)	(228)	(281)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	164	272	0	0	0
자본의증가(감소)	11	5	0	0	0
배당금의 지급	18	23	27	27	27
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	29	(13)	221	169	206
기초현금	23	52	39	259	429
기말현금	52	39	259	429	634
FCF	(38)	265	263	213	249

자료 : SKC, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,802	2,565	2,127	2,010	1,908
매출원가	2,361	2,065	1,720	1,614	1,515
매출총이익	441	500	407	396	393
매출총이익률 (%)	15.7	19.5	19.1	19.7	20.6
판매비와관리비	289	281	239	226	215
영업이익	152	218	168	170	178
영업이익률 (%)	5.4	8.5	7.9	8.4	9.3
비영업손익	(81)	152	(12)	(21)	(21)
순금융비용	7	7	27	22	23
외환관련손익	(0)	(7)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	2	(15)	6	6	6
세전계속사업이익	72	370	156	148	158
세전계속사업이익률 (%)	2.6	14.4	7.3	7.4	8.3
계속사업법인세	29	124	38	33	36
계속사업이익	43	246	118	115	122
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	43	246	118	115	122
순이익률 (%)	1.5	9.6	5.5	5.7	6.4
지배주주	69	272	112	109	116
지배주주귀속 순이익률(%)	2.5	10.6	5.3	5.4	6.1
비지배주주	(26)	(27)	6	6	6
총포괄이익	23	250	118	115	122
지배주주	49	276	112	109	116
비지배주주	(26)	(26)	6	6	6
EBITDA	289	361	310	312	320

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.1	(8.5)	(17.1)	(5.5)	(5.1)
영업이익	22.9	43.1	(23.1)	1.2	5.2
세전계속사업이익	49.8	414.8	(57.8)	(4.9)	6.3
EBITDA	18.0	24.8	(14.2)	0.7	2.8
EPS(계속사업)	22.0	286.9	(58.3)	(2.2)	6.3
수익성 (%)					
ROE	5.8	20.5	7.5	7.0	7.0
ROA	1.2	6.7	3.2	3.1	3.2
EBITDA마진	10.3	14.1	14.6	15.5	16.8
안정성 (%)					
유동비율	70.6	74.5	89.4	106.4	124.8
부채비율	183.4	137.0	126.9	120.5	113.3
순차입금/자기자본	114.0	83.4	65.7	52.6	38.6
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.4	(0.3)	0.0	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,912	7,397	3,087	3,019	3,209
BPS	29,559	37,779	40,698	43,120	45,741
CFPS	6,291	7,813	7,405	7,550	7,737
주당 현금배당금	550	543	543	543	543
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	4.6	8.9	9.1	8.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.2	4.3	3.7	3.6	3.5
EV/EBITDA(최고)	8.5	7.0	6.8	6.2	3.2
EV/EBITDA(최저)					