

SK(011790/KS)

## 모멘텀보다 밸류

매수(유지)

T.P 43,000 원(유지)

## Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

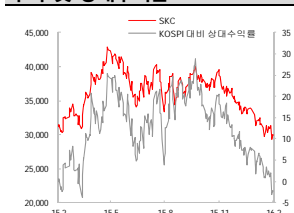
## Company Data

자본금	1,839 억원
발행주식수	3,680 만주
자사주	29 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,002 억원
주요주주	
SK(주)(외11)	44.13%
국민연금공단	13.05%
외국인지분률	11.20%
배당수익률	1.80%

## Stock Data

주가(16/02/10)	29,900 원
KOSPI	1917.79 pt
52주 Beta	0.96
52주 최고가	42,900 원
52주 최저가	29,350 원
60일 평균 거래대금	41 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.5%	-4.9%
6개월	-13.6%	-8.5%
12개월	-4.2%	-2.4%

4분기 영업이익은 428 억원으로 추정치를 15.1% 하회하였음. 필름사업부의 부진과 기타 사업부에서의 1 회성 손실 영향이 컸음. 1 분기는 1 회성 비용효과가 소멸되는 만큼 전분기 대비 이익 개선 기대됨. 동사의 주가는 15 년말 대비 30% 이상 하락했음. 동 기간 동종 업계 정유/화학 업종 주가가 강세였던 것 대비로는 크게 할인된 수준임. 다만 안정적 이익, 자회사 개선세 등 매력적인 밸류를 감안할 때 현 주가 수준에서 매수여력 충분함

## 4Q15 영업이익 428 억원(QoQ -21.6% / YoY +9.7%)

SK 증권 리서치센터 추정치 504 억원을 15.1% 하회하는, 조금은 기대에 못 미치는 실적이었음. 필름사업부가 15 년 분기 기준 최저 영업이익률(2.4%)을 시현할 정도로 약세였고, 기타사업부에서 대규모 1 회성 비용이 반영되며 소폭 적자전환한 부분이 예상치를 하회한 원인이었음. 다만 화학사업부의 영업이익률은 21.2%로서 여전히 높은 수준을 유지했음. 비록 매출액의 감소로 영업이익은 소폭 감소(3Q 423 억원 → 4Q 397 억원)했지만 2015 년 연간 내내 동사의 호실적을 견인하는 역할을 해주었음.

## 1Q16 영업이익 496 억원(QoQ +15.9% / YoY -19.2%) 추정

1 분기에는 기타 사업부의 1 회성 손실효과가 소멸되는 만큼 전분기대비 개선된 실적이 예상됨. 또한 화학사업부의 PO 는 여전히 역대 타이트한 수급 효과를 유지하고 있는 데다가, 원재료 프로필렌의 공급과잉 압박에 따른 가격하락이 지속되고 있기 때문에 호실적이 이어질 것임. 다만 유가하락에 따른 일부 제품가격 하락 반영효과 때문에 top-line 이 줄어들면서 외형 자체는 축소될 수 있음을 감안해야 함.

## 목표주가 43,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익 추정치의 변동분이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 동사의 주가는 15 년 11 월 약 4 만원에서 현재 3 만원 수준까지 30% 이상 하락하였음. 동 기간 동종업계 정유/화학 업종의 주가가 호조였던 것 대비로 본다면 상대적으로 큰 discount 었음. 그렇지만 2015 년 영업이익은 2,181 억원으로서 사상 최대치였고, 재무제표 개선, 연결자회사 실적개선 등 여러 가지 호재가 있었던 것을 감안한다면 discount 폭이 과대했다고 판단함. 비록 단기주가 호재를 이끌 모멘텀은 부족할 지 모르지만, 중장기적인 기업의 밸류를 감안한다면 현 주가 수준에서 매수매력 충분함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	2,641.4	2,802.2	2,565.5	2,202.5	2,145.6	2,045.2
yoy	%	0.5	6.1	(8.4)	(14.1)	(2.6)	(4.7)
영업이익	십억원	124.0	152.4	218.1	194.7	212.9	218.3
yoy	%	(14.3)	22.9	43.1	(10.7)	9.3	2.6
EBITDA	십억원	245.1	289.2	359.5	331.2	349.3	354.7
세전이익	십억원	48.0	71.9	368.2	148.4	176.1	183.5
순이익(지배주주)	십억원	56.8	69.5	242.4	116.3	138.0	143.8
영업이익률%	%	4.7	5.4	8.5	8.8	9.9	10.7
EBITDA%	%	9.3	10.3	14.0	15.0	16.3	17.3
순이익률	%	1.8	2.6	14.4	6.7	8.2	9.0
EPS	원	1,568	1,912	6,588	3,211	3,810	3,971
PER	배	19.5	13.9	5.1	9.3	7.8	7.5
PBR	배	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	10.7	8.5	7.3	6.8	5.9	3.1
ROE	%	4.9	5.8	18.6	8.1	8.9	8.6
순차입금	십억원	1,505	1,484	1,386	1,156	950	724
부채비율	%	197.5	183.4	144.1	134.0	124.8	116.0

## 4Q15 실적 review

(단위: % 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	706.0	701.0	632.4	631.7	600.3	(15.0)	(5.0)	612.6	605.0	(0.8)
영업이익	39.8	61.4	59.3	54.6	42.8	7.7	(21.7)	49.6	50.4	(15.1)
세전이익	17.2	37.5	38.0	301.2	(8.5)	적전	적전	33.7	42.8	N/A
지배순이익	16.3	22.7	26.2	223.8	(30.3)	적전	적전	22.9	33.6	N/A
영업이익률	5.6	8.8	9.4	8.7	7.1	1.5	-1.5	8.1	8.3	-1.2
세전이익률	2.4	5.3	6.0	47.7	-1.4	-3.9	-49.1	5.5	7.1	-8.5
지배주주순이익률	2.3	3.2	4.1	35.4	-5.0	-7.3	-40.5	3.7	5.5	-10.6

자료: SK 증권 Fnguide

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	2,570.2	2,307.2	2,272.2	2,565.5	2,202.5	2,145.6	-0.2%	-4.5%	-5.6%
YoY %	(8.3)	(10.2)	(1.5)	(8.4)	(14.1)	(2.6)			
영업이익	225.7	195.8	205.8	218.1	194.7	212.9	-3.4%	-0.6%	3.4%
YoY %	48.1	(13.2)	5.1	43.1	(10.7)	9.3			
EBITDA	367.1	332.3	342.2	359.5	331.2	349.3	-2.1%	-0.3%	2.1%
YoY %	26.9	(9.5)	3.0	24.3	(7.9)	5.5			
순이익	306.2	119.8	133.8	242.4	116.3	138.0	-20.8%	-2.9%	3.1%
YoY %	340.7	(60.9)	11.7	248.9	(52.0)	18.6			

자료: SKC, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	605.0	581.7	574.6	580.8	600.3	575.9	543.1	547.1	-0.8%	-1.0%	-5.5%	-5.8%
YoY %	(14.3)	(17.0)	(9.1)	(8.1)	(15.0)	(17.9)	(14.1)	(13.4)				
QoQ %	(4.2)	(3.8)	(1.2)	1.1	(5.0)	(4.1)	(5.7)	0.7				
영업이익	50.4	51.8	50.6	49.8	42.8	49.6	50.3	50.3	-15.1%	-4.1%	-0.6%	1.1%
YoY %	26.9	(15.7)	(14.7)	(8.9)	7.7	(19.1)	(15.2)	(7.9)				
QoQ %	(7.7)	2.6	(2.3)	(1.6)	(21.7)	15.9	1.3	0.1				
EBITDA	84.5	85.9	84.7	83.9	76.9	83.7	84.4	84.4	-9.0%	-2.5%	-0.4%	0.6%
YoY %	27.7	(12.1)	(11.9)	(5.5)	16.1	(14.2)	(12.2)	(4.9)				
QoQ %	(4.7)	1.6	(1.4)	(0.9)	(13.4)	8.9	0.8	0.1				
순이익	33.6	31.0	31.0	31.0	(30.3)	28.4	30.1	30.9	-190.1%	-8.5%	-2.7%	-0.4%
YoY %	105.9	36.5	18.4	(86.1)	#VALUE!	24.8	15.2	(86.2)				
QoQ %	(85.0)	(7.5)	(0.2)	0.2	#VALUE!	#VALUE!	6.1	2.6				

자료: SKC, SK 증권

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	8.1%	ROE(지배주주지분)	5.8%	7.8%	8.6%	8.4%	9.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	8.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.11						
4Q15E BPS(지배주주지분)	38,734						
Target Price	43,042						

자료: SKC, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2014	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
EPS(지배주주지분)	1,912	3,160	3,750	3,908	4,750
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	3,587				
1Q16E EPS	3,160				
1Q17E EPS	3,750				

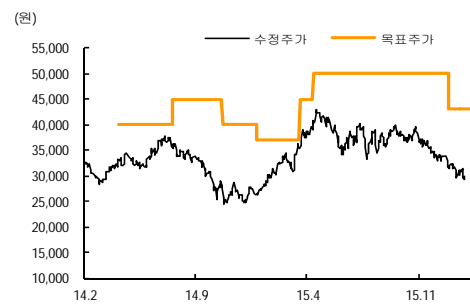
Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	35,868	37,661	39,455	41,248	43,042	44,835	46,628	48,422	50,215	52,009
TP by 4Q15E EPS	31,605	33,185	34,765	36,346	37,926	39,506	41,086	42,667	44,247	45,827
TP by 4Q16E EPS	37,496	39,370	41,245	43,120	44,995	46,870	48,744	50,619	52,494	54,369

자료: SKC, SK 증권

## 투자의견변경

일시      투자의견      목표주가

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
2014.09.29	매수	45,000원
2014.07.30	매수	45,000원



## Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 2월 11 현재 SKC(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 2월 11일 기준)

매수	96%	중립	4%	매도	0%
----	-----	----	----	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	941	774	921	1,115	1,311
현금및현금성자산	52	(10)	220	426	652
매출채권및기타채권	310	426	378	372	355
재고자산	326	293	262	258	247
<b>비유동자산</b>	2,746	2,956	2,876	2,795	2,711
장기금융자산	26	28	28	28	28
유형자산	2,213	2,112	2,032	1,951	1,867
무형자산	175	149	149	149	149
<b>자산총계</b>	3,687	3,730	3,797	3,910	4,022
<b>유동부채</b>	1,333	1,200	1,172	1,168	1,158
단기금융부채	819	812	812	812	812
매입채무 및 기타채무	398	265	236	233	222
단기충당부채	1	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,053	1,002	1,002	1,002	1,002
장기금융부채	893	804	804	804	804
장기매입채무 및 기타채무	69	22	22	22	22
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,386	2,202	2,174	2,170	2,160
<b>지배주주지분</b>	1,217	1,393	1,488	1,605	1,727
자본금	182	184	184	184	184
자본잉여금	157	124	124	124	124
기타자본구성요소	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
이익잉여금	884	1,087	1,182	1,298	1,420
비지배주주지분	84	135	135	135	135
<b>자본총계</b>	1,301	1,528	1,623	1,739	1,862
<b>부채외자본총계</b>	3,687	3,730	3,797	3,910	4,022

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	190	119	644	620	637
당기순이익(손실)	43	237	115	136	142
비현금성항목등	246	147	476	476	476
유형자산감가상각비	137	141	136	136	136
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(109)	(6)	(339)	(339)	(339)
운전자본감소(증가)	(39)	(183)	53	7	19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	77	(82)	42	6	15
재고자산감소(증가)	(1)	32	31	4	11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(103)	(93)	(21)	(3)	(8)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	29	189	320	320	320
<b>투자활동현금흐름</b>	(84)	(106)	(56)	(55)	(52)
금융자산감소(증가)	11	(12)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(123)	(66)	(56)	(55)	(52)
무형자산감소(증가)	(12)	(6)	0	0	0
기타	39	(22)	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(77)	28	(20)	(20)	(20)
단기금융부채증가(감소)	(228)	(104)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	164	161	0	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	18	43	20	20	20
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	29	(62)	230	205	226
기초현금	23	52	(10)	220	426
기말현금	52	(10)	220	426	652
FCF	(38)	389	286	254	273

자료 : SKC, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	2,802	2,565	2,203	2,146	2,045
<b>매출원가</b>	2,361	2,070	1,774	1,705	1,610
<b>매출총이익</b>	441	496	428	440	435
매출총이익률 (%)	15.7	19.3	19.4	20.5	21.3
<b>판매비와관리비</b>	289	278	233	227	217
영업이익	152	218	195	213	218
영업이익률 (%)	5.4	8.5	8.8	9.9	10.7
비영업손익	(81)	150	(46)	(37)	(35)
<b>순금융비용</b>	7	5	12	21	23
외환관련손익	(0)	(4)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	2	(14)	7	7	7
세전계속사업이익	72	368	148	176	184
세전계속사업이익률 (%)	2.6	14.4	6.7	8.2	9.0
계속사업법인세	29	131	33	40	41
<b>계속사업이익</b>	43	237	115	136	142
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	43	237	115	136	142
<b>순이익률 (%)</b>	1.5	9.3	5.2	6.4	7.0
지배주주	69	242	116	138	144
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.5	9.4	5.3	6.4	7.0
비지배주주	(26)	(5)	(1)	(2)	(2)
<b>총포괄이익</b>	23	263	115	136	142
지배주주	49	267	116	138	144
비지배주주	(26)	(4)	(1)	(2)	(2)
EBITDA	289	359	331	349	355

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.1	(8.4)	(14.1)	(2.6)	(4.7)
영업이익	22.9	43.1	(10.7)	9.3	2.6
세전계속사업이익	49.8	412.3	(59.7)	18.6	4.2
EBITDA	18.0	24.3	(7.9)	5.5	1.6
EPS(계속사업)	22.0	244.6	(51.3)	18.6	4.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.8	18.6	8.1	8.9	8.6
ROA	1.2	6.4	3.1	3.5	3.6
EBITDA마진	10.3	14.0	15.0	16.3	17.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	70.6	64.5	78.6	95.4	113.2
부채비율	183.4	144.1	134.0	124.8	116.0
순차입금/자기자본	114.0	90.7	71.2	54.6	38.9
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.4	(0.1)	0.1	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,912	6,588	3,211	3,810	3,971
BPS	29,559	36,154	39,357	42,571	45,944
CFPS	6,291	11,003	7,935	8,323	8,439
주당 현금배당금	550	550	550	550	550
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.9	5.1	9.3	7.8	7.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.2	3.1	3.8	3.6	3.5
EV/EBITDA(최고)	8.5	7.3	6.8	5.9	3.1
EV/EBITDA(최저)	5.0	8.3	10.9	7.3	7.1