

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwoo@sk.com

02-3773-8889

## Company Data

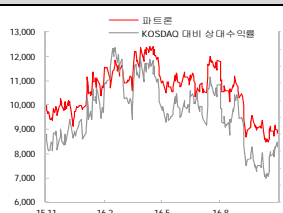
자본금	271 억원
발행주식수	5,416 만주
자사주	175 만주
액면가	500 원
시가총액	4,793 억원
주요주주	
김종구(외7)	25.33%

외국인지분율	24.10%
배당수익률	2.80%

## Stock Data

주가(16/11/01)	8,850 원
KOSDAQ	626.38 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	12,400 원
52주 최저가	8,460 원
60일 평균 거래대금	64 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.2%	7.7%
6개월	-19.7%	-10.1%
12개월	-9.0%	-0.4%

## 파트론 (091700/KQ | 매수(유지) | T.P 12,000 원(하향))

### 3Q16 실적 쇼크, 그러나 S8을 기다리며 저점매수 전략 제안

부품 대장주 파트론의 3Q16 실적은 수 차례 조정된 우리의 추정치마저 하회했습니다. 가장 주요한 원인은 고객사의 중저가 스마트폰 감산입니다. 4분기 실적개선도 제한적일 것입니다. 그러나 파트론에 대해 '매수' 투자 의견을 유지합니다. 1Q17에 갤럭시 S8과 신규 보급형 스마트폰의 출시로 업황 반등이 점쳐지기 때문입니다. 목표주가를 하향하지만, 저점매수 전략이 유효하다고 생각합니다. <SK IT 탐방왕>

### 부품 성수기 3분기에 실적 쇼크 기록, 고객사의 중저가 스마트폰 감산 영향

파트론의 3Q16 실적은 매출액 1,768 억원 (QoQ -10%, YoY -20%), 영업이익 25 억원 (QoQ -77%, YoY -87%)으로 추정치를 하회했다. 이러한 실적 부진은 고객사가 3분기에 ① 플래그십 확판 전략과 ② 노트 7 리콜 대응에 집중하면서 중저가 스마트폰의 생산을 전년 대비 크게 줄였기 때문이다. 또한 ③ 일회성 원재료 폐기비용이 약 20 억원 발생했다. 과거 적자를 기록하던 자회사들(엘컴텍, 옵티맥, 베트남 법인)은 흑자를 기록했기에 3Q16 부진은 대부분 고객사의 스마트폰 감산에 의한 것으로 분석한다.

### 4Q16도 부진하겠지만 예상보다는 견조할 것. 그리고 1Q17 실적 반등 전망

4분기 스마트폰 부품 업황은 노트 7 단종으로 800 만대의 플래그십 생산이 무효화되며 더욱 악화될 것으로 전망됐다. 그러나 고객사가 노트 7 부품재고 보상과 S7, A, J의 생산 확대를 결정했기에 4Q16 실적은 예상보다 견조할 것이다. 1Q17에는 All New Design의 갤럭시 S8과 다수의 2017년형 A, J 모델이 출시되기에 실적반등이 가능하다.

### 3분기 실적 쇼크로 실적추정치와 목표주가 하향 조정, 그러나 저점매수 제안

3분기 부진으로 파트론의 목표주가를 12,000 원으로 하향 조정한다. 그러나 매수 의견은 유지한다. 이는 ① 2017년 상반기 스마트폰 부품 업황의 반등이 전망되고(10월 31일 발간 산업자료 참조), ② 업황이 개선될 경우 고객사의 핵심벤더인 파트론의 수혜가 유력하며, ③ 언제나 타 부품사들 대비 높은 밸류에이션을 부여 받아 온 동사의 현재주가는 저평가 수준이라 판단하기 때문이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	10,995	7,698	8,058	7,960	9,640	9,990
yoy	%	25.9	-30.0	4.7	-1.2	21.1	3.6
영업이익	억원	1,349	662	588	417	600	650
yoy	%	48.0	-50.9	-11.2	-29.1	43.8	8.4
EBITDA	억원	1,773	1,031	1,053	922	1,098	1,136
세전이익	억원	1,418	665	625	400	700	752
순이익(지배주주)	억원	1,060	484	398	227	450	487
영업이익률%	%	12.3	8.6	7.3	5.2	6.2	6.5
EBITDA%	%	16.1	13.4	13.1	11.6	11.4	11.4
순이익률	%	10.0	6.4	5.7	3.9	5.5	5.7
EPS	원	1,956	894	735	419	830	899
PER	배	7.3	13.2	13.4	21.1	10.7	9.8
PBR	배	2.7	2.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	5.1	7.0	5.8	5.5	4.6	4.3
ROE	%	44.2	16.3	12.5	6.8	12.8	12.9
순차입금	억원	1,067	581	323	-251	-303	-548
부채비율	%	85.2	53.2	40.5	28.3	35.8	31.3

파트론 제품별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017E
Revenue	2,018	1,847	2,204	1,989	2,481	1,964	1,768	1,748	8,058	7,960	9,640
QoQ	-1%	-8%	19%	-10%	25%	-21%	-10%	-1%	-	-	-
YoY	-15%	20%	27%	-3%	23%	6%	-20%	-12%	5%	-1%	21%
안테나	302	158	232	183	232	161	194	179	874	766	831
유전체필터	24	27	30	24	39	33	31	33	104	136	136
아이슬레이터	50	22	48	33	61	27	32	39	153	159	152
크리스탈	76	77	91	75	68	59	70	71	320	268	276
카메라모듈	1,436	1,350	1,606	1,503	1,937	1,502	1,181	1,271	5,895	5,891	6,323
센서	111	111	121	118	128	140	154	135	461	558	725
악세서리	8	12	15	13	12	15	14	20	48	61	91
기타	11	92	60	40	4	26	91	0	203	121	1,105
비중											
안테나	15%	9%	11%	9%	9%	8%	11%	10%	11%	10%	9%
유전체필터	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	1%
아이슬레이터	2%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
크리스탈	4%	4%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	3%
카메라모듈	71%	73%	73%	76%	78%	77%	67%	73%	73%	74%	66%
센서	6%	6%	6%	6%	5%	7%	9%	8%	6%	7%	8%
악세서리	0%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
기타	1%	5%	3%	2%	0%	1%	5%	0%	3%	2%	11%
Operating Income	141	62	198	186	207	107	25	78	588	417	600
OPM (%)	7.0%	3.4%	9.0%	9.4%	8.4%	5.5%	1.4%	4.4%	7.3%	5.2%	6.2%
QoQ	7%	-56%	218%	-6%	11%	-48%	-77%	212%	-	-	-
YoY	-50%	-50%	61%	41%	47%	72%	-87%	-58%	-11%	-29%	44%

자료: SK 증권 추정

파트론 3Q16 실적 : 확정치 vs SK 증권 추정치

(단위: 억원)

파트론 실적	3Q15	2Q16	3Q16 확정치	3Q16 SK 추정치	추정치 대비
매출액	2,204	1,964	1,768	1,911	-7%
영업이익	198	107	25	72	-66%
순이익	173	39	-3	54	적자전환

자료: SK 증권 추정, Dataguide

2016년 실적 : SK 증권 추정치 vs 시장 컨센서스

(단위: 억원)

파트론 실적	2014	2015	2016 SK 추정치	2016 컨센서스	컨센서스 대비
매출액	7,698	8,058	7,960	8,412	-5%
영업이익	662	588	417	542	-23%
순이익	484	398	227	340	-33%

자료: SK 증권 추정, Dataguide

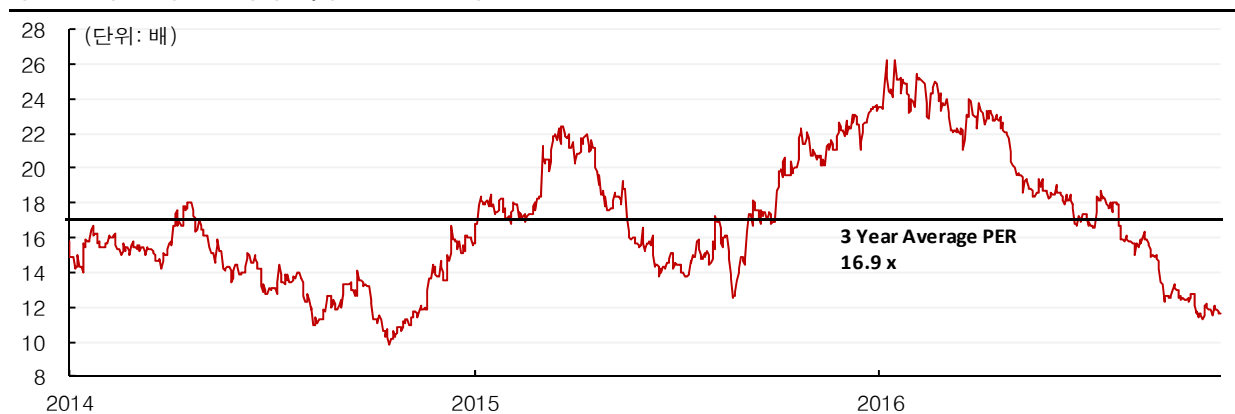
## 파트론 Valuation Model : RIM 모형

(단위: 억원 배)

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
당기순이익	398	227	450	487	585	649	714	785	864	950	1,016	1,047
자기자본	3,259	3,733	4,283	4,859	5,443	6,092	6,806	7,591	8,454	9,404	10,421	11,468
자기자본이익률 (ROE)	12%	6%	10%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	9%
Cost of Equity (COE)	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
ROE-COE	5.4%	-0.7%	3.7%	3.2%	3.9%	3.8%	3.7%	3.5%	3.4%	3.3%	2.9%	2.3%
잔여이익 (RI, Residual Income)		-24	137	137	190	208	223	239	257	277	275	240
잔존가치 (CV, Continuing Value)											3,512	
현재가치	10000	0.9892	0.9260	0.8668	0.8114	0.7595	0.7110	0.6655	0.6230	0.5832	0.5459	0.5110
잔여이익의 현재가치 (PV of RI)		-24	127	119	154	158	158	159	160	161	150	123
Cost of Equity (COE)	6.8%											
베타	0.61											
시장기대수익률 (Rm)	5.5%											
무위험수익률 (Rf)	3.5%											
초기 자기자본	3,259											
잔여이익의 현재가치 합계 (NPV of RI)	1,323											
잔존가치의 현재가치 합계 (NPV of CV)	1,917											
기업가치	6,499											
상장주식수 (백만주)	54											
목표가	12,000											
현재가	8,850											
상승여력	36%											

자료: Dataguide, SK 증권

## 파트론 12개월 포워드 PER 추이 : 과거 3년 PER 16.9 배



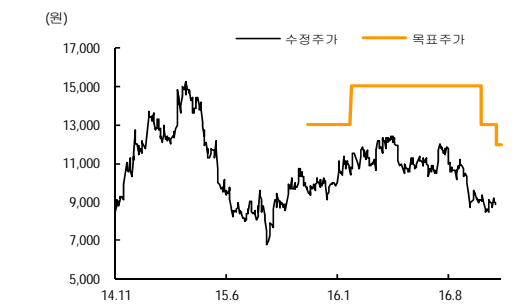
자료: Bloomberg, SK 증권 추정치

## 파트론 PER 밴드 차트 : 3분기 실적은 부진했지만, 파트론의 현재주가는 저점 수준이라 판단



자료 : Bloomberg, SK 증권 추정치

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.02	매수	12,000원
	2016.10.31	매수	13,000원
	2016.10.05	매수	13,000원
	2016.07.13	매수	15,000원
	2016.07.08	매수	15,000원
	2016.05.31	매수	15,000원
	2016.01.29	매수	15,000원
	2015.12.30	매수	13,000원
	2015.11.23	매수	13,000원
	2015.11.06	매수	13,000원
	2015.09.03	Not Rated	
	2015.06.17	Not Rated	



## Compliance Notice

- 작성자(박형우)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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 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 11월 2일 기준)

매수	94.63%	중립	5.37%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,078	1,828	1,972	2,635	2,854
현금및현금성자산	357	212	453	775	896
매출채권및기타채권	900	830	729	915	968
재고자산	627	627	551	691	732
<b>비유동자산</b>	3,069	3,268	2,984	3,074	3,127
장기금융자산	33	67	54	54	54
유형자산	2,664	2,897	2,573	2,530	2,460
무형자산	187	204	229	256	283
<b>자산총계</b>	5,147	5,096	4,956	5,708	5,980
<b>유동부채</b>	1,542	1,360	1,040	1,019	951
단기금융부채	880	557	334	134	14
매입채무 및 기타채무	422	641	563	707	748
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	246	110	52	485	474
장기금융부채	131	35	12	482	478
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,788	1,470	1,092	1,505	1,425
<b>지배주주지분</b>	3,100	3,259	3,397	3,648	3,911
자본금	271	271	271	271	271
자본잉여금	13	-26	-27	-27	-27
기타자본구성요소	-72	-158	-98	-98	-98
자기주식	-72	-158	0	0	0
이익잉여금	2,919	3,182	3,276	3,542	3,820
비지배주주지분	260	367	468	555	645
<b>자본총계</b>	3,360	3,626	3,864	4,203	4,555
<b>부채외자본총계</b>	5,147	5,096	4,956	5,708	5,980

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,007	1,181	1,276	728	900
당기순이익(손실)	665	625	305	531	570
비현금성항목등	477	531	895	567	566
유형자산감가상각비	360	453	491	483	470
무형자산감가상각비	8	12	14	15	17
기타	70	57	389	-98	-88
운전자본감소(증가)	106	234	214	-172	-55
매출채권및기타채권의 감소(증가)	203	44	376	-186	-53
재고자산감소(증가)	223	0	68	-140	-40
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-358	218	-234	143	41
기타	38	-28	4	10	-3
법인세납부	-241	-210	-138	-198	-181
<b>투자활동현금흐름</b>	-299	-671	-533	-472	-430
금융자산감소(증가)	-17	-7	-8	0	0
유형자산감소(증가)	-223	-673	-461	-440	-400
무형자산감소(증가)	-12	-44	-43	-43	-43
기타	-47	52	-21	11	13
<b>재무활동현금흐름</b>	-682	-660	-502	67	-349
단기금융부채증가(감소)	-426	-368	-390	-200	-120
장기금융부채증가(감소)	-20	-50	-26	470	-4
자본의증가(감소)	-50	-89	9	0	0
배당금의 지급	-162	-137	-131	-183	-210
기타	-24	-16	43	-20	-15
<b>현금의 증가(감소)</b>	29	-145	241	322	121
기초현금	328	357	212	453	775
기말현금	357	212	453	775	896
FCF	812	444	402	305	489

자료 : 파트론, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	7,698	8,058	7,960	9,640	9,990
<b>매출원가</b>	6,319	6,789	6,819	8,301	8,604
<b>매출총이익</b>	1,380	1,269	1,140	1,339	1,386
매출총이익률 (%)	17.9	15.8	14.3	13.9	13.9
<b>판매비와관리비</b>	717	681	723	739	737
영업이익	662	588	417	600	650
영업이익률 (%)	8.6	7.3	5.2	6.2	6.5
비영업손익	3	37	-17	100	102
<b>순금융비용</b>	39	16	11	17	9
외환관련손익	26	51	35	20	25
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	-10	-1	-1	-1
세전계속사업이익	665	625	400	700	752
세전계속사업이익률 (%)	8.6	7.8	5.0	7.3	7.5
계속사업법인세	171	169	93	169	182
<b>계속사업이익</b>	494	456	307	531	570
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	494	456	307	531	570
<b>순이익률 (%)</b>	6.4	5.7	3.9	5.5	5.7
지배주주	484	398	227	450	487
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.29	4.94	2.85	4.66	4.88
<b>비지배주주</b>	10	58	80	81	83
<b>총포괄이익</b>	489	472	299	522	562
<b>지배주주</b>	488	417	212	435	472
<b>비지배주주</b>	1	55	87	88	90
EBITDA	1,031	1,053	922	1,098	1,136

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-30.0	4.7	-1.2	21.1	3.6
영업이익	-50.9	-11.2	-29.1	43.8	8.4
세전계속사업이익	-53.1	-6.0	-36.1	75.1	7.4
EBITDA	-41.9	2.2	-12.5	19.1	3.5
EPS(계속사업)	-54.3	-17.8	-43.0	98.1	8.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	16.3	12.5	6.8	12.8	12.9
ROA	9.2	8.9	6.1	10.0	9.8
EBITDA마진	13.4	13.1	11.6	11.4	11.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	134.8	134.4	189.6	258.5	300.1
부채비율	53.2	40.5	28.3	35.8	31.3
순차입금/자기자본	17.3	8.9	-6.5	-7.2	-12.0
EBITDA/이자비용(배)	21.2	44.8	47.4	54.8	75.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	894	735	419	830	899
BPS	5,724	6,017	6,272	6,736	7,221
CFPS	1,574	1,594	1,351	1,750	1,798
주당 현금배당금	250	250	350	400	450
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	17.2	20.7	29.6	14.9	13.8
PER(최저)	8.6	9.2	20.2	10.2	9.4
PBR(최고)	2.7	2.5	2.0	1.8	1.7
PBR(최저)	1.4	1.1	1.4	1.3	1.2
PCR	7.5	6.2	6.6	5.1	4.9
EV/EBITDA(최고)	8.9	8.5	7.5	6.4	6.0
EV/EBITDA(최저)	4.9	4.2	5.2	4.4	4.1