

2018. 5. 4



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**  
02. 6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **이민영**  
02. 6098-6656  
my.lee@meritz.co.kr

**Buy**

**적정주가 (12개월) 54,000 원**

**현재주가 (5.3) 37,650 원**

**상승여력 43.4%**

KOSPI	2,487.25pt
시가총액	14,132억원
발행주식수	3,753만주
유동주식비율	52.65%
외국인비중	11.32%
52주 최고/최저가	49,000원/28,600원
평균거래대금	56.5억원

**주요주주(%)**

SK 외 10 인	41.71
국민연금	13.51

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	-6.7	31.0
상대주가	-2.7	-4.0	16.9

**주가그래프**



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,359.4	149.3	42.9	1,150	-88.3	37,457	28.7	0.9	9.4	3.0	131.6
2017	2,653.5	175.7	110.0	2,931	362.6	38,631	16.0	1.2	10.6	7.7	130.1
2018E	2,851.9	207.2	207.2	5,419	51.8	43,059	6.9	0.9	6.6	13.3	142.4
2019E	2,991.0	248.6	245.0	6,527	18.3	48,595	5.7	0.8	5.6	14.2	143.4
2020E	3,197.5	281.5	279.7	7,452	14.2	55,057	5.0	0.7	4.8	14.4	138.0

# SKC 011790

## 1Q18 Review: 기다림의 미학

- ✓ 1Q18 영업이익 412억원을 기록하며 시장 예상치에 부합 : 화학 368억원, Industry 소재 -40억원, 성장사업 84억원, 지분법이익 306억원
- ✓ 보장된 Cash-cow PO, 단 18년 연중 고부가 필름 출시, 성장사업 이익 성장이 주가 상승의 핵심 키워드로 제시
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 5.4만원 유지

### 1Q18 Review: 원가 상승 부담으로 Industry 소재 적자전환

동사는 1Q18 영업이익 412억원을 기록하며 연초 제시한 가이드선과 시장 예상치에 부합했다. 투자 회사들의 업황 호조에 따라 지분법이익은 306억원으로 전분기 대비 증가했다.

368억원의 이익을 기록한 화학사업부는 타이트한 PO 수급과 생산수율 개선의 결과물이다. 2월 종료된 HPPPO 촉매교체가 견인한 효용(생산수율 개선)이 기회 손실비용보다 컸다는 해석이다. Industry 소재는 계절적 비수기와 전방 고객사들의 판매량 부진으로 원가상승이 전가되지 못하며 적자 -40억원을 기록했다. 성장사업은 84억원의 이익을 기록했다.

### 문제없는 PO 업황. 단, 기타 사업부 수익성 개선이 핵심 키워드

2Q18 영업이익 531억원, 18년 이익 2,072억원을 예상한다. 연중 PO/PG 강세를 등에 업은 화학사업부는 안정된 이익을 창출하겠다. 전형적인 상저하고 패턴을 반복하는 Industry 소재와 성장사업은 (1) 계절적 성수기 효과, (2) 성장사업 BHC 증설, (3) Industry 부문 신제품 출시에 기반한 분기 이익 우상향을 예상한다.

### 성장을 위한 초석을 다지는 구간. 기존 투자 의견과 적정주가 유지

동사가 16년 필름부문 구조조정으로 시작한 체질개선의 효과는 올 하반기부터 가시화될 것이다. 2H18 이후 CPI 등 고부가 필름 출시, 19년 중국 Wet Chemical 공장 가동에 따른 성장동력이 이에 해당한다. CMP 패드 등 반도체소재 투자확대와 CPI 증설 등 고부가 필름 성장 전략이 가시화될 시점이 임박했고 이에 따른 주가 re-rating은 덤이다. 동사에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 5.4만원을 유지한다.

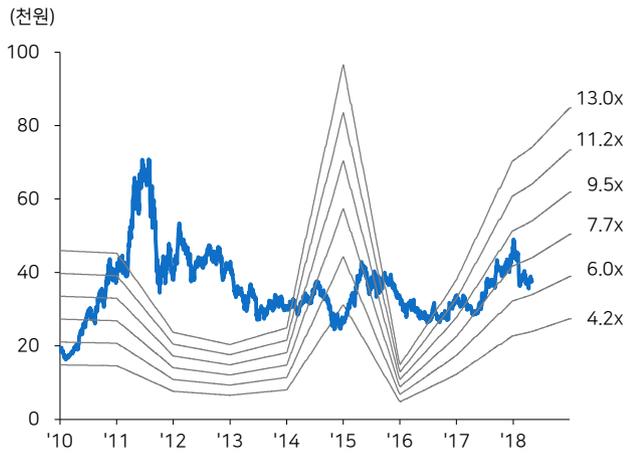
(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	638.7	587.0	8.8	710.6	-10.1	661.9	-3.5	637.1	0.2
영업이익	41.2	37.8	9.0	45.5	-9.5	42.8	-3.8	43.5	-5.3
세전이익	58.5	36.8	59.0	12.7	360.6	45.9	27.4	44.6	31.1
순이익	45.6	25.4	79.5	13.1	248.1	34.8	31.0	33.9	34.5
영업이익률(%)	6.5	6.4		6.4		6.5		6.8	
순이익률(%)	7.1	4.3		1.8		5.3		5.3	

자료: SKC, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	587.0	615.2	740.8	710.6	638.7	698.8	752.3	762.1	2,653.5	2,851.9	2,990.9
Industry소재	224.9	221.4	305.3	257.9	273.5	275.0	290.6	280.5	1014.8	1119.6	1153.3
화학사업	198.4	191.9	202.0	193.1	210.2	208.0	217.4	212.2	785.4	847.8	871.3
성장사업	163.7	201.9	233.5	259.6	155.0	215.8	244.2	269.3	858.7	884.3	966.4
영업이익	37.8	44.2	48.2	45.5	41.2	53.1	57.3	55.6	175.7	207.2	248.6
% OP	6.4	7.2	6.5	6.4	6.5	7.6	7.6	7.3	6.6	7.3	8.3
Industry소재	-1.4	2.5	1.7	-4.5	-4.0	7.3	8.8	3.4	-1.7	15.5	45.0
화학사업	31.8	32.9	33.1	28.5	36.8	35.1	37.2	33.0	126.3	142.1	143.8
성장사업	7.4	8.8	13.4	21.5	8.4	10.7	11.3	19.1	51.1	49.5	59.8
세전이익	36.8	67.1	64.1	12.7	58.5	62.9	88.6	66.3	180.7	276.3	322.3
순이익(지배)	22.1	52.3	35.2	0.4	41.6	47.8	67.4	50.4	110.0	207.2	245.0
% YoY											
매출액	3.6%	5.9%	30.0%	10.7%	8.8%	13.6%	1.6%	7.2%	12.5%	7.5%	4.9%
영업이익	-12.3%	4.7%	109.6%	11.0%	9.0%	20.1%	18.9%	22.2%	17.7%	17.9%	20.0%
세전이익	-14.0%	5.3%	흑전	-25.7%	59.0%	-6.3%	38.2%	422.0%	51.0%	52.9%	16.6%
순이익(지배)	-13.0%	14.4%	흑전	흑전	88.2%	-8.6%	91.5%	12500.0%	156.8%	88.3%	18.2%
% QoQ											
매출액	-8.6%	4.8%	20.4%	-4.1%	-10.1%	9.4%	7.7%	1.3%			
영업이익	-7.8%	16.9%	9.0%	-5.6%	-9.5%	28.9%	7.9%	-3.0%			
세전이익	115.2%	82.3%	-4.5%	-80.2%	360.6%	7.5%	40.9%	-25.2%			
순이익(지배)	흑전	136.7%	-32.7%	-98.9%	10300.0%	14.9%	41.0%	-25.2%			

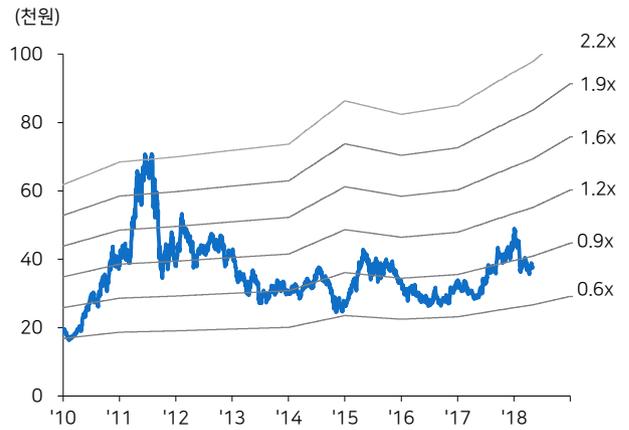
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 12M Fwd. PER 밴드차트



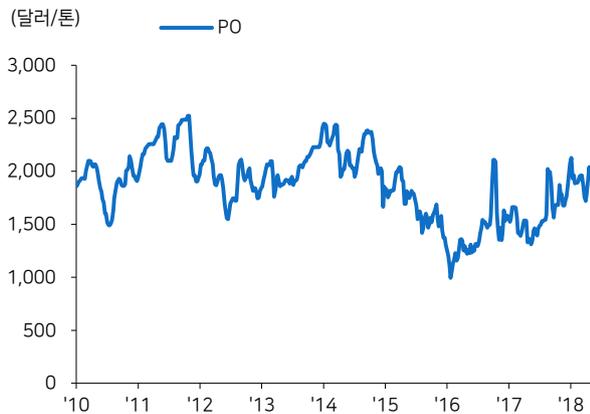
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 12M Fwd. PBR 밴드차트



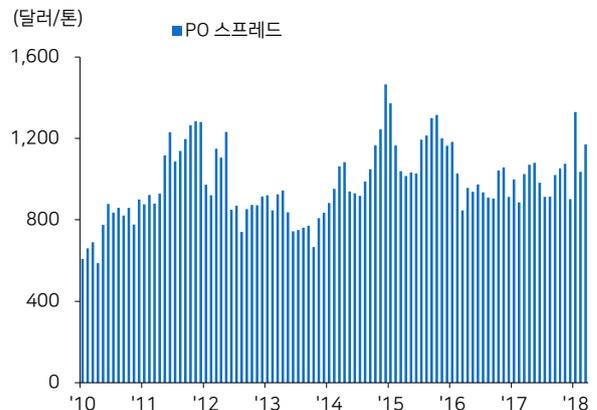
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 아시아 역내 PO 거래 가격 동향



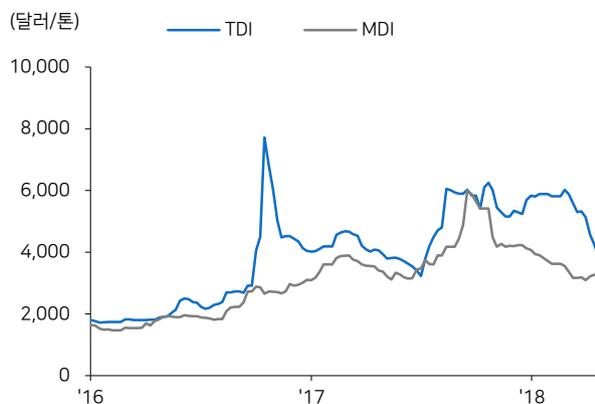
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 PO 스프레드 동향



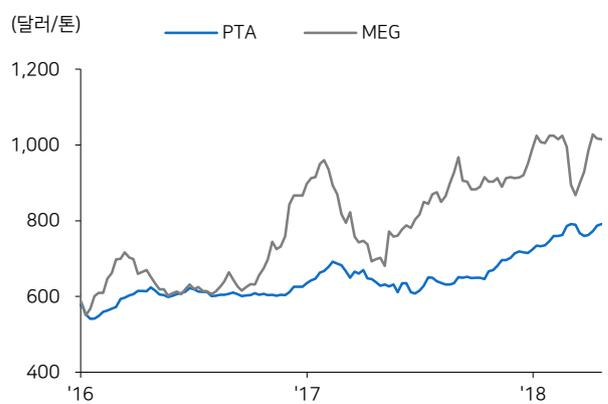
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 MDI와 TDI의 가격 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 PET Film 원재료(PTA, MEG) 가격 동향



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## SKC (011790)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,359.4</b>	<b>2,653.5</b>	<b>2,851.9</b>	<b>2,991.0</b>	<b>3,197.5</b>
매출액증가율 (%)	-4.3	12.5	7.5	4.9	6.9
매출원가	1,949.5	2,227.4	2,376.8	2,459.4	2,612.7
매출총이익	410.0	426.2	475.1	531.6	584.8
판매관리비	260.7	250.5	267.9	282.9	303.3
<b>영업이익</b>	<b>149.3</b>	<b>175.7</b>	<b>207.2</b>	<b>248.6</b>	<b>281.5</b>
영업이익률	6.3	6.6	7.3	8.3	8.8
금융손익	-46.2	-49.9	-72.8	-78.7	-82.7
중속/관계기업손익	26.9	68.1	137.3	152.4	169.2
기타영업외손익	-10.3	-13.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	119.6	180.7	276.3	322.3	368.1
법인세비용	58.5	44.4	65.2	77.4	88.3
<b>당기순이익</b>	<b>29.3</b>	<b>136.4</b>	<b>211.2</b>	<b>245.0</b>	<b>279.7</b>
지배주주지분 손이익	42.9	110.0	207.2	245.0	279.7

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>249.1</b>	<b>209.3</b>	<b>186.6</b>	<b>238.9</b>	<b>271.1</b>
당기순이익(손실)	29.3	136.4	207.0	245.0	279.7
유형자산상각비	120.2	117.3	130.3	144.9	159.6
무형자산상각비	4.7	5.2	2.2	2.2	2.1
운전자본의 증감	74.9	-13.6	-15.6	-0.8	-1.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3.9</b>	<b>-175.7</b>	<b>392.7</b>	<b>-168.0</b>	<b>-151.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-80.3	-120.3	-280.0	-320.0	-320.0
투자자산의감소(증가)	-6.3	89.9	672.7	152.0	168.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-181.8</b>	<b>38.0</b>	<b>358.3</b>	<b>242.9</b>	<b>143.0</b>
차입금의 증감	-194.3	68.3	390.2	280.1	180.2
자본의 증가	17.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	66.5	71.0	937.6	313.8	262.7
기초현금	38.5	105.0	176.0	1,113.6	1,427.4
기말현금	105.0	176.0	1,113.6	1,427.4	1,690.1

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>801.5</b>	<b>897.2</b>	<b>1,892.6</b>	<b>2,241.4</b>	<b>2,554.9</b>
현금및현금성자산	105.0	176.0	1,113.6	1,427.4	1,690.1
매출채권	373.7	363.1	397.2	416.5	444.5
재고자산	253.5	299.3	323.0	338.7	361.5
<b>비유동자산</b>	<b>2,727.3</b>	<b>2,770.2</b>	<b>2,382.3</b>	<b>2,555.6</b>	<b>2,714.4</b>
유형자산	1,866.1	1,903.2	2,053.0	2,228.1	2,388.5
무형자산	146.2	209.2	206.9	204.8	202.7
투자자산	565.0	543.2	7.8	8.2	8.7
<b>자산총계</b>	<b>3,528.8</b>	<b>3,667.3</b>	<b>4,274.8</b>	<b>4,797.0</b>	<b>5,269.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>862.6</b>	<b>1,200.8</b>	<b>1,354.2</b>	<b>1,478.3</b>	<b>1,513.2</b>
매입채무	278.1	273.9	293.8	308.0	328.7
단기차입금	249.5	298.3	358.3	398.3	398.3
유동성장기부채	174.1	440.7	460.7	480.7	480.7
<b>비유동부채</b>	<b>1,142.3</b>	<b>872.9</b>	<b>1,157.2</b>	<b>1,347.5</b>	<b>1,542.4</b>
사채	627.3	458.7	648.7	768.7	888.7
장기차입금	297.6	216.9	296.9	356.9	416.9
<b>부채총계</b>	<b>2,004.9</b>	<b>2,073.7</b>	<b>2,511.4</b>	<b>2,825.8</b>	<b>3,055.6</b>
자본금	187.7	187.7	187.7	187.7	187.7
자본잉여금	139.8	139.8	139.8	139.8	139.8
기타포괄이익누계액	21.8	-8.2	-8.2	-8.2	-8.2
이익잉여금	1,146.4	1,239.0	1,405.2	1,613.0	1,855.5
비지배주주지분	118.0	143.6	147.2	147.2	147.2
<b>자본총계</b>	<b>1,523.9</b>	<b>1,593.6</b>	<b>1,763.4</b>	<b>1,971.2</b>	<b>2,213.7</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	63,317	70,696	75,980	79,685	85,188
EPS(지배주주)	1,150	2,931	5,419	6,527	7,452
CFPS	7,559	8,192	8,256	9,748	11,014
EBITDAPS	7,356	7,943	9,050	10,542	11,808
BPS	37,457	38,631	43,059	48,595	55,057
DPS	750	900	1,050	1,050	1,050
배당수익률(%)	2.3	1.9	2.8	2.8	2.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	28.7	16.0	6.9	5.7	5.0
PCR	4.4	5.7	4.5	3.8	3.4
PSR	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR	0.9	1.2	0.9	0.8	0.7
EBITDA	274.1	298.2	339.7	395.7	443.2
EV/EBITDA	9.4	10.6	6.6	5.6	4.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.0	7.7	13.3	14.2	14.4
EBITDA 이익률	11.6	11.2	11.9	13.2	13.9
부채비율	131.6	130.1	142.4	143.4	138.0
금융비용부담률	1.8	1.7	1.8	2.1	2.2
이자보상배율(x)	3.5	3.8	3.9	3.9	4.0
매출채권회전율(x)	6.2	7.2	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	8.8	9.6	9.2	9.0	9.1

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:노우호,이민영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

### 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### SKC (011790) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.11	기업분석	Buy	41,000	노우호	-25.6	-17.3	
2017.01.11	산업분석	Buy	41,000	노우호	-25.0	-17.3	
2017.02.10	기업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.9	-16.1	
2017.06.26	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-24.5	-14.8	
2017.07.10	산업브리프	Buy	41,000	노우호	-23.1	-6.5	
2017.08.08	기업브리프	Buy	47,000	노우호	-20.7	-17.9	
2017.09.11	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.7	-19.6	
2017.11.09	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-23.8	-19.3	
2017.11.29	산업분석	Buy	54,000	노우호	-21.2	-9.3	
2018.02.06	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-24.3	-9.3	
2018.05.04	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-	-	