

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	830 십억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,323 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.30%
국민연금공단	10.05%
외국인지분률	29.60%
배당수익률	11.0%

Stock Data

주가(17/09/25)	32,300 원
KOSPI	2380.4 pt
52주 Beta	1.46
52주 최고가	38,000 원
52주 최저가	23,100 원
60일 평균 거래대금	36 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.5%	-9.6%
6개월	27.9%	16.6%
12개월	37.2%	18.3%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 39,000 원(상향))

3Q17 preview: 더 없이 좋은 PVC와 가성소다

3Q17 영업이익은 2,295 억원으로 추정되어 컨센서스를 +10.2% 상회할 것으로 예상함. 세계적인 설비폐쇄 효과 속에 타이탄 수급양상이 나타나고 있는 것이 화성계열(PVC/가성소다)에 우호적으로 작용하고 있으며, TDI와 납사크래커의 시황이 여전히 강세라는 부분 또한 실적에서는 큰 호재임. 다만 사양산업인 화성계열의 추가강세는 쉽지 않고, 태양광의 미국보호무역 약제도 감안한다면 주가의 상승탄력 높지 않은 것으로 판단함

3Q17 영업이익 2,295 억원(QoQ +4.9% / YoY +12.1%) 추정

9/24 기준 컨센서스 2,082 억원을 +10.2% 상회하는 수치임. 기대 이상의 호실적을 실현한 가장 큰 원인은 화성계열(PVC/가성소다)에 있음. 최근 세계적으로 설비의 폐쇄가 이어지면서 수급이 타이탄 양상으로 흐르고 있는데, PVC 가격은 2Q 말 \$870/t에서 3Q 말 \$947.5/t 까지 상승했고, 동기간 가성소다 또한 \$437.5/t → \$533/t 으로 상승하였음. 뿐만 아니라 TDI와 자회사에서 NCC 역시 좋은 spread를 보였기에 동사의 실적 강세는 금번 분기에도 이어질 것으로 판단함

더 좋아질 수 있을 지는 의문

다만 화성계열의 지금과 같은 강세가 지속될 수 있을지는 의문으로 꼽힘. 기본적으로 사양권에 진입한 사업 임에는 분명한 만큼 수요의 극적인 개선을 기대하기는 쉽지 않고, 석탄가격 역시 기조적으로 상승하기는 어려운 에너지원임을 감안할 때 중국설비의 트리블도 영원히 기대할 수 있는 요인은 아니기 때문임. 태양광 역시 미국의 보호무역 이슈와 연계되고 있다는 불안요인 또한 감안해야 함

목표주가 33,000 원 → 39,000 원 / 투자 의견 매수 유지

생각 이상으로 강한 화성계열의 시황을 반영하여 2017/18 년 이익추정치를 상향하며, 이에 근거하여 목표주가 역시 기존 33,000 원에서 39,000 원으로 상향 조정함. 최근 과도하게 태양광 이슈 때문에 하락한 만큼 단기 매수여력 충분하지만, 추가적인 상승탄력이 높은 것으로는 판단하지 않음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	8,055.3	8,037.0	9,258.8	9,599.1	9,121.5	8,976.1
yoy	%	24	(0.2)	15.2	3.7	(5.0)	(1.6)
영업이익	십억원	141.3	337.0	779.2	828.1	521.3	472.6
yoy	%	44.3	138.6	131.2	6.3	(37.0)	(9.4)
EBITDA	십억원	563.4	789.2	1,224.5	1,257.2	950.4	901.7
세전이익	십억원	50.9	228.4	886.4	1,254.0	595.7	502.5
순이익(지배주주)	십억원	56.7	188.2	755.3	976.9	448.9	378.7
영업이익률%	%	1.8	4.2	8.4	8.6	5.7	5.3
EBITDA%	%	7.0	9.8	13.2	13.1	10.4	10.0
순이익률	%	0.7	2.3	8.2	10.2	4.9	4.2
EPS	원	349	1,161	4,581	5,927	2,724	2,298
PER	배	33.8	23.4	5.4	6.0	13.1	15.5
PBR	배	0.5	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	9.8	10.0	6.0	6.7	6.2	6.5
ROE	%	1.3	4.2	15.2	17.1	7.1	5.6
순차입금	십억원	3,625	3,490	3,230	2,503	1,936	1,575
부채비율	%	163.6	180.9	152.7	119.1	111.6	107.7

3Q17 preview

(단위: % 십억원)

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,485.5	2,496.3	4.6	0.4	2,336.6	6.8
영업이익	204.7	138.1	196.6	218.8	229.5	12.1	4.9	208.2	10.2
세전이익	251.8	143.6	392.5	305.2	313.7	24.6	2.8	308.6	1.6
지배순이익	198.7	149.4	321.3	236.4	236.4	19.0	(0.0)	247.6	(4.5)
영업이익률	8.6	6.0	9.0	8.8	9.2	0.6	0.4	8.9	0.3
세전이익률	10.6	6.2	17.9	12.3	12.6	2.0	0.3	13.2	(0.6)
지배주주순이익률	8.3	6.4	14.7	9.5	9.5	1.1	(0.0)	10.6	(1.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	7.1%	15.2%	8.5%	5.5%	5.5%	5.1%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	7.1%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.01					
3Q18E BPS(지배주주지분)	38,301					
Target Price	38,696					

자료: 한화케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	1,161	3,337	2,278	2,384	2,320
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,833				
4Q17E EPS	3,337				
4Q18E EPS	2,278				

Multiple	9.0	9.5	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5
TP by weighted EPS	25,497	26,913	28,330	29,746	31,163	32,579	33,996	35,412	36,829	38,245
TP by 3Q17E EPS	30,032	31,700	33,369	35,037	36,706	38,374	40,043	41,711	43,380	45,048
TP by 3Q18E EPS	20,504	21,644	22,783	23,922	25,061	26,200	27,339	28,478	29,617	30,757

자료: 한화케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	9,258.8	8,193.4	7,669.4	9,258.8	9,599.1	9,121.5	0.0%	17.2%	18.9%
YoY %	15.2%	-11.5%	-6.4%	15.2%	3.7%	-5.0%			
영업이익	779.2	646.3	453.9	779.2	828.1	521.3	0.0%	28.1%	14.9%
YoY %	131.2%	-17.1%	-29.8%	131.2%	6.3%	-37.0%			
EBITDA	1,224.5	1,075.3	883.0	1,224.5	1,257.2	950.4	0.0%	16.9%	7.6%
YoY %	55.2%	-12.2%	-17.9%	55.2%	2.7%	-24.4%			
순이익	755.3	690.7	366.2	755.3	976.9	448.9	0.0%	41.4%	22.6%
YoY %	301.4%	-8.5%	-47.0%	301.4%	29.3%	-54.0%			

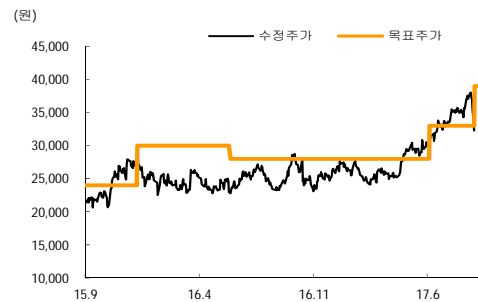
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	1,958.8	1,904.2	1,898.5	1,957.2	2,496.3	2,426.0	2,276.6	2,325.6	27.4%	27.4%	19.9%	18.8%
YoY %	-17.9%	-17.8%	-13.4%	-8.5%	4.6%	4.7%	3.9%	-6.4%				
QoQ %	-8.4%	-2.8%	-0.3%	3.1%	0.4%	-2.8%	-6.2%	2.2%				
영업이익	139.6	114.6	109.1	135.2	229.5	183.3	134.8	144.9	64.4%	59.9%	23.5%	7.1%
YoY %	-31.8%	-17.0%	-44.5%	-30.8%	12.1%	32.7%	-31.4%	-33.8%				
QoQ %	-28.6%	-17.9%	-4.8%	23.9%	4.9%	-20.2%	-26.4%	7.4%				
EBITDA	246.9	221.9	216.4	242.5	336.8	290.5	242.1	252.2	36.4%	31.0%	11.9%	4.0%
YoY %	-24.4%	1.6%	-28.8%	-19.9%	3.2%	33.0%	-20.3%	-22.7%				
QoQ %	-18.5%	-10.1%	-2.5%	12.1%	3.3%	-13.7%	-16.7%	4.1%				
순이익	113.7	88.1	86.3	112.8	236.4	182.9	118.0	137.0	107.9%	107.5%	36.8%	21.4%
YoY %	-42.8%	-41.0%	-73.1%	-32.7%	19.0%	22.4%	-63.3%	-42.1%				
QoQ %	-32.2%	-22.5%	-2.1%	30.8%	0.0%	-22.6%	-35.5%	16.0%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.09.26	매수	39,000원	6개월		
2017.07.04	매수	33,000원	6개월	3.71%	15.15%
2017.04.10	매수	28,000원	6개월	-6.89%	10.18%
2017.01.09	매수	28,000원	6개월	-8.94%	2.68%
2016.09.27	매수	28,000원	6개월	-9.78%	2.68%
2016.06.27	매수	28,000원	6개월	-10.80%	-3.04%
2016.03.27	매수	30,000원	6개월	-18.11%	-6.67%
2016.01.05	매수	30,000원	6개월	-17.00%	-6.67%
2015.09.30	매수	24,000원	6개월	0.23%	16.25%



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 9 월 26 일 기준)

매수	90.63%	중립	9.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,778	4,524	4,556	4,967	5,431
현금및현금성자산	645	1,012	1,202	1,869	2,330
매출채권및기타채권	1,817	1,561	1,522	1,391	1,392
재고자산	1,826	1,421	1,196	1,096	1,097
비유동자산	9,075	9,294	9,340	9,321	9,296
장기금융자산	209	298	323	323	323
유형자산	6,051	5,761	5,693	5,675	5,649
무형자산	441	426	421	421	421
자산총계	13,853	13,818	13,896	14,288	14,726
유동부채	5,421	4,963	4,810	4,792	4,894
단기금융부채	2,427	2,259	2,566	2,666	2,766
매입채무 및 기타채무	1,615	1,758	1,411	1,293	1,295
단기충당부채	70	71	52	52	52
비유동부채	3,501	3,387	2,744	2,744	2,744
장기금융부채	2,619	2,588	1,954	1,954	1,954
장기매입채무 및 기타채무	209	46	21	21	21
장기충당부채	45	49	51	51	51
부채총계	8,921	8,350	7,554	7,536	7,638
지배주주지분	4,633	5,285	6,152	6,563	6,900
자본금	815	830	830	830	830
자본잉여금	829	828	829	829	829
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,887	3,586	4,466	4,876	5,213
비지배주주지분	298	183	189	189	189
자본총계	4,931	5,468	6,342	6,752	7,089
부채외자본총계	13,853	13,818	13,896	14,288	14,726

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,160	1,121	1,189	1,094	882
당기순이익(손실)	228	886	1,134	468	394
비현금성항목등	711	424	210	489	489
유형자산감가상각비	452	445	429	429	429
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(259)	21	219	(60)	(60)
운전자본감소(증가)	305	(152)	(53)	137	(1)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(499)	254	54	124	(1)
재고자산감소(증가)	47	405	224	100	(1)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	20	(193)	(87)	1
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(952)	(446)	(364)	(410)	(404)
금융자산감소(증가)	(158)	126	(126)	0	0
유형자산감소(증가)	(662)	(413)	(425)	(410)	(404)
무형자산감소(증가)	(5)	(13)	18	0	0
기타	(127)	(146)	168	0	0
재무활동현금흐름	(105)	(302)	(481)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	41	17	(39)	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	(80)	(241)	0	0
자본의증가(감소)	97	201	0	0	0
배당금의 지급	25	25	115	58	58
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	95	368	190	667	461
기초현금	549	645	1,012	1,202	1,869
기말현금	645	1,012	1,202	1,869	2,330
FCF	496	468	559	566	395

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037	9,259	9,599	9,122	8,976
매출원가	6,541	7,211	7,637	7,555	7,475
매출총이익	1,496	2,048	1,962	1,567	1,501
매출총이익률 (%)	18.6	22.1	20.4	17.2	16.7
판매비와관리비	1,159	1,268	1,134	1,045	1,029
영업이익	337	779	828	521	473
영업이익률 (%)	4.2	8.4	8.6	5.7	5.3
비영업손익	(109)	107	426	74	30
순금융비용	59	56	30	51	66
외환관련손익	(72)	(8)	23	0	0
관계기업투자등 관련손익	176	446	554	220	166
세전계속사업이익	228	886	1,254	596	503
세전계속사업이익률 (%)	2.8	9.6	13.1	6.5	5.6
계속사업법인세	48	115	244	128	108
계속사업이익	180	771	1,010	468	394
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	180	771	1,010	468	394
순이익률 (%)	2.2	8.3	10.5	5.1	4.4
지배주주	188	755	977	449	379
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	8.2	10.2	4.9	4.2
비지배주주	(8)	16	33	19	16
총포괄이익	163	668	997	468	394
지배주주	167	663	965	449	379
비지배주주	(4)	5	32	19	16
EBITDA	789	1,225	1,257	950	902

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(0.2)	15.2	3.7	(5.0)	(1.6)
영업이익	138.6	131.2	6.3	(37.0)	(9.4)
세전계속사업이익	348.6	288.1	41.5	(52.5)	(15.6)
EBITDA	40.1	55.2	2.7	(24.4)	(5.1)
EPS(계속사업)	232.5	294.8	29.4	(54.0)	(15.6)
수익성 (%)					
ROE	4.2	15.2	17.1	7.1	5.6
ROA	1.4	5.6	7.3	3.3	2.7
EBITDA마진	9.8	13.2	13.1	10.4	10.0
안정성 (%)					
유동비율	88.1	91.2	94.7	103.6	111.0
부채비율	180.9	152.7	119.1	111.6	107.7
순차입금/자기자본	70.8	59.1	39.5	28.7	22.2
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.2	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,161	4,581	5,927	2,724	2,298
BPS	27,129	30,729	35,996	38,468	40,498
CFPS	4,405	6,768	6,595	5,052	4,822
주당 현금배당금	150	149	149	149	149
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.4	5.4	6.0	13.1	15.5
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)					
PCR	6.2	3.6	5.4	7.0	7.4
EV/EBITDA(최고)	10.0	6.0	6.7	6.2	6.5
EV/EBITDA(최저)					