

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	5,554 십억원
주요주주	
(주)한화(외4)	36.29%
국민연금공단	9.14%
외국인지분률	29.30%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(18/01/06)	33,700 원
KOSPI	2497.52 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	38,000 원
52주 최저가	24,100 원
60일 평균 거래대금	32 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.8%	10.3%
6개월	8.7%	4.0%
12개월	27.4%	4.2%

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

2016 년 태양광, 2017 년 화학, 2018 년은 무엇일까?

4Q17 OP는 1,498 억원으로 추정하며 이는 컨센서스 대비 -17.0% 하회하는 수치임. 4분기 비수기 진입, 미국 신규크래커 물량에 대한 선제적 우려, 유가상승 부담에 따른 spread 축소가 기대를 하회하는 이익의 원인임. 그나마 가성소다와 TDI를 보유하고 있다는 부분이 호재임. 18년에는 전체 OP의 80% 이상을 차지하는 화학이 추가상승을 기대하기 어려운 국면임. 따라서 연초 이후 단기 추가반등에 추가 상승을 기대하긴 쉽지 않음

4Q17 영업이익 1,498 억원(QoQ -30.4% / YoY +8.5%) 추정

1/5 기준 시장 컨센서스 1,806 억원 대비 -17.0% 하회하는 수치에 해당함. 기본적으로 비수기에 진입했음과 동시에 미국 신규크래커 물량에 대한 선제적 우려감이 작용하면서 대표제품 PE의 spread가 하락한 것이 악재였음. 유가상승으로 원재료 naphtha는 9월 말 \$520.5/t → 12월 말 \$597/t으로 동반 상승한 반면, LDPE는 \$1,267.5/t → \$1,212.5/t, PVC는 \$947.5/t → \$875/t으로 오히려 하락하였음. 다만 가성소다와 TDI가 여전히 강세를 이어간 탓에 감익폭은 제한되었을 것으로 추정함. 태양광은 폴리실리콘의 강세 대비 모듈가격이 약세에 머물렀기 때문에 여전히 약세일 것으로 판단함

2018 년에도 한화케미칼의 화학아이템들은 2017 년과 같을 수 있을까?

2017년은 예정되어있던 태양광의 대폭 감익을 PVC, 가성소다, TDI 등 크게 기대치 않았던 동사의 화학 아이템들이 만회해주면서 전반적인 호실적을 이어갈 수 있었음. 다만 2018년은 전체적인 화학의 down-turn이 불가피한 상황인 만큼 올 해와 같은 시황을 기대하기는 쉽지 않음. 2017년 영업이익에서 화학계열이 차지한 비중은 80%를 상회하는 상황이며, 순이익은 이보다 더 높기 때문에 동사에게 있어서 화학의 down-turn은 이익 측면에서 고민이 들게 하는 상황임

목표주가 39,000 원 / 투자의견 매수 유지

목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 연초 이후 가성소다와 TDI에 대한 기대감 등으로 주가는 10% 가량 반등하였음. 지난 9월 이후 화학시황 우려감으로 하락폭이 컸기에 충분히 용인할 만한 상승이었음. 다만 시황의 방향성을 볼 때 추가반등 여력 제한적임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	8,037.0	9,258.8	9,380.0	9,233.5	9,080.3	9,105.2
yoy	%	(0.2)	15.2	1.3	(1.6)	(1.7)	0.3
영업이익	십억원	337.0	779.2	780.4	522.6	504.6	515.6
yoy	%	138.6	131.2	0.1	(33.0)	(3.5)	2.2
EBITDA	십억원	789.2	1,224.5	1,211.8	956.3	938.3	949.3
세전이익	십억원	228.4	886.4	1,251.9	548.7	508.8	527.8
순이익(지배주주)	십억원	188.2	755.3	985.2	431.8	400.3	415.3
영업이익률%	%	4.2	8.4	8.3	5.7	5.6	5.7
EBITDA%	%	9.8	13.2	12.9	10.4	10.3	10.4
순이익률	%	2.3	8.2	10.5	4.7	4.4	4.6
EPS	원	1,161	4,580	5,978	2,620	2,429	2,520
PER	배	23.4	5.4	5.6	12.9	13.9	13.4
PBR	배	1.0	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	10.0	6.0	7.0	5.8	5.9	5.9
ROE	%	4.2	15.2	17.2	6.8	6.0	5.9
순차입금	십억원	3,490	3,230	2,877	2,469	2,216	1,939
부채비율	%	180.9	152.7	122.7	115.9	111.9	108.0

4Q17 preview

(단위: % 십억원)

	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,317.3	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,390.0	3.1	3.3	2,342.6	2.0
영업이익	138.1	196.6	218.8	215.2	149.8	8.5	(30.4)	180.6	(17.0)
세전이익	143.6	392.5	305.2	331.9	222.3	54.8	(33.0)	301.9	(26.4)
지배순이익	149.4	321.3	236.4	252.7	174.9	17.1	(30.8)	231.5	(24.5)
영업이익률	6.0	9.0	8.8	9.3	6.3	0.3	(3.0)	7.7	(1.4)
세전이익률	6.2	17.9	12.3	14.3	9.3	3.1	(5.0)	12.9	(3.6)
지배주주순이익률	6.4	14.7	9.5	10.9	7.3	0.9	(3.6)	9.9	(2.6)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
ROE(지배주주지분)	7.1%	15.2%	8.2%	5.7%	5.8%	5.7%
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)	38,394					
Target Price	38,809					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	4Q18E	4Q19E	4Q20E	4Q21E
EPS(지배주주지분)	1,161	3,218	2,353	2,500	2,614
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,841				
4Q17E EPS	3,218				
4Q18E EPS	2,353				

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	25,571	26,992	28,412	29,833	31,254	32,674	34,095	35,515	36,936	38,357
TP by 4Q17E EPS	28,966	30,575	32,184	33,794	35,403	37,012	38,621	40,231	41,840	43,449
TP by 4Q18E EPS	21,178	22,354	23,531	24,707	25,884	27,060	28,237	29,413	30,590	31,767

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
매출액	9,599.1	9,121.5	8,976.1	9,380.0	9,233.5	9,080.3	-2.3%	1.2%	1.2%
YoY %	3.7%	-5.0%	-1.6%	1.3%	-1.6%	-1.7%			
영업이익	828.1	521.3	472.6	780.4	522.6	504.6	-5.8%	0.2%	6.8%
YoY %	6.3%	-37.0%	-9.4%	0.1%	-33.0%	-3.5%			
EBITDA	1,257.2	950.4	901.7	1,211.8	956.3	938.3	-3.6%	0.6%	4.1%
YoY %	2.7%	-24.4%	-5.1%	-1.0%	-21.1%	-1.9%			
순이익	976.9	448.9	378.7	985.2	431.8	400.3	0.9%	-3.8%	5.7%
YoY %	29.3%	-54.0%	-15.6%	30.4%	-56.2%	-7.3%			

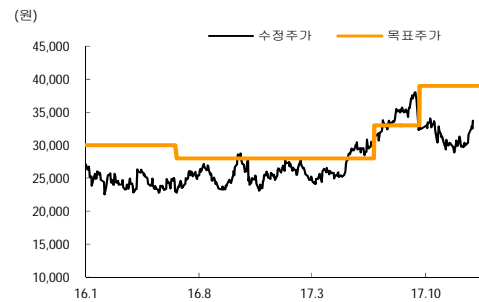
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E
매출액	2,426.0	2,276.6	2,325.6	2,296.1	2,390.0	2,357.2	2,346.0	2,290.7	-1.5%	3.5%	0.9%	-0.2%
YoY %	468.9%	389.0%	-643.3%	-802.0%	3.1%	7.6%	-5.6%	-1.0%				
QoQ %	-281.5%	-615.8%	215.4%	-127.2%	3.3%	-1.4%	-0.5%	-2.4%				
영업이익	183.3	134.8	144.9	137.0	149.8	150.1	142.3	128.4	-18.3%	11.3%	-1.8%	-6.3%
YoY %	3268.1%	-	-	-	8.5%	-23.6%	-35.0%	-40.4%				
QoQ %	-	3139.8%	3377.6%	4033.4%	-30.4%	0.2%	-5.2%	-9.8%				
EBITDA	290.5	242.1	252.2	244.2	258.2	258.5	250.7	236.8	-11.1%	6.8%	-0.6%	-3.0%
YoY %	3302.8%	-	-	-	18.2%	-14.9%	-23.1%	-26.8%				
QoQ %	-	2031.2%	2266.3%	2748.8%	-20.2%	0.1%	-3.0%	-5.6%				
순이익	182.9	118.0	137.0	112.1	174.9	132.4	122.8	100.3	-4.3%	12.2%	-10.3%	-10.6%
YoY %	2237.5%	-	-	-	17.1%	-58.8%	-48.0%	-60.3%				
QoQ %	-	6326.3%	4206.4%	5257.2%	-30.8%	-24.3%	-7.2%	-18.4%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.08	매수	39,000원	6개월		
2017.09.27	매수	39,000원	6개월	-19.81%	-12.69%
2017.07.04	매수	33,000원	6개월	3.65%	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	-19.11%	-12.17%



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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 8일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,524	4,576	4,869	5,255	5,646
현금및현금성자산	1,012	876	1,384	1,737	2,114
매출채권및기타채권	1,561	1,741	1,629	1,646	1,653
재고자산	1,421	1,251	1,173	1,185	1,190
비유동자산	9,294	9,596	9,675	9,746	9,819
장기금융자산	298	326	326	326	326
유형자산	5,761	5,775	5,854	5,925	5,998
무형자산	426	428	428	428	428
자산총계	13,818	14,171	14,544	15,002	15,465
유동부채	4,963	4,975	4,975	5,090	5,197
단기금융부채	2,259	2,668	2,768	2,868	2,968
매입채무 및 기타채무	1,758	1,597	1,497	1,512	1,518
단기충당부채	71	57	57	57	57
비유동부채	3,387	2,833	2,833	2,833	2,833
장기금융부채	2,588	2,005	2,005	2,005	2,005
장기매입채무 및 기타채무	46	21	21	21	21
장기충당부채	49	36	36	36	36
부채총계	8,350	7,808	7,808	7,923	8,029
지배주주지분	5,285	6,177	6,551	6,893	7,249
자본금	830	830	830	830	830
자본잉여금	828	828	828	828	828
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,586	4,456	4,829	5,171	5,528
비지배주주지분	183	186	186	186	186
자본총계	5,468	6,363	6,737	7,078	7,435
부채외자본총계	13,818	14,171	14,544	15,002	15,465

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,121	839	1,034	875	901
당기순이익(손실)	886	1,204	431	399	414
비현금성항목등	424	97	493	493	493
유형자산감가상각비	445	431	434	434	434
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	21	334	(59)	(59)	(59)
운전자본감소(증가)	(152)	(309)	110	(17)	(7)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	254	(156)	107	(17)	(6)
재고자산감소(증가)	405	169	79	(12)	(5)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	(29)	(76)	12	5
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(446)	(418)	(513)	(505)	(506)
금융자산감소(증가)	126	(144)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(413)	(465)	(513)	(505)	(506)
무형자산감소(증가)	(13)	18	0	0	0
기타	(146)	172	0	0	0
재무활동현금흐름	(302)	(435)	(58)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	17	(46)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(80)	(145)	0	0	0
자본의증가(감소)	201	0	0	0	0
배당금의 지급	25	115	58	58	58
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	368	(136)	508	353	378
기초현금	645	1,012	876	1,384	1,737
기말현금	1,012	876	1,384	1,737	2,114
FCF	468	302	445	307	325

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	9,259	9,380	9,233	9,080	9,105
매출원가	7,211	7,455	7,582	7,466	7,477
매출총이익	2,048	1,925	1,651	1,614	1,628
매출총이익률 (%)	22.1	20.5	17.9	17.8	17.9
판매비와관리비	1,268	1,145	1,128	1,110	1,113
영업이익	779	780	523	505	516
영업이익률 (%)	8.4	8.3	5.7	5.6	5.7
비영업손익	107	472	26	4	12
순금융비용	56	27	38	50	61
외환관련손익	(8)	33	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	446	591	158	129	130
세전계속사업이익	886	1,252	549	509	528
세전계속사업이익률 (%)	9.6	13.3	5.9	5.6	5.8
계속사업법인세	115	252	118	109	113
계속사업이익	771	1,000	431	399	414
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	771	1,000	431	399	414
순이익률 (%)	8.3	10.7	4.7	4.4	4.6
지배주주	755	985	432	400	415
지배주주귀속 순이익률(%)	8.2	10.5	4.7	4.4	4.6
비지배주주	16	15	(1)	(1)	(1)
총포괄이익	668	1,023	431	399	414
지배주주	663	1,008	432	400	415
비지배주주	5	15	(1)	(1)	(1)
EBITDA	1,225	1,212	956	938	949

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.2	1.3	(1.6)	(1.7)	0.3
영업이익	131.2	0.1	(33.0)	(3.5)	2.2
세전계속사업이익	288.1	41.2	(56.2)	(7.3)	3.7
EBITDA	55.2	(1.0)	(21.1)	(1.9)	1.2
EPS(계속사업)	294.6	30.5	(56.2)	(7.3)	3.7
수익성 (%)					
ROE	15.2	17.2	6.8	6.0	5.9
ROA	5.6	7.1	3.0	2.7	2.7
EBITDA마진	13.2	12.9	10.4	10.3	10.4
안정성 (%)					
유동비율	91.2	92.0	97.9	103.2	108.6
부채비율	152.7	122.7	115.9	111.9	108.0
순차입금/자기자본	59.1	45.2	36.7	31.3	26.1
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,580	5,978	2,620	2,429	2,520
BPS	30,729	36,256	38,505	40,566	42,716
CFPS	6,768	6,350	5,086	5,001	5,053
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.4	5.6	12.9	13.9	13.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	3.6	5.3	6.6	6.7	6.7
EV/EBITDA(최고)	6.0	7.0	5.8	5.9	5.9
EV/EBITDA(최저)					