

# 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	4,911 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.30%
국민연금공단	10.05%
외국인지분률	29.40%
배당수익률	12.0%

## Stock Data

주가(18/04/01)	29,800 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	38,000 원
52주 최저가	24,950 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.2%	-10.9%
6개월	-8.2%	-10.1%
12개월	13.5%	0.5%

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

2016 년 큐셀, 2017 년 화학 M&A, 2018 년은?

1Q18 영업이익은 1,679 억원으로 추정되어 컨센서스를 -10.6% 하회할 것으로 판단함. 4 분기 1 회성 비용이 대거 소멸되었지만, 의외로 중국 춘절 re-stocking 모멘텀 불구하고 LDPE 와 가성소다 같은 동사의 주력 제품들이 약세를 보였음. 단기실적보다 우려는 중장기적인 실적 방향임. 16 년 큐셀, 17 년 화학 M&A 와 같은 실적 모멘텀이 18 년에는 불투명함. 오히려 상황 둔화가 될 수 있어 주가의 추가상승에 부담이 될 수 있음

1Q18 영업이익 1,679 억원(QoQ +33.5% / YoY -14.6%) 추정

3/30 기준 컨센서스 1,879 억원 대비 -10.6% 하회하는 수치임. 전분기대비 실적의 큰 폭 개선은 4 분기에 발생했던 성과급, 태양광 등 1 회성 비용이 소멸되면서 회복되는 요인이 가장 큼. 다만 화학 상황은 중국 춘절 re-stocking 모멘텀에도 불구하고 전분기대비 큰 개선세를 보이지 못했음. PVC 는 개선(4Q 886.0/t → 1Q \$946.2/t)되었지만 LDPE(4Q \$1,258.2/t → \$1,246.2/t)와 가성소다(\$623.2/t → \$585.4/t)는 하락하였음. 때문에 실적의 전반적인 상승 폭이 크지는 못할 것으로 예상함. 가공소재와 태양광의 상황도 거시환경과 가격추이를 감안할 때 그다지 좋은 양상은 아닐 것으로 추정함.

2016 년 큐셀, 2017 년 화학 M&A, 2018 년은?

동사는 2016 년과 2017 년에 연이어 7,000 억원이 넘는 실적강세를 시험하였음. 물론 다양한 요인들이 있었지만 2016 년은 한화큐셀의 NextEra 관련한 호재, 2017 년은 한화토탈과 TDI 등 다양한 M&A 의 성공에서 그 원인을 찾아야 함. 물론 그 기반에서는 본업인 PE 와 가소제 계열이 모두 호조였다는 부분을 빼놓을 수 없음. 다만 2018 년은 그와 같은 연이은 실적 모멘텀을 찾을 만한 것이 당장에는 보이지 않음. 오히려 태양광과 화학시장이 둔화될 여지가 있다는 것은 우려 요인임

목표주가 39,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 그대로 유지함. 최근 주가하락으로 인해 실적대비 valuation 매력은 상존함. 다만 업황 개선 여부는 지속 체크해야 함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	8,037.0	9,258.8	9,341.8	9,223.6	8,546.6	8,621.6
yoy	%	(0.2)	15.2	0.9	(1.3)	(7.3)	0.9
영업이익	십억원	337.0	779.2	756.4	611.8	516.6	531.0
yoy	%	138.6	131.2	(2.9)	(19.1)	(15.6)	2.8
EBITDA	십억원	789.2	1,224.5	1,191.9	1,052.8	957.6	972.0
세전이익	십억원	228.4	886.4	1,065.9	659.9	558.3	584.7
순이익(지배주주)	십억원	188.2	755.3	824.7	518.0	438.2	459.0
영업이익률%	%	4.2	8.4	8.1	6.6	6.0	6.2
EBITDA%	%	9.8	13.2	12.8	11.4	11.2	11.3
순이익률	%	2.3	8.2	8.8	5.6	5.1	5.3
EPS	원	1,161	4,580	5,001	3,143	2,659	2,785
PER	배	23.4	5.4	6.3	12.7	15.0	14.3
PBR	배	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	10.0	6.0	6.6	4.7	5.1	5.1
ROE	%	4.2	15.2	14.6	8.3	6.6	6.5
순차입금	십억원	3,490	3,230	2,645	2,214	1,792	1,374
부채비율	%	180.9	152.7	120.6	111.9	106.9	102.4

## 1Q18 preview

(단위: % 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,351.9	2,345.8	7.0	(0.3)	2,283.4	2.7
영업이익	196.6	218.8	215.2	125.8	167.9	(14.6)	33.5	187.9	(10.6)
세전이익	392.5	305.2	331.9	36.3	187.0	(52.4)	415.8	328.7	(43.1)
지배순이익	321.3	236.4	252.7	14.4	146.8	(54.3)	920.7	250.5	(41.4)
영업이익률	9.0	8.8	9.3	5.4	7.2	(1.8)	1.8	8.2	(1.1)
세전이익률	17.9	12.3	14.3	1.5	8.0	(9.9)	6.4	14.4	(6.4)
지배주주순이익률	14.7	9.5	10.9	0.6	6.3	(8.4)	5.6	11.0	(4.7)

자료: SK 증권 Fnguide

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

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.8%	14.6%	7.3%	6.5%	6.2%	5.7%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 6.8%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.97					
1Q19E BPS(지배주주지분)	39,086					
Target Price	37,811					

자료: 한화케미칼, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,874	2,722	2,739	2,671
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,797				
2Q19E EPS	2,874				
2Q20E EPS	2,722				

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	25,170	26,568	27,966	29,365	30,763	32,161	33,560	34,958	36,356	37,754
TP by 2Q19E EPS	25,870	27,307	28,745	30,182	31,619	33,056	34,493	35,931	37,368	38,805
TP by 2Q20E EPS	24,500	25,861	27,222	28,584	29,945	31,306	32,667	34,028	35,389	36,750

자료: 한화케미칼, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	9,380.0	9,233.5	9,080.3	9,341.8	9,223.6	8,546.6	-0.4%	-0.1%	-5.9%
YoY %	1.3%	-1.6%	-1.7%	0.9%	-1.3%	-7.3%			
영업이익	780.4	522.6	504.6	756.4	611.8	516.6	-3.1%	17.1%	24%
YoY %	0.1%	-33.0%	-3.5%	-2.9%	-19.1%	-15.6%			
EBITDA	1,211.8	956.3	938.3	1,191.9	1,052.8	957.6	-1.6%	10.1%	2.1%
YoY %	-1.0%	-21.1%	-1.9%	-2.7%	-11.7%	-9.0%			
순이익	985.2	431.8	400.3	824.7	518.0	438.2	-16.3%	20.0%	9.5%
YoY %	30.4%	-56.2%	-7.3%	9.2%	-37.2%	-15.4%			

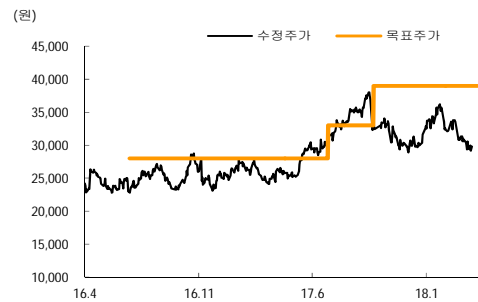
자료: 한화케미칼 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2,357.2	2,346.0	2,290.7	2,239.6	2,345.8	2,401.4	2,301.1	2,175.3	-0.5%	2.4%	0.5%	-2.9%
YoY %	7.6%	-5.6%	-1.0%	-6.3%	7.0%	-3.4%	-0.5%	-7.5%				
QoQ %	-1.4%	-0.5%	-2.4%	-2.2%	-0.3%	2.4%	-4.2%	-5.5%				
영업이익	150.1	142.3	128.4	101.9	167.9	188.6	149.0	106.2	11.9%	32.5%	16.1%	4.3%
YoY %	-23.6%	-35.0%	-40.4%	-32.0%	-14.6%	-13.8%	-30.8%	-15.6%				
QoQ %	0.2%	-5.2%	-9.8%	-20.7%	33.5%	12.3%	-21.0%	-28.7%				
EBITDA	258.5	250.7	236.8	210.3	278.2	298.8	259.3	216.4	7.6%	19.2%	9.5%	2.9%
YoY %	-14.9%	-23.1%	-26.8%	-18.6%	-8.4%	-8.3%	-19.9%	-8.3%				
QoQ %	0.1%	-3.0%	-5.6%	-11.2%	17.8%	7.4%	-13.2%	-16.5%				
순이익	132.4	122.8	100.3	76.2	146.8	160.7	123.8	86.7	10.9%	30.8%	23.5%	13.8%
YoY %	-58.8%	-48.0%	-60.3%	-56.4%	-54.3%	-32.0%	-51.0%	503.1%				
QoQ %	-24.3%	-7.2%	-18.4%	-24.0%	920.7%	9.5%	-23.0%	-29.9%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	39,000원	6개월		
2018.01.08	매수	39,000원	6개월	-18.20%	-7.18%
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%



### 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 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	4,524	4,222	4,640	5,107	5,612
현금및현금성자산	1,012	805	1,336	1,858	2,376
매출채권및기타채권	1,561	1,707	1,573	1,542	1,535
재고자산	1,421	1,144	1,083	1,064	1,059
<b>비유동자산</b>	9,294	9,427	9,447	9,434	9,424
장기금융자산	298	277	277	277	277
유형자산	5,761	5,588	5,608	5,595	5,585
무형자산	426	422	422	422	422
<b>자산총계</b>	13,818	13,649	14,087	14,541	15,035
<b>유동부채</b>	4,963	4,894	4,872	4,944	5,037
단기금융부채	2,259	2,648	2,748	2,848	2,948
매입채무 및 기타채무	1,758	1,632	1,509	1,482	1,475
단기충당부채	71	50	50	50	50
<b>비유동부채</b>	3,387	2,568	2,568	2,568	2,568
장기금융부채	2,588	1,812	1,812	1,812	1,812
장기매입채무 및 기타채무	46	23	23	23	23
장기충당부채	49	47	47	47	47
<b>부채총계</b>	8,350	7,462	7,439	7,512	7,605
<b>지배주주지분</b>	5,285	6,015	6,476	6,856	7,258
자본금	830	830	830	830	830
자본잉여금	828	829	829	829	829
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,586	4,365	4,825	5,206	5,607
비지배주주지분	183	172	172	172	172
<b>자본총계</b>	5,468	6,187	6,648	7,029	7,430
<b>부채외자본총계</b>	13,818	13,649	14,087	14,541	15,035

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,121	901	1,104	960	961
당기순이익(손실)	886	1,066	518	438	459
비현금성항목등	424	200	495	495	495
유형자산감가상각비	445	436	441	441	441
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	21	236	(54)	(54)	(54)
운전자본감소(증가)	(152)	(213)	91	27	7
매출채권및기타채권의 감소(증가)	254	(173)	129	29	7
재고자산감소(증가)	405	277	60	20	5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	71	(98)	(22)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	(446)	(395)	(461)	(427)	(431)
금융자산감소(증가)	126	(82)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(413)	(468)	(461)	(427)	(431)
무형자산감소(증가)	(13)	16	0	0	0
기타	(146)	139	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(302)	(679)	(58)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	17	7	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(80)	(453)	0	0	0
자본의증가(감소)	201	24	0	0	0
배당금의 지급	25	58	58	58	58
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	368	(207)	531	522	518
기초현금	645	1,012	805	1,336	1,858
기말현금	1,012	805	1,336	1,858	2,376
FCF	468	527	450	447	434

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	9,259	9,342	9,224	8,547	8,622
<b>매출원가</b>	7,211	7,386	7,254	6,772	6,821
<b>매출총이익</b>	2,048	1,956	1,970	1,775	1,800
매출총이익률 (%)	22.1	20.9	21.4	20.8	20.9
<b>판매비와관리비</b>	1,268	1,199	1,358	1,258	1,269
영업이익	779	756	612	517	531
영업이익률 (%)	8.4	8.1	6.6	6.0	6.2
<b>비영업손익</b>	107	309	48	42	54
<b>순금융비용</b>	56	27	34	52	67
외환관련손익	(8)	42	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	446	594	169	148	150
세전계속사업이익	886	1,066	660	558	585
세전계속사업이익률 (%)	9.6	11.4	7.2	6.5	6.8
계속사업법인세	115	231	142	120	126
<b>계속사업이익</b>	771	835	518	438	459
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	518	438	459
<b>순이익률 (%)</b>	8.3	8.9	5.6	5.1	5.3
<b>지배주주</b>	755	825	518	438	459
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.2	8.8	5.6	5.1	5.3
<b>비지배주주</b>	16	10	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	668	791	518	438	459
<b>지배주주</b>	663	787	518	438	459
<b>비지배주주</b>	5	4	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,225	1,192	1,053	958	972

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.2	0.9	(1.3)	(7.3)	0.9
영업이익	131.2	(2.9)	(19.1)	(15.6)	2.8
세전계속사업이익	288.1	20.2	(38.1)	(15.4)	4.7
EBITDA	55.2	(2.7)	(11.7)	(9.0)	1.5
EPS(계속사업)	294.6	9.2	(37.2)	(15.4)	4.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	15.2	14.6	8.3	6.6	6.5
ROA	5.6	6.1	3.7	3.1	3.1
EBITDA마진	13.2	12.8	11.4	11.2	11.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	91.2	86.3	95.2	103.3	111.4
부채비율	152.7	120.6	111.9	106.9	102.4
순차입금/자기자본	59.1	42.7	33.3	25.5	18.5
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.1)	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,580	5,001	3,143	2,659	2,785
BPS	30,729	35,693	38,468	40,763	43,182
CFPS	6,768	6,194	5,552	5,102	5,170
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	5.4	6.3	12.7	15.0	14.3
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	3.6	5.1	7.2	7.8	7.7
EV/EBITDA(최고)	6.0	6.6	4.7	5.1	5.1
EV/EBITDA(최저)					