

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,311 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,148 십억원
주요주주	

(주)한화(외5)	36.67%
국민연금공단	9.24%
외국인지분	24.40%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(18/09/28)	19,300 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	1.52
52주 최고가	36,200 원
52주 최저가	18,300 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.0%	-5.6%
6개월	-33.8%	-31.6%
12개월	-40.7%	-39.9%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 27,000 원(하향))

3Q18 Preview: 화학부문의 실적부진 불가피

3Q18 영업이익은 1,334 억원으로 시장 컨센서스 1,430 억원 대비 하회할 것으로 추정됨. 실적 부진의 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학 시황이 본격적인 down-turn에 진입했기 때문임. 태양광 회복 기대감은 이에 희석될 수밖에 없음. 단 최근 주가는 시장 및 management risk에 대한 우려로 과매도 영역인 만큼 단기 반등 모색 가능

3Q18 영업이익 1,334 억원(QoQ -27.7% / YoY -38.0%) 추정

9/28 기준 컨센서스 1,430 억원을 -6.7% 하회하는 실적 수준 예상함. 가장 큰 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학부문의 약세 때문임. 원재료인 naphtha 와 ethylene 은 각각 2Q \$644/t → 3Q \$660/t, \$1,290/t → \$1,312/t 으로 상승한 반면, 대표적인 화학 제품이라 할 수 있는 HDPE(\$1,263/t → \$1,216/t)와 LDPE(\$1,218/t → \$1,159/t)는 모두 하락하며 spread 축소되었음. 그간 실적 강세에 기여했던 TDI 또한 \$4,454/t → \$4,297/t 으로 하락세를 면치 못했음. 다만 태양광은 전분기 영업적자에서 흑자전환이 가능할 것으로 기대됨

시작된 화학의 중장기 down-turn

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 석유화학의 중장기 downturn 을 주장하고 있음. Cyclical 산업에 있어서 공급증대국면은 필연적으로 업황둔화를 야기하며, 2019 년 이후 까지 지속될 미국 에탄크래커 신증설 랠리는 이를 촉발시키는 촉매제로 작용하고 있음 (Cyclical Bulletin 시리즈 참조). New-normal 이 존재하지 않는 cyclical 산업의 특성을 감안할 때 실적하락의 압박은 당분간 지속될 수밖에 없을 것으로 판단함

목표주가 30,000 원 → 27,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

본격적 화학 down-turn 을 반영하여 차후 영업이익의 추정치를 기존대비 하향조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 최근 시황둔화 및 한화큐셀 지분변동에 따른 management risk 우려가 과도하게 미리 반영하여 주가가 과매도된 측면이 있는 만큼, 단기 반등 가능한 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	8,037.0	9,258.8	9,341.8	8,550.8	7,935.2	7,832.5
yoy	%	(0.2)	15.2	0.9	(8.5)	(7.2)	(1.3)
영업이익	십억원	337.0	779.2	756.4	611.4	420.2	407.3
yoy	%	138.6	131.2	(2.9)	(19.2)	(31.3)	(3.1)
EBITDA	십억원	789.2	1,224.5	1,191.9	1,036.0	844.8	832.0
세전이익	십억원	228.4	886.4	1,065.9	903.4	429.4	421.6
순이익(지배주주)	십억원	188.2	755.3	824.7	700.3	338.8	332.6
영업이익률%	%	4.2	8.4	8.1	7.1	5.3	5.2
EBITDA%	%	9.8	13.2	12.8	12.1	10.6	10.6
순이익률	%	2.3	8.2	8.8	8.2	4.3	4.2
EPS	원	1,161	4,580	5,001	4,249	2,056	2,018
PER	배	23.4	5.4	6.3	4.5	9.4	9.6
PBR	배	1.0	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	10.0	6.0	6.6	3.1	3.7	3.8
ROE	%	4.2	15.2	14.6	11.1	5.0	4.8
순차입금	십억원	3,490	3,230	2,645	2,199	1,857	1,692
부채비율	%	180.9	152.7	120.6	111.4	106.1	103.9

3Q18 preview

(단위: % 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,313.0	2,351.9	2,076.1	2,250.5	2,137.3	(7.6)	(5.0)	2,235.1	(44)
영업이익	215.2	125.8	172.1	184.4	133.4	(38.0)	(27.7)	143.0	(6.7)
세전이익	331.9	36.3	366.7	260.7	155.0	(53.3)	(40.6)	221.1	(29.9)
지배순이익	252.7	14.4	296.6	186.0	122.3	(51.6)	(34.3)	168.8	(27.6)
영업이익률	9.3	5.4	8.3	8.2	6.2	(3.1)	(2.0)	6.4	(0.2)
세전이익률	14.3	1.5	17.7	11.6	7.3	(7.1)	(4.3)	9.9	(2.6)
지배주주순이익률	10.9	0.6	14.3	8.3	5.7	(5.2)	(2.5)	7.6	(1.8)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	5.2%	ROE(지배주주지분)	14.6%	5.5%	4.6%	4.9%	4.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.2%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.64						
1Q19E BPS(지배주주지분)	41,448						
Target Price	26,517						

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,307	1,989	2,206	2,200
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,212				
3Q19E EPS	2,307				
3Q20E EPS	1,989				

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	19,912	21,018	22,124	23,231	24,337	25,443	26,549	27,655	28,762	29,868
TP by 3Q19E EPS	20,760	21,913	23,066	24,220	25,373	26,526	27,679	28,833	29,986	31,139
TP by 3Q20E EPS	17,904	18,898	19,893	20,888	21,882	22,877	23,872	24,866	25,861	26,856

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	9,341.8	8,037.0	7,319.0	9,341.8	8,550.8	7,935.2	0.0%	6.4%	8.4%
YoY %	0.9%	-14.0%	-8.9%	0.9%	-8.5%	-7.2%			
영업이익	756.4	637.6	428.6	756.4	611.4	420.2	0.0%	-4.1%	-2.0%
YoY %	-2.9%	-15.7%	-32.8%	-2.9%	-19.2%	-31.3%			
EBITDA	1,191.9	1,062.3	853.2	1,191.9	1,036.0	844.8	0.0%	-2.5%	-1.0%
YoY %	-2.7%	-10.9%	-19.7%	-2.7%	-13.1%	-18.5%			
순이익	824.7	671.7	366.9	824.7	700.3	338.8	0.0%	4.3%	-7.7%
YoY %	9.2%	-18.5%	-45.4%	9.2%	-15.1%	-51.6%			

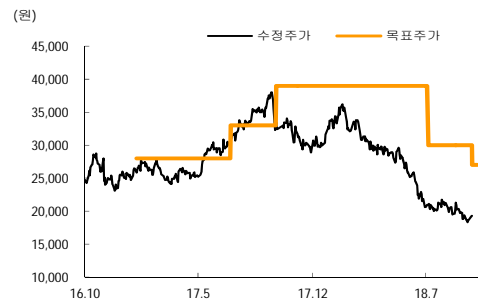
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	2,008.3	1,876.3	1,799.8	1,853.0	2,137.3	2,086.9	1,973.1	2,041.4	6.4%	11.2%	9.6%	10.2%
YoY %	-13.2%	-20.2%	-13.3%	-10.8%	-7.6%	-11.3%	-5.0%	-9.3%				
QoQ %	-3.3%	-6.6%	-4.1%	3.0%	-5.0%	-2.4%	-5.5%	3.5%				
영업이익	168.6	134.4	94.9	122.8	133.4	121.6	96.2	128.4	-20.9%	-9.5%	14%	4.5%
YoY %	-21.7%	6.8%	-44.9%	-24.5%	-38.0%	-3.4%	-44.1%	-30.4%				
QoQ %	3.7%	-20.3%	-29.4%	29.4%	-27.7%	-8.8%	-20.8%	33.4%				
EBITDA	274.7	240.6	201.1	228.9	239.5	227.8	202.4	234.5	-12.8%	-5.3%	0.7%	2.4%
YoY %	-15.1%	1.9%	-27.7%	-14.8%	-26.0%	-3.5%	-27.2%	-19.3%				
QoQ %	2.2%	-12.4%	-16.4%	13.9%	-17.6%	-4.9%	-11.1%	15.9%				
순이익	138.0	109.1	78.1	106.7	122.3	95.4	70.7	109.8	-11.4%	-12.5%	-9.4%	2.9%
YoY %	-45.4%	658.4%	-73.7%	-16.7%	-51.6%	563.6%	-76.2%	-41.0%				
QoQ %	7.7%	-21.0%	-28.4%	36.6%	-34.3%	-22.0%	-25.9%	55.2%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	27,000원	6개월		
2018.07.09	매수	30,000원	6개월	-32.71%	-27.50%
2018.04.02	매수	39,000원	6개월	-22.98%	-7.18%
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	-3.62%	10.18%
2017.01.09	매수	28,000원	6개월	-7.12%	-0.54%



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 기관투자가 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 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,524	4,222	4,730	4,862	5,176
현금및현금성자산	1,012	805	1,093	1,534	1,800
매출채권및기타채권	1,561	1,707	1,462	1,317	1,340
재고자산	1,421	1,144	1,452	1,316	1,338
비유동자산	9,294	9,427	9,529	9,621	9,705
장기금융자산	298	277	241	241	241
유형자산	5,761	5,588	5,722	5,813	5,898
무형자산	426	422	434	434	434
자산총계	13,818	13,649	14,260	14,482	14,881
유동부채	4,963	4,894	4,593	4,536	4,661
단기금융부채	2,259	2,648	2,282	2,382	2,482
매입채무 및 기타채무	1,758	1,632	1,686	1,528	1,553
단기충당부채	71	50	29	29	29
비유동부채	3,387	2,568	2,921	2,921	2,921
장기금융부채	2,588	1,812	2,098	2,098	2,098
장기매입채무 및 기타채무	46	23	0	0	0
장기충당부채	49	47	50	50	50
부채총계	8,350	7,462	7,514	7,457	7,582
지배주주지분	5,285	6,015	6,582	6,862	7,136
자본금	830	830	821	821	821
자본잉여금	828	829	841	841	841
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,586	4,365	4,935	5,215	5,489
비지배주주지분	183	172	164	164	164
자본총계	5,468	6,187	6,746	7,026	7,300
부채외자본총계	13,818	13,649	14,260	14,482	14,881

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,121	901	936	943	772
당기순이익(손실)	886	1,066	844	337	331
비현금성항목등	424	200	218	463	463
유형자산감가상각비	445	436	425	425	425
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	21	236	207	(39)	(39)
운전자본감소(증가)	(152)	(213)	(45)	142	(23)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	254	(173)	219	140	(22)
재고자산감소(증가)	405	277	(308)	136	(22)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	71	123	(133)	21
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(446)	(395)	(255)	(516)	(509)
금융자산감소(증가)	126	(82)	(9)	0	0
유형자산감소(증가)	(413)	(468)	(546)	(516)	(509)
무형자산감소(증가)	(13)	16	(10)	0	0
기타	(146)	139	309	0	0
재무활동현금흐름	(302)	(679)	(288)	(57)	(57)
단기금융부채증가(감소)	17	7	(44)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(80)	(453)	(51)	0	0
자본의증가(감소)	201	24	0	0	0
배당금의 지급	25	58	114	57	57
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	368	(207)	288	442	265
기초현금	645	1,012	805	1,093	1,534
기말현금	1,012	805	1,093	1,534	1,800
FCF	468	527	300	392	211

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,259	9,342	8,551	7,935	7,833
매출원가	7,211	7,386	6,837	6,497	6,420
매출총이익	2,048	1,956	1,714	1,438	1,412
매출총이익률 (%)	22.1	20.9	20.0	18.1	18.0
판매비와관리비	1,268	1,199	1,103	1,018	1,005
영업이익	779	756	611	420	407
영업이익률 (%)	8.4	8.1	7.1	5.3	5.2
비영업손익	107	309	292	9	14
순금융비용	56	27	67	85	104
외환관련손익	(8)	42	(46)	0	0
관계기업투자등 관련손익	446	594	317	97	88
세전계속사업이익	886	1,066	903	429	422
세전계속사업이익률 (%)	9.6	11.4	10.6	5.4	5.4
계속사업법인세	115	231	209	92	91
계속사업이익	771	835	694	337	331
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	694	337	331
순이익률 (%)	8.3	8.9	8.1	4.2	4.2
지배주주	755	825	700	339	333
지배주주귀속 순이익률(%)	8.2	8.8	8.2	4.3	4.2
비지배주주	16	10	(6)	(2)	(2)
총포괄이익	668	791	707	337	331
지배주주	663	787	716	339	333
비지배주주	5	4	(9)	(2)	(2)
EBITDA	1,225	1,192	1,036	845	832

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	15.2	0.9	(8.5)	(7.2)	(1.3)
영업이익	131.2	(2.9)	(19.2)	(31.3)	(3.1)
세전계속사업이익	288.1	20.2	(15.2)	(52.5)	(1.8)
EBITDA	55.2	(2.7)	(13.1)	(18.5)	(1.5)
EPS(계속사업)	294.6	9.2	(15.0)	(51.6)	(1.8)
수익성 (%)					
ROE	15.2	14.6	11.1	5.0	4.8
ROA	5.6	6.1	5.0	2.3	2.3
EBITDA마진	13.2	12.8	12.1	10.6	10.6
안정성 (%)					
유동비율	91.2	86.3	103.0	107.2	111.1
부채비율	152.7	120.6	111.4	106.1	103.9
순차입금/자기자본	59.1	42.7	32.6	26.4	23.2
EBITDA/이자비용(배)	0.2	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,580	5,001	4,249	2,056	2,018
BPS	30,729	35,693	39,340	41,028	42,679
CFPS	6,768	6,194	5,381	4,547	4,486
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	5.4	6.3	4.5	9.4	9.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	3.6	5.1	3.6	4.2	4.3
EV/EBITDA(최고)	6.0	6.6	3.1	3.7	3.8
EV/EBITDA(최저)					