

SK COMPANY Analysis



Analyst
손지우

jwshon@sk.com
02-3773-8827

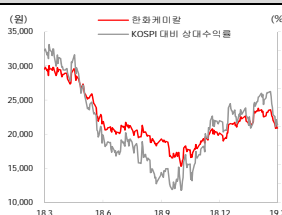
Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,311 만주
자사주	138 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,409 십억원
주요주주	
(주)한화(외3)	36.67%
국민연금공단	7.09%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(19/03/29)	20,900 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.60
52주 최고가	30,050 원
52주 최저가	15,300 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.7%	-8.4%
6개월	8.3%	18.5%
12개월	-29.3%	-19.5%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(하향))

공격적으로 사긴 애매하다

1Q19 영업이익 853 억원(QoQ 흑전 / YoY -50.4%) 추정함. 시장 컨센서스와 유사한 수치임. 전분기 발생했던 1 회성 비용이 소멸된 탓에 실적은 올라오겠지만, 화학시황이 약세국면으로 인해 전년대비로는 크게 하락할 것으로 판단됨. PVC 만이 견조한 시황을 보였을 뿐 LDPE, 가성소다, TDI 모두 좋지 못했음. 현재 0.5x 에 근접한 PBR valuation 에 서 더 빠지긴 쉽지 않지만, 그래도 trading buy 이상의 전략은 추천하기 어려운 상황임

1Q19 영업이익 853 억원(QoQ 흑전 / YoY -50.4%) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 929 억원 대비 -8.2% 하회하는, 사실상 예상치에 부합할 것으로 판단함. 전분기대비 이익이 크게 올라오는 것은 1 회성 비용의 소멸효과가 가장 크기 때문임. 다만 그럼에도 불구하고 화학 시황이 중국 춘절 효과에도 여전히 좋지 못했기에 이익은 전년동기대비로는 큰 폭 감소함. 그나마 동사의 주력인 PVC(4Q \$859/t → 1Q \$887/t)가 양호한 시황을 보이며 하락폭을 상쇄한 것으로 판단함. 그 외 LDPE(4Q \$1,094/t → 1Q \$1,050/t), 가성소다(4Q \$354/t → 1Q \$318/t), TDI(4Q \$2,829/t → 1Q \$1,967/t)는 모두 약세를 면치 못했음. 태양광은 폴리실리콘 대비 모듈 시황이 양호하긴 했지만 큰 이익 기여를 기대하는 어려운 국면임

PBR 0.5x 에서 더 빠지긴 어렵지만 오르기도 애매한...

현재 동사의 PBR 은 0.5x 내외로서 사상 최저에 거의 근접하여 있음. 지난 시기의 호황기로 인해 재무구조가 안정되었고 사업부들도 점차 자리를 잡아가는 만큼 valuation 은 바닥에 근접한 것으로 판단함. 다만 화학에 대한 의존도가 과거 대비 더욱 높아진 시점에서, 중장기 화학 down-turn 에서의 상승을 피하기도 애매한 상황임. 주가의 과매도 상황 시 trading buy 전략 필요함

목표주가 27,000 원 → 25,000 원 / 투자 의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	9,258.8	9,341.8	9,046.0	9,763.3	10,191.1	11,138.4
yoy	%	15.2	0.9	(3.2)	7.9	4.4	9.3
영업이익	십억원	779.2	756.4	354.3	419.8	402.5	407.6
yoy	%	131.2	(2.9)	(53.2)	18.5	(4.1)	1.3
EBITDA	십억원	1,224.5	1,191.9	794.4	886.8	869.5	874.6
세전이익	십억원	886.4	1,065.9	288.3	449.1	440.1	440.9
순이익(지배주주)	십억원	755.3	824.7	186.7	341.1	334.2	334.9
영업이익률%	%	8.4	8.1	3.9	4.3	3.9	3.7
EBITDA%	%	13.2	12.8	8.8	9.1	8.5	7.9
순이익률	%	8.2	8.8	2.1	3.5	3.3	3.0
EPS	원	4,580	5,001	1,143	2,091	2,049	2,053
PER	배	5.4	6.3	17.7	9.2	9.4	9.4
PBR	배	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.0	6.6	4.2	3.6	3.6	3.6
ROE	%	15.2	14.6	3.1	5.5	5.1	4.9
순차입금	십억원	3,230	2,649	3,843	3,963	3,902	3,930
부채비율	%	152.7	120.6	144.6	132.3	129.6	127.5

1Q19 preview

(단위 % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,076.1	2,250.5	2,311.9	2,407.6	2,427.1	16.9	0.8	2,375.8	2.2
영업이익	172.1	184.4	93.8	(95.9)	85.3	(50.4)	(189.0)	92.9	(8.2)
세전이익	366.7	260.7	(2.6)	(336.5)	121.9	(66.8)	(136.2)	149.8	(18.7)
지배순이익	296.6	186.0	(22.7)	(273.2)	92.5	(68.8)	(133.9)	109.9	(15.8)
영업이익률	8.3	8.2	4.1	(4.0)	3.5	(4.8)	7.5	3.9	(0.4)
세전이익률	17.7	11.6	(0.1)	(14.0)	5.0	(12.6)	19.0	6.3	(1.3)
지배주주순이익률	14.3	8.3	(1.0)	(11.3)	3.8	(10.5)	15.2	4.6	(0.8)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	5.3%	3.1%	5.3%	5.0%	4.8%	5.9%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.3%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.66					
1Q19E BPS(지배주주지분)	38,124					
Target Price	25,063					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,089	2,047	2,051	2,690
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,133				
4Q19E EPS	2,089				
4Q20E EPS	2,047				

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	19,201	20,268	21,335	22,401	23,468	24,535	25,602	26,668	27,735	28,802
TP by 4Q19E EPS	18,805	19,850	20,895	21,939	22,984	24,029	25,074	26,118	27,163	28,208
TP by 4Q20E EPS	18,426	19,450	20,473	21,497	22,521	23,544	24,568	25,592	26,616	27,639

자료: 한화케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	8,550.8	7,935.2	7,832.5	9,046.0	9,763.3	10,191.1	5.8%	23.0%	30.1%
YoY %	-8.5%	-7.2%	-1.3%	-3.2%	7.9%	4.4%			
영업이익	611.4	420.2	407.3	354.3	419.8	402.5	-42.0%	-0.1%	-1.2%
YoY %	-19.2%	-31.3%	-3.1%	-53.2%	18.5%	-4.1%			
EBITDA	1,036.0	844.8	832.0	794.4	886.8	869.5	-23.3%	5.0%	4.5%
YoY %	-13.1%	-18.5%	-1.5%	-33.4%	11.6%	-2.0%			
순이익	700.3	338.7	332.6	186.7	341.1	334.2	-73.3%	0.7%	0.5%
YoY %	-15.1%	-51.6%	-1.8%	-77.4%	82.7%	-2.0%			

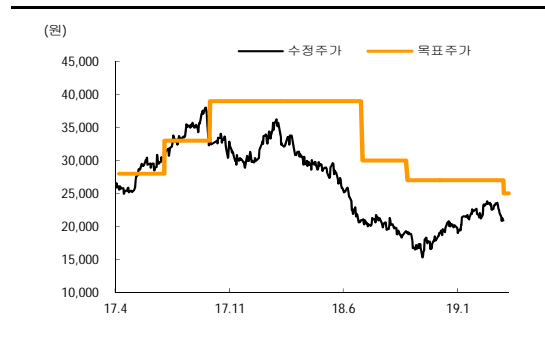
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,973.1	2,041.4	2,028.7	1,892.1	2,427.1	2,459.4	2,508.7	2,368.0	23.0%	20.5%	23.7%	25.2%
YoY %	-5.0%	-9.3%	-5.1%	-9.3%	16.9%	9.3%	8.5%	-1.6%				
QoQ %	-5.5%	3.5%	-0.6%	-6.7%	0.8%	1.3%	2.0%	-5.6%				
영업이익	96.2	128.4	118.1	77.5	85.3	128.5	126.6	79.4	-11.4%	0.1%	7.1%	2.6%
YoY %	-44.1%	-30.4%	-11.4%	-36.3%	-50.4%	-30.3%	35.0%	흑전				
QoQ %	-20.8%	33.4%	-8.0%	-34.4%	흑전	50.7%	-1.5%	-37.2%				
EBITDA	202.4	234.5	224.3	183.6	202.0	245.3	243.3	196.2	-0.2%	4.6%	8.5%	6.8%
YoY %	-27.2%	-19.3%	-6.4%	-19.4%	-27.4%	-15.6%	20.7%	839.3%				
QoQ %	-11.1%	15.9%	-4.4%	-18.1%	867.3%	21.4%	-0.8%	-19.4%				
순이익	70.7	109.7	100.3	58.0	92.5	108.2	101.4	39.0	30.9%	-1.4%	1.1%	-32.8%
YoY %	-76.2%	-41.0%	-18.0%	-39.3%	-68.8%	-41.8%	흑전	흑전				
QoQ %	-25.9%	55.2%	-8.6%	-42.2%	흑전	16.9%	-6.2%	-61.6%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	25,000원	6개월		
2018.10.01	매수	27,000원	6개월	-25.71%	-11.85%
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	0.26%	10.18%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222	5,012	5,048	5,547	6,027
현금및현금성자산	805	1,024	1,005	1,166	1,238
매출채권및기타채권	1,707	1,759	1,727	1,896	2,100
재고자산	1,144	1,467	1,482	1,615	1,774
비유동자산	9,427	10,219	10,160	10,202	10,292
장기금융자산	277	138	58	58	58
유형자산	5,588	6,684	6,705	6,748	6,838
무형자산	422	479	479	479	479
자산총계	13,649	15,231	15,207	15,750	16,320
유동부채	4,894	5,133	4,790	5,020	5,276
단기금융부채	2,648	2,923	3,023	3,123	3,223
매입채무 및 기타채무	1,632	1,480	1,455	1,585	1,742
단기충당부채	27	47	47	47	47
비유동부채	2,568	3,872	3,871	3,871	3,871
장기금융부채	1,812	2,999	2,999	2,999	2,999
장기매입채무 및 기타채무	23	0	0	0	0
장기충당부채	47	83	83	83	83
부채총계	7,462	9,004	8,661	8,891	9,147
지배주주지분	6,015	6,090	6,410	6,722	7,035
자본금	830	821	821	821	821
자본잉여금	829	857	857	857	857
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,365	4,497	4,816	5,129	5,442
비지배주주지분	172	137	137	137	137
자본총계	6,187	6,227	6,547	6,859	7,173
부채외자본총계	13,649	15,231	15,207	15,750	16,320

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	901	759	971	778	739
당기순이익(손실)	1,066	288	353	345	346
비현금성항목등	200	670	622	622	622
유형자산감가상각비	436	440	467	467	467
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	236	(230)	(155)	(155)	(155)
운전자본감소(증가)	(213)	(114)	(4)	(190)	(229)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(173)	(99)	30	(159)	(192)
재고자산감소(증가)	277	(324)	(15)	(132)	(160)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	71	(146)	(19)	102	123
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(395)	(434)	(488)	(510)	(557)
금융자산감소(증가)	(82)	1	0	0	0
유형자산감소(증가)	(468)	(664)	(488)	(510)	(557)
무형자산감소(증가)	16	1	0	0	0
기타	139	228	0	0	0
재무활동현금흐름	(679)	(102)	(33)	(33)	(33)
단기금융부채증가(감소)	7	(33)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(453)	174	0	0	0
자본의증가(감소)	24	56	0	0	0
배당금의 지급	58	58	33	33	33
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(207)	219	(19)	161	72
기초현금	1,012	805	1,024	1,005	1,166
기말현금	805	1,024	1,005	1,166	1,238
FCF	527	(594)	(189)	65	(22)

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,342	9,046	9,763	10,191	11,138
매출원가	7,386	7,459	7,761	8,137	8,925
매출총이익	1,956	1,587	2,002	2,054	2,213
매출총이익률 (%)	20.9	17.5	20.5	20.2	19.9
판매비와관리비	1,199	1,233	1,583	1,652	1,805
영업이익	756	354	420	403	408
영업이익률 (%)	8.1	3.9	4.3	3.9	3.7
비영업손익	309	(66)	29	38	33
순금융비용	27	71	68	134	147
외환관련손익	42	(77)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	594	358	174	120	107
세전계속사업이익	1,066	288	449	440	441
세전계속사업이익률 (%)	11.4	3.2	4.6	4.3	4.0
계속사업법인세	231	128	97	95	95
계속사업이익	835	160	353	345	346
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	353	345	346
순이익률 (%)	8.9	1.8	3.6	3.4	3.1
지배주주	825	187	341	334	335
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	2.1	3.5	3.3	3.0
비지배주주	10	(26)	11	11	11
총포괄이익	791	75	353	345	346
지배주주	787	108	341	334	335
비지배주주	4	(33)	11	11	11
EBITDA	1,192	794	887	869	875

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	0.9	(3.2)	7.9	4.4	9.3
영업이익	(2.9)	(53.2)	18.5	(4.1)	1.3
세전계속사업이익	20.2	(72.9)	55.8	(2.0)	0.2
EBITDA	(2.7)	(33.4)	11.6	(2.0)	0.6
EPS(계속사업)	9.2	(77.2)	83.0	(2.0)	0.2
수익성 (%)					
ROE	14.6	3.1	5.5	5.1	4.9
ROA	6.1	1.1	2.3	2.2	2.2
EBITDA마진	12.8	8.8	9.1	8.5	7.9
안정성 (%)					
유동비율	86.3	97.7	105.4	110.5	114.2
부채비율	120.6	144.6	132.3	129.6	127.5
순차입금/자기자본	42.8	61.7	60.5	56.9	54.8
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.2)	0.1	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,001	1,143	2,091	2,049	2,053
BPS	35,693	36,177	38,124	40,027	41,934
CFPS	6,194	3,880	4,850	4,767	4,792
주당 현금배당금	350	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	17.7	9.2	9.4	9.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.2	4.0	4.0	4.0
EV/EBITDA(최고)	6.6	4.2	3.6	3.6	3.6
EV/EBITDA(최저)					