

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,148 만주
자사주	163 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,666 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	37.05%
국민연금공단	10.08%
외국인지분률	24.20%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/06/28)	22,700 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.55
52주 최고가	23,800 원
52주 최저가	15,300 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.8%	3.7%
6개월	12.4%	7.7%
12개월	3.9%	12.8%

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

1년 전과 판이하게 다른 화학과 태양광의 이중고

2Q19 영업이익 추정치는 1,043 억원으로서 컨센서스와 큰 차이 없는 수준 예상함. 2Q 중 화학에서 LDPE, LLDPE, PVC의 약세로 전년동기대비 감익 불가피하지만, 그나마 가성소다와 태양광이 양호한 것이 다행인 상황임. 3Q도 실적 부진을 면치 못할 가능성이 높음. 게다가 화학은 중장기 공급과잉 부담에 놓여 있고, 태양광 또한 최근 단기모멘텀 불구 여전히 중국 수요 불확실성이 높기 때문에 트레이딩 이상의 수익 기대하기 어려움

2Q19 영업이익 1,043 억원(QoQ +6.1% / YoY -43.4%) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 1,053 억원과 크게 다르지 않은 실적 수준 예상되고 있음. 전년동기대비 반토막에 가까운 실적이 발생하는 원인은 역시 화학에서 찾아야 함. LDPE(1Q 평균 \$1,050/t → 2Q 평균 \$1,046/t), LLDPE(\$1,028/t → \$1,006/t), PVC(\$887/t → \$837/t) 같은 주력제품의 약세가 두드러졌음. 그럼에도 불구하고 전반기 대비로는 양호한 실적을 추정하는 것은, 가성소다가 견조했음과 동시에 태양광 부문이 미국 모듈공장 가동효과로 인해 일정 수준의 실적기여가 기대되고 있기 때문임

화학과 태양광, 어디에서 탈출구를 찾을 수 있을까?

화학 시장은 명백히 공급과잉 국면에 진입했음. 게다가 ① 북미 에틸렌 유도제품들의 수출은 휴스턴, 혹은 인근항구인 사바나, 찰스턴, 뉴올리언스를 통해 막대한 증대폭을 이제 막 보이기 시작했고, ② 북미의 신증설 랠리가 2020년에 마무리 된다고 하더라도 곧바로 중국이 2022년까지 대규모 설비를 신규 가동하는 만큼 불황은 의외로 길어질 수 있음. 태양광 역시 중국의 부진과 여전한 공급과잉 속에 이익창출여력이 높지 않기 때문에 어려모로 과거와 같은 실적호재를 기대하기는 쉽지 않음. 그나마 최근 예상치 못했던 미국 태양광 강세의 단기호재가 있지만, 전체 이익을 부양하기는 어려운 모멘텀임

목표주가 25,000 원 / 투자의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자의견 유지함. 단기적으로 태양광 시장 회복에 대한 기대감이 있지만, 중장기적으로는 에틸렌 계열의 공급과잉에 대한 우려가 더 부담이 될 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	9,258.8	9,341.8	9,046.0	8,896.4	9,081.3	9,326.4
yoy	%	15.2	0.9	(3.2)	(1.7)	2.1	2.7
영업이익	십억원	779.2	756.4	354.3	398.4	418.9	387.2
yoy	%	131.2	(2.9)	(53.2)	12.4	5.2	(7.6)
EBITDA	십억원	1,224.5	1,191.9	794.4	946.9	967.5	935.8
세전이익	십억원	886.4	1,065.9	288.3	458.6	515.6	433.8
순이익(지배주주)	십억원	755.3	824.7	186.7	348.6	393.8	331.4
영업이익률%	%	8.4	8.1	3.9	4.5	4.6	4.2
EBITDA%	%	13.2	12.8	8.8	10.6	10.7	10.0
순이익률	%	8.2	8.8	2.1	3.9	4.3	3.6
EPS	원	4,580	5,001	1,143	2,137	2,414	2,032
PER	배	5.4	6.3	17.7	10.6	9.4	11.2
PBR	배	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.0	6.6	4.2	3.9	3.8	3.9
ROE	%	15.2	14.6	3.1	5.6	6.1	4.8
순차입금	십억원	3,230	2,649	3,843	4,524	4,564	4,711
부채비율	%	152.7	120.6	144.6	135.5	130.3	126.9

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,250.5	2,311.9	2,407.6	2,236.2	2,275.6	1.1	1.8	2,487.6	(8.5)
영업이익	184.4	93.8	(95.9)	98.3	104.3	(43.4)	6.1	105.3	(0.9)
세전이익	260.7	(2.6)	(336.5)	156.8	118.5	(54.6)	(24.4)	121.8	(2.7)
지배순이익	186.0	(22.7)	(273.2)	118.0	90.5	(51.3)	(23.3)	86.5	4.6
영업이익률	8.2	4.1	(4.0)	4.4	4.6	(3.6)	0.2	4.2	0.4
세전이익률	11.6	(0.1)	(14.0)	7.0	5.2	(6.4)	(1.8)	4.9	0.3
지배주주순이익률	8.3	(1.0)	(11.3)	5.3	4.0	(4.3)	(1.3)	3.5	0.5

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
ROE(지배주주지분)	5.3%	ROE(지배주주지분)	3.1%	5.7%	5.0%	4.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	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					
2Q20E BPS(지배주주지분)	38,958					
Target Price	25,546					

자료: 한화케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	2Q20E	2Q21E	2Q22E	2Q23E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,274	2,112	2,006	2,006
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,161				
2Q20E EPS	2,274				
2Q21E EPS	2,112				

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	19,451	20,531	21,612	22,692	23,773	24,853	25,934	27,015	28,095	29,176
TP by 2Q20E EPS	20,465	21,602	22,739	23,876	25,013	26,150	27,287	28,424	29,560	30,697
TP by 2Q21E EPS	19,008	20,064	21,119	22,175	23,231	24,287	25,343	26,399	27,455	28,511

자료: 한화케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	9,046.0	9,763.3	10,191.1	9,046.0	8,896.4	9,081.3	0.0%	-8.9%	-10.9%
YoY %	-3.2%	7.9%	4.4%	-3.2%	-1.7%	2.1%			
영업이익	354.3	419.8	402.5	354.3	398.4	418.9	0.0%	-5.1%	4.1%
YoY %	-53.2%	18.5%	-4.1%	-53.2%	12.4%	5.2%			
EBITDA	794.4	886.8	869.5	794.4	946.9	967.5	0.0%	6.8%	11.3%
YoY %	-33.4%	11.6%	-2.0%	-33.4%	19.2%	2.2%			
순이익	186.7	341.1	334.2	186.7	348.6	393.8	0.0%	2.2%	17.8%
YoY %	-77.4%	82.7%	-2.0%	-77.4%	86.7%	13.0%			

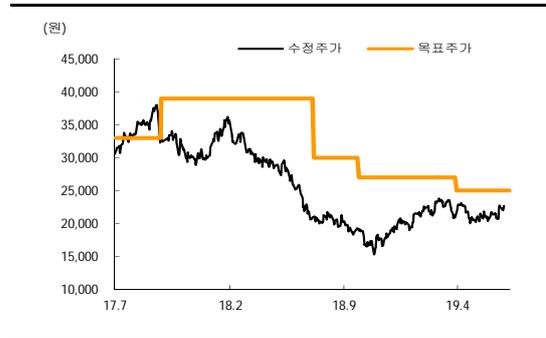
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	2,459.4	2,508.7	2,368.0	2,455.0	2,275.6	2,219.0	2,165.6	2,243.8	-7.5%	-11.5%	-8.5%	-8.6%
YoY %	9.3%	8.5%	-1.6%	1.1%	1.1%	-4.0%	-10.1%	0.3%				
QoQ %	1.3%	2.0%	-5.6%	3.7%	1.8%	-2.5%	-2.4%	3.6%				
영업이익	128.5	126.6	79.4	98.9	104.3	98.6	97.1	108.6	-18.8%	-22.1%	22.2%	9.8%
YoY %	-30.3%	35.0%	흑전	16.0%	-43.4%	5.2%	흑전	10.4%				
QoQ %	50.7%	-1.5%	-37.2%	24.5%	6.1%	-5.4%	-1.6%	11.9%				
EBITDA	245.3	243.3	196.2	215.7	241.4	235.8	234.2	245.7	-1.6%	-3.1%	19.4%	13.9%
YoY %	-15.6%	20.7%	839.3%	6.8%	-16.9%	17.0%	1021.4%	4.4%				
QoQ %	21.4%	-0.8%	-19.4%	9.9%	2.5%	-2.4%	-0.7%	4.9%				
순이익	108.2	101.4	39.0	84.6	90.5	73.1	67.0	106.4	-16.3%	-28.0%	71.9%	25.9%
YoY %	-41.8%	흑전	흑전	-8.6%	-51.3%	흑전	흑전	-9.8%				
QoQ %	16.9%	-6.2%	-61.6%	117.1%	-23.3%	-19.3%	-8.4%	59.0%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	25,000원	6개월		
2019.04.01	매수	25,000원	6개월	-13.79%	-7.40%
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%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222	5,012	4,446	4,614	4,708
현금및현금성자산	805	1,024	553	613	566
매출채권및기타채권	1,707	1,759	1,646	1,700	1,770
재고자산	1,144	1,467	1,507	1,551	1,609
비유동자산	9,427	10,219	10,716	11,058	11,424
장기금융자산	277	138	64	64	64
유형자산	5,588	6,684	7,056	7,397	7,763
무형자산	422	479	503	503	503
자산총계	13,649	15,231	15,162	15,672	16,132
유동부채	4,894	5,133	4,564	4,707	4,863
단기금융부채	2,648	2,923	2,807	2,907	3,007
매입채무 및 기타채무	1,632	1,480	1,455	1,498	1,554
단기충당부채	27	47	47	47	47
비유동부채	2,568	3,872	4,159	4,159	4,159
장기금융부채	1,812	2,999	3,331	3,331	3,331
장기매입채무 및 기타채무	23	0	1	1	1
장기충당부채	47	83	86	86	86
부채총계	7,462	9,004	8,724	8,867	9,022
지배주주지분	6,015	6,090	6,319	6,686	6,990
자본금	830	821	821	821	821
자본잉여금	829	857	811	811	811
기타자본구성요소	(3)	(3)	(36)	(36)	(36)
자기주식	0	0	(33)	(33)	(33)
이익잉여금	4,365	4,497	4,773	5,140	5,444
비지배주주지분	172	137	120	120	120
자본총계	6,187	6,227	6,439	6,806	7,109
부채외자본총계	13,649	15,231	15,162	15,672	16,132

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	901	759	952	962	880
당기순이익(손실)	1,066	288	391	400	336
비현금성항목등	200	670	611	626	626
유형자산감가상각비	436	440	549	549	549
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	236	(230)	(62)	(78)	(78)
운전자본감소(증가)	(213)	(114)	12	(63)	(82)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(173)	(99)	58	(52)	(67)
재고자산감소(증가)	277	(324)	(39)	(45)	(58)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	71	(146)	(39)	33	43
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(395)	(434)	(787)	(890)	(914)
금융자산감소(증가)	(82)	1	16	0	0
유형자산감소(증가)	(468)	(664)	(872)	(890)	(914)
무형자산감소(증가)	16	1	(8)	0	0
기타	139	228	77	0	0
재무활동현금흐름	(679)	(102)	(208)	(33)	(33)
단기금융부채증가(감소)	7	(33)	(13)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(453)	174	(14)	0	0
자본의증가(감소)	24	56	(33)	0	0
배당금의 지급	58	58	33	33	33
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(207)	219	(471)	60	(47)
기초현금	1,012	805	1,024	553	613
기말현금	805	1,024	553	613	566
FCF	527	(594)	(373)	(82)	(150)

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,342	9,046	8,896	9,081	9,326
매출원가	7,386	7,459	7,308	7,448	7,692
매출총이익	1,956	1,587	1,588	1,633	1,635
매출총이익률 (%)	20.9	17.5	17.9	18.0	17.5
판매비와관리비	1,199	1,233	1,190	1,215	1,247
영업이익	756	354	398	419	387
영업이익률 (%)	8.1	3.9	4.5	4.6	4.2
비영업손익	309	(66)	60	97	47
순금융비용	27	71	55	71	71
외환관련손익	42	(77)	(1)	0	0
관계기업투자등 관련손익	594	358	241	266	220
세전계속사업이익	1,066	288	459	516	434
세전계속사업이익률 (%)	11.4	3.2	5.2	5.7	4.7
계속사업법인세	231	128	105	116	98
계속사업이익	835	160	354	400	336
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	354	400	336
순이익률 (%)	8.9	1.8	4.0	4.4	3.6
지배주주	825	187	349	394	331
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	2.1	3.9	4.3	3.6
비지배주주	10	(26)	5	6	5
총포괄이익	791	75	381	400	336
지배주주	787	108	380	394	331
비지배주주	4	(33)	1	6	5
EBITDA	1,192	794	947	967	936

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	0.9	(3.2)	(1.7)	2.1	2.7
영업이익	(2.9)	(53.2)	12.4	5.2	(7.6)
세전계속사업이익	20.2	(72.9)	59.1	12.4	(15.9)
EBITDA	(2.7)	(33.4)	19.2	2.2	(3.3)
EPS(계속사업)	9.2	(77.2)	87.0	13.0	(15.9)
수익성 (%)					
ROE	14.6	3.1	5.6	6.1	4.8
ROA	6.1	1.1	2.3	2.6	2.1
EBITDA마진	12.8	8.8	10.6	10.7	10.0
안정성 (%)					
유동비율	86.3	97.7	97.4	98.0	96.8
부채비율	120.6	144.6	135.5	130.3	126.9
순차입금/자기자본	42.8	61.7	70.3	67.1	66.3
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.2)	0.1	0.0	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,001	1,143	2,137	2,414	2,032
BPS	35,693	36,177	37,167	39,402	41,250
CFPS	6,194	3,880	5,213	5,317	5,167
주당 현금배당금	350	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	17.7	10.6	9.4	11.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.2	4.4	4.3	4.4
EV/EBITDA(최고)	6.6	4.2	3.9	3.8	3.9
EV/EBITDA(최저)					