

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sks.co.kr

02-3773-8827

Company Data

자본금	821 십억원
발행주식수	16,148 만주
자사주	163 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,810 십억원
주요주주	
(주)한화(외5)	37.05%
국민연금공단	10.33%
외국인지분률	23.30%
배당수익률	11.0%

Stock Data

주가(19/10/04)	17,400 원
KOSPI	2020.69 pt
52주 Beta	1.49
52주 최고가	23,800 원
52주 최저가	15,300 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-1.6%
6개월	-24.0%	-17.0%
12개월	-7.5%	4.2%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 22,000 원(하향))

답 없는 화학, 기대해볼 것은 태양광

3Q19 영업이익은 1,051 억원으로서 컨센서스를 -5.0% 하회하는 기대 이하의 실적 예상됨. 화학 본업의 약세 현상이 지속되고 있고, 공급과잉 현상은 2022년까지 중국을 중심으로 지속될 것이기 때문에 반등을 쉬이 기대하기 어려움. 그나마 4 분기 이후 중국의 태양광 수요회복이 기대되고 있는 것이 상대적 호재라 할 수 있음. 이익 추정치 하향분을 반영하여 목표주가 하향 조정함. 다만 주가 하락 폭이 큰 만큼 매수 의견 유지

3Q19 영업이익 1,051 억원(QoQ +7.7% / YoY +12.1%) 추정

10/4 기준 컨센서스 1,107 억원 대비 -5.0% 하회하는 기대 이하의 실적 예상됨. 화학 본업의 지속적인 약세가 일단 가장 큰 원인임. 3 분기에도 PE 가격의 하락세(HDPE 기준 7/1 \$907.5/t → 9/30 \$837.5/t)는 지속되었고, 기타 제품 또한 대다수 약세 국면이었음. 그나마 9 월 사우디 아람코 피폭사태로 일부 가격의 소폭의 반등세가 있었지만 실적의 방향성을 바꿀 정도는 아니었음. 다만 동사에게는 하락한 에틸렌 가격으로 인해 원가 부담이 덜했던 것이 상대적으로 나은 요소임. 그 외 면세점 철수에 따른 리테일 약세, 태양광의 더딘 회복도 감안해야 함

공급과잉의 화학보다 기대할 것은 태양광

화학은 2022년까지 중국을 중심으로 한 글로벌 화학의 공급과잉이 현실화되고 있고, 같은 cyclical 업종인 철강이 중국발 공급과잉 당시 PBR 0.3~0.4x 수준까지 하락했던 것을 감안한다면 선불리 저점을 논할 순간은 아님. 참고로 2020~22년 중국의 신규공급 증대속도는 우리가 기억하는 2010년 중동사태를 넘어서는 수준임. 그러나 동사의 태양광은 4분기 중국의 수요회복 기대감이 있어 긍정적으로 볼 수 있는 요소임

목표주가 25,000 원 → 22,000 원 하향

2020년 영업이익 추정치 -13.9% 하향 조정한 것을 반영해 목표주가 역시 하향함. 다만 단기적인 추가하락의 여지는 제한된 만큼 투자이전 매수는 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	9,258.8	9,341.8	9,046.0	9,323.8	10,126.5	11,109.7
yoy	%	15.2	0.9	(3.2)	3.1	8.6	9.7
영업이익	십억원	779.2	756.4	354.3	376.5	360.9	347.1
yoy	%	131.2	(2.9)	(53.2)	6.2	(4.1)	(3.8)
EBITDA	십억원	1,224.5	1,191.9	794.4	925.0	909.4	895.6
세전이익	십억원	886.4	1,065.9	288.3	457.9	425.6	349.4
순이익(지배주주)	십억원	755.3	824.7	186.7	344.8	334.1	274.3
영업이익률%	%	8.4	8.1	3.9	4.0	3.6	3.1
EBITDA%	%	13.2	12.8	8.8	9.9	9.0	8.1
순이익률%	%	8.2	8.8	2.1	3.7	3.3	2.5
EPS(계속사업)	원	4,580	5,001	1,143	2,114	2,048	1,681
PER	배	5.4	6.3	17.7	8.3	8.5	10.4
PBR	배	0.8	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	6.0	6.6	4.2	3.1	3.1	3.2
ROE	%	15.2	14.6	3.1	5.6	5.2	4.1
순차입금	십억원	3,230	2,649	3,843	4,369	4,353	4,489
부채비율	%	152.7	120.6	144.6	137.7	135.3	134.6

3Q19 preview

(단위 % 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,311.9	2,407.6	2,236.2	2,374.1	2,399.1	3.8	1.1	2,488.1	(3.6)
영업이익	93.8	(95.9)	98.3	97.5	105.1	12.1	7.7	110.7	(5.0)
세전이익	(2.6)	(336.5)	156.8	44.5	174.1	흑전	291.2	142.6	22.0
지배순이익	(22.7)	(273.2)	118.0	25.4	136.6	흑전	438.7	102.6	33.2
영업이익률	4.1	(4.0)	4.4	4.1	4.4	0.3	0.3	4.4	(0.1)
세전이익률	(0.1)	(14.0)	7.0	1.9	7.3	7.4	5.4	5.7	1.5
지배주주순이익률	(1.0)	(11.3)	5.3	1.1	5.7	6.7	4.6	4.1	1.6

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
ROE(지배주주지분)	4.8%	3.1%	5.3%	4.4%	4.1%	4.1%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	4.8%				
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.56					
3Q20E BPS(지배주주지분)	39,261					
Target Price	21,922					

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,140	1,838	1,772	1,772
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	1,969				
3Q20E EPS	2,140				
3Q21E EPS	1,838				

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	17,724	18,709	19,693	20,678	21,663	22,647	23,632	24,617	25,601	26,586
TP by 3Q20E EPS	19,262	20,332	21,402	22,472	23,542	24,612	25,682	26,752	27,822	28,892
TP by 3Q21E EPS	16,538	17,457	18,375	19,294	20,213	21,132	22,050	22,969	23,888	24,807

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	8,896.4	9,081.3	9,046.0	9,323.8	10,126.5	0.0%	4.8%	11.5%
YoY %	-3.2%	-1.7%	2.1%	-3.2%	3.1%	8.6%			
영업이익	354.3	398.4	418.9	354.3	376.5	360.9	0.0%	-5.5%	-13.9%
YoY %	-53.2%	12.4%	5.2%	-53.2%	6.2%	-4.1%			
EBITDA	794.4	946.9	967.5	794.4	925.0	909.4	0.0%	-2.3%	-6.0%
YoY %	-33.4%	19.2%	2.2%	-33.4%	16.4%	-1.7%			
순이익	186.7	348.6	393.8	186.7	344.8	334.1	0.0%	-1.1%	-15.2%
YoY %	-77.4%	86.7%	13.0%	-77.4%	84.7%	-3.1%			

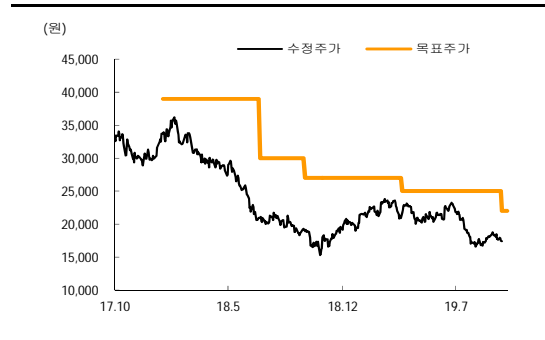
자료: 한화케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
매출액	2,275.6	2,219.0	2,165.6	2,243.8	2,374.1	2,399.1	2,314.3	2,438.4	4.3%	8.1%	6.9%	8.7%
YoY %	1.1%	-4.0%	-10.1%	0.3%	5.5%	3.8%	-3.9%	9.0%				
QoQ %	1.8%	-2.5%	-2.4%	3.6%	6.2%	1.1%	-3.5%	5.4%				
영업이익	104.3	98.6	97.1	108.6	97.5	105.1	75.5	92.0	-6.5%	6.6%	-22.2%	-15.3%
YoY %	-43.4%	5.2%	흑전	10.4%	-47.1%	12.1%	흑전	-6.5%				
QoQ %	6.1%	-5.4%	-1.6%	11.9%	-0.8%	7.7%	-28.2%	21.9%				
EBITDA	241.4	235.8	234.2	245.7	234.7	242.2	212.6	229.1	-2.8%	2.7%	-9.2%	-6.8%
YoY %	-16.9%	17.0%	1021.4%	4.4%	-19.2%	20.2%	918.0%	-2.7%				
QoQ %	2.5%	-2.4%	-0.7%	4.9%	-0.3%	3.2%	-12.2%	7.8%				
순이익	90.5	73.1	67.0	106.4	25.4	136.6	64.8	87.2	-72.0%	87.0%	-3.2%	-18.1%
YoY %	-51.3%	흑전	흑전	-9.8%	-86.4%	흑전	흑전	-26.2%				
QoQ %	-23.3%	-19.3%	-8.4%	59.0%	-78.5%	438.7%	-52.6%	34.5%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.04	매수	22,000원	6개월		
2019.07.02	매수	25,000원	6개월	-19.12%	-7.00%
2019.04.01	매수	25,000원	6개월	-13.69%	-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	-24.64%	-7.18%
2018.01.08	매수	39,000원	6개월	-16.39%	-7.18%



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 10월 4일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222	5,012	4,682	5,178	5,578
현금및현금성자산	805	1,024	678	794	758
매출채권및기타채권	1,707	1,759	1,609	1,795	2,008
재고자산	1,144	1,467	1,485	1,640	1,818
비유동자산	9,427	10,219	10,615	10,674	10,792
장기금융자산	277	138	71	71	71
유형자산	5,588	6,684	6,898	6,957	7,076
무형자산	422	479	503	503	503
자산총계	13,649	15,231	15,297	15,852	16,370
유동부채	4,894	5,133	4,685	4,939	5,215
단기금융부채	2,648	2,923	2,960	3,060	3,160
매입채무 및 기타채무	1,632	1,480	1,476	1,630	1,806
단기충당부채	27	47	46	46	46
비유동부채	2,568	3,872	4,177	4,177	4,177
장기금융부채	1,812	2,999	3,330	3,330	3,330
장기매입채무 및 기타채무	23	0	0	0	0
장기충당부채	47	83	90	90	90
부채총계	7,462	9,004	8,862	9,116	9,392
지배주주지분	6,015	6,090	6,319	6,621	6,863
자본금	830	821	821	821	821
자본잉여금	829	857	811	811	811
기타자본구성요소	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,365	4,497	4,731	5,033	5,274
비지배주주지분	172	137	116	116	116
자본총계	6,187	6,227	6,435	6,737	6,978
부채외자본총계	13,649	15,231	15,297	15,852	16,370

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	901	759	1,004	740	649
당기순이익(손실)	1,066	288	403	334	274
비현금성항목등	200	670	659	618	618
유형자산감가상각비	436	440	549	549	549
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	236	(230)	(111)	(69)	(69)
운전자본감소(증가)	(213)	(114)	93	(212)	(243)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(173)	(99)	101	(179)	(205)
재고자산감소(증가)	277	(324)	(18)	(155)	(177)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	71	(146)	6	121	139
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(395)	(434)	(750)	(608)	(667)
금융자산감소(증가)	(82)	1	(27)	0	0
유형자산감소(증가)	(468)	(664)	(802)	(608)	(667)
무형자산감소(증가)	16	1	(2)	0	0
기타	139	228	81	0	0
재무활동현금흐름	(679)	(102)	(241)	(33)	(33)
단기금융부채증가(감소)	7	(33)	(14)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(453)	174	65	0	0
자본의증가(감소)	24	56	(37)	0	0
배당금의 지급	58	58	65	33	33
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(207)	219	(346)	116	(36)
기초현금	1,012	805	1,024	678	794
기말현금	805	1,024	678	794	758
FCF	527	(594)	(314)	(2)	(105)

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,342	9,046	9,324	10,127	11,110
매출원가	7,386	7,459	7,637	8,321	9,177
매출총이익	1,956	1,587	1,687	1,806	1,932
매출총이익률 (%)	20.9	17.5	18.1	17.8	17.4
판매비와관리비	1,199	1,233	1,310	1,445	1,585
영업이익	756	354	376	361	347
영업이익률 (%)	8.1	3.9	4.0	3.6	3.1
비영업손익	309	(66)	81	65	2
순금융비용	27	71	97	106	110
외환관련손익	42	(77)	(15)	0	0
관계기업투자등 관련손익	594	358	286	203	141
세전계속사업이익	1,066	288	458	426	349
세전계속사업이익률 (%)	11.4	3.2	4.9	4.2	3.1
계속사업법인세	231	128	114	92	75
계속사업이익	835	160	344	334	274
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	344	334	274
순이익률 (%)	8.9	1.8	3.7	3.3	2.5
지배주주	825	187	345	334	274
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	2.1	3.7	3.3	2.5
비지배주주	10	(26)	(1)	0	0
총포괄이익	791	75	380	334	274
지배주주	787	108	386	334	274
비지배주주	4	(33)	(6)	0	0
EBITDA	1,192	794	925	909	896

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	0.9	(3.2)	3.1	8.6	9.7
영업이익	(2.9)	(53.2)	6.2	(4.1)	(3.8)
세전계속사업이익	20.2	(72.9)	58.8	(7.1)	(17.9)
EBITDA	(2.7)	(33.4)	16.4	(1.7)	(1.5)
EPS(계속사업)	9.2	(77.2)	85.0	(3.1)	(17.9)
수익성 (%)					
ROE	14.6	3.1	5.6	5.2	4.1
ROA	6.1	1.1	2.3	2.1	1.7
EBITDA마진	12.8	8.8	9.9	9.0	8.1
안정성 (%)					
유동비율	86.3	97.7	99.9	104.8	107.0
부채비율	120.6	144.6	137.7	135.3	134.6
순차입금/자기자본	42.8	61.7	67.9	64.6	64.3
EBITDA/이자비용(배)	(0.0)	(0.2)	0.1	(0.0)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,001	1,143	2,114	2,048	1,681
BPS	35,693	36,177	37,162	38,998	40,469
CFPS	6,194	3,880	4,967	5,065	4,999
주당 현금배당금	350	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.3	17.7	8.3	8.5	10.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR(최저)					
PCR	5.1	5.2	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA(최고)	6.6	4.2	3.1	3.1	3.2
EV/EBITDA(최저)					