

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

## Company Data

자본금	8,297 억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	38,813 억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.29%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	25.30%
배당수익률	0.60%

## Stock Data

주가(16/09/26)	23,550 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	1.49
52주 최고가	28,000 원
52주 최저가	20,650 원
60일 평균 거래대금	249 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.3%	-10.5%
6개월	1.1%	-1.8%
12개월	16.6%	10.4%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 28,000 원(유지))

## 3Q16 preview: 단기실적보다는 sustainability

3Q OP는 2,349 억원으로 추정되어 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 영업이익률이 여전히 10% 수준일 정도로 호실적일 것임. 글로벌 태양광 시장 급속 악화에도 불구하고 NextEra 계약 물량을 바탕으로 한 태양광 사업부 이익은 상대적으로 견조할 것이고, 화학 사업부도 PE 강세를 토대로 강세가 유지될 것임. 다만 시장은 3 분기 이후 이익의 sustainability를 우려하고 있기에, 단기 이익강세가 주가에 미치는 영향 제한적일 것임

## 3Q16 추정 영업이익 2,349 억원(QoQ -20.0% / YoY +76.1%)

9/23 기준 시장 컨센서스 2,241 억원과 크게 다르지 않은 실적 수준일 것으로 판단함. 단, 10%에 근접해있는 영업이익률로 판단할 때 전체적인 호실적 기조는 여전하다고 할 수 있음. 글로벌 태양광 시장의 급속한 악화로에도 불구하고 동사가 받는 타격은 제한적일 것으로 예상됨. 올 해 말까지 예정된 NextEra 계약 물량이 잔존해있다는 것이 가장 큰 요인임. 뿐만 아니라 3 분기 중 PE 중심의 화학시장 강세가 여전했기 때문에 유화/화성 사업부의 견조한 이익 추세도 계속될 것으로 기대되고 있음.

## 시장이 걱정하는 것은 이익의 sustainability

동사는 지난 2 분기 2,936 억원의 영업이익이어서 분기 최대치를 시현하였음. 그럼에도 불구하고 주가는 오히려 고점대비 하락한 상황임. 이는 NextEra 계약 물량 이후의 실적 방향성, 3 분기 이후 진입되는 화학의 비수기, 기타 사업부의 이익 지속 여부 등에 대한 불확실성이 높기 때문임. 결국 3 분기까지 이어지는 호실적이 다가올 동절기에서 어떤 양상으로 전개될 지가 주가의 핵심관건으로 판단됨

## 목표주가 28,000 원 / 투자조건 매수 유지

단기 이익강세에도 불구하고, 그리고 그러한 호실적이 3Q 까지 이어질 수 있음에도 주가가 하락했다는 것은 매력 포인트로 작용할 수 있음. 그렇지만 자본시장에서 risk가 부각되고 있다는 요인은 무시될 수 없을 것임. 실적강세를 이용한 주가 반등 노력할 수 있지만, 결국 동절기 실적 방향성이 파악되기 전까지 상승여력은 제한될 것으로 판단함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	7,863.6	8,055.3	8,037.0	9,192.9	8,485.2	8,198.0
yoy	%	12.9	2.4	(0.2)	14.4	(7.7)	(3.4)
영업이익	십억원	97.9	141.3	337.0	836.3	562.0	398.7
yoy	%	1,765.7	44.3	138.6	148.2	(32.8)	(29.0)
EBITDA	십억원	487.6	563.4	789.2	1,302.8	1,028.4	865.1
세전이익	십억원	(43.3)	50.9	228.4	851.4	606.5	413.2
순이익(지배주주)	십억원	8.3	56.7	188.2	677.1	454.3	309.6
영업이익률%	%	1.2	1.8	4.2	9.1	6.6	4.9
EBITDA%	%	6.2	7.0	9.8	14.2	12.1	10.6
순이익률	%	0.1	0.7	2.3	7.4	5.4	3.8
EPS	원	57	349	1,161	4,827	3,239	2,207
PER	배	376.6	33.8	23.4	4.9	7.3	10.7
PBR	배	0.8	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	14.6	9.8	10.0	5.6	6.6	4.5
ROE	%	0.2	1.3	4.2	13.7	8.3	5.3
순차입금	십억원	4,088	3,625	3,490	3,363	2,907	2,715
부채비율	%	187.4	163.6	180.9	153.7	141.3	135.9

## 3Q16 preview

(단위: % 십억원)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,886.8	2,304.6	2,163.7	2,392.2	2,370.7	25.6	(0.9)	2,335.6	1.5
영업이익	133.3	84.3	142.8	293.6	234.9	76.1	(20.0)	224.1	4.8
세전이익	185.1	4.7	149.1	342.0	234.0	26.4	(31.6)	292.0	(19.8)
지배순이익	150.1	20.5	107.4	299.8	175.3	16.8	(41.5)	196.9	(11.0)
영업이익률	7.1	3.7	6.6	12.3	9.9	2.8	(2.4)	9.6	0.3
세전이익률	9.8	0.2	6.9	14.3	9.9	0.1	(4.4)	12.5	(2.6)
지배주주순이익률	8.0	0.9	5.0	12.5	7.4	(0.6)	(5.1)	8.4	(1.0)

자료: SK 증권 Fnguide

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

항목			2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	7.3%	ROE(지배주주지분)	4.2%	9.8%	6.2%	4.3%	3.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.3%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.96						
2Q17E BPS(지배주주지분)	31,994						
Target Price	30,846						

자료: 한화케미칼 SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	1,161	3,247	2,189	1,584	1,447
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,523				
2Q17E EPS	3,247				
2Q18E EPS	2,189				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	25,231	26,492	27,754	29,015	30,277	31,538	32,800	34,062	35,323	36,585
TP by 2Q17E EPS	32,474	34,098	35,722	37,345	38,969	40,593	42,216	43,840	45,464	47,088
TP by 2Q18E EPS	21,894	22,988	24,083	25,178	26,272	27,367	28,462	29,556	30,651	31,746

자료: 한화케미칼 SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	8,037.0	8,278.6	7,119.7	8,037.0	9,192.9	8,485.2	0.0%	11.0%	19.2%
YoY %	-0.2%	3.0%	-14.0%	-0.2%	14.4%	-7.7%			
영업이익	337.0	480.3	451.2	337.0	836.3	562.0	0.0%	74.1%	24.6%
YoY %	138.6%	42.5%	-6.1%	138.6%	148.2%	-32.8%			
EBITDA	789.2	946.7	917.6	789.2	1,302.8	1,028.4	0.0%	37.6%	12.1%
YoY %	40.1%	20.0%	-3.1%	40.1%	65.1%	-21.1%			
순이익	188.2	407.8	372.1	188.2	677.1	454.3	0.0%	66.1%	22.1%
YoY %	231.6%	116.7%	-8.7%	231.6%	259.9%	-32.9%			

자료: 한화케미칼 SK 증권

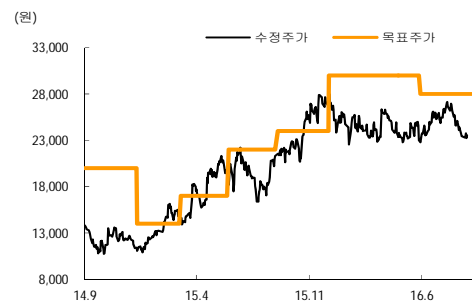
## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	2,008.3	1,891.8	1,773.3	1,772.6	2,370.7	2,266.3	2,188.0	2,146.8	18.0%	19.8%	23.4%	21.1%
YoY %	6.4%	-17.9%	-18.0%	-20.0%	25.6%	-1.7%	1.1%	-10.3%				
QoQ %	-9.3%	-5.8%	-6.3%	0.0%	-0.9%	-4.4%	-3.5%	-1.9%				
영업이익	117.8	66.6	112.2	152.1	234.9	165.1	171.1	151.6	99.3%	147.9%	52.4%	-0.3%
YoY %	-11.6%	-21.0%	-21.4%	-0.6%	76.1%	95.9%	19.8%	-48.3%				
QoQ %	-23.0%	-43.5%	68.5%	35.5%	-20.0%	-29.7%	3.6%	-11.4%				
EBITDA	234.5	183.2	228.8	268.7	351.5	281.7	287.7	268.2	49.9%	53.8%	25.7%	-0.2%
YoY %	-4.5%	-8.4%	-11.8%	-0.3%	43.2%	40.9%	10.9%	-34.6%				
QoQ %	-13.0%	-21.8%	24.9%	17.4%	-14.3%	-19.8%	2.1%	-6.8%				
순이익	90.7	17.7	87.4	132.1	175.3	94.6	132.7	132.6	93.4%	435.1%	51.7%	0.3%
YoY %	-39.6%	-13.7%	-18.6%	-31.2%	16.8%	362.0%	23.6%	-55.8%				
QoQ %	-52.8%	-80.5%	394.3%	51.1%	-41.5%	-46.0%	40.2%	-0.1%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.09.27	매수	28,000원
2016.06.27	매수	28,000원
2016.03.27	매수	30,000원
2016.01.05	매수	30,000원
2015.09.30	매수	24,000원
2015.08.17	매수	22,000원
2015.06.29	매수	22,000원
2015.03.29	매수	17,000원
2015.01.06	매수	14,000원
2014.09.29	매수	20,000원



## 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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 27일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	4,273	4,778	4,722	4,966	5,214
현금및현금성자산	549	645	843	1,398	1,691
매출채권및기타채권	1,394	1,817	1,452	1,310	1,290
재고자산	1,873	1,826	1,502	1,359	1,338
<b>비유동자산</b>	8,324	9,075	9,274	9,420	9,546
장기금융자산	208	209	185	185	185
유형자산	6,038	6,051	6,044	6,190	6,315
무형자산	469	441	432	432	432
<b>자산총계</b>	12,597	13,853	13,996	14,386	14,759
<b>유동부채</b>	4,441	5,421	4,839	4,784	4,862
단기금융부채	2,214	2,427	2,097	2,197	2,297
매입채무 및 기타채무	1,626	1,615	1,635	1,480	1,457
단기충당부채	64	70	59	59	59
<b>비유동부채</b>	3,376	3,501	3,641	3,641	3,641
장기금융부채	2,753	2,619	2,899	2,899	2,899
장기매입채무 및 기타채무	14	209	46	46	46
장기충당부채	18	45	49	49	49
<b>부채총계</b>	7,818	8,921	8,480	8,425	8,503
<b>지배주주지분</b>	4,374	4,633	5,237	5,682	5,977
자본금	815	815	830	830	830
자본잉여금	713	829	865	865	865
기타자본구성요소	(3)	(3)	(47)	(47)	(47)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,739	2,887	3,524	3,969	4,264
비지배주주지분	405	298	280	280	280
<b>자본총계</b>	4,779	4,931	5,516	5,961	6,257
<b>부채외자본총계</b>	12,597	13,853	13,996	14,386	14,759

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	359	1,160	1,358	1,173	877
당기순이익(손실)	51	228	770	470	320
비현금성항목등	591	711	493	532	532
유형자산감가상각비	422	452	466	466	466
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(169)	(259)	(26)	(65)	(65)
운전자본감소(증가)	(205)	305	133	171	25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	86	(499)	358	137	20
재고자산감소(증가)	(135)	47	324	143	21
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(106)	37	(78)	(108)	(16)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	(288)	(952)	(867)	(612)	(592)
금융자산감소(증가)	(141)	(158)	(208)	0	0
유형자산감소(증가)	(457)	(662)	(628)	(612)	(592)
무형자산감소(증가)	(8)	(5)	(1)	0	0
기타	318	(127)	(30)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(446)	(105)	(130)	(25)	(25)
단기금융부채증가(감소)	4	41	(7)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(555)	44	30	0	0
자본의증가(감소)	9	97	(0)	0	0
배당금의 지급	21	25	49	25	25
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(371)	95	198	556	293
기초현금	920	549	645	843	1,398
기말현금	549	645	843	1,398	1,691
FCF	126	496	527	446	206

자료 : 한화케미칼 SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	8,055	8,037	9,193	8,485	8,198
<b>매출원가</b>	6,777	6,541	7,157	6,851	6,763
<b>매출총이익</b>	1,278	1,496	2,036	1,634	1,435
매출총이익률 (%)	15.9	18.6	22.1	19.3	17.5
<b>판매비와관리비</b>	1,137	1,159	1,199	1,072	1,036
영업이익	141	337	836	562	399
영업이익률 (%)	1.8	4.2	9.1	6.6	4.9
비영업손익	(90)	(109)	15	45	15
<b>순금융비용</b>	37	59	25	38	49
외환관련손익	(27)	(72)	3	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	175	176	237	230	194
세전계속사업이익	51	228	851	606	413
세전계속사업이익률 (%)	0.6	2.8	9.3	7.1	5.0
계속사업법인세	40	48	148	136	93
<b>계속사업이익</b>	11	180	703	470	320
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11	180	703	470	320
<b>순이익률 (%)</b>	0.1	2.2	7.6	5.5	3.9
지배주주	57	188	677	454	310
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.7	2.3	7.4	5.4	3.8
<b>비지배주주</b>	(45)	(8)	26	16	11
<b>총포괄이익</b>	(33)	163	656	470	320
<b>지배주주</b>	4	167	638	454	310
<b>비지배주주</b>	(37)	(4)	18	16	11
EBITDA	563	789	1,303	1,028	865

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	24	(0.2)	14.4	(7.7)	(3.4)
영업이익	44.3	138.6	148.2	(32.8)	(29.0)
세전계속사업이익	흑전	348.6	272.8	(28.8)	(31.9)
EBITDA	15.6	40.1	65.1	(21.1)	(15.9)
EPS(계속사업)	509.9	232.5	315.9	(32.9)	(31.9)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.3	4.2	13.7	8.3	5.3
ROA	0.1	1.4	5.0	3.3	2.2
EBITDA마진	7.0	9.8	14.2	12.1	10.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	96.2	88.1	97.6	103.8	107.2
부채비율	163.6	180.9	153.7	141.3	135.9
순차입금/자기자본	75.9	70.8	61.0	48.8	43.4
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.2	0.3	(0.1)	(0.1)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	349	1,161	4,827	3,239	2,207
BPS	25,476	27,129	35,602	38,750	40,838
CFPS	2,783	4,405	8,142	6,378	5,484
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	33.8	23.4	4.9	7.3	10.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.2	6.2	2.9	3.7	4.3
EV/EBITDA(최고)	9.8	10.0	5.6	6.6	4.5
EV/EBITDA(최저)					