

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

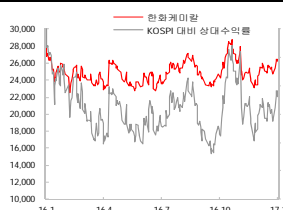
Company Data

자본금	8,297 억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	43,262 억원
주요주주	
(주)한화(외4)	36.29%
국민연금공단	9.18%
외국인지분률	25.50%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(17/01/08)	26,250 원
KOSPI	2049.12 pt
52주 Beta	1.58
52주 최고가	28,750 원
52주 최저가	22,550 원
60일 평균 거래대금	331 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.9%	3.8%
6개월	11.5%	6.2%
12개월	-6.3%	-11.9%

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

4Q16 preview: 희석되는 큐셀 효과

4Q16 OP는 1,860 억원으로 컨센서스와 크게 다르지 않을 것으로 추정함. 다만 화학의 강세 상황이 태양광 약세에 의해 희석되는 것이 아쉬움. 특히 큐셀은 북미 NextEra 물량 효과로 지난 5 개 분기 전사 영업이익의 중 41.1%를 태양광에서 발생시켰는데, 해당 효과가 소멸될 경우 2017 년 이익 모멘텀에서 부담이 될 수밖에 없음. 목표주가 유지함

4Q16 영업이익 1,860 억원(QoQ -9.2% / YoY +120.7%) 추정

시장 컨센서스 1,984 억원과 크게 다르지 않은 실적 수준을 예상함. 다만 지난 2분기 정점 이후 감익 추세가 나타나는 것은 피할 수 없을 것으로 판단함. 가장 큰 원인은 태양광(큐셀)에 있음. 북미 NextEra 물량 효과에 힘입어 지난 5 개 분기 합산 영업이익에서 41.1%가 태양광에서 발생했었는데, 계약기간 만료가 가시화되면서 이 효과 역시 상당 부분 희석이 불가피함. 다행히 PE / PVC / 가성소다 / TDI 등 주력 화학제품의 상황이 모두 비수기임에도 불구하고 호조였던 탓에 감익 폭은 제한될 것임

지난 5 개 분기 합산 영업이익의 41.1%가 태양광이었다

앞서 언급한대로 2015 년 하반기 이후 큐셀의 이익 강세는 동사의 호조에 있어서 거의 대다수를 차지했다고 해도 과언이 아님. 특히 그 이전까지만 해도 태양광은 많은 우려 속에 적자를 시현하고 있었다는 것을 잊어서는 안됨. 2017 년부터는 큐셀의 이익 강세를 기대하는 것이 쉽지 않을 텐데, SK 증권 리서치센터는 지난 6 월 작성한 “cycle 산업에 new normal 이란 없다.”라는 보고서 의견대로 거시적 화학 시장의 downturn 까지 전망하고 있어, 한화케미칼의 현재 이익 강세가 언제까지 이어질 지는 미지수임

목표주가 28,000 원 / 투자의견 매수 유지

화학 강세효과가 태양광에 의해서 희석되는 만큼 이익 추정치의 변동폭은 크지 않았음. 단기 화학 시장강세가 워낙 매력적이기에 주가의 추가 상승은 있을 수 있지만, 거시적인 방향성으로 본다면 상승의 폭은 제한적일 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	7,863.6	8,055.3	8,037.0	9,415.9	9,078.9	8,759.9
yoy	%	12.9	2.4	(0.2)	17.2	(3.6)	(3.5)
영업이익	십억원	97.9	141.3	337.0	827.1	569.0	529.4
yoy	%	1,765.7	44.3	138.6	145.4	(31.2)	(7.0)
EBITDA	십억원	487.6	563.4	789.2	1,303.6	1,055.7	1,016.1
세전이익	십억원	(43.3)	50.9	228.4	981.4	599.7	559.2
순이익(지배주주)	십억원	8.3	56.7	188.2	787.5	456.7	425.9
영업이익률%	%	1.2	1.8	4.2	8.8	6.3	6.0
EBITDA%	%	6.2	7.0	9.8	13.8	11.6	11.6
순이익률	%	0.1	0.7	2.3	8.4	5.0	4.9
EPS	원	57	349	1,161	4,778	2,771	2,584
PER	배	376.6	33.8	23.4	5.2	9.5	10.2
PBR	배	0.8	0.5	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	14.6	9.8	10.0	5.8	7.1	4.3
ROE	%	0.2	1.3	4.2	15.9	8.3	7.2
순차입금	십억원	4,088	3,625	3,490	3,508	3,110	2,864
부채비율	%	187.4	163.6	180.9	148.9	136.2	128.4

4Q16 preview

(단위: % 십억원)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,304.6	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,474.4	7.4	3.7	2,321.6	6.6
영업이익	84.3	142.8	293.6	204.7	186.0	120.7	(9.2)	198.4	(6.2)
세전이익	4.7	149.1	342.0	251.8	238.6	4,964.9	(5.2)	246.6	(3.2)
지배순이익	20.5	107.4	299.8	198.7	181.7	787.0	(8.5)	181.6	0.1
영업이익률	3.7	6.6	12.3	8.6	7.5	3.9	(1.1)	8.5	(1.0)
세전이익률	0.2	6.9	14.3	10.6	9.6	9.4	(0.9)	10.6	(1.0)
지배주주순이익률	0.9	5.0	12.5	8.3	7.3	6.5	(1.0)	7.8	(0.5)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
ROE(지배주주지분)	6.7%	ROE(지배주주지분)	4.2%	8.1%	7.0%	4.8%	4.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	6.7%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.86						
4Q17E BPS(지배주주지분)	33,236						
Target Price	28,486						

자료: 한화케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,769	2,583	1,849	1,691
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,440				
4Q17E EPS	2,769				
4Q18E EPS	2,583				

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	21,962	23,182	24,402	25,622	26,842	28,062	29,282	30,503	31,723	32,943
TP by 4Q17E EPS	24,925	26,310	27,694	29,079	30,464	31,849	33,233	34,618	36,003	37,387
TP by 4Q18E EPS	23,244	24,535	25,826	27,118	28,409	29,700	30,992	32,283	33,574	34,866

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	9,192.9	8,485.2	8,037.0	9,415.9	9,078.9	0.0%	2.4%	7.0%
YoY %	-0.2%	14.4%	-7.7%	-0.2%	17.2%	-3.6%			
영업이익	337.0	836.3	562.0	337.0	827.1	569.0	0.0%	-1.1%	1.3%
YoY %	138.6%	148.2%	-32.8%	138.6%	145.4%	-31.2%			
EBITDA	789.2	1,302.8	1,028.4	789.2	1,303.6	1,055.7	0.0%	0.1%	2.7%
YoY %	40.1%	65.1%	-21.1%	40.1%	65.2%	-19.0%			
순이익	188.2	677.1	454.3	188.2	787.5	456.7	0.0%	16.3%	0.5%
YoY %	231.6%	259.9%	-32.9%	231.6%	318.5%	-42.0%			

자료: 한화케미칼 SK 증권

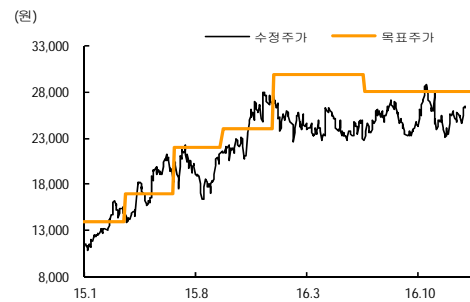
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E
매출액	2,266.3	2,188.0	2,146.8	2,099.4	2,474.4	2,409.1	2,266.6	2,212.9	9.2%	10.1%	5.6%	5.4%
YoY %	-1.7%	1.1%	-10.3%	-11.4%	7.4%	11.3%	-5.3%	-7.2%				
QoQ %	-4.4%	-3.5%	-1.9%	-2.2%	3.7%	-2.6%	-5.9%	-2.4%				
영업이익	165.1	171.1	151.6	131.6	186.0	185.8	137.5	128.8	12.6%	8.6%	-9.3%	-2.2%
YoY %	95.9%	19.8%	-48.3%	-44.0%	120.7%	30.1%	-53.1%	-37.1%				
QoQ %	-29.7%	3.6%	-11.4%	-13.2%	-9.2%	-0.1%	-26.0%	-6.4%				
EBITDA	281.7	287.7	268.2	248.2	307.7	307.4	259.2	250.5	9.2%	6.9%	-3.4%	0.9%
YoY %	40.9%	10.9%	-34.6%	-29.4%	53.8%	18.5%	-36.8%	-23.3%				
QoQ %	-19.8%	2.1%	-6.8%	-7.5%	-5.7%	-0.1%	-15.7%	-3.4%				
순이익	94.6	132.7	132.6	105.5	181.7	170.6	108.5	96.8	92.0%	28.6%	-18.2%	-8.3%
YoY %	362.0%	23.6%	-55.8%	-39.8%	787.0%	58.9%	-63.8%	-51.3%				
QoQ %	-46.0%	40.2%	-0.1%	-20.4%	-8.5%	-6.1%	-36.4%	-10.8%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.01.09	매수	28,000원
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



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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 1월 9일 기준)

매수	94.56%	중립	5.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,273	4,778	4,471	4,581	4,842
현금및현금성자산	549	645	625	1,123	1,469
매출채권및기타채권	1,394	1,817	1,479	1,305	1,267
재고자산	1,873	1,826	1,547	1,369	1,330
비유동자산	8,324	9,075	9,284	9,512	9,714
장기금융자산	208	209	179	179	179
유형자산	6,038	6,051	5,941	6,169	6,372
무형자산	469	441	416	416	416
자산총계	12,597	13,853	13,755	14,092	14,557
유동부채	4,441	5,421	4,649	4,547	4,602
단기금융부채	2,214	2,427	2,004	2,104	2,204
매입채무 및 기타채무	1,626	1,615	1,766	1,564	1,519
단기충당부채	64	70	63	63	63
비유동부채	3,376	3,501	3,580	3,580	3,580
장기금융부채	2,753	2,619	2,826	2,826	2,826
장기매입채무 및 기타채무	14	209	46	46	46
장기충당부채	18	45	34	34	34
부채총계	7,818	8,921	8,229	8,127	8,182
지배주주지분	4,374	4,633	5,255	5,695	6,104
자본금	815	815	830	830	830
자본잉여금	713	829	865	865	865
기타자본구성요소	(3)	(3)	(47)	(47)	(47)
자기주식	0	0	(44)	(44)	(44)
이익잉여금	2,739	2,887	3,628	4,068	4,477
비지배주주지분	405	298	270	270	270
자본총계	4,779	4,931	5,526	5,966	6,374
부채외자본총계	12,597	13,853	13,755	14,092	14,557

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	359	1,160	1,119	1,225	1,035
당기순이익(손실)	51	228	928	465	433
비현금성항목등	591	711	468	558	558
유형자산감가상각비	422	452	477	487	487
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(169)	(259)	8	(71)	(71)
운전자본감소(증가)	(205)	305	(226)	203	44
매출채권및기타채권의 감소(증가)	86	(499)	330	168	37
재고자산감소(증가)	(135)	47	279	178	39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(106)	37	31	(143)	(31)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(288)	(952)	(793)	(714)	(689)
금융자산감소(증가)	(141)	(158)	(154)	0	0
유형자산감소(증가)	(457)	(662)	(676)	(714)	(689)
무형자산감소(증가)	(8)	(5)	(9)	0	0
기타	318	(127)	45	0	0
재무활동현금흐름	(446)	(105)	(193)	(25)	(25)
단기금융부채증가(감소)	4	41	(11)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(555)	44	21	0	0
자본의증가(감소)	9	97	(0)	0	0
배당금의 지급	21	25	49	25	25
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(371)	95	(20)	498	347
기초현금	920	549	645	625	1,123
기말현금	549	645	625	1,123	1,469
FCF	126	496	257	399	248

자료 : 한화케미칼 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,055	8,037	9,416	9,079	8,760
매출원가	6,777	6,541	7,316	7,277	7,041
매출총이익	1,278	1,496	2,100	1,802	1,719
매출총이익률 (%)	15.9	18.6	22.3	19.8	19.6
판매비와관리비	1,137	1,159	1,273	1,233	1,189
영업이익	141	337	827	569	529
영업이익률 (%)	1.8	4.2	8.8	6.3	6.0
비영업손익	(90)	(109)	154	31	30
순금융비용	37	59	33	31	41
외환관련손익	(27)	(72)	4	0	0
관계기업투자등 관련손익	175	176	402	271	266
세전계속사업이익	51	228	981	600	559
세전계속사업이익률 (%)	0.6	2.8	10.4	6.6	6.4
계속사업법인세	40	48	171	135	126
계속사업이익	11	180	811	465	433
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11	180	811	465	433
순이익률 (%)	0.1	2.2	8.6	5.1	4.9
지배주주	57	188	788	457	426
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	2.3	8.4	5.0	4.9
비지배주주	(45)	(8)	23	8	8
총포괄이익	(33)	163	666	465	433
지배주주	4	167	662	457	426
비지배주주	(37)	(4)	4	8	8
EBITDA	563	789	1,304	1,056	1,016

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	24	(0.2)	17.2	(3.6)	(3.5)
영업이익	44.3	138.6	145.4	(31.2)	(7.0)
세전계속사업이익	#VALUE!	348.6	329.7	(38.9)	(6.7)
EBITDA	15.6	40.1	65.2	(19.0)	(3.8)
EPS(계속사업)	509.9	232.5	311.8	(42.0)	(6.7)
수익성 (%)					
ROE	1.3	4.2	15.9	8.3	7.2
ROA	0.1	1.4	5.9	3.3	3.0
EBITDA마진	7.0	9.8	13.8	11.6	11.6
안정성 (%)					
유동비율	96.2	88.1	96.2	100.7	105.2
부채비율	163.6	180.9	148.9	136.2	128.4
순차입금/자기자본	75.9	70.8	63.5	52.1	44.9
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.2	0.2	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	349	1,161	4,778	2,771	2,584
BPS	25,476	27,129	30,584	33,236	35,699
CFPS	2,783	4,405	6,991	5,591	5,406
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	33.8	23.4	5.2	9.5	10.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.5	1.0	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.2	6.2	3.5	4.7	4.9
EV/EBITDA(최고)	9.8	10.0	5.8	7.1	4.3
EV/EBITDA(최저)	6.9	12.0	16.4	9.0	7.5