

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	830 십억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	170 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,977 십억원
주요주주	

(주)한화(외5)	36.30%
국민연금공단	10.03%
외국인지분	27.40%
배당수익률	120%

Stock Data

주가(17/07/03)	30,200 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	30,850 원
52주 최저가	23,100 원
60일 평균 거래대금	35 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	-0.5%
6개월	22.3%	3.6%
12개월	27.2%	4.8%

한화케미칼 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 33,000 원(상향))

2Q17 preview: 화성 계열의 분투

2Q17 영업이익은 1,955 억원으로서 컨센서스에 부합할 것으로 판단함. 무엇보다 화성계열(PVC/가성소다)과 TDI 의 호조가 기타 화학업체대비 QoQ 의 흐름이 견조한 가장 큰 원인임. 다만 올 하반기 이후로는 동사 이익의 여전한 증추인 유화(PE)와 NCC 의 수익성 하락이 불가피하기 때문에 이익/주가의 추가 상승은 제약요인이 될 것임. 이익추정치 상향폭을 반영하여 목표주가 역시 33,000 원으로 상향함

2Q17 영업이익 1,955 억원(QoQ -0.5% / YoY -33.4%) 추정

6/30 기준 컨센서스 1,931 억원을 +1.2% 상회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준일 것으로 판단함. 대다수 화학업체가 중국 춘절 이후 약세 탓에 전분기 대비 감익이 발생하는 상황에서 동사의 이익이 꾸준히 유지되는 이유는 화성계열(PVC/가성소다)과 TDI 의 호조에서 찾을 수 있음. 특히 분기평균 가격으로 볼 때 가성소다 1Q 428.8/t → 2Q 444.0/t, TDI 1Q \$3,181/t → 2Q \$3,529/t(5 월 누적)의 가격은 모두 상승했음. Naphtha 가격의 하락 대비로 본다면 spread 확대폭은 두드러지는 수준임.

길어지기는 어려운 화학의 효과

동사는 화학사업부 외 다양한 사업부를 보유하고 있음. 다만 지난 주가강세의 요인은 유화에 이어 화성까지, 화학사업부가 여전히 이끌고 있는 것은 사실임. 실제로 태양광(폴리실리콘 포함), 유통의 추세는 주가에 있어서 그다지 매력적이지 않음. SK 증권 리서치 센터는 지속적으로 2017 년 하반기 이후로는 화학의 down-turn 이 불가피하다고 주장 중임. 이럴 경우 화성과 NCC 의 효과는 기존과 같지 못할 가능성이 큼. 이는 주가의 추가적인 상승에도 제약요인이 될 수밖에 없음

목표주가 28,000 원 → 33,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

화성 효과로 인한 기대 이상의 2 분기 실적과 2017 년 중으로 이어질 수 있는 이익 모멘텀을 감안하여 목표주가를 기존대비 상향 조정함. 다만 앞서 언급한 요인들이 추가적인 상승에는 제약요인이 될 수밖에 없을 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	8,055.3	8,037.0	9,258.8	8,193.4	7,669.4	7,702.6
yoy	%	24	(0.2)	15.2	(11.5)	(6.4)	0.4
영업이익	십억원	141.3	337.0	779.2	646.3	453.9	520.7
yoy	%	44.3	138.6	131.2	(17.1)	(29.8)	14.7
EBITDA	십억원	563.4	789.2	1,224.5	1,075.3	883.0	949.8
세전이익	십억원	50.9	228.4	886.4	867.5	470.8	566.2
순이익(지배주주)	십억원	56.7	188.2	755.3	690.7	366.2	440.5
영업이익률%	%	1.8	4.2	8.4	7.9	5.9	6.8
EBITDA%	%	7.0	9.8	13.2	13.1	11.5	12.3
순이익률	%	0.7	2.3	8.2	8.4	4.8	5.7
EPS	원	349	1,161	4,581	4,191	2,222	2,673
PER	배	33.8	23.4	5.4	7.2	13.6	11.3
PBR	배	0.5	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	9.8	10.0	6.0	6.0	4.9	4.6
ROE	%	1.3	4.2	15.2	12.5	6.2	7.0
순차입금	십억원	3,625	3,490	3,230	2,106	1,718	1,301
부채비율	%	163.6	180.9	152.7	133.1	127.7	122.1

2Q17 preview

(단위: % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,139.1	(10.6)	(2.4)	2,307.8	(7.3)
영업이익	293.6	204.7	138.1	196.6	195.5	(33.4)	(0.5)	193.1	1.2
세전이익	342.0	251.8	143.6	392.5	215.5	(37.0)	(45.1)	269.5	(20.0)
지배순이익	299.8	198.7	149.4	321.3	167.6	(44.1)	(47.8)	190.0	(11.8)
영업이익률	12.3	8.6	6.0	9.0	9.1	(3.1)	0.2	8.4	0.8
세전이익률	14.3	10.6	6.2	17.9	10.1	(4.2)	(7.8)	11.7	(1.6)
지배주주순이익률	12.5	8.3	6.4	14.7	7.8	(4.7)	(6.8)	8.2	(0.4)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	6.8%	15.2%	6.8%	6.4%	6.9%	6.4%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%					
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.96					
2Q18E BPS(지배주주지분)	34,918					
Target Price	33,425					

자료: 한화케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	1,161	2,433	2,420	2,779	2,759
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,532				
2Q18E EPS	2,433				
2Q19E EPS	2,420				

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	22,789	24,055	25,321	26,587	27,853	29,119	30,385	31,651	32,917	34,183
TP by 2Q18E EPS	21,896	23,112	24,329	25,545	26,762	27,978	29,195	30,411	31,627	32,844
TP by 2Q19E EPS	21,777	22,987	24,197	25,407	26,617	27,826	29,036	30,246	31,456	32,666

자료: 한화케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	9,258.8	8,736.6	8,292.6	9,258.8	8,193.4	7,669.4	0.0%	-6.2%	-7.5%
YoY %	15.2%	-5.6%	-5.1%	15.2%	-11.5%	-6.4%			
영업이익	779.2	568.0	475.3	779.2	646.3	453.9	0.0%	13.8%	-4.5%
YoY %	131.2%	-27.1%	-16.3%	131.2%	-17.1%	-29.8%			
EBITDA	1,224.5	889.1	796.4	1,224.5	1,075.3	883.0	0.0%	20.9%	10.9%
YoY %	55.2%	-27.4%	-10.4%	55.2%	-12.2%	-17.9%			
순이익	755.3	470.0	348.7	755.3	690.7	366.2	0.0%	47.0%	5.0%
YoY %	301.4%	-37.8%	-25.8%	301.4%	-8.5%	-47.0%			

자료: 한화케미칼 SK 증권

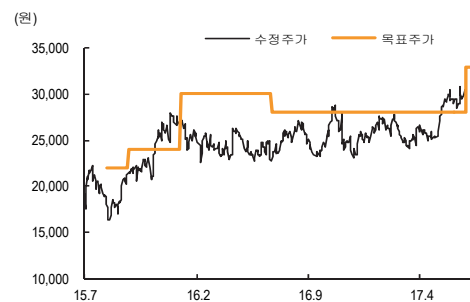
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	2,182.4	2,110.3	2,088.4	2,052.6	2,139.1	1,958.8	1,904.2	1,898.5	-2.0%	-7.2%	-8.8%	-7.5%
YoY %	-8.8%	-11.5%	-9.9%	-12.9%	-10.6%	-17.9%	-17.8%	-13.4%				
QoQ %	-7.4%	-3.3%	-1.0%	-1.7%	-2.4%	-8.4%	-2.8%	-0.3%				
영업이익	146.5	130.7	111.8	119.8	195.5	139.6	114.6	109.1	33.4%	6.8%	2.5%	-8.9%
YoY %	-50.1%	-36.1%	-19.0%	-33.0%	-33.4%	-31.8%	-17.0%	-44.5%				
QoQ %	-18.1%	-10.8%	-14.5%	7.1%	-0.5%	-28.6%	-17.9%	-4.8%				
EBITDA	226.8	211.0	192.1	200.1	302.8	246.9	221.9	216.4	33.5%	17.0%	15.5%	8.2%
YoY %	-44.7%	-35.4%	-12.0%	-22.8%	-26.2%	-24.4%	1.6%	-28.8%				
QoQ %	-12.5%	-7.0%	-9.0%	4.1%	-0.4%	-18.5%	-10.1%	-2.5%				
순이익	116.0	100.3	81.6	85.0	167.6	113.7	88.1	86.3	44.5%	13.4%	8.1%	1.4%
YoY %	-61.3%	-49.5%	-45.4%	-50.6%	-44.1%	-42.8%	-41.0%	-73.1%				
QoQ %	-32.7%	-13.5%	-18.7%	4.3%	-47.8%	-32.2%	-22.5%	-2.1%				

자료: 한화케미칼 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	매수	33,000원
2017.04.10	매수	28,000원
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



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 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,778	4,524	4,744	5,190	5,754
현금및현금성자산	645	1,012	1,712	2,199	2,717
매출채권및기타채권	1,817	1,561	1,270	1,250	1,271
재고자산	1,826	1,421	1,267	1,248	1,269
비유동자산	9,075	9,294	9,114	9,059	9,006
장기금융자산	209	298	299	299	299
유형자산	6,051	5,761	5,631	5,576	5,523
무형자산	441	426	401	401	401
자산총계	13,853	13,818	13,858	14,249	14,759
유동부채	5,421	4,963	4,776	4,855	4,978
단기금융부채	2,427	2,259	2,158	2,258	2,358
매입채무 및 기타채무	1,615	1,758	1,452	1,430	1,454
단기충당부채	70	71	61	61	61
비유동부채	3,501	3,387	3,135	3,135	3,135
장기금융부채	2,619	2,588	2,353	2,353	2,353
장기매입채무 및 기타채무	209	46	46	46	46
장기충당부채	45	49	33	33	33
부채총계	8,921	8,350	7,912	7,991	8,114
지배주주지분	4,633	5,285	5,777	6,089	6,476
자본금	815	830	830	830	830
자본잉여금	829	828	829	829	829
기타자본구성요소	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,887	3,586	4,165	4,477	4,864
비지배주주지분	298	183	170	170	170
자본총계	4,931	5,468	5,946	6,259	6,645
부채외자본총계	13,853	13,818	13,858	14,249	14,759

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,160	1,121	1,347	882	909
당기순이익(손실)	228	886	765	370	444
비현금성항목등	711	424	310	490	490
유형자산감가상각비	452	445	429	429	429
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(259)	21	119	(61)	(61)
운전자본감소(증가)	305	(152)	278	23	(25)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(499)	254	268	19	(21)
재고자산감소(증가)	47	405	154	19	(20)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	20	(224)	(15)	16
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(952)	(446)	(123)	(374)	(376)
금융자산감소(증가)	(158)	126	(29)	0	0
유형자산감소(증가)	(662)	(413)	(400)	(374)	(376)
무형자산감소(증가)	(5)	(13)	19	0	0
기타	(127)	(146)	287	0	0
재무활동현금흐름	(105)	(302)	(301)	(58)	(58)
단기금융부채증가(감소)	41	17	(35)	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	(80)	(164)	0	0
자본의증가(감소)	97	201	0	0	0
배당금의 지급	25	25	58	58	58
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	95	368	699	488	518
기초현금	549	645	1,012	1,712	2,199
기말현금	645	1,012	1,712	2,199	2,717
FCF	496	468	1,002	432	439

자료 : 한화케미칼 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037	9,259	8,193	7,669	7,703
매출원가	6,541	7,211	6,480	6,217	6,179
매출총이익	1,496	2,048	1,713	1,453	1,524
매출총이익률 (%)	18.6	22.1	20.9	18.9	19.8
판매비와관리비	1,159	1,268	1,067	999	1,003
영업이익	337	779	646	454	521
영업이익률 (%)	4.2	8.4	7.9	5.9	6.8
비영업손익	(109)	107	221	17	45
순금융비용	59	56	36	62	77
외환관련손익	(72)	(8)	13	0	0
관계기업투자등 관련손익	176	446	384	190	209
세전계속사업이익	228	886	868	471	566
세전계속사업이익률 (%)	2.8	9.6	10.6	6.1	7.4
계속사업법인세	48	115	170	101	122
계속사업이익	180	771	697	370	444
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	180	771	697	370	444
순이익률 (%)	2.2	8.3	8.5	4.8	5.8
지배주주	188	755	691	366	440
지배주주귀속 순이익률(%)	2.3	8.2	8.4	4.8	5.7
비지배주주	(8)	16	6	3	4
총포괄이익	163	668	602	370	444
지배주주	167	663	603	366	440
비지배주주	(4)	5	(1)	3	4
EBITDA	789	1,225	1,075	883	950

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(0.2)	15.2	(11.5)	(6.4)	0.4
영업이익	138.6	131.2	(17.1)	(29.8)	14.7
세전계속사업이익	348.6	288.1	(2.1)	(45.7)	20.3
EBITDA	40.1	55.2	(12.2)	(17.9)	7.6
EPS(계속사업)	232.5	294.8	(8.5)	(47.0)	20.3
수익성 (%)					
ROE	4.2	15.2	12.5	6.2	7.0
ROA	1.4	5.6	5.0	2.6	3.1
EBITDA마진	9.8	13.2	13.1	11.5	12.3
안정성 (%)					
유동비율	88.1	91.2	99.3	106.9	115.6
부채비율	180.9	152.7	133.1	127.7	122.1
순차입금/자기자본	70.8	59.1	35.4	27.5	19.6
EBITDA/이자비용(배)	0.2	0.2	(0.1)	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,161	4,581	4,191	2,222	2,673
BPS	27,129	30,729	33,708	35,588	37,920
CFPS	4,405	6,768	5,692	4,733	5,049
주당 현금배당금	150	149	149	149	149
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.4	5.4	7.2	13.6	11.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)					
PCR	6.2	3.6	5.3	6.4	6.0
EV/EBITDA(최고)	10.0	6.0	6.0	4.9	4.6
EV/EBITDA(최저)					