

2017. 2. 24



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 39,000 원

현재주가 (2.23) 26,000 원

상승여력 50.0 %

KOSPI 2,107.63pt

시가총액 42,850억원

발행주식수 16,481만주

유동주식비율 62.67%

외국인비중 25.26%

52주 최고/최저가 28,750원 / 22,800원

평균거래대금 250.8억원

주요주주(%)

한화(주) 36.3

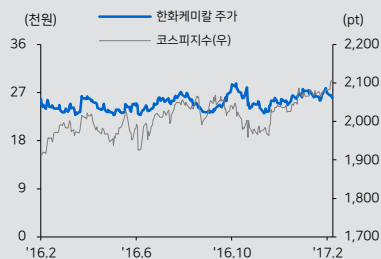
국민연금 10.2

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.76 -0.95 0.97

상대주가 -6.80 -3.97 1.43

주가그래프



한화케미칼 009830

4Q16 Review: 예상대로 화학부문 선방, 태양광 부진

- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 39,000원 유지
- ✓ 4Q16 영업이익 1,381억원, 연간 영업이익 7,792억원으로 사상 최대 이익 달성
- ✓ 화학 주요 제품 PVC, TDI, 가성소다 강세로 17년 화학부문 이익 증가 전망
- ✓ 17년 NCC 상승 국면이 지속되며 YNCC 등의 지분법 이익 7,550억원 예상
- ✓ 17년 태양광 부문 수익성 개선 여부가 주가의 방향성을 좌우할 전망

4Q16 영업이익 1,381억원(-32.5% QoQ), 연간 7,792억원 달성

4Q16 영업이익은 일회성비용(성과급 350억원)을 포함한 1,381억원으로 연간 7,792억원 사상 최대 이익을 달성했다. 기초소재는 주요 제품 PE가 견조한 가격을 유지한 가운데, PVC, TDI, 가성소다의 제품가격 강세가 반영되었다. 특히 PVC는 (1) 중국 석탄/카바이드 가격 상승, (2) 인도의 견조한 수요가 가격 강세(3Q16 831달러/톤 → 4Q16 931달러/톤)를 견인했다. 태양광 부문은 16년 11월 미국 NextEra와 계약 종료 이후, 판매량 감소와 모듈가격 하락으로 적자로 전환했다. 지분법 이익은 1,362억원으로 여천NCC와 한화토탈 등의 판매가격 상승에 따라 이익이 증가했다.

1Q17 영업이익 1,543억원으로 전 분기 대비 이익 규모 증가 예상

1분기 영업이익은 화학부문(1,454억원)이 주도할 전망이다. 17년 NCC의 호황 국면이 지속된 가운데 PVC의 이익 기여도가 높아진다. PVC는 (1) 중국 환경 규제에 따른 석탄 가격 상승, (2) 역내 PVC 정기보수 돌입에 따른 타이트한 공급, (3) 글로벌 PVC 증설이 전무한 가운데, 3월 대만 Formosa가 PVC 거래가격을 최대 350달러/톤 규모로 인상할 예정으로 가격의 추가 상승이 예상되기 때문이다.

NCC 호황과 태양광 실적 개선을 반영하여 투자의견과 적정주가 유지

17년 동사가 판매하는 주요 제품(PVC, TDI, 가성소다)의 타이트한 공급이 지속된 가운데, 수요 회복으로 NCC의 호황이 지속된다. 화학 시장 강세로 국내 NCC업체의 주가가 큰 폭으로 상승했으나, 동사의 주가의 상승폭은 제한되었다. 17년 태양광 실적 둔화 우려감 때문이다. 중국의 태양광 수요 회복에 따라 폴리실리콘과 모듈 가격의 추가 상승이 예상된다. 화학부문 호황에 태양광 부문 실적 가시성이 회복되면 주가의 상승여력은 충분하다는 판단이다. 이에 투자의견 Buy와 적정주가를 3.9만원 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	8,055.3	141.3	56.7	365	537.5	23,951	32.3	0.5	11.6	1.3	163.6
2015	8,037.0	337.0	188.2	1,161	218.2	25,711	23.4	1.1	11.1	4.2	180.9
2016E	9,258.8	779.2	755.3	4,594	295.9	28,768	5.4	0.9	6.3	15.4	143.4
2017E	10,437.6	727.5	1,083.2	6,571	43.0	35,006	4.0	0.7	6.3	19.0	124.9
2018E	11,218.5	756.8	1,070.2	6,492	-1.2	41,162	4.0	0.6	5.5	15.9	109.8

표1 한화케미칼 4Q16 Earnings Review

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,317.3	2,304.6	0.6	2,385.6	-2.9	2,628.3	-11.8	2,362.9	-1.9
영업이익	138.1	84.3	63.8	204.7	-32.5	203.2	-32.0	189.7	-27.2
순이익(지배)	149.4	20.5	628.9	198.7	-24.8	238.9	-37.5	176.1	-15.1

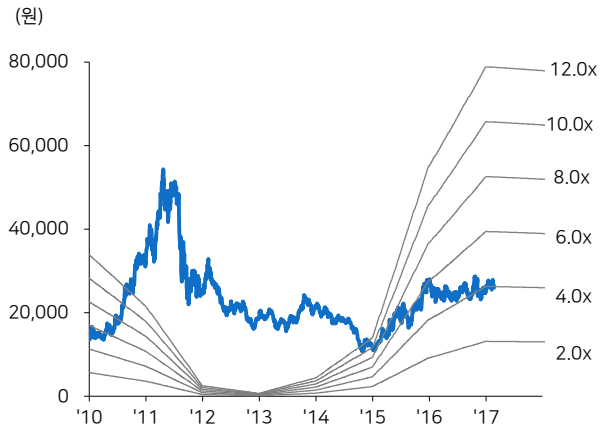
자료: 한화케미칼, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한화케미칼 사업부문별 실적테이블

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
매출액	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,371.4	2,634.6	2,664.3	2,767.3	8,037.0	9,258.8	10,437.6
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	926.7	1,136.7	1,177.0	1,182.9	3,830.7	3,871.8	4,423.3
가공소재	254.7	258.1	246.7	264.6	238.5	260.7	239.0	261.0	945.8	1,024.1	999.3
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	141.1	145.4	141.3	196.9	585.3	673.4	624.7
태양광/기타	1,254.6	1,466.8	1,438.1	1,268.5	1,411.1	1,437.7	1,452.9	1,472.4	4,453.4	5,428.0	5,774.2
영업이익	142.8	293.6	204.7	138.1	154.3	201.6	181.9	189.7	337.0	779.2	727.5
%OP	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	6.5%	7.7%	6.8%	6.9%	4.2%	8.4%	7.0%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	145.4	159.5	142.7	143.3	166.6	471.0	590.9
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	6.4	13.0	10.8	9.1	36.6	35.9	39.4
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	7.9	4.4	5.7	19.7	17.4	-1.0	37.6
태양광/기타	88.9	133.4	92.2	-31.6	4.5	34.6	32.8	27.6	137.0	282.9	99.6
세전이익	149.1	342.0	251.8	143.6	312.8	370.5	336.3	340.4	228.4	886.4	1,359.9
순이익(지배)	107.4	299.8	198.7	149.4	258.0	291.0	264.6	269.5	188.2	755.3	1,083.2
% YoY											
매출액	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	9.6%	10.1%	11.7%	19.4%	-0.2%	15.2%	12.7%
영업이익	457.8%	213.3%	53.6%	63.8%	8.1%	-31.3%	-11.1%	37.4%	138.5%	131.2%	-6.6%
세전이익	흑전	656.6%	36.0%	2955.3%	109.8%	8.3%	33.6%	137.0%	348.7%	288.1%	53.4%
순이익(지배)	흑전	746.9%	32.4%	628.8%	140.2%	-2.9%	33.2%	80.4%	231.9%	301.3%	43.4%
% QoQ											
매출액	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	2.3%	11.1%	1.1%	3.9%			
영업이익	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	11.7%	30.7%	-9.8%	4.3%			
세전이익	3072.3%	129.4%	-26.4%	-43.0%	117.8%	18.4%	-9.2%	1.2%			
순이익(지배)	423.9%	179.1%	-33.7%	-24.8%	72.7%	12.8%	-9.1%	1.9%			

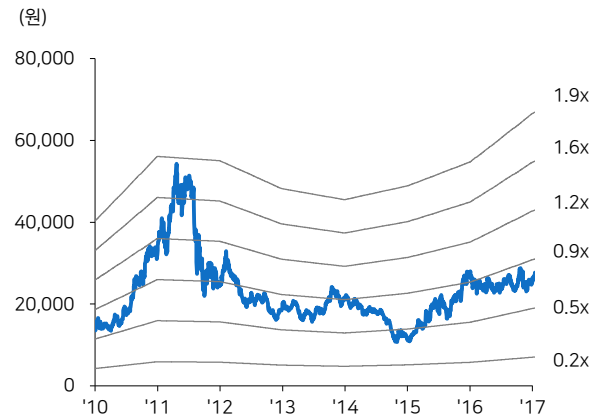
자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 PER 밴드 차트(12M Fwd 기준)



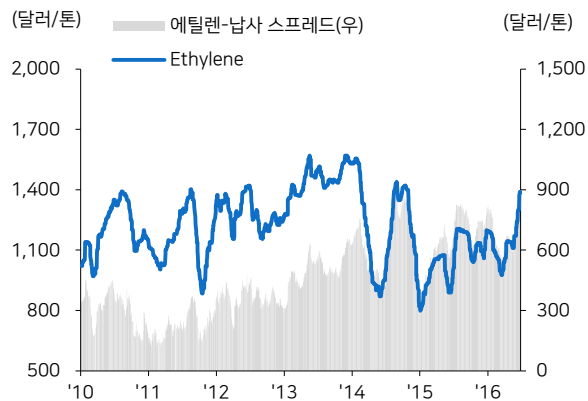
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 PBR 밴드 차트(12M Trailing 기준)



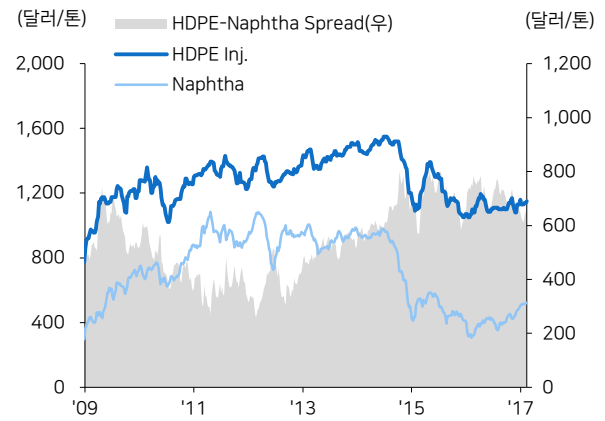
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 다운스트림 수요 강세로 에틸렌 스프레드 확대



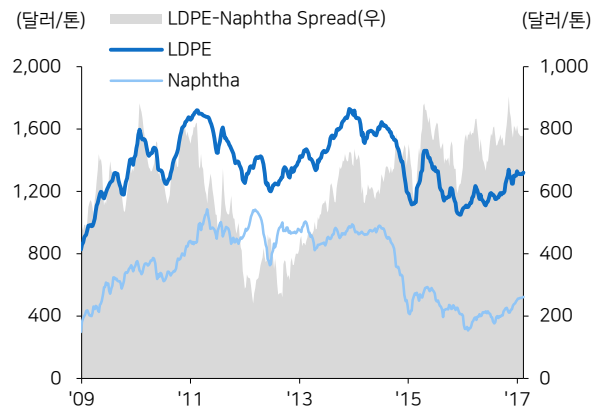
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 계절적 성수기를 앞두고 상승 중인 HDPE 가격



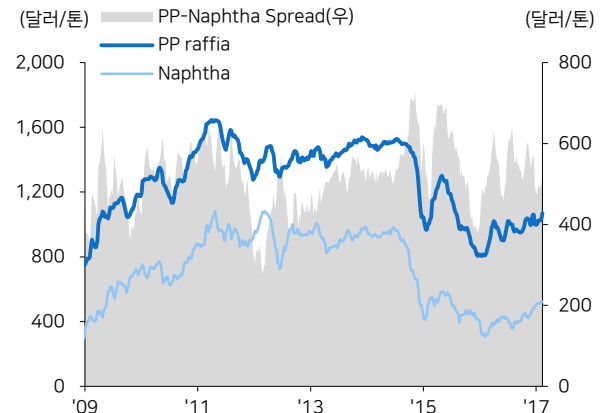
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 계절적 성수기를 앞두고 상승 중인 LDPE 가격



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 계절적 성수기를 앞두고 상승 중인 PP 가격



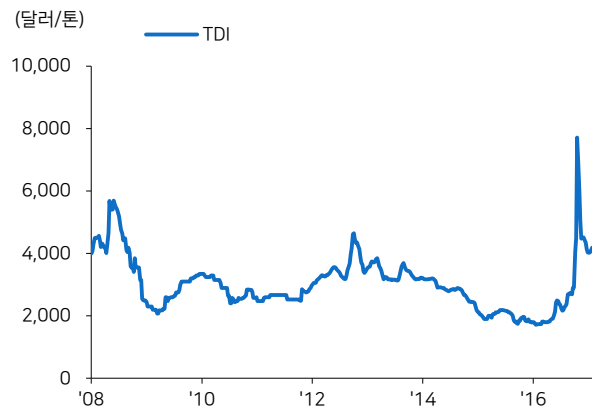
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 가성소다 강세 전환되며 화학부문 기여도 높아질 전망



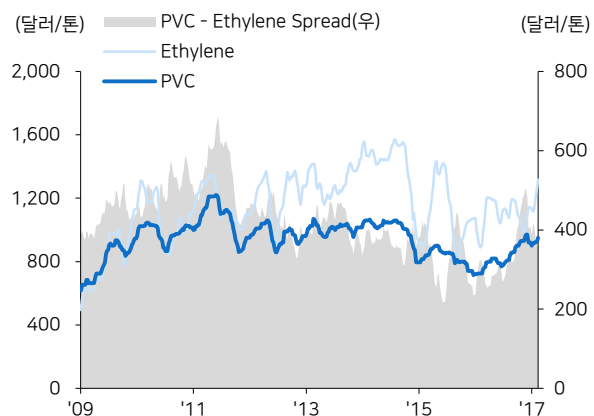
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 TDI 가격 반등



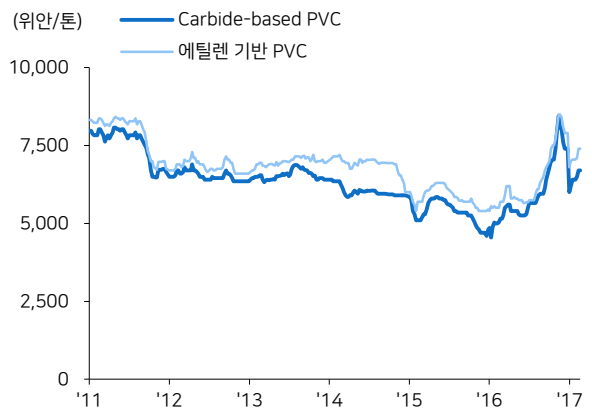
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 17년 PVC의 추가 상승 예상



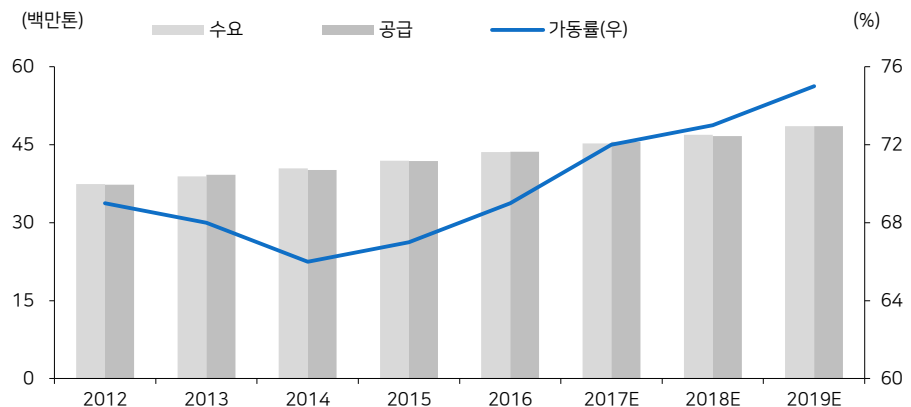
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국 내 PVC 거래가격 강세 전환



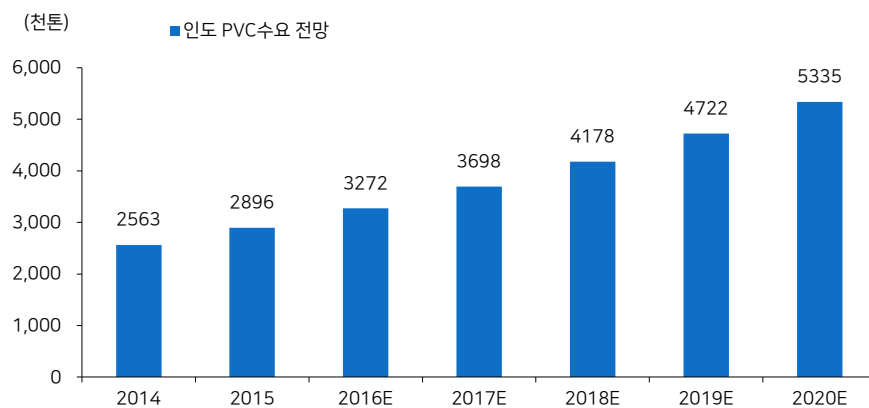
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 글로벌 PVC 타이트한 수급으로 PVC 강세 기조 이어질 전망



자료: IHS Chemical, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 인도의 PVC 수요 성장은 지속될 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 아시아 역내 PVC 정기보수 스케줄

가동중단일	중단 기간	위치	기업명	생산능력(천톤/연)
2017년 2월	50일	일본	Taiyo Vinyl	310
2017년 1월	15일	인도	Reliance	360
2017년 3월	30일	중국	한화케미칼	300
2017년 1월	5일	중국	Tainjin Dagu	800
2017년 1월	5일	중국	LG Dagu	400
2017년 1월	6일	중국	Hengtong Chemical	300
2017년 1월	16일	중국	TaiZhou	450
2017년 5월	30일	중국	Sinopec Qilu Petrochemical	240
2017년 1월	10~15일	인도	Reliance	350

자료: 메리츠증권 리서치센터

한화케미칼(009830)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,055.3	8,037.0	9,258.8	10,437.6	11,218.5
매출액증가율 (%)	2.4	-0.2	15.2	12.7	7.5
매출원가	6,777.1	6,540.6	7,206.6	8,218.3	8,851.5
매출총이익	1,278.2	1,496.4	2,052.3	2,219.3	2,367.1
판매비와관리비	1,136.9	1,159.3	1,273.0	1,491.8	1,610.3
영업이익	141.3	337.0	779.2	727.5	756.8
영업이익률 (%)	1.8	4.2	8.4	7.0	6.7
금융수익	-193.4	-154.4	-149.8	-122.5	-105.4
종속/관계기업관련손익	4.6	166.2	423.3	755.0	755.0
기타영업외손익	98.4	-120.4	-166.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	50.9	228.4	886.4	1,359.9	1,406.4
법인세비용	39.5	48.0	114.8	272.0	281.3
당기순이익	11.4	180.4	770.9	1,087.9	1,125.2
지배주주지분 순이익	56.7	188.2	755.3	1,083.2	1,070.2

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,272.8	4,777.7	4,094.3	4,792.7	5,780.8
현금및현금성자산	549.4	644.8	587.9	692.3	1,503.4
매출채권	1,267.6	1,766.3	1,339.4	1,599.5	1,677.0
재고자산	1,872.7	1,825.6	1,426.9	1,704.0	1,786.5
비유동자산	8,324.2	9,074.9	9,179.4	9,791.7	10,059.1
유형자산	6,038.1	6,050.5	5,909.8	6,064.0	6,201.0
무형자산	468.5	440.8	413.8	404.6	395.9
투자자산	1,550.9	2,304.6	2,406.4	2,873.6	3,012.8
자산총계	12,597.0	13,852.6	13,273.6	14,584.4	15,839.9
유동부채	4,441.2	5,420.6	4,261.7	4,401.4	4,547.2
매입채무	1,176.8	1,214.2	1,166.6	1,393.1	1,460.6
단기차입금	1,629.9	1,796.9	1,347.1	997.1	997.1
유동성장기부채	576.5	628.4	392.8	392.8	392.8
비유동부채	3,376.3	3,500.8	3,558.7	3,699.1	3,741.0
사채	1,102.4	1,059.8	1,272.5	1,272.5	1,272.5
장기차입금	1,644.6	1,556.0	1,546.4	1,546.4	1,546.4
부채총계	7,817.5	8,921.5	7,820.4	8,100.5	8,288.2
자본금	815.3	815.3	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	712.9	829.5	864.9	864.9	864.9
기타포괄이익누계액	109.8	104.7	-20.8	-20.8	-20.8
이익잉여금	2,739.4	2,886.9	3,560.2	4,586.1	5,599.0
비지배주주지분	405.4	297.8	265.9	270.7	325.7
자본총계	4,779.5	4,931.2	5,453.3	6,483.9	7,551.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	362.5	1,209.3	955.1	941.5	956.5
당기순이익(손실)	11.4	180.4	770.9	1,087.9	1,125.2
유형자산감가상각비	403.4	435.2	461.1	445.8	463.0
무형자산상각비	18.8	16.9	14.8	9.2	8.7
운전자본의 증감	-196.9	364.8	-218.6	31.1	9.3
투자활동 현금흐름	-285.0	-952.6	-536.7	-288.9	46.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-465.7	-759.2	-631.3	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-42.3	-587.6	321.5	287.7	615.8
재무활동 현금흐름	-451.7	-154.0	-440.6	-548.2	-192.0
차입금증감	-561.9	77.9	-462.5	-345.0	1.5
자본의증가	335.6	116.6	49.8	0.0	0.0
현금의증가	-371.1	95.4	-56.9	104.4	811.1
기초현금	920.5	549.4	644.8	587.9	692.3
기말현금	549.4	644.8	587.9	692.3	1,503.4

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	51,991	49,630	56,337	63,331	68,070
EPS(지배주주)	365	1,161	4,594	6,571	6,492
CFPS	3,890	5,505	6,724	7,175	7,454
EBITDAPS	3,637	4,873	7,637	7,175	7,454
BPS	23,951	25,711	28,768	35,006	41,162
DPS	150	150	350	350	350
배당수익률(%)	1.3	0.6	1.4	1.4	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	32.3	23.4	5.4	4.0	4.0
PCR	3.0	4.9	3.7	3.6	3.5
PSR	0.2	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	1.1	0.9	0.7	0.6
EBITDA	563.4	789.2	1,255.1	1,182.4	1,228.5
EV/EBITDA	11.6	11.1	6.3	6.3	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.3	4.2	15.4	19.0	15.9
EBITDA 이익률	7.0	9.8	13.6	11.3	11.0
부채비율	163.6	180.9	143.4	124.9	109.8
금융비용부담률	2.6	2.2	1.9	1.4	1.2
이자보상배율(x)	0.7	1.9	4.5	5.0	5.6
매출채권회전율(x)	6.2	5.3	6.0	7.1	6.8
재고자산회전율(x)	4.5	4.3	5.7	6.7	6.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화케미칼(009830) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.09.16	산업분석	Buy	27,000	황유식	<p>(원)</p> <p>— 한화케미칼 주가 — 적정주가</p>
2015.10.05	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.16	기업브리프	Buy	27,000	황유식	
				담당자 변경	
2016.07.12	산업분석	Buy	30,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	30,000	노우호	
2016.08.16	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.02.24	기업브리프	Buy	39,000	노우호	