

2017. 8. 11



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 45,000 원

현재주가 (8.10) 33,550 원

상승여력 34.1 %

KOSPI 2,359.47pt

시가총액 55,294억원

발행주식수 16,481만주

유동주식비율 62.66%

외국인비중 27.67%

52주 최고/최저가 33,800원 / 23,100원

평균거래대금 376.8억원

주요주주(%)

(주)한화 외 5인 36.30

국민연금공단 10.06

한화케미칼 자사주 1.03

주가상승률(%)

1개월 6.00 6개월 26.37 12개월 27.08

절대주가 7.37 15.08 32.60

주가그래프



한화케미칼 009830

안정적 이익 기초, 여전히 저평가

- ✓ 2Q17 영업이익 2,188억원, 세전이익 3,052억원으로 시장 예상치 큰 폭 상회
- ✓ 기초소재 이익(1,612억원)이 유지, 태양광/기타부문 이익이 실적 서프라이즈 견인
- ✓ 2H17 키워드 (1) 화학 제품이 안정화, (2) PVC/CA 수급 강세, (3) 태양광 이익 증가
- ✓ 17년 추정치 기준 PER 5.2배, PBR 1.0배로 저평가 구간
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가는 기존 3.9만원에서 상향한 4.5만원 제시

2Q17 영업이익 2,188억원 달성: 화학부문 이익 방어+기타 이익 증가

3월 이후 유가 하락과 제품이 약세의 결과로 2분기 NCC를 영위하는 화학기업들의 이익은 QoQ 큰 폭으로 하락했다. 동사는 2Q17 영업이익 2,188억원(+13.4% QOQ)을 기록하며 화학부문의 강화된 이익 방어력과 사업다각화의 장점을 발휘했다. 기초소재는 PE 스프레드가 소폭 감소된 가운데, PVC/가성소다 강세의 영향으로 +1,612억원 달성, 태양광은 고객사 출하량 증가에 따른 이익 증가(+153억원), 기타부문 이익은 +521억원(도시개발사업의 잔금 수취 약 450억원)을 달성했다. 반면 리테일과 가공소재는 각각 -113억원, -13억원의 영업적자를 기록했다.

2H17 투자포인트: (1) PVC/가성소다 강세, (2) 태양광 불확실성 제거

상반기 재고조정에 따른 수요 부진이 결국 화학 업황 약세를 견인했다. 6월 유가 회복과 중국 내 수요 개선으로 업황 회복의 발판이 마련되었다. 올 하반기에는 제품에 따른 회사별 이익 수준이 상이할 전망이다. 동사가 영위하는 PVC/가성소다는 중국 내 환경규제에 따른 타이트한 공급 및 수요 개선으로 가장 큰 수혜가 예상된다. 2H17 기초소재 영업이익은 3,240억원, 17년 연간 이익은 6,525억원을 예상한다. 태양광은 고객사 계약 물량이 전량 출하되고, 모듈 선수요가 발생하며 3Q 이익이 +312억원으로 증가하겠다. 견조한 화학부문 이익과 태양광 이익 증가를 반영해 17년 연간 영업이익은 8,108억원으로 최대 실적을 시현할 전망이다. 2H17 고객사 물량이 전량 해소되며 태양광이익의 불확실성이 해소되었다는 판단이다. 현재 동사의 주가는 (1) NCC 이익 회복, (2) PVC/가성소다 강세를 감안, 저평가 구간이라 판단이다. 투자 의견 Buy와 적정주가는 4.5만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	8,037.0	337.0	188.2	1,161	218.2	25,711	23.4	1.1	11.1	4.2	180.9
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,593	295.7	29,281	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017E	9,324.6	810.8	1,058.7	6,421	39.8	34,632	5.2	1.0	6.3	18.5	126.5
2018E	9,354.5	830.1	999.3	6,061	-5.6	40,355	5.5	0.8	5.5	15.1	109.3
2019E	9,592.1	825.3	1,067.1	6,472	6.8	46,484	5.2	0.7	4.9	14.1	99.8

표1 한화케미칼 2Q17 Earnings Review

(십억원)	2Q17P	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,485.5	2,392.2	3.9	2,191.3	13.4	2,404.0	3.4	2,266.4	9.7
영업이익	218.8	293.6	-25.5	196.6	11.3	183.4	19.3	194.5	12.5
순이익(지배)	236.4	299.8	-21.2	321.3	-26.4	209.6	12.8	199.3	18.6

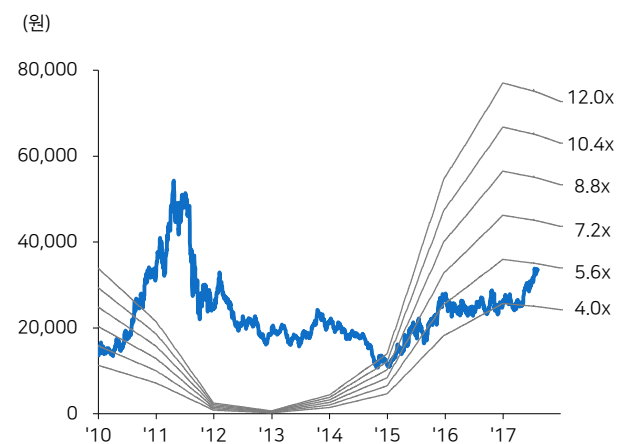
자료: 한화케미칼, Fnguide, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한화케미칼 사업부문별 실적테이블

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,485.5	2,305.7	2,342.0	9,258.8	9,324.6	9,354.5
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	1,052.7	1,064.5	997.6	1,005.3	3,871.8	4,120.1	4,110.1
가공소재	254.7	258.1	246.7	264.6	263.0	232.3	249.2	267.2	1,024.1	1,011.7	1,021.8
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	167.2	159.8	125.6	196.9	673.4	649.5	623.8
태양광	853.1	1,026.3	1,087.2	945.4	751.5	872.4	890.7	819.5	3,912.0	3,334.1	3,308.5
기타	401.5	440.5	350.9	323.1	374.8	521.5	392.6	403.0	1,516.0	1,691.9	1,690.0
영업이익	142.8	293.6	204.7	138.1	196.6	218.8	206.3	189.2	779.2	810.8	830.1
% OP	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	9.0%	8.8%	8.9%	8.1%	8.4%	8.7%	8.9%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	167.3	161.2	171.5	152.5	471.0	652.5	695.0
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	7.5	-1.3	2.5	5.3	35.9	14.0	35.5
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	-1.3	-11.3	-6.3	10.8	-1.0	-8.0	7.5
태양광	60.5	111.0	77.5	-36.5	10.7	15.3	31.2	16.4	212.5	73.6	78.8
기타	28.4	22.4	14.7	4.9	17.4	52.1	21.4	18.1	70.4	109.0	69.2
세전이익	149.1	342.0	251.8	143.6	392.5	305.2	349.7	306.3	886.4	1,353.7	1,298.4
순이익(지배주주)	107.4	299.8	198.7	149.4	321.3	236.4	264.2	236.9	755.3	1,058.7	999.3
% YoY											
매출액	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	1.3%	3.9%	-3.3%	1.1%	15.2%	0.7%	0.3%
영업이익	457.8%	213.3%	53.6%	63.8%	37.6%	-25.5%	0.7%	37.0%	131.2%	4.1%	2.4%
세전이익	흑전	656.5%	36.0%	2955.2%	163.3%	-10.8%	38.9%	113.3%	288.1%	52.7%	-4.1%
당기순이익	흑전	746.9%	32.4%	628.9%	199.3%	-21.2%	33.0%	58.5%	301.3%	40.2%	-5.6%
% QoQ											
매출액	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	-5.4%	13.4%	-7.2%	1.6%			
영업이익	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	42.3%	11.3%	-5.7%	-8.3%			
세전이익	3071.5%	129.4%	-26.4%	-43.0%	173.4%	-22.3%	14.6%	-12.4%			
당기순이익	423.7%	179.3%	-33.7%	-24.8%	115.0%	-26.4%	11.8%	-10.3%			

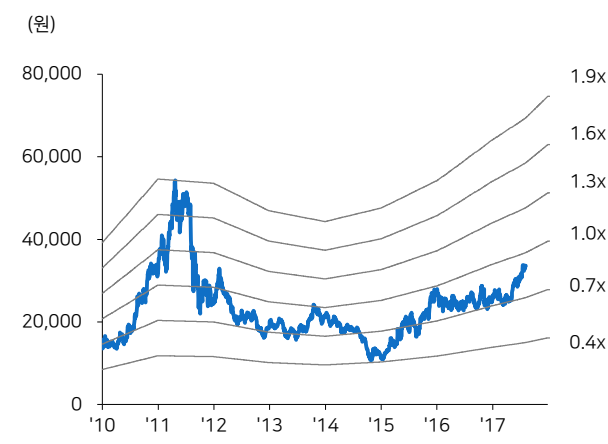
자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 PER Band Chart(12M FWD)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 PBR Band Chart(12M Trailing)



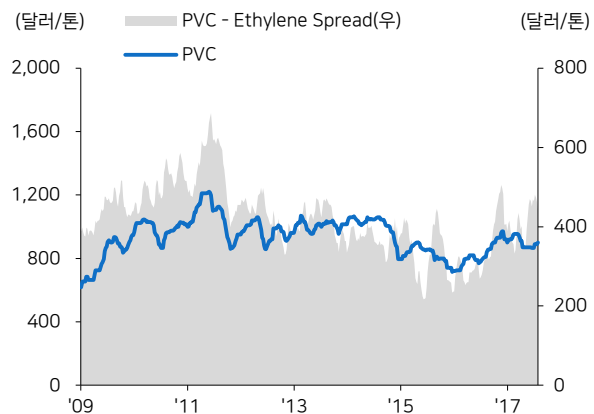
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한화케미칼 적정주가 변경 내역

사업가치 (A)	'18 EBITDA	Fair Value	Multiple	비고
한화케미칼 연결기준 (십억원, 배)	1,297	8,264	6.4	Olin, Westlake 등 평균 20% 할인
자산가치 (B)	BV/시가		비고	
관계기업(십억원)		1,283		여천 NCC, 한화리조트, 한화증권 등
매도가능 금융자산(십억원)		23		대한생명 등
총기업가치 (C=A+B)		9,570		
순차입금 (D)		2,086		'18년 말 예상 순차입금
우선주가치 (E)		20		8/10일 종가 기준
적정 시가총액 (C-D-E)		7,464		
발행주식수 (천주)		164,809		
적정 주당 주주가치(원)		45,291		
적정주가(원)		45,000		
현재주가(원)		33,550		8/10일 종가 기준
상승여력(%)		34.1%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 PVC: 타이트한 수급에 의한 가격 상승



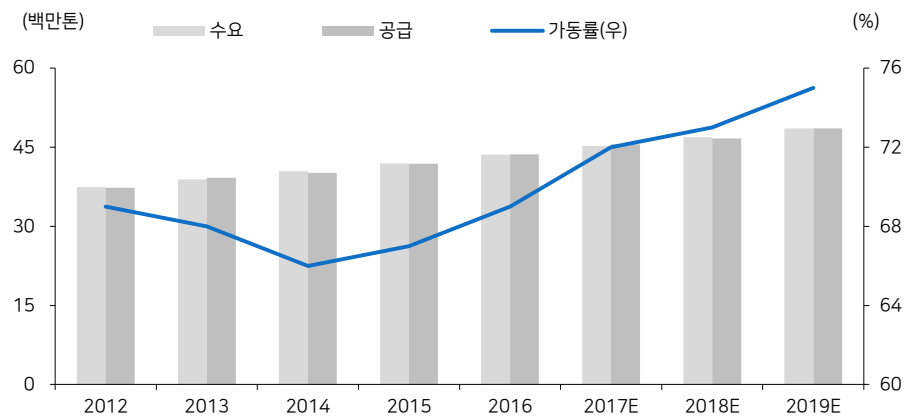
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 가성소다: 수요 개선에 따른 강세



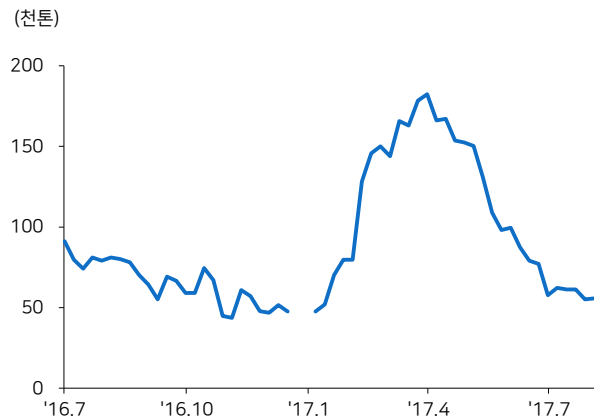
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 타이트한 기조로 변모 중인 PVC 수급



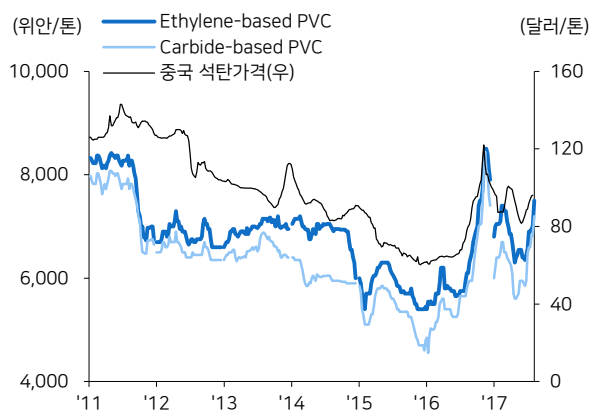
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 춘절 연휴 이전 수준으로 하락한 중국 내 SM재고량



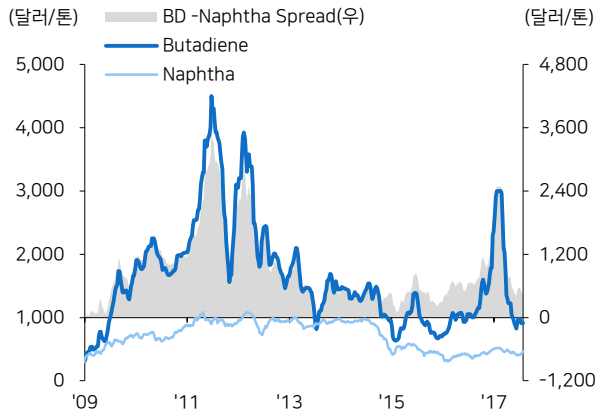
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 내 PVC가격과 석탄 가격 추이



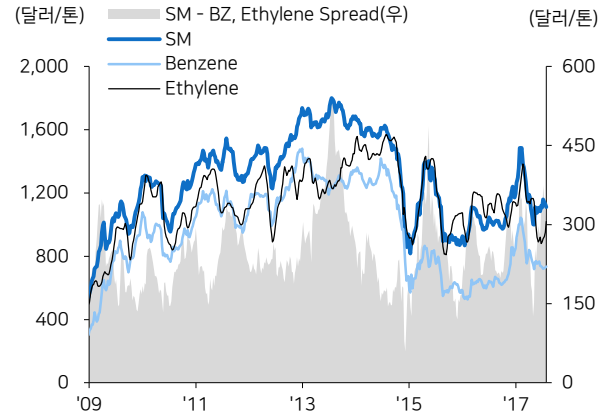
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 부타디엔: 제품가 약세로 YNCC 지분법 이익 감소



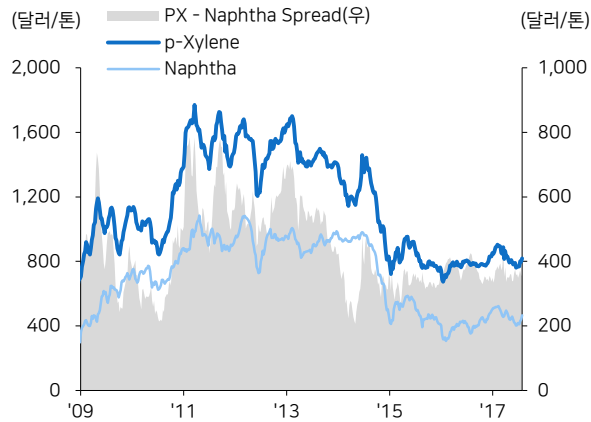
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 SM: 타이트한 수급으로 제품가 강세 지속



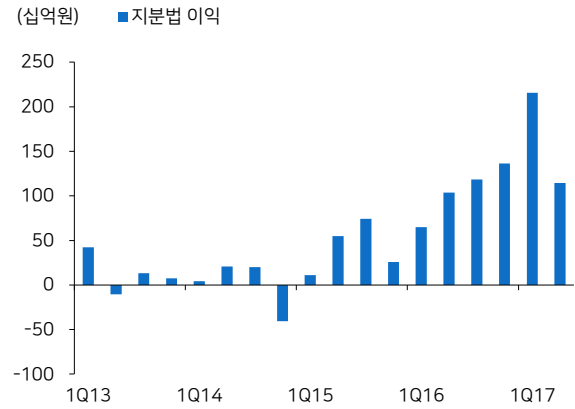
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 P-X: 2H17 견조한 스프레드 유지 전망



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 한화케미칼 지분법 이익 추이



자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼(009830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037.0	9,258.8	9,324.6	9,354.5	9,592.1
매출액증가율 (%)	-0.2	15.2	0.7	0.3	2.5
매출원가	6,540.6	7,211.2	7,207.1	7,181.7	7,390.6
매출총이익	1,496.4	2,047.6	2,117.5	2,172.8	2,201.5
판매비와관리비	1,159.3	1,268.4	1,306.7	1,342.7	1,376.2
영업이익	337.0	779.2	810.8	830.1	825.3
영업이익률 (%)	4.2	8.4	8.7	8.9	8.6
금융수익	-154.4	-151.0	-132.3	-122.4	-112.4
종속/관계기업관련손익	166.2	423.3	657.7	595.6	655.0
기타영업외손익	-120.4	-165.2	14.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.4	886.4	1,353.7	1,298.4	1,367.8
법인세비용	48.0	115.4	256.0	259.7	277.9
당기순이익	180.4	770.9	1,098.4	1,038.7	1,111.6
지배주주지분 손이익	188.2	755.3	1,058.7	999.3	1,067.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,777.7	4,523.9	4,734.2	5,384.2	6,529.7
현금및현금성자산	644.8	1,012.3	1,184.9	1,764.5	2,735.9
매출채권	1,766.3	1,500.4	1,524.9	1,557.2	1,637.2
재고자산	1,825.6	1,420.6	1,533.9	1,566.4	1,646.9
비유동자산	9,074.9	9,294.0	9,643.0	9,956.1	10,217.3
유형자산	6,050.5	5,761.0	5,985.3	6,246.6	6,367.6
무형자산	440.8	426.2	394.5	386.6	379.2
투자자산	2,304.6	2,628.7	2,815.8	2,875.4	3,023.1
자산총계	13,852.6	13,817.9	14,377.2	15,340.3	16,747.1
유동부채	5,420.6	4,963.0	4,840.8	4,555.2	4,714.5
매입채무	1,214.2	1,234.5	1,242.7	1,269.1	1,334.2
단기차입금	1,796.9	1,855.2	1,326.3	976.3	976.3
유동성장기부채	628.4	399.8	476.0	476.0	476.0
비유동부채	3,500.8	3,386.6	3,188.6	3,456.1	3,649.4
사채	1,059.8	1,354.2	1,252.2	1,652.2	1,952.2
장기차입금	1,556.0	1,220.5	1,079.3	929.3	779.3
부채총계	8,921.5	8,349.6	8,029.4	8,011.3	8,363.9
자본금	815.3	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	829.5	828.4	828.7	828.7	828.7
기타포괄이익누계액	104.7	43.6	-44.0	-44.0	-44.0
이익잉여금	2,886.9	3,586.4	4,530.0	5,471.8	6,481.3
비지배주주지분	297.8	183.4	206.7	246.1	290.7
자본총계	4,931.2	5,468.3	6,347.9	7,329.0	8,383.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,209.3	1,151.0	1,102.5	1,048.2	1,088.2
당기순이익(손실)	180.4	770.9	1,098.4	1,038.7	1,111.6
유형자산감가상각비	435.2	430.3	422.1	458.7	479.0
무형자산상각비	16.9	15.0	11.4	7.8	7.5
운전자본의 증감	354.3	-121.6	14.4	11.2	27.8
투자활동 현금흐름	-952.6	-460.1	-208.0	-167.6	-70.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.2	-614.8	-751.9	-720.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-587.6	99.2	470.6	535.9	507.3
재무활동 현금흐름	-154.0	-318.2	-668.0	-301.0	-45.9
차입금증감	77.9	-198.6	-685.9	-99.7	150.7
자본의증가	116.6	13.3	0.2	0.0	0.0
현금의증가	95.4	367.5	172.5	579.6	971.4
기초현금	549.4	644.8	1,012.3	1,184.9	1,764.5
기말현금	644.8	1,012.3	1,184.9	1,764.5	2,735.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	49,630	56,337	56,578	56,760	58,201
EPS(지배주주)	1,161	4,593	6,421	6,061	6,472
CFPS	5,505	7,273	7,369	7,868	8,120
EBITDAPS	4,873	7,451	7,550	7,868	7,959
BPS	25,711	29,281	34,632	40,355	46,484
DPS	150	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.6	1.4	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	5.4	5.2	5.5	5.2
PCR	4.9	3.4	4.6	4.3	4.1
PSR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
PBR	1.1	0.8	1.0	0.8	0.7
EBITDA	789.2	1,224.5	1,244.3	1,296.7	1,311.7
EV/EBITDA	11.1	6.4	6.3	5.5	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	15.2	18.5	15.1	14.1
EBITDA 이익률	9.8	13.2	13.3	13.9	13.7
부채비율	180.9	152.7	126.5	109.3	99.8
금융비용부담률	2.2	1.9	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	1.9	4.5	5.4	5.8	5.9
매출채권회전율(x)	5.3	5.7	6.2	6.1	6.0
재고자산회전율(x)	4.3	5.7	6.3	6.0	6.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 11일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 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	
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	
2017.03.03	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.05.12	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.07.10	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.07.17	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.08.11	기업브리프	Buy	45,000	노우호	