2017/10/16

한화케미칼(009830)

운송/정유/화학 하준영
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

기초소재 실적이 태양광사업 불확실성 메울 것

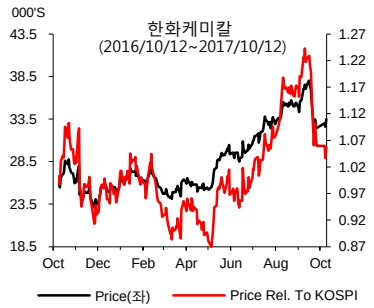
Buy(Maintain)

목표주가(12M)	42,000원
종가 (2017/10/12)	33,450원

Stock Indicator

자본금	830십억원
발행주식수	16,593만주
시가총액	5,533십억원
외국인지분율	29.8%
배당금(2016)	350원
EPS(2017E)	6,054원
BPS(2017E)	36,937원
ROE(2017E)	17.6%
52주 주가	23,100~38,000원
60일평균거래량	1,066,594주
60일평균거래대금	36.4십억원

Price Trend



■ 3Q17 Preview: 탄탄한 기초소재 실적

동사의 3Q17 실적은 매출액 22,920억원(YoY -3.9%), 영업이익 2,112억원(YoY +3.2%)을 기록하며 시장 기대치에 부합할 것으로 예상한다. 기초소재 사업부문의 경우 1)PE제품 스프레드가 8월부터 반등했고, 2)PVC 스프레드(2Q17 평균 $418/톤 → 3Q17 평균 $479/톤)와 가성소다 가격(2Q17 평균 $444/톤 → 3Q17 평균 $468/톤)이 강세를 보이면서 사상최대 영업이익을 시현할 것으로 예상한다. 또한, 전반적인 제품 가격이 8월부터 반등했고 자회사 한화토탈의 정기보수가 3Q에는 없었기 때문에(2Q 정기보수 약 50일 진행) 지분법이익이 QoQ 증가할 것이다. 이에 따라 지배주주순이익도 YoY +30.1% 증가한 2,585억원을 기록할 것으로 추정한다.

■ 태양광사업 불확실성 존재하나 이익 비중 작다

지난 9월 미국 ITC가 수입산 태양광 모듈로 자국 업체들이 피해를 입었다고 판정하였다. 관세 부과 등에 대한 최종 의사결정권은 미국 트럼프 대통령에게 있으며 ITC의 권고안이 제출되는 11월부터 2달내에 결정하게 된다. 이에 따라 동사의 태양광 사업에 대한 불확실성이 지속될 것으로 예상한다. 다만, 동사의 영업이익에서 태양광이 차지하는 비중('17년 예상 6.9%)이 크지 않기 때문에 관세 부과로 미국의 태양광 수요가 위축되더라도 동사의 전체 영업이익 감소폭은 크지 않을 것으로 판단한다.

■ 기초소재 실적이 태양광사업 불확실성 메울 것

기초소재의 실적 개선이 태양광사업의 불확실성을 메울 것으로 판단한다. 제한적인 증설로 PVC와 가성소다 스프레드가 구조적으로 개선되면서 2018년에도 영업이익이 견조한 수준을 유지할 것으로 예상하고 수요 개선으로 PE제품 스프레드도 예상보다 강한 모습을 보이기 때문이다. 태양광 사업의 불확실성으로 주가 변동성이 커졌지만 동사의 2017년 예상 PER은 5.5배로 KOSPI 화학업종 2017년 예상 PER 10.3배 대비 여전히 저평가 되어 있다는 판단이다.

<표 1> 한화케미칼 3Q17 Preview

(단위: 억원)

	3Q16	2Q17	당사추정			컨센서스		
			3Q17	YoY	QoQ	3Q17	YoY	QoQ
매출액	23,856	24,856	22,920	-3.9%	-7.8%	23,703	-0.6%	-4.6%
영업이익	2,047	2,188	2,112	3.2%	-3.5%	2,191	7.0%	0.1%
OPM	8.6%	8.8%	9.2%	-	-	9.2%	-	-
지배주주순이익	1,987	2,364	2,585	30.1%	9.4%	2,470	24.3%	4.5%

자료: 하이투자증권

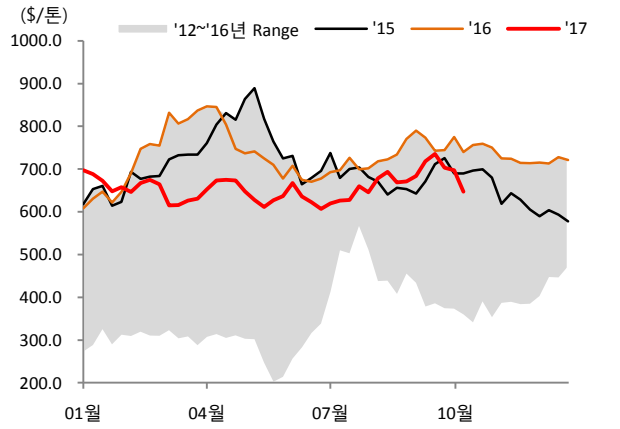
<표 2> 한화케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출	**2,163.7**	**2,392.2**	**2,385.6**	**2,317.3**	**2,191.3**	**2,485.6**	**2,292.0**	**2,203.4**	**9,258.8**	**9,172.4**	**8,618.6**
QoQ	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	-5.4%	13.4%	-7.8%	-3.9%	-	-	-
YoY	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	1.3%	3.9%	-3.9%	-4.9%	15.2%	-0.9%	-6.0%
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	1,052.7	1,064.5	1,096.6	1,016.1	3,871.8	4,229.9	4,132.2
YoY	-4.6%	-3.0%	-2.5%	15.0%	19.1%	10.9%	13.4%	-4.2%	1.1%	9.2%	-2.3%
태양광	853.1	1,026.3	1,087.2	945.4	751.5	872.4	863.9	876.4	3,912.0	3,364.1	2,873.3
YoY	63.2%	76.1%	53.8%	-10.7%	-11.9%	-15.0%	-20.5%	-7.3%	36.3%	-14.0%	-14.6%
가공소재	254.6	258.1	246.7	264.6	263.0	232.3	227.0	251.4	1,024.0	973.6	1,007.3
YoY	6.8%	14.2%	9.4%	3.4%	3.3%	-10.0%	-8.0%	-5.0%	8.3%	-4.9%	3.5%
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	167.2	159.8	163.2	196.8	673.4	687.0	707.6
YoY	12.5%	15.1%	17.9%	14.7%	5.4%	-3.3%	3.0%	3.0%	15.0%	2.0%	3.0%
영업이익	**142.8**	**293.6**	**204.7**	**138.1**	**196.6**	**218.8**	**211.2**	**206.3**	**779.2**	**832.9**	**841.7**
OPM	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	9.0%	8.8%	9.2%	9.4%	8.4%	9.1%	9.8%
QoQ	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	42.4%	11.3%	-3.5%	-2.3%	-	-	-
YoY	457.8%	213.0%	53.6%	63.8%	37.7%	-25.5%	3.2%	49.4%	131.2%	6.9%	1.1%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	167.3	161.2	190.2	175.6	471.0	694.3	761.3
OPM	7.4%	14.9%	13.0%	13.0%	15.9%	15.1%	17.3%	17.3%	12.2%	16.4%	18.4%
YoY	184.3%	134.6%	99.5%	588.5%	157.0%	12.8%	51.8%	27.5%	182.7%	47.4%	9.6%
태양광	60.5	111.0	77.5	-36.5	10.7	15.3	18.1	13.1	212.5	57.3	17.2
OPM	7.1%	10.8%	7.1%	-3.9%	1.4%	1.8%	2.1%	1.5%	5.4%	1.7%	0.6%
YoY	흑전	1485.7%	42.2%	적전	-82.3%	-86.2%	-76.6%	흑전	171.0%	-73.0%	-70.0%
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	7.5	-1.3	0.0	2.5	35.9	8.7	17.5
OPM	6.4%	4.8%	2.9%	0.0%	2.9%	-0.6%	0.0%	1.0%	3.5%	0.9%	1.7%
YoY	13.3%	76.1%	-30.1%	-	-53.7%	적전	-	-	-1.9%	-75.7%	100.6%
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	-1.3	-11.3	-9.8	6.7	-1.0	-15.7	-12.6
OPM	0	-3%	-4%	5.4%	-0.8%	-7.1%	-6.0%	3.4%	-0.1%	-2.3%	-1.8%
YoY	-85.1%	적전	적전	21.2%	적전	적지	적지	-35.0%	적전	적지	적지
지배주주순이익	**107.4**	**299.8**	**198.7**	**149.4**	**321.3**	**236.4**	**258.5**	**188.4**	**755.3**	**1,004.6**	**984.0**
NPM	5.0%	12.5%	8.3%	6.4%	14.7%	9.5%	11.3%	8.6%	8.2%	11.0%	11.4%
YoY	흑전	745.7%	32.4%	629.4%	199.3%	-21.2%	30.1%	26.1%	301.4%	33.0%	-2.0%

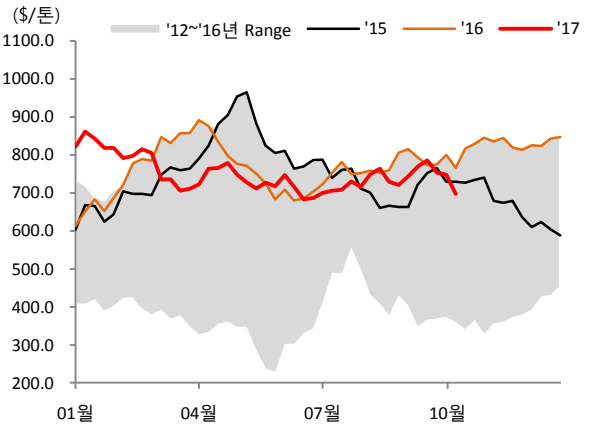
자료: 하이투자증권

<그림 1> LLDPE-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



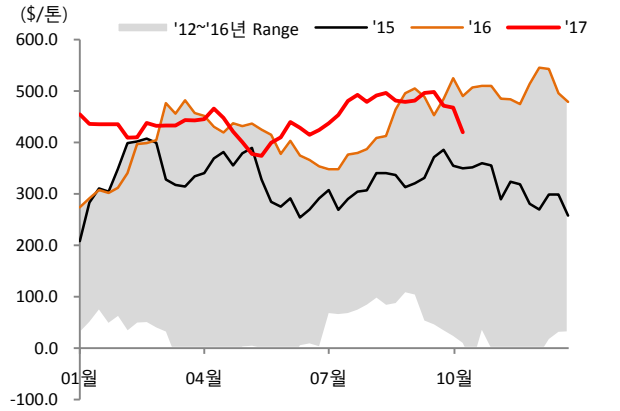
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 2> LDPE-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



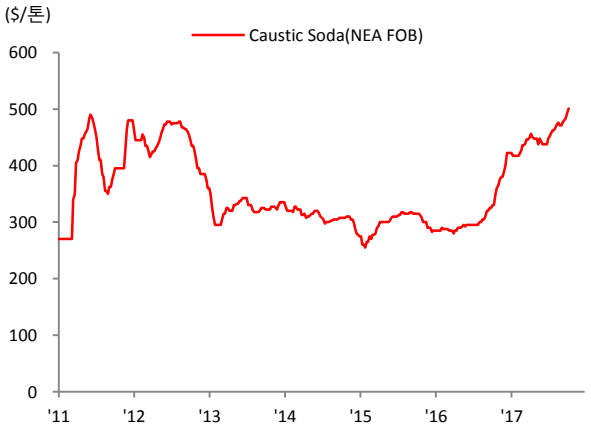
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 3> PVC-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



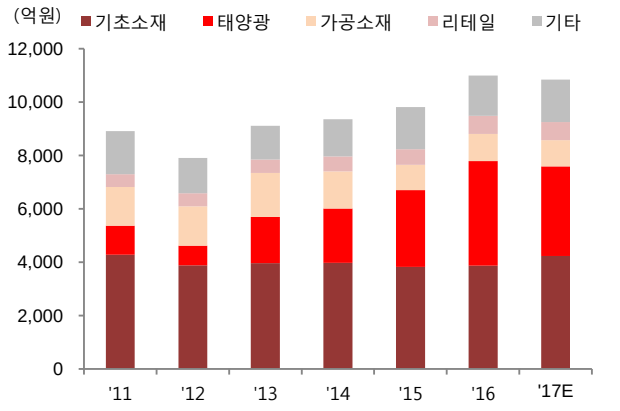
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 4> 가성소다 가격 추이



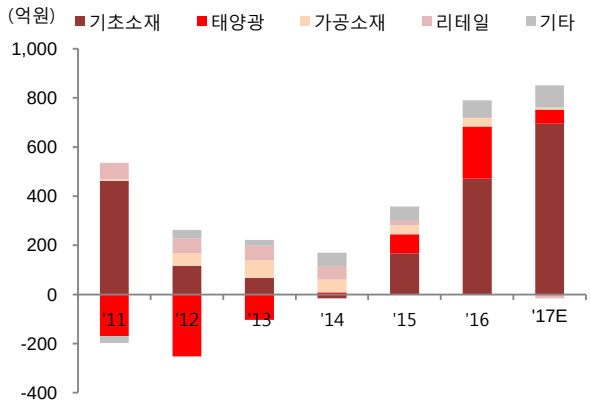
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 한화케미칼 부분별 매출 추이



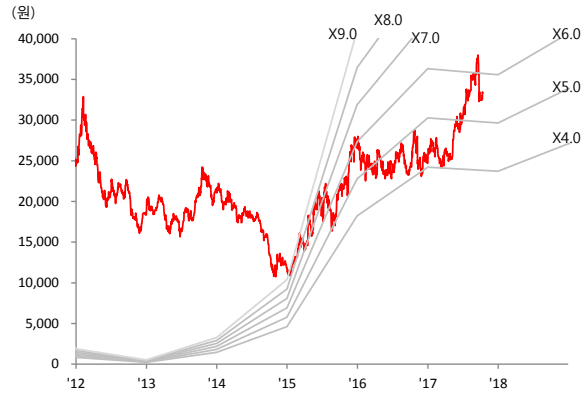
자료: 한화케미칼, 하이투자증권

<그림 6> 한화케미칼 부분별 여업이익 추이



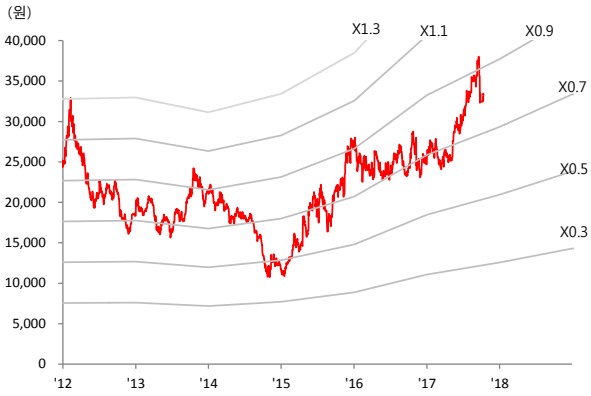
자료: 한화케미칼, 하이투자증권

<그림 7> 한화케미칼 PER 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 8> 한화케미칼 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,524	4,720	4,659	4,758
현금 및 현금성자산	1,012	1,047	1,052	1,033
단기금융자산	244	244	244	244
매출채권	1,567	1,651	1,551	1,607
재고자산	1,421	1,486	1,508	1,559
비유동자산	9,294	10,403	11,408	12,371
유형자산	5,761	6,151	6,508	6,835
무형자산	426	412	398	386
자산총계	13,818	15,123	16,066	17,129
유동부채	4,963	4,993	4,962	5,135
매입채무	1,235	1,223	1,149	1,275
단기차입금	1,855	1,855	1,855	1,855
유동성장기부채	400	400	400	400
비유동부채	3,387	3,787	3,907	3,807
사채	1,354	1,554	1,754	1,654
장기차입금	1,243	1,443	1,363	1,363
부채총계	8,350	8,779	8,869	8,941
지배주주지분	5,285	6,129	6,953	7,908
자본금	830	830	830	830
자본잉여금	828	828	828	828
이익잉여금	3,586	4,533	5,460	6,519
기타자본항목	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	183	214	245	280
자본총계	5,468	6,343	7,197	8,188

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,259	9,172	8,619	9,564
증가율(%)	15.2	-0.9	-6.0	11.0
매출원가	7,211	7,073	6,486	7,177
매출총이익	2,048	2,099	2,133	2,387
판매비와관리비	1,268	1,266	1,291	1,354
연구개발비	74	73	69	76
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	779	833	842	1,032
증가율(%)	131.2	6.9	1.2	22.6
영업이익률(%)	8.4	9.1	9.8	10.8
이자수익	19	20	20	19
이자비용	173	190	194	190
지분법이익(손실)	423	659	627	615
기타영업외손익	-165	-30	-30	-30
세전계속사업이익	886	1,295	1,268	1,449
법인세비용	115	259	254	290
세전계속이익률(%)	9.6	14.1	14.7	15.2
당기순이익	771	1,036	1,014	1,159
순이익률(%)	8.3	11.3	11.8	12.1
지배주주귀속 순이익	755	1,005	984	1,124
기타포괄이익	-103	-103	-103	-103
총포괄이익	668	933	911	1,056
지배주주귀속총포괄이익	654	905	884	1,025

현금흐름표 (단위:십억원)

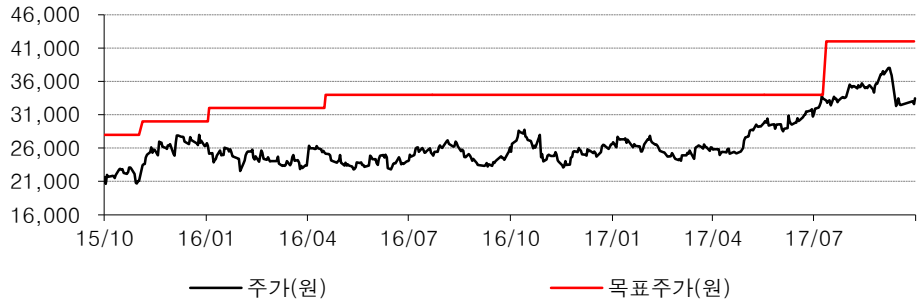
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,151	1,818	1,886	2,209
당기순이익	771	1,036	1,014	1,159
유형자산감가상각비	430	410	443	473
무형자산상각비	15	15	13	12
지분법관련손실(이익)	423	659	627	615
투자활동 현금흐름	-460	-1,148	-1,108	-1,108
유형자산의 처분(취득)	-413	-800	-800	-800
무형자산의 처분(취득)	20	-	-	-
금융상품의 증감	226	35	5	-19
재무활동 현금흐름	-318	129	-151	-371
단기금융부채의증감	-170	-	-	-
장기금융부채의증감	400	120	-100	-120
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-25	-58	-58	-58
현금및현금성자산의증감	368	35	5	-19
기초현금및현금성자산	645	1,012	1,047	1,052
기말현금및현금성자산	1,012	1,047	1,052	1,033

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,552	6,054	5,930	6,776
BPS	31,850	36,937	41,899	47,659
CFPS	7,235	8,612	8,682	9,699
DPS	350	350	350	400
Valuation(배)				
PER	5.4	5.5	5.6	4.9
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7
PCR	3.4	3.9	3.9	3.4
EV/EBITDA	6.3	7.6	7.4	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.2	17.6	15.0	15.1
EBITDA 이익률	13.2	13.7	15.1	15.9
부채비율	152.7	138.4	123.2	109.2
순부채비율	65.8	62.4	56.6	48.8
매출채권회전율(x)	5.5	5.7	5.4	6.1
재고자산회전율(x)	5.7	6.3	5.8	6.2

자료 : 한화케미칼, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(한화케미칼)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2015-11-16	Buy	30,000	6개월	-12.3%	-6.7%
2016-01-15	Buy	32,000	6개월	-23.0%	-17.7%
2016-04-29	Buy	34,000	6개월	-26.7%	-15.4%
2017-07-24(담당자변경)	Buy	42,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 금융투자분석사는 2017년 9월 13일부터 9월 15일까지 한화케미칼의 비용으로 한화케미칼 닝보법인 탐방에 참여하였습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 하준영)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
   - Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
   - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
   - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
   - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-