



BUY(Maintain)

목표주가: 38,000원
주가(11/10): 30,700원

시가총액: 50,786억원

유티리티
Analyst 김상구
02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(11/10)		
시가총액		2,542.95pt
52 주 주가동향	최고가	50,786억원
최고/최저가 대비	38,000원	최저가 23,100원
등락률	-19.21%	32.90%
수익률	절대	상대
1M	-7.0%	-11.0%
6M	18.1%	5.4%
1Y	22.3%	-3.7%

Company Data

발행주식수	165,933천주
일평균 거래량(3M)	1,094천주
외국인 지분율	29.82%
배당수익률(16E)	1.42%
BPS(17E)	37,621원
주요 주주	(주) 한화 36.95%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	80,370	92,588	92,199	94,270
보고영업이익	3,370	7,792	8,180	7,825
핵심영업이익	3,370	7,792	8,180	7,825
EBITDA	7,892	12,245	12,322	12,106
세전이익	2,284	8,864	13,076	12,937
순이익	1,804	7,709	10,343	10,091
자체주주지분순이익	1,882	7,553	10,133	9,885
EPS(원)	1,162	4,596	6,107	5,957
증감률(%YoY)	217.1	295.5	32.9	-2.4
PER(배)	23.4	5.4	4.0	4.1
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	10.5	6.3	6.2	6.2
보고영업이익률(%)	4.2	8.4	8.9	8.3
핵심영업이익률(%)	4.2	8.4	8.9	8.3
ROE(%)	3.7	14.8	17.4	14.6
순부채비율(%)	81.6	65.6	53.0	44.4

Price Trend


 실적 리뷰

한화케미칼 (009830)

리테일 부문 개선과 기초소재 호조 지속



큰 폭의 개선을 보인 리테일 부문과 기초부문의 호조에 힘입어 전분기 수준의 영업이익이 지속되고 있다. 태양광부문은 제품가격 하락으로 영업이익이 감소하였다. 4분기 리테일부문 성수기 효과가 예상되나 화학부문은 일부 계절적 영향으로 물량감소가 예상된다. 3분기에 이어 셀가격 약세가 지속되고 있는 태양광 부문은 제품가격 움직임에 관심이 필요한 시점으로 판단한다.

>>> 견조한 화학 스프레드와 리테일 개선

동사 3분기 실적은 매출액 2조 3,130억원(QoQ -6.9%, YoY -3.0%), 영업이익 2,153억원(QoQ -1.6%, YoY 5.2%), 순이익 2,521억원(QoQ 1.1%, YoY 24.7%)으로 전분기와 수준의 영업이익으로 호실적을 유지했다. 영업이익이 전분기와 유사한 수준은 지속하였으나 사업부문별로는 기초소재 1,822억원(QoQ 13%), 가공소재 28억원(QoQ 흑자전환), 리테일 167억원(QoQ 흑자전환)으로 전분기 대비 개선된 반면 태양광 52억원(QoQ -66%), 도시개발 119억원(QoQ -77%)으로 전분기 대비 큰 폭의 감소를 보여 사업부별 변동이 확대되었다. 지분법 이익은 1,534억원으로 QoQ 34.1% 증가하였다. 전반적인 실적 개선 배경은 CA, TDI 가격 강세와 국내 신차출시 효과, 리테일 부문의 추석효과, 면세점 개선 및 부가세 환급 등에 기인한다.

태양광 부문 둔화는 미국 허리케인 여파로 5~6% 출하 감소한 점과 셀과 모듈 제품 가격 하락의 영향으로 확인된다.

>>> 계절적 영향으로 4분기 실적 소폭 감소 전망

사업부별 부침이 지속되며 전반적인 4분기 영업이익은 3분기 대비 다소 감소할 것으로 보인다. 우선 리테일 부문은 연말 성수기 효과 및 면세점 개선 효과로 실적 개선이 지속될 것으로 예상된다. 반면 CA, TDI, PVC 등 염소기반의 제품 가격 강세가 지속되고 있으나 건설물량이 감소하는 계절성과 일부 PE, CA 설비 정기보수 및 성과급 지급 등의 영향으로 실적 둔화가 예상된다. 지분법 수익 역시 계절적 비수기 효과와 스프레드 축소 등으로 다소 감소할 것으로 전망된다. 태양광 부문은 증설로 인해 물량 회복이 있을 것으로 예상되나, 관세관련 불확실성이 잠재하고 있다.

>>> 태양광 제품가격 동향 반영

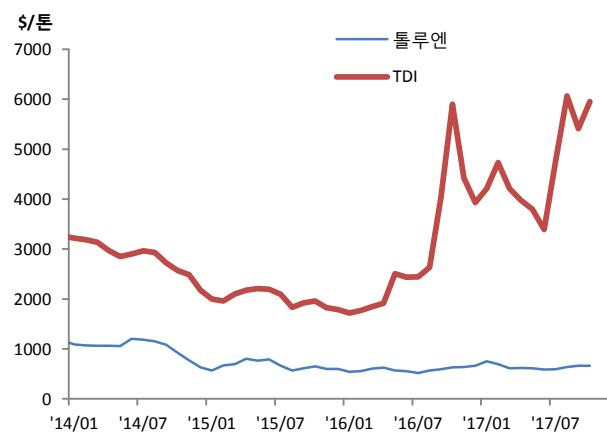
당분간 CA, PVC, TDI 스프레드가 견조한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 한편 웨이퍼 가격은 지난해 3분기 이후 안정적 가격 추이를 보이는 반면 셀 가격은 약세가 이어지고 있다. 10월 말 셀 가격은 1.04\$/장으로 3분기 평균가격 대비 7% 하락하였다. 캐파 증설로 일부 보완될 것으로 예상되나 셀가격 움직임에 관심이 필요한 시점으로 판단한다. 목표주가를 2018년 예상 EPS 5,957원, PE x6.5, 38,000원으로 조정하고 투자의견 Buy를 유지한다

한화케미칼 3분기 리테일 큰 폭의 개선, 기초소재 스프레드 지속으로 견조한 영업이익 유지 (단위 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	QoQ	YoY	컨센	3Q 추정	4Q17E
매출	21,637	23,922	23,856	23,173	21,913	24,856	23,130	-6.9%	-3.0%	24,163	23,696	22,300
영업이익	1,428	2,936	2,047	1,381	1,966	2,187	2,153	-1.6%	5.2%	2,206	1,824	1,874
세전이익	1,491	3,420	2,518	1,436	3,925	3,052	3,319	8.7%	31.8%		3,324	2,774
순이익	1,135	3,102	2,022	1,451	3,242	2,494	2,521	1.1%	24.7%	2,717	2,493	2,081
매출	기초소재	8,842	9,595	9,671	10,610	10,527	10,645	11,025	3.6%	14.0%	10,964	11,135
	가공소재	2,547	2,581	2,467	2,646	2,630	2,323	2,434	4.8%	-1.3%	2,555	2,556
	리테일	1,587	1,652	1,584	1,911	1,672	1,598	1,846	15.5%	16.5%	1,438	2,215
	태양광	8,531	10,263	10,872	9,454	7,515	8,724	8,375	-4.0%	-23.0%	9,247	7,538
	기타	4,015	4,405	3,509	3,231	3,748	5,215	3,291	-36.9%	-6.2%	3,823	3,159
	연결조정	-3,884	-4,574	-4,247	-4,679	-4,179	-3,649	-3,841			-4,332	-4,303
영업이익	기초소재	651	1,429	1,253	1,377	1,673	1,612	1,822	13.0%	45.4%	1,564	1,640
	가공소재	162	125	72	0	75	-13	28	흑전	-61.1%	35	15
	리테일	11	-55	-69	103	-13	-113	167	흑전	흑전	-120	193
	태양광	605	1,110	775	-365	107	153	52	-66.0%	-93.3%	190	35
	기타	284	224	147	49	174	521	119	-77.2%	-19.0%	155	43
	연결조정	-285	103	-131	217	-50	27	-35				
지분법		649	1,038	1,184	1,362	2,158	1,144	1,534	34.1%	29.6%	1,760	1,250
폴리 \$/kg		13.46	15.88	15.16	13.84	15.24	13.29	14.29				
W/F \$/장		0.89	0.89	0.76	0.75	0.79	0.79	0.76				
셀 \$/장		1.60	1.56	1.22	1.18	1.14	1.15	1.11				

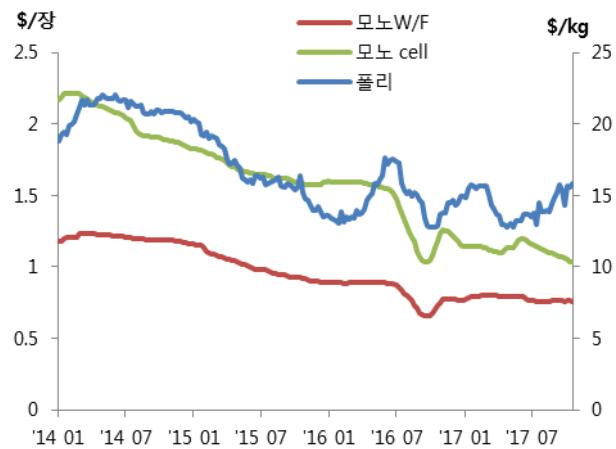
자료: 한화케미칼,, 키움증권

TDI 스프레드 확대, 당분간 지속될 전망



자료: 블룸버그

웨이퍼 가격 안정된 반면 셀가격 하락 추이



자료: 블룸버그

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	92,199	94,270	98,984
매출원가	65,406	72,112	71,389	73,531	77,207
매출총이익	14,964	20,476	20,810	20,739	21,776
판매비및일반관리비	11,593	12,684	12,631	12,914	13,560
영업이익(보고)	3,370	7,792	8,180	7,825	8,216
영업이익(핵심)	3,370	7,792	8,180	7,825	8,216
영업외손익	-1,086	1,072	4,897	5,112	5,109
이자수익	214	192	191	195	205
배당금수익	40	32	31	32	34
외환이익	2,080	2,796	2,500	2,500	2,500
이자비용	1,797	1,733	1,733	1,733	1,733
외환손실	2,797	2,877	2,500	2,500	2,500
관계기업지분법손익	1,762	4,457	6,784	6,900	6,900
투자및기타자산처분손익	-594	-202	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	197	-385	-100	0	0
기타	-191	-1,208	-277	-283	-297
법인세차감전이익	2,284	8,864	13,076	12,937	13,325
법인세비용	480	1,154	2,733	2,846	2,932
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	20.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	10,343	10,091	10,394
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	10,133	9,885	10,182
EBITDA	7,892	12,245	12,322	12,106	12,625
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	14,486	14,371	14,803
수정당기순이익	2,118	8,220	10,423	10,091	10,394
증감율(%, YoY)					
매출액	-0.2	15.2	-0.4	2.2	5.0
영업이익(보고)	138.6	131.2	5.0	-4.3	5.0
영업이익(핵심)	138.6	131.2	5.0	-4.3	5.0
EBITDA	40.1	55.2	0.6	-1.8	4.3
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	34.2	-2.4	3.0
EPS	217.1	295.5	32.9	-2.4	3.0
수정순이익	8,762.4	288.2	26.8	-3.2	3.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	7,709	7,306	7,551
당기순이익	2,284	8,864	10,343	10,091	10,394
감가상각비	4,352	4,303	4,004	4,153	4,291
무형자산상각비	169	150	138	128	118
외환손익	844	-103	0	0	0
자산처분손익	954	710	0	0	0
지분법손익	-1,662	-4,233	-6,784	-6,900	-6,900
영업활동자산부채 증감	3,051	-1,520	39	-134	-319
기타	1,608	3,036	-32	-31	-32
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-6,155	-6,297	-6,448
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	22	-118	-268
유형자산의 처분	972	2,013	0	0	0
유형자산의 취득	-7,592	-6,148	-6,148	-6,148	-6,148
무형자산의 처분	-51	-132	0	0	0
기타	1,026	1,642	-30	-31	-32
재무활동현금흐름	-1,051	-3,016	165	294	433
단기차입금의 증가	409	171	0	0	0
장기차입금의 증가	444	-804	0	0	0
자본의 증가	0	-2	0	0	0
배당금지급	-245	-245	-575	-575	-575
기타	-1,659	-2,135	741	870	1,008
현금및현금성자산의순증가	954	3,675	1,719	1,303	1,536
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	11,842	13,145
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	11,842	13,145	14,681
Gross Cash Flow	8,550	12,726	7,670	7,440	7,871
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	4,503	4,102	4,351

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	46,810	48,898	52,222
현금및현금성자산	6,448	10,123	11,842	13,145	14,681
유동금융자산	3,745	2,289	2,280	2,331	2,448
매출채권및유동채권	19,328	17,593	17,519	17,913	18,808
재고자산	18,256	14,206	14,147	14,465	15,188
기타유동금융자산	0	1,026	1,022	1,045	1,097
비유동자산	90,749	92,940	101,776	110,686	119,571
장기매출채권및기타비유동채권	712	594	592	605	635
투자자산	24,480	29,803	36,606	43,604	50,689
유형자산	60,505	57,610	59,753	61,748	63,604
무형자산	4,408	4,262	4,124	3,996	3,878
기타비유동자산	643	671	701	732	765
자산총계	138,526	138,179	148,586	159,584	171,793
유동부채	54,206	49,630	49,530	50,131	51,486
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	25,078	25,641	26,923
단기차입금	17,969	18,552	18,552	18,552	18,552
유동성장기차입금	6,284	3,998	3,998	3,998	3,998
기타유동부채	995	1,896	1,903	1,941	2,013
비유동부채	35,008	33,866	34,604	35,486	36,523
장기매입채무및비유동채무	2,268	551	549	561	589
사채및장기차입금	26,158	25,746	25,746	25,746	25,746
기타비유동부채	6,582	7,568	8,309	9,179	10,187
부채총계	89,215	83,496	84,134	85,618	88,008
자본금	8,153	8,297	8,297	8,297	8,297
주식발행초과금	4,627	4,783	4,783	4,783	4,783
이익잉여금	28,869	35,864	45,441	54,769	64,393
기타자본	4,685	3,906	3,906	3,906	3,906
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	62,426	71,754	81,378
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	2,025	2,212	2,407
자본총계	49,312	54,683	64,451	73,966	83,785
순차입금	40,218	35,883	34,175	32,820	31,168
총차입금	50,411	48,296	48,296	48,296	48,296

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,162	4,596	6,107	5,957	6,136
BPS	28,415	31,850	37,621	43,243	49,043
주당EBITDA	4,873	7,451	7,426	7,295	7,609
CFPS	3,906	7,400	8,730	8,661	8,921
DPS	150	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	23.4	5.4	4.0	4.1	4.0
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.5	6.3	6.2	6.2	5.8
PCFR	7.0	3.3	2.8	2.9	2.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.9	8.3	8.3
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.9	8.3	8.3
EBITDA margin	9.8	13.2	13.4	12.8	12.8
순이익률	2.2	8.3	11.2	10.7	10.5
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	17.4	14.6	13.2
투자자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.8	9.0	9.1
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	130.5	115.8	105.0
순차입금비율	81.6	65.6	53.0	44.4	37.2
이자보상배율(배)	1.9	4.5	4.7	4.5	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.3	5.3	5.4
재고자산회전율	4.3	5.7	6.5	6.6	6.7
매입채무회전율	3.2	3.4	3.7	3.7	3.8

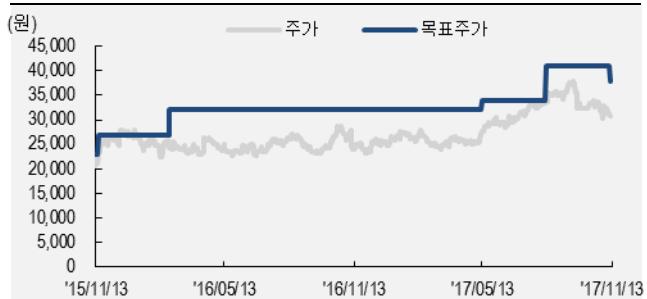
Compliance Notice

- 당사는 11월 10일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
한화케미칼 (009830)	2015-11-16	BUY(Maintain)	27,000원	6개월	-4.56	3.70
	2016-02-25	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-23.60	-17.66
	2016-05-13	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-23.81	-17.50
	2016-08-12	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-23.34	-15.16
	2016-11-11	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-19.63	-12.97
	2017-02-24	BUY(Maintain)	32,000원	6개월	-20.06	-12.97
	2017-05-12	BUY(Maintain)	34,000원	6개월	-9.80	-0.59
	2017-08-11	BUY(Maintain)	41,000원	6개월	-16.90	-7.32
	2017-11-13	BUY(Maintain)	38,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10%~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10%~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10%~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비증확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10%~-10% 변동 예상
Underweight (비증축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%