

2017. 11. 13



▲ 정유/화학

Analysts 노우호

02-6098-6668

woo.ho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02-6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 45,000 원

현재주가 (11.10) 30,700 원

상승여력 46.6%

KOSPI 2,542.95pt

시가총액 50,596억원

발행주식수 16,481만주

유동주식비율 62.66%

외국인비중 29.94%

52주 최고/최저가 38,000원/23,100원

평균거래대금 369.7억원

주요주주(%)

한화 외 5 인 36.30

국민연금 9.98

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -7.0 18.1 22.3

상대주가 -11.0 5.4 -3.7

주가그래프



한화케미칼 009830

3Q17 Review:

갈수록 강화되는 화학부문 이익 창출력,
아쉬웠던 태양광 일회성 요인

- ✓ 3Q17 태양광부문 부진으로 영업이익 2,153 억원 달성, 컨센스에 부합하는 실적
- ✓ 원가 강세에도 불구하고 PVC/가성소다 등 염소체인 강세에 기반한 기초소재 이익 증가
- ✓ BD, SM 강세 지분법 이익 1,534 억원 증가(YNCC 900 억원, 종합화학 500 억원)
- ✓ 화학 경쟁사 대비 차별화된 다운스트림 특화전략으로 원가 상승이 상쇄될 기업
- ✓ 적정주가 Buy와 투자의견 4.5 만원을 유지하며 18년 화학업종 차선호주로 제시

3Q17 영업이익 전분기 대비 증익, 단 시장 예상치에 부합하는 수준

3Q17 영업이익은 2,153 억원으로 시장예상치에 부합하는 실적을 기록했다. 이는 태양광부문을 제외한 기타 사업부 이익이 견조했던 결과이다. 태양광 부문은 고객사 계약물량 출하에도 불구하고, 8 월 말 미국 태풍 영향에 따라 선적량이 지연되었기 때문이다. 기초소재부문은 견조했던 제품 가격 가운데, PVC/가성소다를 포함한 염소체인의 가격 강세로 이익은 1,822 억원으로 분기별 이익이 증가했다. 가공소재 이익은 고객사 신차 판매 호조에 따라 28 억원의 이익을 기록했다. 리테일부문은 부과세 환급금(+180 억원) 반영으로 167 억원을 기록, 적자폭 축소추세가 확인되었다. 지분법이익은 1,534 억원(YNCC 900 억원, 한화종합화학 500 억원)을 기록했다.

글로벌 경쟁사 대비 지나친 저평가: 18년 추정치 기준 PBR 0.7 배

동사에 대한 투자포인트는 PVC, 가성소다에 기반한 이익창출 체력이다. 유가 상승에 따른 원가 상승은 향후 화학부문 수익성 악화 우려감으로 작용하겠으나, 동사의 주력 제품 PVC/가성소다, TDI 의 수익성은 원료가 상승과는 별개 이슈다. 4Q PVC 는 계절적 비수기 진입으로 일시적 가격 약세가 예상되나, 18 년을 내다본 염소체인의 펀더멘털은 더욱 강화될 전망이다. 11 월 초 일본 Kaneka Corp 는 가성소다 라인 폐쇄를 결정하며 타이탄 수급은 가중되었다. PVC/가성소다의 경쟁사 미국 Westlake 의 3Q17 이익은 372.4 백만달러로 사상 최대이익 달성, 주가는 52 주 신고가를 기록했다. Westlake 는 주력 제품 판가를 분기 연속으로 단행한 점은 글로벌 수요가 그만큼 견조하다는 방증으로 풀이된다. 미국 태양광 관세부과라는 부정적センチ먼트는 이미 주가에 반영되어, 하락요인은 제한적이다. 경쟁사 대비 지나친 저평가를 적극적 매수 기회로 삼아야 한다 판단한다.

(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	1,113	1,444.1	25,711	23.4	1.1	11.1	4.2	180.9
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,688	321.3	29,281	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017E	9,350.0	828.4	1,061.9	6,546	39.6	34,964	4.8	0.9	6.3	18.5	110.5
2018E	9,278.3	848.4	1,055.9	6,551	0.1	41,015	4.8	0.7	5.4	15.7	94.2
2019E	9,459.1	840.4	1,098.5	6,850	4.6	47,322	4.6	0.6	4.8	14.2	85.4

표1 한화케미칼 3Q17 실적 Review

(십억원)	3Q17P	3Q16	(% YoY)	2Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,313.0	2,853.6	-18.9	2,485.5	-6.9	2,403.4	-3.8	2,314.9	-0.1
영업이익	215.2	204.7	5.1	218.8	-1.6	217.4	-1.0	195.5	10.1
세전이익	331.9	251.8	31.8	305.2	8.7	332.9	-0.3	349.7	-5.1
순이익	252.1	202.2	24.7	249.4	1.1	254.5	-1.0	264.2	-4.6
영업이익률(%)	9.3	7.2	2.1	8.8	0.5	9.0	0.3	8.4	0.9
순이익률(%)	10.9	7.1	3.8	10.0	0.9	10.6	0.3	11.4	-0.5

자료: 한화케미칼, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화케미칼 분기별 실적 추이 Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,360.1	9,258.8	9,350.0	9,278.3
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,059.9	3,871.8	4,279.6	4,213.5
가공소재	254.7	258.1	246.7	264.6	263.0	232.3	243.4	265.9	1,024.1	1,004.6	1,020.5
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	167.2	159.8	184.6	196.9	673.4	708.5	625.1
태양광	853.1	1,026.3	1,087.2	945.4	751.5	872.4	837.5	801.6	3,912.0	3,263.0	3,233.1
기타	401.5	440.5	350.9	323.1	374.8	521.5	329.1	387.1	1,516.0	1,612.5	1,591.5
영업이익	142.8	293.6	204.7	138.1	196.6	218.8	215.3	197.8	779.2	828.4	848.4
%OP	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	9.0%	8.8%	9.3%	8.4%	8.4%	8.9%	9.1%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	167.3	161.2	182.2	192.9	471.0	703.6	761.8
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	7.5	-1.3	2.8	-1.3	35.9	7.7	35.5
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	-1.3	-11.3	16.7	10.8	-1.0	14.9	14.5
태양광	60.5	111.0	77.5	-36.5	10.7	15.3	5.2	4.0	212.5	35.2	48.5
기타	28.4	22.4	14.7	4.9	17.4	52.1	11.9	5.4	70.4	86.8	44.0
세전이익	149.1	342.0	251.8	143.6	392.5	305.2	331.9	317.0	886.4	1,346.6	1,350.2
순이익(지배주주)	107.4	299.8	198.7	149.4	321.3	236.4	252.7	251.6	755.3	1,061.9	1,055.9
%YoY											
매출액	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	1.3%	3.9%	-3.0%	1.8%	15.2%	1.0%	-0.8%
영업이익	457.8%	213.3%	53.6%	63.8%	37.6%	-25.5%	5.2%	43.2%	131.2%	6.3%	2.4%
세전이익	흑전	656.5%	36.0%	2955.2%	163.3%	-10.8%	31.8%	120.8%	288.1%	51.9%	0.3%
당기순이익	흑전	746.9%	32.4%	628.9%	199.3%	-21.2%	27.2%	68.4%	301.3%	40.6%	-0.6%
%QoQ											
매출액	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	-5.4%	13.4%	-6.9%	2.0%			
영업이익	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	42.3%	11.3%	-1.6%	-8.1%			
세전이익	3071.5%	129.4%	-26.4%	-43.0%	173.4%	-22.3%	8.8%	-4.5%			
당기순이익	423.7%	179.3%	-33.7%	-24.8%	115.0%	-26.4%	6.9%	-0.4%			

자료: 한화케미칼, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 12M Fwd PER 차트



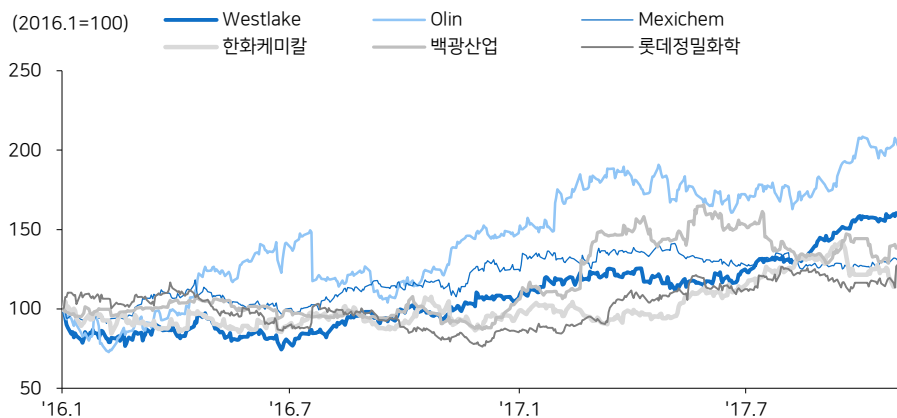
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 12M Trailing PBR 차트



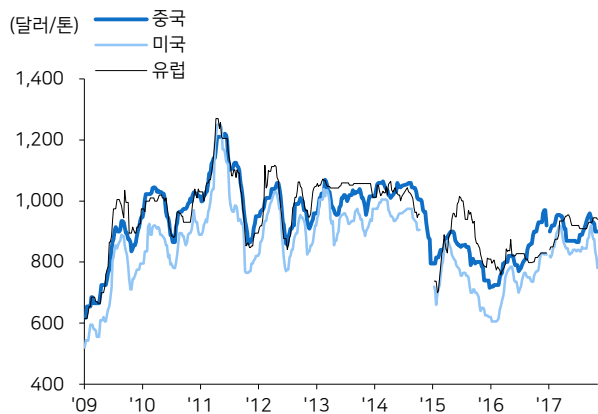
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 화학 업체 16년 1월 대비 주가 변화율



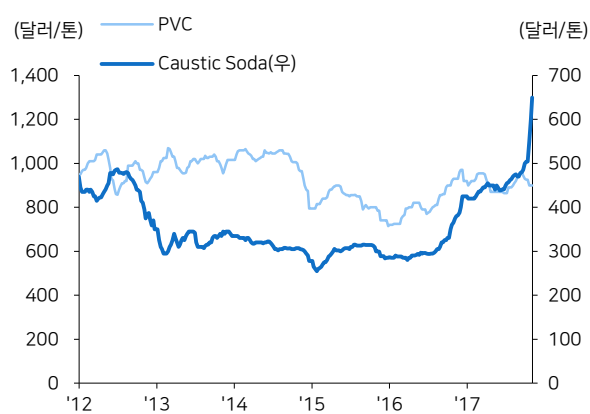
자료: Quantiwise, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 글로벌 지역별 PVC 추이: 계절적 비수기로 가격 하락



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 PVC와 가성소다 가격: 타이트한 공급으로 가성소다 강세



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼 (009830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037.0	9,258.8	9,350.0	9,278.3	9,459.1
매출액증가율 (%)	-0.2	15.2	1.0	-0.8	1.9
매출원가	6,540.6	7,211.2	7,281.7	7,098.2	7,261.6
매출총이익	1,496.4	2,047.6	2,068.3	2,180.1	2,197.5
판매관리비	1,159.3	1,268.4	1,239.9	1,331.8	1,357.1
영업이익	337.0	779.2	828.4	848.4	840.4
영업이익률	4.2	8.4	8.9	9.1	8.9
금융손익	-154.4	-151.0	-128.4	-114.2	-99.9
종속/관계기업손익	166.2	423.3	633.5	617.7	662.0
기타영업외손익	-120.4	-165.2	18.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.4	886.4	1,346.6	1,350.2	1,402.5
법인세비용	48.0	115.4	267.2	270.0	282.4
당기순이익	180.4	770.9	1,079.3	1,080.1	1,129.4
지배주주지분 손이익	188.2	755.3	1,061.9	1,055.9	1,098.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,209.3	1,151.0	904.9	1,087.3	1,097.2
당기순이익(손실)	180.4	770.9	1,079.3	1,080.1	1,129.4
유형자산상각비	435.2	430.3	446.1	502.6	519.1
무형자산상각비	16.9	15.0	11.6	5.7	5.5
운전자금의 증감	354.3	-121.6	-163.3	0.7	3.6
투자활동 현금흐름	-952.6	-460.1	-125.0	-95.6	-4.2
유형자산의증가(CAPEX)	-759.2	-614.8	-633.2	-720.0	-600.0
투자자산의감소(증가)	-587.6	99.2	624.8	598.4	560.2
재무활동 현금흐름	-154.0	-318.2	-807.5	-299.3	-44.2
차입금의 증감	77.9	-198.6	-678.2	-99.9	150.5
자본의 증가	116.6	13.3	0.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	95.4	367.5	-43.6	692.4	1,048.8
기초현금	549.4	644.8	1,012.3	968.7	1,661.1
기말현금	644.8	1,012.3	968.7	1,661.1	2,709.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,777.7	4,523.9	4,115.0	4,827.9	5,985.0
현금및현금성자산	644.8	1,012.3	968.7	1,661.1	2,709.9
매출채권	1,766.3	1,500.4	1,407.8	1,418.1	1,472.4
재고자산	1,825.6	1,420.7	1,139.4	1,147.7	1,191.7
비유동자산	9,074.9	9,294.0	9,380.0	9,611.0	9,788.2
유형자산	6,050.5	5,761.0	5,876.6	6,094.0	6,174.9
무형자산	440.8	426.2	418.3	412.6	407.1
투자자산	2,304.6	2,628.7	2,637.4	2,656.7	2,758.5
자산총계	13,852.6	13,817.9	13,495.1	14,438.9	15,773.1
유동부채	5,420.7	4,963.0	4,379.6	4,045.5	4,129.2
매입채무	1,214.3	1,234.5	1,013.7	1,021.1	1,060.2
단기차입금	1,796.9	1,855.2	1,721.3	1,371.3	1,371.3
유동성장기부채	628.4	399.8	488.8	488.8	488.8
비유동부채	3,500.8	3,386.6	2,704.6	2,960.0	3,138.6
사채	1,059.8	1,354.2	1,334.1	1,734.1	2,034.1
장기차입금	1,556.0	1,220.5	601.1	451.1	301.1
부채총계	8,921.5	8,349.6	7,084.2	7,005.4	7,267.8
자본금	815.3	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	829.5	828.5	828.9	828.9	828.9
기타포괄이익누계액	104.7	43.6	31.4	31.4	31.4
이익잉여금	2,886.9	3,586.4	4,533.2	5,531.6	6,572.6
비지배주주지분	297.8	183.4	190.9	215.1	246.0
자본총계	4,931.2	5,468.3	6,410.9	7,433.5	8,505.4

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	49,630	56,337	56,732	56,297	57,395
EPS(지배주주)	1,113	4,688	6,546	6,551	6,850
CFPS	5,505	7,273	7,222	8,232	8,349
EBITDAPS	4,873	7,451	7,804	8,232	8,283
BPS	25,711	29,281	34,964	41,015	47,322
DPS	150	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.6	1.4	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	5.4	4.8	4.8	4.6
PCR	4.9	3.4	4.3	3.7	3.7
PSR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.1	0.8	0.9	0.7	0.6
EBITDA	789.2	1,224.5	1,286.2	1,356.7	1,365.0
EV/EBITDA	11.1	6.4	6.3	5.4	4.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	15.2	18.5	15.7	14.2
EBITDA 이익률	9.8	13.2	13.8	14.6	14.4
부채비율	180.9	152.7	110.5	94.2	85.4
금융비용부담률	2.2	1.9	1.6	1.5	1.5
이자보상배율(x)	1.9	4.5	5.6	6.0	6.1
매출채권회전율(x)	5.3	5.7	6.4	6.6	6.5
재고자산회전율(x)	4.3	5.7	7.3	8.1	8.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 13일 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,이민영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화케미칼 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.16	기업브리프	Buy	27,000	황유식	-8.4	3.7	
				담당자 변경			
2016.07.12	산업분석	Buy	30,000	노우호	-17.4	-13.8	
2016.07.20	산업브리프	Buy	30,000	노우호	-15.1	-12.0	
2016.08.16	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-30.9	-30.4	
2016.08.19	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-36.2	-30.4	
2016.10.11	기업분석	Buy	39,000	노우호	-34.4	-26.3	
2016.11.17	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.9	-26.3	
2017.01.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.4	-26.3	
2017.02.06	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-34.1	-26.3	
2017.02.24	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-34.1	-26.3	
2017.03.03	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-34.3	-26.3	
2017.04.05	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.3	-26.3	
2017.05.12	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-33.8	-23.6	
2017.05.30	산업분석	Buy	39,000	노우호	-33.0	-20.9	
2017.06.26	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-32.4	-19.2	
2017.07.10	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-32.2	-18.2	
2017.07.17	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-30.8	-13.3	
2017.08.11	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-22.3	-21.1	
2017.08.21	산업브리프	Buy	45,000	노우호	-24.1	-15.6	
2017.11.13	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-	-	