

2017/11/13

# 한화케미칼 (009830)

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

## 2018년에도 가성소다와 TDI는 맑음

### ■ 3Q17 Review: 기초소재와 리테일이 선방

동사의 2Q17 실적은 매출액 21,313억원(YoY -3.0%), 영업이익 2,152억원(YoY +5.1%)을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. 기초소재와 리테일 사업 부문이 견조한 이익을 실현하면서 양호한 실적을 기록했다.

**기초소재사업부문**은 PE 정기보수가 2Q17로 마무리되면서 QoQ 판매량이 증가했고 TDI와 가성소다 가격이 강세를 보이면서 마진이 확대되었다. 이에 따라 기초소재 영업이익은 1,822억원(QoQ +13.0%)으로 사상최대치를 실현했다. **태양광사업부문**은 미국 허리케인 영향으로 일부 제품의 선적이 지연되면서 매출과 영업이익이 모두 QoQ 감소했다. 다만, 지연된 물량은 4Q17에 선적될 예정이다. **가공소재사업부문**은 고객사의 신차 출시효과로 흑자전환 했으나 4Q17에는 고객사 재고조정으로 마진률이 재차 하락할 것으로 예상된다. **리테일사업부문**은 부가세환급금이 약 180억원 반영되면서 흑자전환에 성공했다.

### ■ 2018년도 가성소다와 TDI는 맑음

가성소다와 TDI가격 강세에 힘입어 동사는 2018년까지 양호한 실적을 실현할 것으로 예상된다. 가성소다의 경우 수요는 지속 성장하는 반면 지난 2~3년간 증설이 없었으며 최근 중국의 환경규제까지 강화되면서 수급이 더욱 타이트해지고 있다. TDI는 Sadara의 신규 물량이 연말부터 시장에 나올 예정이지만 수급 불균형이 커 일시적인 조정 이후 가격이 강세를 유지할 것으로 예상된다.

동사의 주가는 2018년 예상 PER 5.7배에서 거래되고 있다. 미국의 수입산 태양전지에 대한 관세 부과 가능성으로 동사의 주가가 크게 하락했기 때문이다. 하지만 태양광사업부문이 전체 영업이익에서 차지하는 비중은 약 5% 수준으로 미미한 상황이다. 2018년 태양광사업에서 돈을 벌지 못하더라도 중국의 페플라스틱 수입규제, 가성소다 및 TDI 가격 강세로 동사는 금년 수준의 견조한 지배주주순이익을 달성할 것으로 예상된다. 이러한 점을 고려할 때 동사의 주가는 저평가되어 있다는 판단이다.

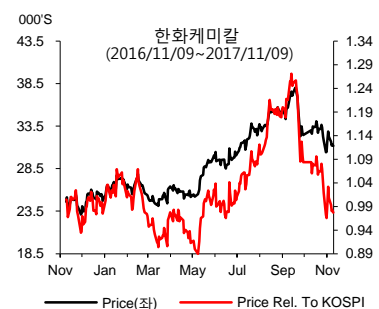
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	42,000원
종가 (2017/11/09)	31,150원

#### Stock Indicator

자본금	830십억원
발행주식수	16,593만주
시가총액	5,153십억원
외국인지분율	30.0%
배당금(2016)	350원
EPS(2017E)	6,192원
BPS(2017E)	37,026원
ROE(2017E)	18.0%
52주 주가	23,100~38,000원
60일평균거래량	1,087,087주
60일평균거래대금	36.8십억원

#### Price Trend



&lt;표 1&gt; 한화케미칼 3Q17 Review

(단위: 십억원)

	3Q16	2Q17	3Q17	증감률		컨센서스	
				YoY	QoQ	3Q17	차이
매출액	2,385.6	2,485.6	2,313.0	-3.0%	-6.9%	2,442.6	-5.3%
영업이익	204.7	218.8	215.2	5.1%	-1.6%	220.9	-2.6%
OPM	8.6%	8.8%	9.3%	-	-	9.0%	-
지배주주순이익	198.7	236.4	252.7	27.2%	6.9%	250.7	0.8%

자료: 하이투자증권

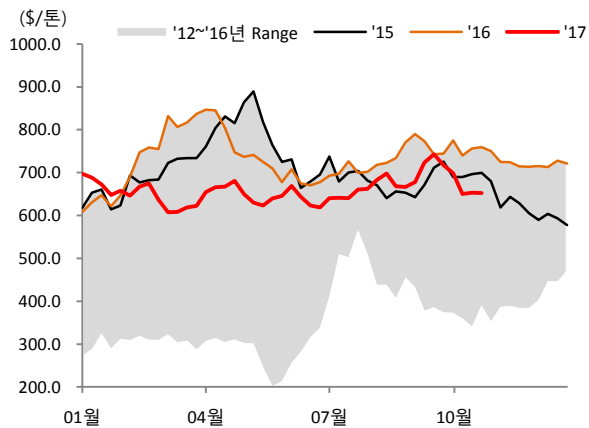
&lt;표 2&gt; 한화케미칼 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출</b>	<b>2,163.7</b>	<b>2,392.2</b>	<b>2,385.6</b>	<b>2,317.3</b>	<b>2,191.3</b>	<b>2,485.6</b>	<b>2,313.0</b>	<b>2,313.9</b>	<b>9,258.8</b>	<b>9,303.8</b>	<b>8,726.2</b>
QoQ	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	-5.4%	13.4%	-6.9%	0.0%	-	-	-
YoY	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	1.3%	3.9%	-3.0%	-0.1%	15.2%	0.5%	-6.2%
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,122.4	3,871.8	4,342.1	4,255.9
YoY	-4.6%	-3.0%	-2.5%	15.0%	19.1%	10.9%	14.0%	5.8%	1.1%	12.1%	-2.0%
태양광	853.1	1,026.3	1,087.2	945.4	751.5	872.4	837.5	885.8	3,912.0	3,347.2	2,873.3
YoY	63.2%	76.1%	53.8%	-10.7%	-11.9%	-15.0%	-23.0%	-6.3%	36.3%	-14.4%	-14.2%
가공소재	254.6	258.1	246.7	264.6	263.0	232.3	243.4	246.1	1,024.0	984.8	1,002.4
YoY	6.8%	14.2%	9.4%	3.4%	3.3%	-10.0%	-1.3%	-7.0%	8.3%	-3.8%	1.8%
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	167.2	159.8	184.6	196.8	673.4	708.4	729.7
YoY	12.5%	15.1%	17.9%	14.7%	5.4%	-3.3%	16.5%	3.0%	15.0%	5.2%	3.0%
<b>영업이익</b>	<b>142.8</b>	<b>293.6</b>	<b>204.7</b>	<b>138.1</b>	<b>196.6</b>	<b>218.8</b>	<b>215.3</b>	<b>193.0</b>	<b>779.2</b>	<b>823.7</b>	<b>837.0</b>
OPM	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	9.0%	8.8%	9.3%	8.3%	8.4%	8.9%	9.6%
QoQ	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	42.4%	11.3%	-1.6%	-10.4%	-	-	-
YoY	457.8%	213.0%	53.6%	63.8%	37.7%	-25.5%	5.1%	39.8%	131.2%	5.7%	1.6%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	167.3	161.2	182.2	162.8	471.0	673.5	764.7
OPM	7.4%	14.9%	13.0%	13.0%	15.9%	15.1%	16.5%	14.5%	12.2%	15.5%	18.0%
YoY	184.3%	134.6%	99.5%	588.5%	157.0%	12.8%	45.4%	18.2%	182.7%	43.0%	13.5%
태양광	60.5	111.0	77.5	-36.5	10.7	15.3	5.2	10.6	212.5	41.8	-3.0
OPM	7.1%	10.8%	7.1%	-3.9%	1.4%	1.8%	0.6%	1.2%	5.4%	1.2%	-0.1%
YoY	흑전	1485.7%	42.2%	적전	-82.3%	-86.2%	-93.3%	흑전	171.0%	-80.3%	적전
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	7.5	-1.3	2.8	1.2	35.9	10.2	15.3
OPM	6.4%	4.8%	2.9%	0.0%	2.9%	-0.6%	1.2%	0.5%	3.5%	1.0%	1.5%
YoY	13.3%	76.1%	-30.1%	-	-53.7%	적전	-61.1%	-	-1.9%	-71.5%	49.3%
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	-1.3	-11.3	16.7	10.0	-1.0	14.1	2.7
OPM	0	-3%	-4%	5.4%	-0.8%	-7.1%	9.0%	5.1%	-0.1%	2.0%	0.4%
YoY	-85.1%	적전	적전	21.2%	적전	적지	흑전	-2.5%	적전	흑전	-81.1%
<b>지배주주순이익</b>	<b>107.4</b>	<b>299.8</b>	<b>198.7</b>	<b>149.4</b>	<b>321.3</b>	<b>236.4</b>	<b>252.7</b>	<b>217.2</b>	<b>755.3</b>	<b>1,027.5</b>	<b>912.5</b>
NPM	5.0%	12.5%	8.3%	6.4%	14.7%	9.5%	10.9%	9.4%	8.2%	11.0%	10.5%
YoY	흑전	745.7%	32.4%	629.4%	199.3%	-21.2%	27.2%	45.3%	301.4%	36.0%	-11.2%

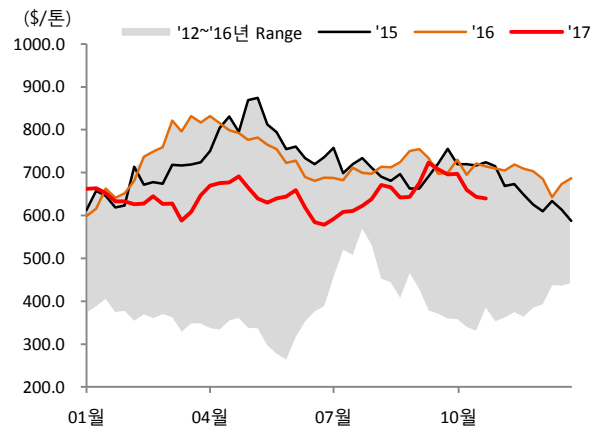
자료: 하이투자증권

<그림 1> LLDPE-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



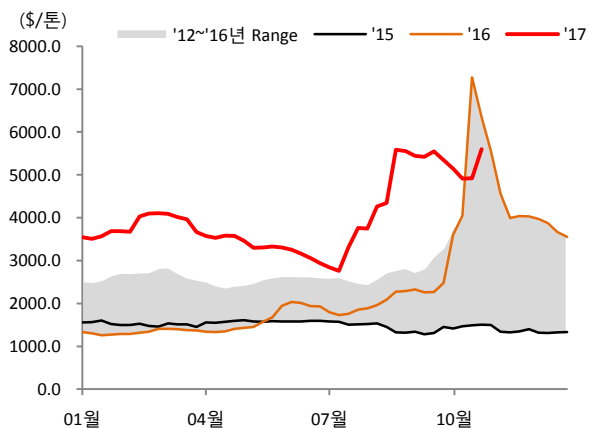
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 2> HDPE-납사(4W Lagging) 스프레드 추이



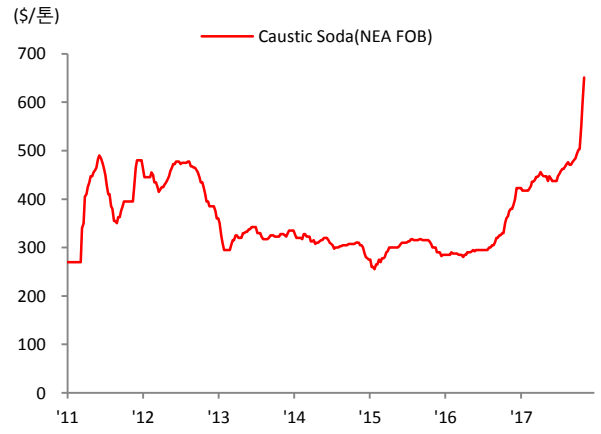
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 3> TDI-0.76\*톨루엔(4W Lagging) 스프레드 추이



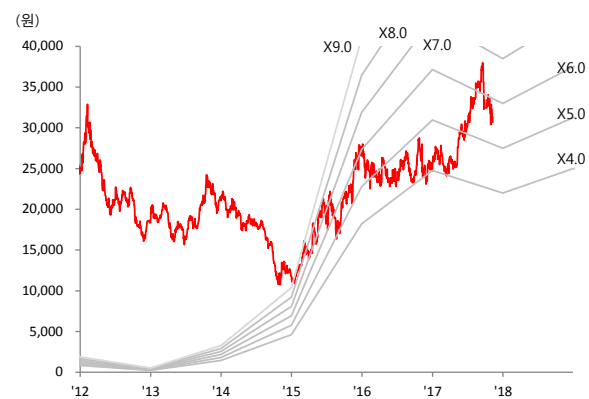
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 4> 가성소다 가격 추이



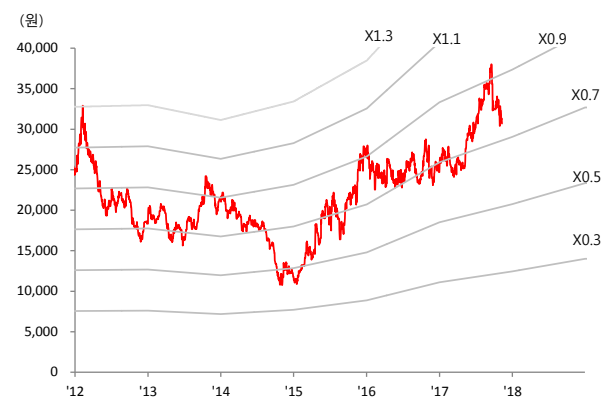
자료: Platts, Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 한화케미칼 PER 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 6> 한화케미칼 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,524	4,620	4,793	4,922
현금 및 현금성자산	1,012	1,005	1,052	1,059
단기금융자산	244	244	244	244
매출채권	1,567	1,582	1,658	1,718
재고자산	1,421	1,498	1,536	1,585
비유동자산	9,294	10,504	11,521	12,338
유형자산	5,761	6,301	6,791	7,086
무형자산	426	412	398	386
자산총계	13,818	15,124	16,313	17,260
유동부채	4,963	5,010	4,977	5,132
매입채무	1,235	1,241	1,164	1,273
단기차입금	1,855	1,855	1,855	1,855
유동성장기부채	400	400	400	400
비유동부채	3,387	3,787	4,257	4,177
사채	1,354	1,554	1,704	1,624
장기차입금	1,243	1,443	1,763	1,763
부채총계	8,350	8,797	9,233	9,309
지배주주지분	5,285	6,144	6,888	7,748
자본금	830	830	830	830
자본잉여금	828	828	828	828
이익잉여금	3,586	4,548	5,395	6,358
기타자본항목	-3	-3	-3	-3
비지배주주지분	183	183	193	203
자본총계	5,468	6,327	7,080	7,951

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,259	9,304	8,726	9,547
증가율(%)	15.2	0.5	-6.2	9.4
매출원가	7,211	7,193	6,581	7,191
매출총이익	2,048	2,111	2,145	2,356
판매비와관리비	1,268	1,287	1,308	1,353
연구개발비	74	74	70	76
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	779	824	837	1,003
증가율(%)	131.2	5.7	1.6	19.8
영업이익률(%)	8.4	8.9	9.6	10.5
이자수익	19	19	20	20
이자비용	173	174	195	198
지분법이익(손실)	423	610	506	501
기타영업외손익	-165	2	-19	-19
세전계속사업이익	886	1,284	1,152	1,310
법인세비용	115	257	230	262
세전계속이익률(%)	9.6	13.8	13.2	13.7
당기순이익	771	1,027	922	1,048
순이익률(%)	8.3	11.0	10.6	11.0
지배주주귀속 순이익	755	1,027	912	1,037
기타포괄이익	-103	-103	-103	-103
총포괄이익	668	925	819	945
지배주주귀속총포괄이익	654	925	811	935

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,151	1,844	1,898	2,231
당기순이익	771	1,027	922	1,048
유형자산감가상각비	430	410	460	505
무형자산상각비	15	15	13	12
지분법관련손실(이익)	423	610	506	501
투자활동 현금흐름	-460	-1,298	-1,258	-1,108
유형자산의 처분(취득)	-413	-950	-950	-800
무형자산의 처분(취득)	20	-	-	-
금융상품의 증감	226	-8	47	7
재무활동 현금흐름	-318	129	191	-359
단기금융부채의증감	-170	-	-	-
장기금융부채의증감	400	470	-80	-30
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-25	-58	-66	-66
현금및현금성자산의증감	368	-8	47	7
기초현금및현금성자산	645	1,012	1,005	1,052
기말현금및현금성자산	1,012	1,005	1,052	1,059

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,552	6,192	5,499	6,252
BPS	31,850	37,026	41,508	46,694
CFPS	7,235	8,751	8,355	9,370
DPS	350	400	400	450
Valuation(배)				
PER	5.4	5.0	5.7	5.0
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7
PCR	3.4	3.6	3.7	3.3
EV/EBITDA	6.3	7.3	7.3	6.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.2	18.0	14.0	14.2
EBITDA 이익률	13.2	13.4	15.0	15.9
부채비율	152.7	139.0	130.4	117.1
순부채비율	65.8	63.3	62.5	54.6
매출채권회전율(x)	5.5	5.9	5.4	5.7
재고자산회전율(x)	5.7	6.4	5.8	6.1

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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 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(매수): 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 %	-