

2018. 1. 18



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02. 6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 45,000 원

현재주가 (1.17) 33,850 원

상승여력 32.9%

KOSPI 2,515.43pt

시가총액 55,788억원

발행주식수 16,481만주

유동주식비율 62.68%

외국인비중 29.17%

52주 최고/최저가 38,000원/24,100원

평균거래대금 326.5억원

주요주주(%)

한화 외 4 인 36.29

국민연금 9.15

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 13.0 5.6 22.2

상대주가 11.5 1.8 0.7

주가그래프



한화케미칼 009830

4Q17 Preview: 더 이상 소외될 이유 없다!

- ✓ 4Q17 영업이익은 1,603억원(성과급 반영)으로 시장 예상치에 부합할 전망
- ✓ 17년 연간 이익은 7,909억원(+1.5% YoY)을 추정, 사상 최대 이익 경신을 예상
- ✓ 18년 경쟁사 대비 차별화된 화학부문 이익 나타낼 전망: PVC와 TDI에 주목
- ✓ 18년 전 사업부 업황 개선에 따라 이익 8,628억원(+9.1% YoY)을 예상
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 4.5만원을 유지

4Q17 영업이익 1,603억원으로 시장 예상치 부합할 전망

동사의 4Q17 예상 영업이익은 1,603억원으로 시장 예상치에 부합하겠다. 기초소재 +1,427억원, 가공소재 -13억원, 리테일 212억원, 태양광 64억원, 기타 54억원이 반영되었다. 17년 연중 화학부분 이익 기여도가 높았던 TDI, PVC/가성소다의 견조한 가격 흐름은 연말까지 유효했다. 원재료 상승으로 스프레드가 축소된 PO의 수익성은 하락한 반면, 앞선 3개 제품의 수급 강세가 원가 상승을 상쇄시켰다는 판단이다. 리테일은 계절적 성수기 도래에 따라 이익이 증가했고, 태양광은 3분기에 발생한 미국 태풍 영향으로 이연된 물량이 모두 반영된 결과이다. 단, 가공소재는 -13억원으로 적자전환이 예상된다. 이는 고객사의 실적 부진에 따른 CR이 작용한 점으로 파악된다.

미국 SafeGuard 불확실성을 감안해도, 지나친 주가 하락

17년 9월 동사의 주가 급락을 야기한 미국 태양광 관세 이슈는 주가에 기 반영되었다. 1월 중순 이후 최종 결과물이 발표될 것으로 예상된다. 실적 악화를 우려할만한 수준이 아닐 점을 예상하는 바, 과도한 주가하락은 제한적이라는 판단이다. 결국 18년 동사의 투자 포인트는 (1) PVC와 TDI가 이끄는 화학 이익, (2) 가공소재 및 리테일 실적 개선, (3) 불확실성이 제거된 태양광 사업부를 제시한다. 특히 글로벌 PVC와 TDI의 업황 호조는 지속되겠다. 원재료 나프타 상승에 따른 부정적 요소가 제한적이며, 전방 수요 호조에 따른 판가 상승까지 가능하기 때문이다. 18년도 영업이익은 8,628억원을 예상한다. 추정치 기준 PBR 0.8배 수준으로 지나친 주가 저평가 구간이다. 북미 크래커 신증설을 감안해도 18년 실적 개선 감안시, 지나친 주가 저평가 구간으로 판단. 현 시점에서 적극 매수 전략으로 투자 의견 Buy와 적정주가 4.5만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,593	321.3	31,850	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017F	9,356.9	790.9	1,027.1	6,229	35.3	37,484	5.1	0.8	7.1	17.9	116.7
2018E	9,297.4	862.8	1,052.1	6,381	2.9	43,477	5.4	0.8	6.4	15.7	99.6
2019E	9,478.8	874.8	1,126.0	6,829	7.5	49,916	5.0	0.7	5.6	14.5	90.0
2020E	9,663.8	813.9	553.9	3,358	-50.8	52,907	10.2	0.7	3.4	6.5	79.1

표1 4Q17 한화케미칼 실적추정치 비교

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,367.0	2,317.3	2.1	2,313.0	2.3	2,340.8	1.1
영업이익	160.3	138.1	16.1	215.2	-25.5	178.2	-10.1
세전이익	275.0	143.6	91.5	331.9	-17.1	264.8	3.8
지배순이익	216.8	149.4	45.1	252.7	-14.2	205.9	5.3

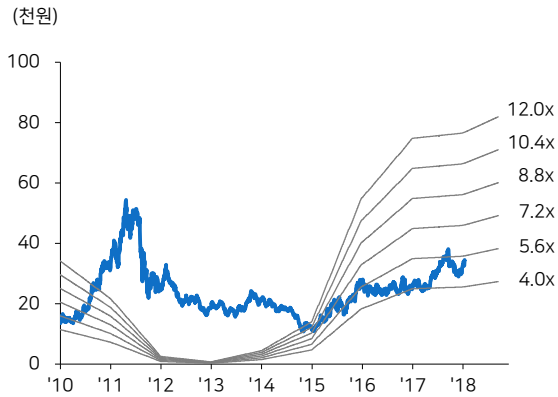
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 한화케미칼 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,367.0	2,327.9	2,287.6	2,298.8	2,383.1	9,258.8	9,356.9	9,297.4
기초소재	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,059.9	1,042.2	1,044.5	1,059.7	1,067.1	3,871.8	4,279.6	4,213.5
가공소재	263.0	232.3	243.4	265.9	266.9	236.9	249.5	267.3	1,024.1	1,004.6	1,020.6
리테일	167.2	159.8	184.6	201.4	171.1	123.4	130.6	209.5	673.4	713.0	634.6
태양광	751.5	872.4	837.5	804.0	796.0	823.8	827.9	794.8	3,912.0	3,265.4	3,242.5
기타	374.8	521.5	329.1	387.1	403.1	410.2	382.4	395.7	1,516.0	1,612.5	1,591.5
영업이익	196.6	218.8	215.2	160.3	217.5	209.8	225.0	210.6	779.2	790.9	862.8
% OP	9.0%	8.8%	9.3%	6.8%	9.3%	9.2%	9.8%	8.8%	8.4%	8.5%	9.3%
기초소재	167.3	161.2	182.2	142.7	189.3	195.9	197.9	181.1	471.0	653.4	764.1
가공소재	7.5	-1.3	2.8	-1.3	6.7	9.5	10.0	5.3	35.9	7.7	31.5
리테일	-1.3	-11.3	16.7	21.2	15.4	-2.5	10.4	14.7	-1.0	25.3	38.0
태양광	10.7	15.3	5.2	6.4	8.0	12.4	12.4	15.9	212.5	37.6	48.6
기타	17.4	52.1	11.9	5.4	12.2	8.5	8.3	7.5	70.4	86.8	36.6
세전이익	392.5	305.2	331.9	275.0	344.8	312.6	360.0	328.0	886.4	1,304.6	1,345.5
순이익(지배주주)	321.3	236.4	252.7	216.8	271.9	243.9	281.8	254.4	755.3	1,027.1	1,052.1
%YoY											
매출액	1.3%	3.9%	-3.0%	2.1%	6.2%	-8.0%	-0.6%	0.7%	15.2%	1.1%	-0.6%
영업이익	37.7%	-25.5%	5.1%	16.1%	10.6%	-4.1%	4.6%	31.4%	131.2%	1.5%	9.1%
세전이익	163.3%	-10.7%	31.8%	91.5%	-12.2%	2.4%	8.5%	19.3%	288.1%	47.2%	3.1%
순이익(지배)	199.3%	-21.2%	27.2%	45.1%	-15.4%	3.2%	11.5%	17.3%	301.3%	36.0%	2.4%
%QoQ											
매출액	-5.4%	13.4%	-6.9%	2.3%	-1.7%	-1.7%	0.5%	3.7%			
영업이익	42.3%	11.3%	-1.6%	-25.5%	35.7%	-3.5%	7.2%	-6.4%			
세전이익	173.3%	-22.2%	8.7%	-17.1%	25.4%	-9.3%	15.2%	-8.9%			
순이익(지배)	115.0%	-26.4%	6.9%	-14.2%	25.4%	-10.3%	15.5%	-9.7%			

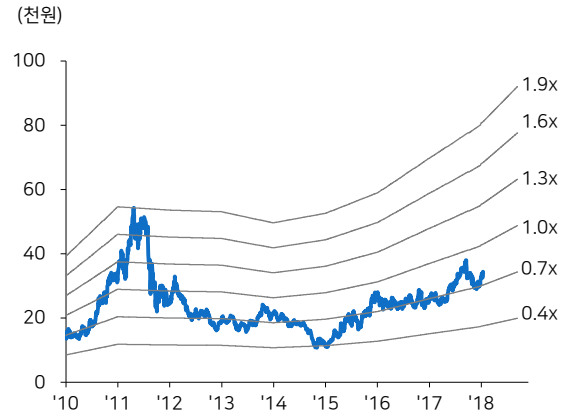
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 12M Fwd. PER 밴드차트



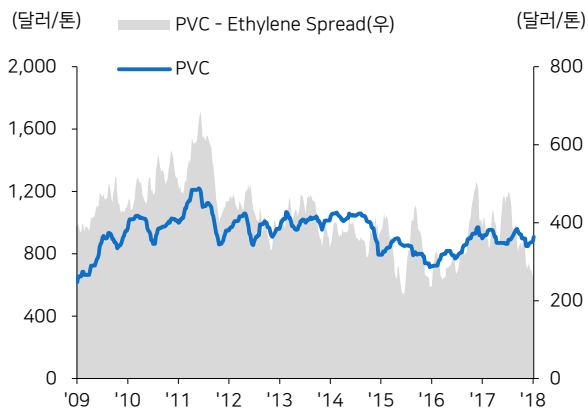
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 PVC 가격 반등에 따른 견조한 스프레드 유지



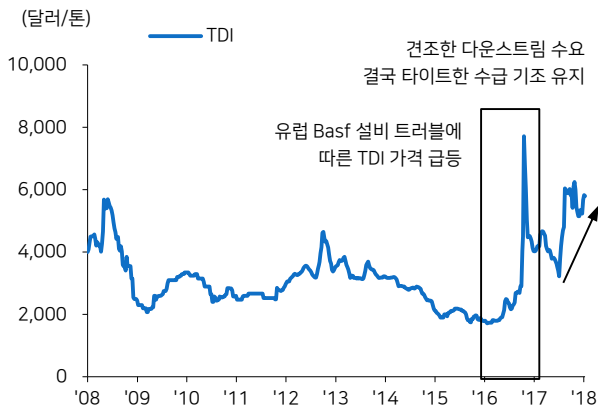
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 가성소다: Overshooting이후, 정상 가격에 수렴 중



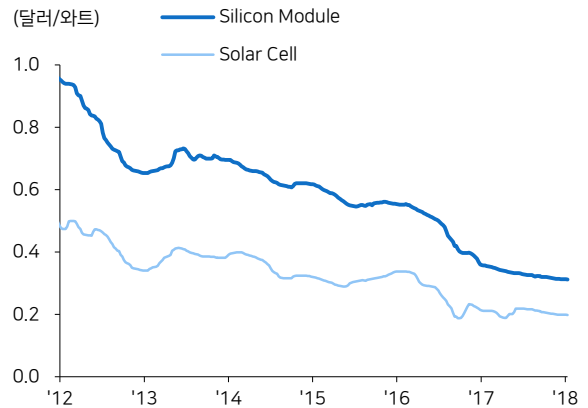
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 TDI: 설비 재가동 소식에도 불구하고 견조한 가격 유지 중



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 태양광 Module 가격 추이



자료: PV Insights, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼 (009830)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	9,258.8	9,356.9	9,297.4	9,478.8	9,663.8
매출액증가율 (%)	15.2	1.1	-0.6	2.0	2.0
매출원가	7,211.2	7,372.6	7,100.1	7,244.0	7,385.4
매출총이익	2,047.6	1,984.3	2,197.3	2,234.8	2,278.4
판매관리비	1,268.4	1,193.4	1,334.5	1,360.0	1,464.5
영업이익	779.2	790.9	862.8	874.8	813.9
영업이익률	8.4	8.5	9.3	9.2	8.4
금융손익	-151.0	-137.2	-135.1	-121.8	-101.7
중속/관계기업손익	423.3	633.5	617.7	662.0	0.0
기타영업외손익	-165.2	17.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	886.4	1,304.6	1,345.5	1,415.1	712.3
법인세비용	115.4	258.9	269.1	289.2	143.1
당기순이익	770.9	1,045.7	1,076.4	1,156.9	569.1
지배주주지분 손이익	755.3	1,027.1	1,052.1	1,126.0	553.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,151.0	734.4	1,066.7	1,108.0	1,696.7
당기순이익(손실)	770.9	1,045.7	1,076.4	1,156.9	569.1
유형자산상각비	430.3	424.6	466.9	486.6	1,024.4
무형자산상각비	15.0	14.2	6.3	6.0	2.3
운전자본의 증감	-121.6	-335.4	-0.2	-1.3	-0.7
투자활동 현금흐름	-460.1	-414.5	-103.2	-26.5	-28.0
유형자산의증가(CAPEX)	-614.8	-546.7	-720.0	-600.0	0.0
투자자산의감소(증가)	99.2	246.5	597.2	545.5	-61.5
재무활동 현금흐름	-318.2	-720.7	-312.1	-56.8	-787.2
차입금의 증감	-198.6	-524.4	-99.9	150.5	-587.6
자본의 증가	13.3	-0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	367.5	-394.1	651.4	1,024.7	881.5
기초현금	644.8	1,012.3	618.2	1,269.6	2,294.3
기말현금	1,012.3	618.2	1,269.6	2,294.3	3,175.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,523.9	4,145.7	4,818.6	5,965.9	6,919.0
현금및현금성자산	1,012.3	618.2	1,269.6	2,294.3	3,175.9
매출채권	1,500.4	1,635.1	1,646.3	1,709.4	1,742.8
재고자산	1,420.7	1,215.7	1,224.0	1,270.9	1,295.7
비유동자산	9,294.0	9,741.7	10,009.0	10,232.8	9,267.7
유형자산	5,761.0	5,853.5	6,106.6	6,220.0	5,195.6
무형자산	426.2	426.3	420.0	414.0	411.7
투자자산	2,628.7	3,015.7	3,036.2	3,152.7	3,214.2
자산총계	13,817.9	13,887.4	14,827.6	16,198.7	16,186.7
유동부채	4,963.0	4,626.6	4,292.3	4,381.7	3,841.0
매입채무	1,234.5	1,193.9	1,202.1	1,248.2	1,272.5
단기차입금	1,855.2	1,726.0	1,376.0	1,376.0	1,376.0
유동성장기부채	399.8	587.8	587.8	587.8	0.0
비유동부채	3,386.6	2,851.9	3,107.6	3,289.9	3,307.0
사채	1,354.2	1,289.0	1,689.0	1,989.0	1,989.0
장기차입금	1,220.5	696.8	546.8	396.8	396.8
부채총계	8,349.6	7,478.5	7,399.9	7,671.6	7,148.0
자본금	829.7	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	828.5	828.3	828.3	828.3	828.3
기타포괄이익누계액	43.6	66.4	66.4	66.4	66.4
이익잉여금	3,586.4	4,498.5	5,493.0	6,561.4	7,057.8
비지배주주지분	183.4	189.1	213.5	244.4	259.6
자본총계	5,468.3	6,408.9	7,427.7	8,527.1	9,038.7

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	56,337	56,774	56,413	57,514	58,636
EPS(지배주주)	4,593	6,229	6,381	6,829	3,358
CFPS	7,273	6,512	8,106	8,486	11,168
EBITDAPS	7,451	7,461	8,106	8,297	11,168
BPS	31,850	37,484	43,477	49,916	52,907
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	1.4	1.1	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	5.1	5.4	5.0	10.2
PCR	3.4	4.9	4.2	4.1	3.1
PSR	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
PBR	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	1,224.5	1,229.7	1,336.0	1,367.5	1,840.6
EV/EBITDA	6.4	7.1	6.4	5.6	3.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	17.9	15.7	14.5	6.5
EBITDA 이익률	13.2	13.1	14.4	14.4	19.0
부채비율	152.7	116.7	99.6	90.0	79.1
금융비용부담률	1.9	1.6	1.7	1.6	1.5
이자보상배율(x)	4.5	5.1	5.6	5.8	5.7
매출채권회전율(x)	5.7	6.0	5.7	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	5.7	7.1	7.6	7.6	7.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:노우호,이민영)

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화케미칼 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-25.6	-15.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	45,000	노우호	-27.2	-15.6	
2018.01.18	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-	-	