



BUY(Maintain)

목표주가: 42,000원

주가(2/22): 32,400원

시가총액: 53,576억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/22)		2,414.28pt
시가총액		53,576억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,000원	24,100원
등락률	-14.74%	34.44%
수익률	절대	상대
1M	-6.6%	-3.2%
6M	-8.5%	-10.3%
1Y	23.2%	7.5%

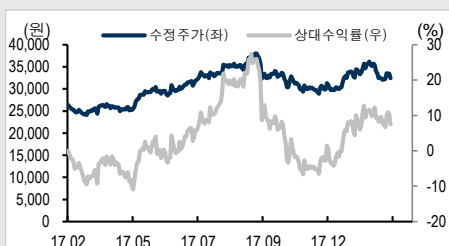
Company Data

발행주식수	165,933천주
일평균 거래량(3M)	940천주
외국인 지분율	29.43%
배당수익률(16E)	1.42%
BPS(17E)	36,602원
주요 주주	(주) 한화 36.95%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	80,370	92,588	93,418	94,270
보고영업이익	3,370	7,792	7,901	8,103
핵심영업이익	3,370	7,792	7,901	8,103
EBITDA	7,892	12,245	12,043	12,384
세전이익	2,284	8,864	10,930	13,215
순이익	1,804	7,709	8,616	10,307
지배주주지분순이익	1,882	7,553	8,441	10,098
EPS(원)	1,162	4,596	5,087	6,085
증감률(%YoY)	217.1	295.5	10.7	19.6
PER(배)	23.4	5.4	4.9	4.1
PBR(배)	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	10.5	6.3	6.5	6.1
보고영업이익률(%)	4.2	8.4	8.5	8.6
핵심영업이익률(%)	4.2	8.4	8.5	8.6
ROE(%)	3.7	14.8	14.7	15.2
순부채비율(%)	81.6	65.6	57.4	47.4

Price Trend



실적 리뷰

한화케미칼 (009830)

일회성 비용에 기인한 수익성 둔화



화학제품 가격 강세가 지속되고 있음에도 불구하고 4분기 실적이 둔화되었습니다. 성과급 지급 등 2천억원에 달하는 일회성 비용 반영에 기인합니다. 가공소재 부문의 회복에는 다소 시간이 걸릴 전망이나, 타이트한 수급 상황이 지속되고 있는 PVC, CA, TDI 중심으로 견조한 실적이 유지될 것으로 보입니다. 우호적인 환경을 반영하여 목표주가를 42,000원으로 상향하고 투자 의견을 유지합니다.

>>> 일회성 비용 증가로 수익성 둔화

동사 4분기 실적은 매출액 2조 3,519억원(QoQ 1.7%, YoY 1.5%), 영업이익 1,595억원(QoQ -25.9%, YoY 15.5%), 순이익 359억원(QoQ -85.8%, YoY -75.3%)으로 시장기대치를 하회하였다. 일회성 비용 증가에 기인한다.

사업부별 영업이익은 태양광 168억원(QoQ 223.1%), 리테일 188억원(QoQ 12.6%)로 전분기대비 개선된 반면 기초소재 1,204억원(QoQ -33.9%), 가공소재 -68억원(QoQ 적자전환)으로 전분기 대비 수익성이 둔화되었다. 지분법 이익 역시 1,095억원으로 QoQ -28.6% 감소하였다.

태양광 부문 개선 배경은 ASP 상승 및 3분기 지연물량 납품으로, 리테일 부문 개선 배경은 면세점 손익개선과 계절적 효과에 기인한 것으로 분석된다. 기초소재 둔화는 성과급 450억원 지급, 가공소재 둔화는 자동차 판매부진에 따른 결과로 분석된다. 배당은 재무구조 개선을 최우선으로 작년과 동일한 350원을 유지할 것으로 확인된다.

>>> 원가 상승 불구, 1분기 실적 개선 전망

국제유가 및 납사가격 상승으로 인해 1분기 에틸렌 계열 수익성이 다소 둔화될 것으로 보이나 PVC 가격 강세와 계절적 효과가 예상되는 한편 성과급 지급 이외에 자산손상 1,300억원, 외환손실 200억 등 약 2천억원의 일회성 비용이 소멸하여 실적 개선을 이끌 전망이다. 또한 설 효과와 면세점 개선 효과가 이어질 리테일 부문 역시 견조한 흐름을 유지할 것으로 기대된다.

반면 태양광부문은 계절적 수요감소 및 미국 세이프가드 영향을 받을 가능성이 상존하며, 가공소재 부문은 고객사 자동차 판매 회복에 따라 점진적 개선을 보일 것으로 예상하나 기초소재 부문 개선에 비해 제한적 영향이 전망된다.

>>> 우호적 환경 반영, 목표주가 상향

수요증가 및 공급차질로 타이트한 수급 상황이 이어지고 있어 PVC, CA, TDI의 양호한 수익성은 당분간 유지될 것으로 기대된다. 한편 폴리실리콘 가격 상승에도 불구하고 웨이퍼가격 하락이 모듈 가격보다 가파른 점도 긍정적 영향을 미칠 것으로 전망된다. 목표주가를 2018년 예상 BPS 1x를 적용 42,000원으로 상향하고 투자 의견 Buy를 유지한다.

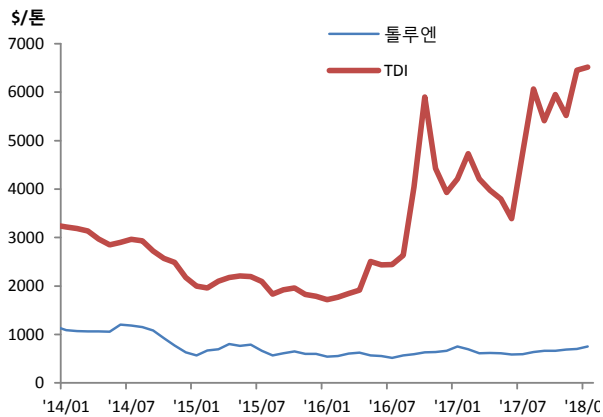
한화케미칼 4분기 일회성 비용 인식으로 수익성 둔화, 1분기 개선 전망

(단위: 억원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ	YoY	4Q17E	1Q18E
매출		21,637	23,922	23,856	23,173	21,913	24,856	23,130	23,519	1.7%	1.5%	22,300	22,790
영업이익		1,428	2,936	2,047	1,381	1,966	2,187	2,153	1,595	-25.9%	15.5%	1,874	1,793
세전이익		1,491	3,420	2,518	1,436	3,925	3,052	3,319	634	-80.9%	-55.8%	2,774	2,843
순이익		1,135	3,102	2,022	1,451	3,242	2,494	2,521	359	-85.8%	-75.3%	2,081	2,132
매출	기초소재	8,842	9,595	9,671	10,610	10,527	10,645	11,025	11,079	0.5%	4.4%	11,135	11,633
	가공소재	2,547	2,581	2,467	2,646	2,630	2,323	2,434	2,437	0.1%	-7.9%	2,556	2,364
	리테일	1,587	1,652	1,584	1,911	1,672	1,598	1,846	2,038	10.4%	6.6%	2,215	1,788
	태양광	8,531	10,263	10,872	9,454	7,515	8,724	8,375	9,533	13.8%	0.8%	7,538	8,033
	기타	4,015	4,405	3,509	3,231	3,748	5,215	3,291	2,549	-22.5%	-21.1%	3,159	2,880
	연결조정	-3,884	-4,574	-4,247	-4,679	-4,179	-3,649	-3,841	-4,117			-4,303	-3,908
영업이익	기초소재	651	1,429	1,253	1,377	1,673	1,612	1,822	1,204	-33.9%	-12.6%	1,640	1,485
	가공소재	162	125	72	0	75	-13	28	-68	적전	적전	15	-10
	리테일	11	-55	-69	103	-13	-113	167	188	12.6%	82.5%	193	142
	태양광	605	1,110	775	-365	107	153	52	168	223.1%	흑전	35	132
	기타	284	224	147	49	174	521	119	-60	적전	적전	43	45
	연결조정	-285	103	-131	217	-50	27	-35	163				
지분법		649	1,038	1,184	1,362	2,158	1,144	1,534	1,095	-28.6%	-19.6%	1,250	1,350

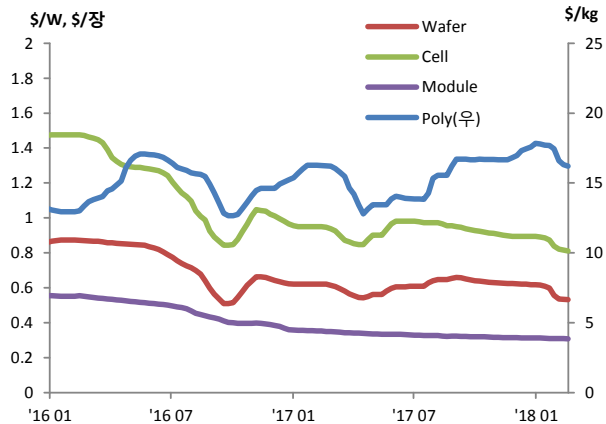
자료: 한화케미칼, 키움증권

TDI 스프레드 확대 지속 중, 긍정적 영향 기대



자료: 블룸버그

모듈보다 가파른 웨이퍼 가격하락, 모듈 업체에 긍정적



자료: 블룸버그

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	93,418	94,270	98,984
매출원가	65,406	72,112	72,719	73,253	77,207
매출총이익	14,964	20,476	20,699	21,018	21,776
판매비및일반관리비	11,593	12,684	12,798	12,914	13,560
영업이익(보고)	3,370	7,792	7,901	8,103	8,216
영업이익(핵심)	3,370	7,792	7,901	8,103	8,216
영업외손익	-1,086	1,072	3,029	5,112	5,109
이자수익	214	192	193	195	205
배당금수익	40	32	32	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
관계기업지분손익	1,762	4,457	6,817	6,900	6,900
투자및기타자산처분손익	-594	-202	-1,900	0	0
금융상품평가및기타금융이익	197	-385	-100	0	0
기타	-191	-1,208	-280	-283	-297
법인세차감전이익	2,284	8,864	10,930	13,215	13,325
법인세비용	480	1,154	2,314	2,907	2,932
유호법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,616	10,307	10,394
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,441	10,098	10,182
EBITDA	7,892	12,245	12,043	12,384	12,625
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,758	14,588	14,803
수정당기순이익	2,118	8,220	10,193	10,307	10,394
증감율(% YoY)					
매출액	-0.2	15.2	0.9	0.9	5.0
영업이익(보고)	138.6	131.2	1.4	2.6	1.4
영업이익(핵심)	138.6	131.2	1.4	2.6	1.4
EBITDA	40.1	55.2	-1.6	2.8	2.0
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	11.8	19.6	0.8
EPS	217.1	295.5	10.7	19.6	0.8
수정순이익	8,762.4	288.2	24.0	1.1	0.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	7,763	7,608	7,551
당기순이익	2,284	8,864	8,616	10,307	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	1,900	0	0
지분법손익	-1,662	-4,233	-6,817	-6,900	-6,900
영업활동자산부채 증감	3,051	-1,520	-47	-48	-319
기타	1,608	3,036	-32	-32	-32
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-8,125	-6,227	-6,448
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	-47	-49	-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	-1,930	-31	-32
재무활동현금흐름	-1,051	-3,016	213	247	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	788	822	1,008
현금및현금성자산의순증가	954	3,675	-149	1,627	1,536
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	9,974	11,601
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	9,974	11,601	13,137
Gross Cash Flow	8,550	12,726	7,810	7,656	7,871
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	4,176	4,405	4,351

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	45,405	47,355	50,678
현금및현금성자산	6,448	10,123	9,974	11,601	13,137
유동금융자산	3,745	2,289	2,310	2,331	2,448
매출채권및유동채권	19,328	17,593	17,751	17,913	18,808
재고자산	18,256	14,206	14,334	14,465	15,188
기타유동비금융자산	0	1,026	1,036	1,045	1,097
비유동자산	90,749	92,940	101,856	110,719	119,604
장기매출채권및기타비유동채권	712	594	599	605	635
투자자산	24,480	29,803	36,679	43,638	50,722
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	147,261	158,074	170,282
유동부채	54,206	49,630	49,877	50,131	51,486
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	25,409	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	1,918	1,941	2,013
비유동부채	35,008	33,866	34,659	35,486	36,523
장기매입채무및비유동채무	2,268	551	556	561	589
사채및장기차입금	26,158	25,746	25,746	25,746	25,746
기타비유동부채	6,582	7,568	8,357	9,179	10,187
부채총계	89,215	83,496	84,537	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	43,749	53,289	62,913
기타자본	4,685	3,906	3,906	3,906	3,906
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,734	70,275	79,899
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,990	2,181	2,376
자본총계	49,312	54,683	62,724	72,456	82,274
순차입금	40,218	35,883	36,012	34,364	32,712
총차입금	50,411	48,296	48,296	48,296	48,296

투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,162	4,596	5,087	6,085	6,136
BPS	28,415	31,850	36,602	42,351	48,151
주당EBITDA	4,873	7,451	7,258	7,463	7,609
CFPS	3,906	7,400	7,689	8,791	8,921
DPS	150	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	23.4	5.4	4.9	4.1	4.0
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.5	6.3	6.5	6.1	5.9
PCFR	7.0	3.3	3.2	2.8	2.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.5	8.6	8.3
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.5	8.6	8.3
EBITDA margin	9.8	13.2	12.9	13.1	12.8
순이익률	2.2	8.3	9.2	10.9	10.5
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.7	15.2	13.4
투자자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.4	9.3	9.1
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	134.8	118.2	107.0
순차입금비용	81.6	65.6	57.4	47.4	39.8
이자보상배율(배)	1.9	4.5	4.6	4.7	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.3	5.3	5.4
재고자산회전율	4.3	5.7	6.5	6.5	6.7
매입채무회전율	3.2	3.4	3.7	3.7	3.8

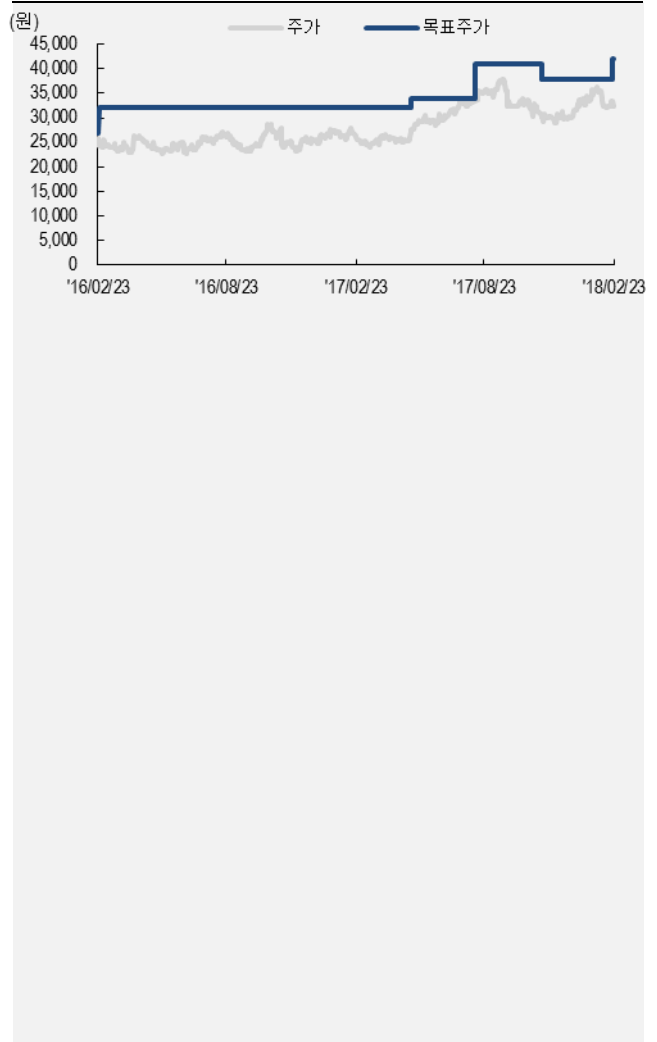
Compliance Notice

- 당사는 2월 22일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화케미칼 (009830)	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	-17.08	-7.32
	2017-11-13	BUY(Maintain)	38,000원	6개월	-15.85	-4.74
	2018-02-23	BUY(Maintain)	42,000원	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 (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%