

2018. 2. 23



▲ 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 (2.22) 32,400 원

상승여력 38.9%

KOSPI 2,414.28pt

시가총액 53,398억원

발행주식수 16,481만주

유동주식비율 62.68%

외국인비중 29.58%

52주 최고/최저가 38,000원/24,100원

평균거래대금 306.4억원

주요주주(%)

한화 외 4 인 36.29

국민연금 9.15

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.6 -8.5 23.2

상대주가 -3.2 -10.3 7.5

주가그래프



한화케미칼 009830

4Q17 Review: 안정적 이익 개선 기초 확인, 관건은 주가 회복

- ✓ 4Q17 영업이익 1,595 억원, 17년 7,901 억원의 연간 사상 최대 이익 달성
- ✓ 4Q17 향후 실적과 재무구조 개선을 향한 발걸음으로 영업외손실 대거 반영
- ✓ 재확인된 화학사업부의 폭발적 이익 창출력: PVC/가성소다, TDI 가 중심
- ✓ 18년 전 사업부 실적 개선을 예상하는 바, 경쟁사 대비 할인된 주가 회복될 전망
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 4.5 만원을 유지

4Q17 Review: 대규모 영업외 손실? 더 좋아질 시기를 대비한 사전 포석

동사는 4Q17 영업이익 1,596 억원으로 시장 예상치에 부합하는 실적을 달성했다. 기초소재(성과급 450 억원 포함)는 제품들의 정기보수와 계절적 비수기임에 불구, 가성소다/PVC, TDI 강세가 유지되며 견조한 이익을 달성했다. 태양광 사업부는 전 분기 지연된 선적량 출하와 판가 상승으로 168 억원의 이익을 달성했다. 리테일은 경기회복에 따른 백화점 실적 개선과 도시면세점 적자폭 축소에 따라 188 억원 이익 개선을 시현했다. 동사는 영업외손실로 폴리실리콘/기타 설비 자산재평가 -900 억원을 비롯해 대규모 영업외손상차손을 발생시켰다. 수익재평가를 통한 장부가치 하락은 향후 발생할 비용을 감소시켜 실적 극대화를 누릴 수 있을 전망이다.

18년 사업 다각화의 장점이 부각되는 시기: 전 사업부 이익 개선

18년 동사의 전 사업부 이익 개선을 예상한다. 기초소재 PVC/가성소다, TDI의 이익 창출력은 유효하다. 글로벌 수요성장률 +6%에 육박하는 PVC, 유럽/중국 환경규제 강화의 구조적 결과물 가성소다의 강세, TDI는 수급 타이트를 예상한다. 또한 리테일은 제주공항면세점 영업종료에 따른 기저효과 발생(연간 100 억원 절감), 태양광은 판매 국가 다변화와 주거용 물량 증가를 반영해 18년 연간 이익 8,127 억원(+2.9% YoY)을 추정한다.

여전히 PBR 0.8 배에 머무르는 주가: 경쟁사 대비 지나친 저평가

17.9 이후 글로벌/국내 경쟁사 주가 대비 동사의 주가 하락이 과도하다는 판단이다. 하락 원인으로 미국 태양광 규제에 따른 이익 둔화 가능성이나, 향후 실적에 미칠 영향은 제한적이다. 결국 화학사업부의 뚜렷한 이익 창출능력만 감안해도 주가 상승여력이 충분하다. 이에 투자의견 Buy와 적정주가 4.5 만원을 유지한다.

(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	4,593	321.3	31,850	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017P	9,341.8	790.1	850.2	5,156	11.5	36,417	6.1	0.9	7.3	15.0	119.8
2018E	9,567.2	812.7	960.6	5,826	15.4	41,859	5.8	0.8	6.7	14.8	103.7
2019E	9,745.3	863.6	1,003.5	6,086	6.9	47,560	5.5	0.7	5.8	13.5	93.7

표1 한화케미칼 4Q17 실적 Review

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,351.9	2,317.3	1.5	2,313.0	1.7	2,337.9	0.6	2,367.0	-0.6
영업이익	159.6	138.1	15.5	215.2	-25.9	163.0	-2.1	160.3	-0.5
세전이익	63.4	143.6	-55.9	331.9	-80.9	206.6	-69.3	275.0	-77.0
순이익	36.0	145.1	-75.2	252.1	-85.7	142.0	-74.7	220.0	-83.7
영업이익률(%)	6.8	6.0		9.3		7.0		6.8	
순이익률(%)	1.5	6.3		10.9		6.1		9.3	

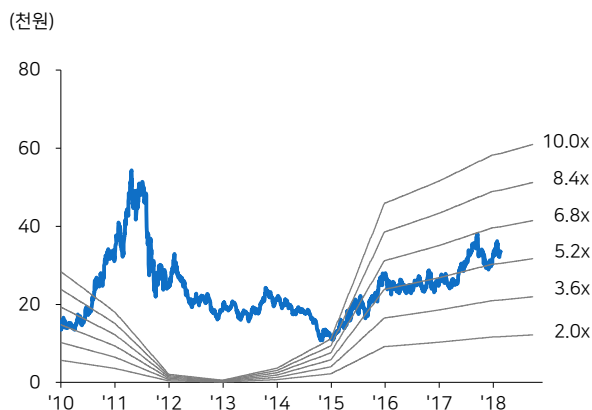
자료: 한화케미칼, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화케미칼 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
매출액	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,351.9	2,367.6	2,390.6	2,406.8	2,402.2	9,258.8	9,341.8	9,567.2
기초소재	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,107.9	985.2	1,013.6	1,027.1	1,040.6	3,871.8	4,327.6	4,066.5
가공소재	263.0	232.3	243.4	243.7	257.7	234.9	249.5	244.9	1,024.1	982.4	987.0
리테일	167.2	159.8	184.6	203.8	162.7	148.2	169.5	194.9	673.4	715.4	675.4
태양광	751.5	872.4	837.5	953.3	945.7	978.8	983.7	944.3	3,912.0	3,414.7	3,852.4
기타	374.8	521.5	329.1	254.9	370.1	368.9	330.7	331.2	1,516.0	1,480.3	1,400.9
영업이익	196.6	218.8	215.3	159.6	202.0	210.4	217.6	182.7	779.2	790.1	812.7
% OP	9.0%	8.8%	9.3%	6.8%	8.5%	8.8%	9.0%	7.6%	8.4%	8.5%	8.5%
기초소재	167.3	161.2	182.2	120.4	179.3	189.9	191.7	176.3	471.0	631.1	737.2
가공소재	7.5	-1.3	2.8	-6.8	3.9	5.9	2.5	2.4	35.9	2.2	14.7
리테일	-1.3	-11.3	16.7	18.8	6.5	-4.4	10.2	15.6	-1.0	22.9	27.8
태양광	10.7	15.3	5.2	16.8	14.2	24.5	17.7	11.3	212.5	48.0	67.7
기타	17.4	52.1	11.9	-6.0	12.2	8.5	9.5	-9.0	70.4	75.4	21.2
세전이익	392.5	305.2	331.9	63.4	331.2	312.4	351.6	247.9	886.4	1,093.0	1,243.0
순이익(지배)	321.3	236.4	252.7	39.8	257.8	237.7	272.4	192.6	755.3	850.2	960.6
% YoY											
매출액	1.3%	3.9%	-3.0%	1.5%	8.0%	-3.8%	4.1%	2.1%	15.2%	0.9%	2.4%
영업이익	37.6%	-25.5%	5.2%	15.5%	2.8%	-3.8%	1.1%	14.5%	131.2%	1.4%	2.9%
세전이익	163.3%	-10.8%	31.8%	-55.9%	-15.6%	2.4%	5.9%	291.3%	288.1%	23.3%	13.7%
순이익(지배)	199.3%	-21.2%	27.2%	-73.3%	-19.7%	0.5%	7.8%	383.5%	301.3%	12.6%	13.0%
% QoQ											
매출액	-5.4%	13.4%	-6.9%	1.7%	0.7%	1.0%	0.7%	-0.2%			
영업이익	42.3%	11.3%	-1.6%	-25.9%	26.6%	4.1%	3.4%	-16.0%			
세전이익	173.4%	-22.3%	8.8%	-80.9%	422.7%	-5.7%	12.5%	-29.5%			
순이익(지배)	115.0%	-26.4%	6.9%	-84.2%	547.2%	-7.8%	14.6%	-29.3%			

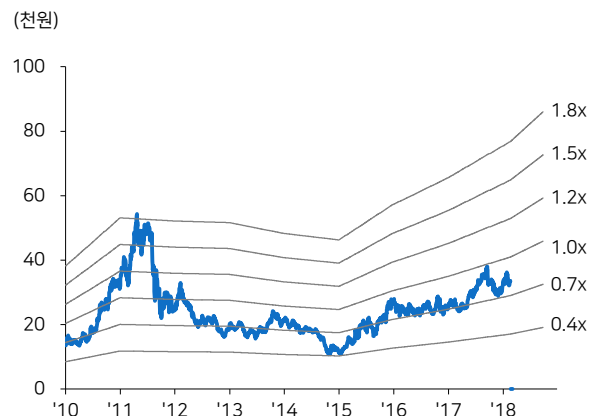
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 12M Fwd PER 밴드 차트



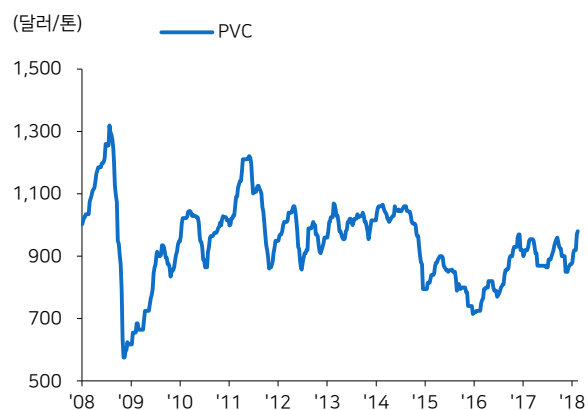
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 PVC 강세 유지: 수요 우위 수급



자료:Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 가성소다: 18.3 기점으로 반등할 전망



자료:Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 1H18 TDI 가격 강세 유지: 독일&미국 Basf 불가항력 선언을 비롯해 공급 타이트 심화



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼 (009830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037.0	9,258.8	9,341.8	9,567.2	9,745.3
매출액증가율 (%)	-0.2	15.2	0.9	2.4	1.9
매출원가	6,540.6	7,211.2	7,360.4	7,381.3	7,483.5
매출총이익	1,496.4	2,047.6	1,981.4	2,185.9	2,261.8
판매관리비	1,159.3	1,268.4	1,191.3	1,373.3	1,398.2
영업이익	337.0	779.2	790.1	812.7	863.6
영업이익률	4.2	8.4	8.5	8.5	8.9
금융손익	-154.4	-151.0	-137.5	-138.5	-126.6
종속/관계기업손익	166.2	423.3	422.6	568.9	555.4
기타영업외손익	-120.4	-165.2	17.4	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.4	886.4	1,093.0	1,243.0	1,292.4
법인세비용	48.0	115.4	230.5	248.6	265.7
당기순이익	180.4	770.9	861.6	994.4	1,062.6
지배주주지분 손이익	188.2	755.3	850.2	960.6	1,003.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,209.3	1,151.0	761.7	1,036.5	1,125.8
당기순이익(손실)	180.4	770.9	861.6	994.4	1,062.6
유형자산상각비	435.2	430.3	424.6	466.9	486.6
무형자산상각비	16.9	15.0	14.2	6.3	6.0
운전자본의 증감	354.3	-121.6	-335.1	-0.7	-0.8
투자활동 현금흐름	-952.6	-460.1	-606.3	-199.1	-92.3
유형자산의증가(CAPEX)	-759.2	-614.8	-546.7	-720.0	-600.0
투자자산의감소(증가)	-587.6	99.2	54.9	504.8	484.6
재무활동 현금흐름	-154.0	-318.2	-720.8	-311.9	-57.0
차입금의 증감	77.9	-198.6	-524.5	-99.7	150.3
자본의 증가	116.6	13.3	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	95.4	367.5	-558.7	525.5	976.5
기초현금	549.4	644.8	1,012.3	453.6	979.1
기말현금	644.8	1,012.3	453.6	979.1	1,955.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,777.7	4,523.9	3,960.8	4,553.7	5,604.6
현금및현금성자산	644.8	1,012.3	453.6	979.1	1,955.6
매출채권	1,766.3	1,500.4	1,624.7	1,659.4	1,697.8
재고자산	1,825.6	1,420.7	1,207.9	1,233.8	1,262.3
비유동자산	9,074.9	9,294.0	9,722.4	10,033.3	10,211.4
유형자산	6,050.5	5,761.0	5,853.5	6,106.6	6,220.0
무형자산	440.8	426.2	426.3	420.0	414.0
투자자산	2,304.6	2,628.7	2,996.5	3,060.5	3,131.3
자산총계	13,852.6	13,817.9	13,683.2	14,587.0	15,816.0
유동부채	5,420.7	4,963.0	4,611.8	4,311.0	4,365.2
매입채무	1,214.3	1,234.5	1,186.3	1,211.7	1,239.7
단기차입금	1,796.9	1,855.2	1,726.0	1,376.0	1,376.0
유동성장기부채	628.4	399.8	587.8	587.8	587.8
비유동부채	3,500.8	3,386.6	2,846.5	3,114.3	3,284.0
사채	1,059.8	1,354.2	1,289.0	1,689.0	1,989.0
장기차입금	1,556.0	1,220.5	696.8	546.8	396.8
부채총계	8,921.5	8,349.6	7,458.3	7,425.3	7,649.2
자본금	815.3	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	829.5	828.5	828.3	828.3	828.3
기타포괄이익누계액	104.7	43.6	66.4	66.4	66.4
이익잉여금	2,886.9	3,586.4	4,321.5	5,224.6	6,170.5
비지배주주지분	297.8	183.4	182.1	215.9	275.1
자본총계	4,931.2	5,468.3	6,224.9	7,161.7	8,166.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	49,630	56,337	56,683	58,050	59,131
EPS(지배주주)	1,113	4,593	5,156	5,826	6,086
CFPS	5,505	7,273	6,504	7,802	8,448
EBITDAPS	4,873	7,451	7,457	7,802	8,229
BPS	25,711	31,850	36,417	41,859	47,560
DPS	150	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.6	1.4	1.1	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	5.4	6.1	5.8	5.5
PCR	4.9	3.4	4.9	4.3	4.0
PSR	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
PBR	1.1	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA	789.2	1,224.5	1,228.9	1,285.8	1,356.3
EV/EBITDA	11.1	6.4	7.3	6.7	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	15.2	15.0	14.8	13.5
EBITDA 이익률	9.8	13.2	13.2	13.4	13.9
부채비율	180.9	152.7	119.8	103.7	93.7
금융비용부담률	2.2	1.9	1.6	1.6	1.5
이자보상배율(x)	1.9	4.5	5.1	5.3	5.8
매출채권회전율(x)	5.3	5.7	6.0	5.8	5.8
재고자산회전율(x)	4.3	5.7	7.1	7.8	7.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 23일 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)	

투자의견 비율

투자의견	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	투자의견	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	-27.1	-15.6	
2018.01.18	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-26.6	-15.6	
2018.02.23	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-	-	