



BUY(Reinitiate)

목표주가: 44,000원
 주가(4/20): 29,500원
 시가총액: 48,785억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/20)	2,476.33pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,000원	25,150원
등락률	-22.37%	17.30%
수익률	절대	상대
1W	-1.8%	-1.5%
6M	-11.0%	-10.5%
1Y	17.1%	1.6%

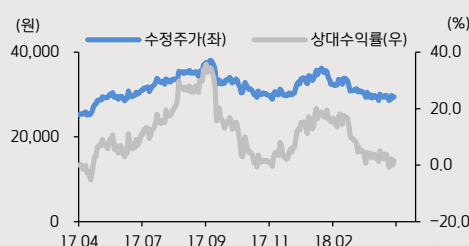
Company Data

발행주식수	165,933천주
일평균 거래량(3M)	746천주
외국인 지분율	28.52%
배당수익률(18E)	1.53%
BPS(18E)	42,127원
주요 주주	(주)한화(외 5인)
	국민연금관리공단
	9.15%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	92,588	93,418	104,187	108,214
보고영업이익	7,792	7,564	8,367	9,212
핵심영업이익	7,792	7,564	8,367	9,212
EBITDA	12,245	11,919	12,416	13,320
세전이익	8,864	10,659	13,488	13,209
순이익	7,709	8,345	10,520	10,303
지배주주지분순이익	7,553	8,247	10,310	10,097
EPS(원)	4,564	4,970	6,213	6,085
증감률(%YoY)	295.6	8.9	25.0	-2.1
PER(배)	5.4	6.4	4.7	4.8
PBR(배)	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	6.3	7.2	6.4	5.8
보고영업이익률(%)	8.4	8.1	8.0	8.5
핵심영업이익률(%)	8.4	8.1	8.0	8.5
ROE(%)	14.8	14.3	15.7	13.5
순부채비율(%)	65.6	52.7	41.9	33.8

Price Trend



기업브리프

한화케미칼 (009830)

1Q 세전이익, 전 분기 대비 1,007.8% 증가 전망



한화케미칼의 올해 1분기 세전이익은 환율/원재료비 등 일부 실적에 부정적인 요인에도 불구하고, 작년 4분기 일회성 비용 발생에 따른 기저 효과 및 대우조선해양 관련 이행보증금 회수로 전 분기 대비 1,007.8% 증가할 전망이다. 한편 동사의 주가는 올해 기준 PER 4.7배, PBR 0.7배로 ROE 15.7%를 감안하면 과도하게 저평가되어 있다고 판단됩니다. 화학주 Top-Pick으로 제시합니다.

>>> 1분기 세전이익, 4,016억원 기록 전망

수출주에 부정적인 환율 영향, 유가 상승에 따른 원재료 가격 상승 효과 및 일부 플랜트의 정기보수 진행에도 불구하고, 한화케미칼의 올해 1분기 세전이익은 4,016억원으로 전 분기 대비 1,007.8% 증가할 전망이다.

1) 작년 4분기 급등하였던 가성소다 가격이 올해 1분기에 본격적으로 반영되었고, 2) 모노머 가격 상승세로 여천NCC/한화토탈 등 지분법이익의 호조세가 이어지고 있으며, 3) 올해 1분기에는 지난 4분기 성과급 지급 및 자산손상차손(폴리실리콘) 등 일회성 비용 발생에 따른 기저 효과가 발생할 전망이다, 4) 대우조선해양 관련 이행보증금의 회수에 대한 회계 처리(1,179억원)가 올해 1분기에 반영될 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 올해, 증익 추세 전환 예상

작년 대비 TDI/PVC 가격 하락으로 올해 실적 개선에 대한 시장 우려가 존재하는 상황이나, 올해 동사의 영업이익은 8,367억원으로 오히려 증익 추세로 전환될 전망이다.

1) TDI 업황이 작년 대비 축소될 것으로 예상되지만, 경쟁사들의 정기보수 등 생산차질이 2~3분기에 이어질 전망이며, 30만톤 BASF의 신규 리액터 가동에도, BASF는 신규 리액터 가동 후 백업 리액터 및 기존 일부 TDI 설비를 구조조정할 계획으로 실제로는 순증 규모가 크지 않기 때문이다.

2) 작년 4분기 폴리실리콘 설비에 대한 자산손상차손 계상으로 올해부터 동사 폴리실리콘부문의 제조원가(감가상각비) 감소가 예상된다. 작년 동사의 폴리실리콘부문은 영업적자가 크게 발생한 것으로 추정되는데, 폴리실리콘 가격이 \$15/Kg 정도만 형성된다면, 동사의 폴리실리콘부문은 흑자 기초가 정착될 전망이다. 우리는 올해 폴리실리콘부문의 실적 개선이 TDI 감익분을 상쇄할 것으로 추정하고 있다.

3) 동사의 주력 제품인 가성소다/PVC는 중국의 환경 규제로 석탄 관련 설비들의 폐쇄가 이어지는 가운데, 역내/외 신증설 제한으로 중장기적으로 업황이

우호적으로 유지될 전망이다.

4) 올해 동사의 태양광부문도 웨이퍼 가격 하락에 따른 원가 감소로 작년 대비 실적이 개선될 전망이다. 한편 동사는 작년 4분기에 노후화되고 규모가 작았던, 중국 웨이퍼 설비(생산능력 950MW)를 폐쇄한 것으로 보인다.

5) 한편 동사는 향후 성장을 위하여 내년까지 약 3천억원을 투자하여, 여수에 DCPD 석유수지 5만톤, PVC 13만톤을 신증설할 계획이다.

>>> 2분기 가성소다 가격, 수급 타이트로 재차 강세 전환 전망

작년 말 고점 형성 후 하락 조정을 받은 가성소다 가격은 재차 상승할 전망이다. 중국이 2017년 11월부터 2018년 3월까지 주요 도시에서 산업 생산을 제한한 2+26 계획이 마무리되면서 알루미늄 생산자의 수요가 다시 발생하고 있으며, 올해 2분기 아시아 가성소다 업체가 정기보수에 들어가면서 가격 상승에 따른 재고 보충 수요가 발생하고 있기 때문이다.

역내 1~2위 업체인 Formosa, Tosoh가 5~6월에 약 한달 동안 가성소다 플랜트들을 정기보수에 들어갈 전망이다. 이 두 업체의 생산능력은 281.5만톤으로 국내 총 가성소다 생산능력을 상회한다. 한편 북미 지역도 3~4월 북미 생산능력의 약 11%가 정기보수에 들어가는 등 생산 차질로 업체들의 가격 인상이 이어지고 있는 상황이다. 이에 올해 평균 가성소다 가격은 작년 평균 대비 높게 형성될 전망이다.

>>> 중국 폴리에스터 업황 개선의 수혜주

최근 중국 폐플라스틱 수입 규제에 따른 폴리에스터 업황 개선으로 TPA, PX 스프레드가 견고한 수준을 유지하고 있다. 동사의 지분법업체인 한화종합화학/한화토탈의 TPA/PX 생산능력은 각각 200만톤 수준으로 별도 기준 국내 1위권 업체로 최근 TPA, PX 스프레드 개선의 대표 수혜주이다.

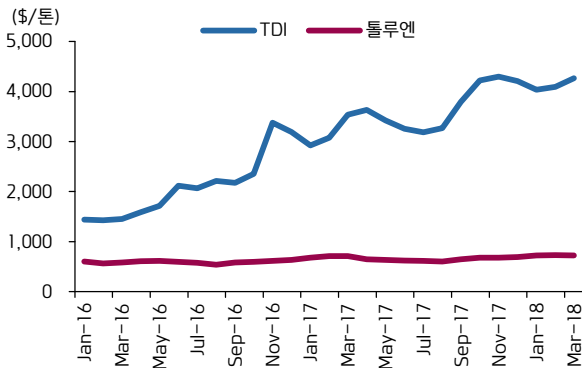
한편 한화토탈은 크래커 및 메탈로센 PE 증설 등을 위하여 향후 3년 동안 약 2조원의 투자를 진행할 계획으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 44,000원(상향)

동사에 대해 투자의견은 Buy를 유지하나, 목표주가는 올해 실적 개선에 근거해, 기존 42,000원에서 44,000원으로 상향 조정한다.

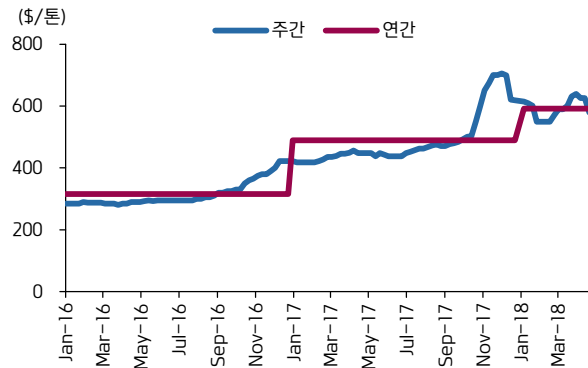
현재 동사의 주가는 올해 기준 PER 4.7배, PBR 0.7배로 ROE 15.7%를 감안하면 과도하게 저평가되어 있다고 판단된다. 화학주 Top-Pick으로 제시한다.

국내 TDI 수출 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

동북아 가성소다 스팟 가격 추이



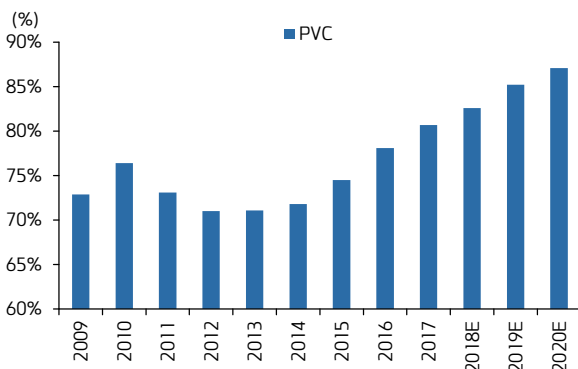
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

2018년 아시아/유럽 주요 TDI 업체 정기보수 계획 및 생산능력 현황

업체	위치	생산능력(천톤)	가동률	2018년 정기보수
Covestro Shanghai	Shanghai, China	250	100%	4월 초 2주
BASF Shanghai	Shanghai, China	160	100%	5월 초 3~4주
Cangzhou Dahua	Hebei, China	150	100%	없음.
Gasu Yinguang	Gansu, China	100	80~90%	7월 말에서 8월 초 2주
Liaoning Beifang Jinhua Polyurethane	Liaoning, China	50		2016년 파산
Juli Chemistry	Shandong, China	80	100%	9월
Southeast Electrochemical	Fujian, China	100	80~90%	5~6월 중, 시장 상황 봐서
중국 생산능력				890
MCNS (former Mitsui)	Kashima, Japan	117		폐쇄
MCNS (former Mitsui)	Omuda, Japan	120	100%	5~6월 중 45일
BASF Korea	Yeosu, South Korea	160	100%	11월
Hanwha Chemical	Yeosu, South Korea	150	100%	4월 16일~29일
OCI	Gunsan, South Korea	50	100%	6월
GNFC	Dahe, India	17	100%	없음.
GNFC	Dahe, India	50	100%	없음.
일본/한국/인도 생산능력				664
Covestro Deutschland AG	Schwarzheide, Germany	300	100%	6월
BASF Germany	Dormagen, Germany	300	정기보수 중	1~2분기
BorsodChem	Kazincbarcika, Hungary	250	100%	7~8월
유럽 생산능력				850

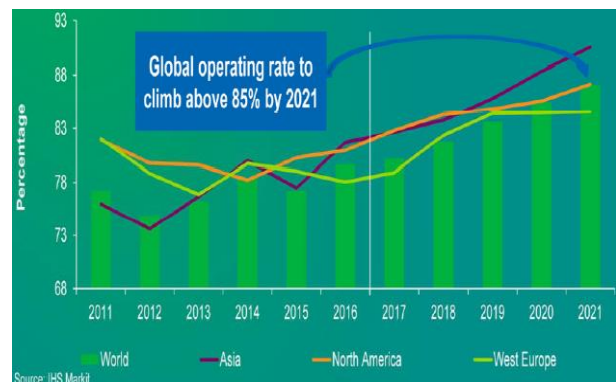
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PVC 플랜트 가동률 추이



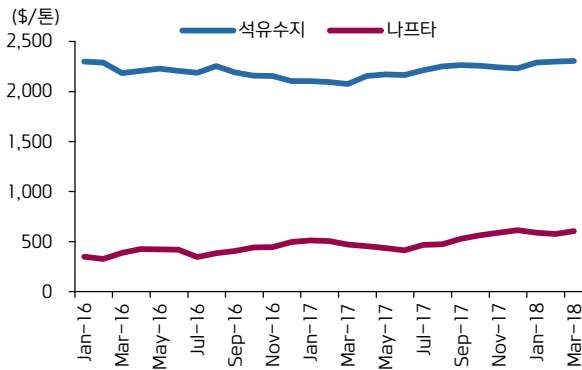
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 염소 플랜트 가동률 전망



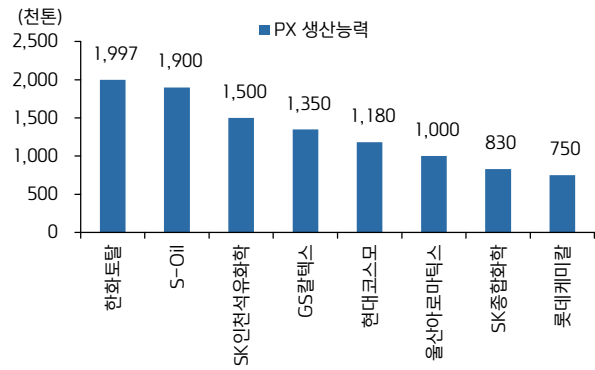
자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 석유수지 수출 가격 추이



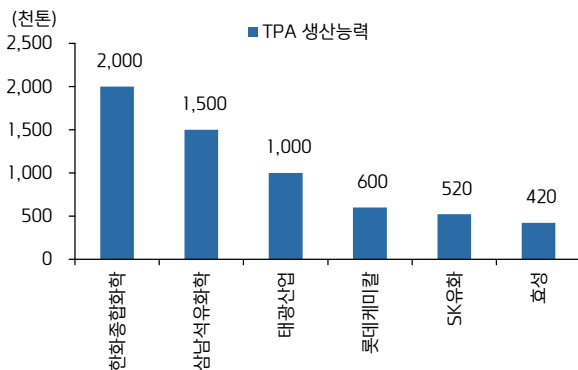
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 업체별 PX 생산능력 현황



자료: KPIA, 키움증권 리서치

국내 업체별 TPA 생산능력 현황



자료: KPIA, 키움증권 리서치

2018~2020년 한화토탈 투자계획

구분	내용	금액(십억원)	비고
신규투자	NCC S/C+GTG	414	사이드 크래커 및 유틸리티
	ADL	342	메탈로센/고기능 파이프용
	기타 진행	53	
	기타 검토	602	
	소계	1,410	
운영투자		495	
기존사업투자		57	
연구개발		16	
합계		1,978	

자료: 한화토탈, 키움증권 리서치

한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	2,191	2,486	2,313	2,352	2,430	2,591	2,701	2,697	8,037	9,259	9,342	10,419	
영업이익	197	219	215	126	181	192	239	225	337	779	756	837	
영업이익률	9.0%	8.8%	9.3%	5.3%	7.4%	7.4%	8.9%	8.4%	4.2%	8.4%	8.1%	8.0%	
매출액	기초소재	1,053	1,065	1,103	1,108	1,253	1,229	1,318	1,293	3,831	3,872	4,328	5,093
	가공소재	263	232	243	244	265	259	271	271	946	1,024	982	1,067
	리테일	167	160	185	204	184	176	203	224	585	673	715	787
	태양광	752	872	838	953	899	1,126	1,126	1,126	2,871	3,912	3,415	4,276
	기타	375	522	329	255	255	255	255	255	1,582	1,516	1,480	1,020
	연결조정	-418	-365	-384	-412	-425	-454	-473	-472	-1,778	-1,738	-1,579	-1,824
영업이익	기초소재	167	161	182	120	158	172	190	177	167	471	631	697
	가공소재	8	-1	3	-7	-3	-1	3	0	37	36	2	-1
	리테일	-1	-11	17	19	2	-5	18	21	17	-1	23	36
	태양광	11	15	5	-17	9	11	11	11	78	213	14	43
	기타	17	52	12	-6	-3	-3	-3	-3	59	70	75	-10
	연결조정	-5	3	-4	16	17	18	19	19	-21	-10	11	72
세전이익	393	305	332	36	402	273	344	330	228	886	1,066	1,349	

자료: 한화케미칼, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	93,418	104,187	108,214
매출원가	65,406	72,112	73,863	82,415	83,071
매출총이익	14,964	20,476	19,555	21,772	25,143
판매비및일반관리비	11,593	12,684	11,991	13,405	15,931
영업이익(보고)	3,370	7,792	7,564	8,367	9,212
영업이익(핵심)	3,370	7,792	7,564	8,367	9,212
영업외손익	-1,086	1,072	3,094	5,120	3,997
이자수익	214	192	154	170	181
배당금수익	40	32	16	0	0
외환이익	2,080	2,796	4,275	4,268	4,322
이자비용	1,797	1,733	1,488	1,347	1,347
외환손실	2,797	2,877	3,857	3,869	3,925
관계기업지분법손익	1,762	4,457	5,938	5,092	5,091
투자및기타자산처분손익	-594	-202	-72	0	0
금융상품평가및기타금융이익	197	-385	-371	-360	-324
기타	-191	-1,208	-1,501	1,166	0
법인세차감전이익	2,284	8,864	10,659	13,488	13,209
법인세비용	480	1,154	2,313	2,967	2,906
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	10,520	10,303
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	10,310	10,097
EBITDA	7,892	12,245	11,919	12,416	13,320
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	14,569	14,411
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	10,793	10,549
증감율(% YoY)					
매출액	-0.2	15.2	0.9	11.5	3.9
영업이익(보고)	138.6	131.2	-2.9	10.6	10.1
영업이익(핵심)	138.6	131.2	-2.9	10.6	10.1
EBITDA	40.1	55.2	-2.7	4.2	7.3
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	9.2	25.0	-2.1
EPS	217.2	295.6	8.9	25.0	-2.1
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	24.2	-2.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	9,007	8,279	8,829
당기순이익	2,284	8,864	10,659	10,520	10,303
감가상각비	4,352	4,303	4,200	3,906	3,978
무형자산상각비	169	150	155	142	130
외환손익	844	-103	-591	-400	-396
자산처분손익	954	710	204	0	0
지분법손익	-1,662	-4,233	-5,931	-5,092	-5,091
영업활동자산부채 증감	3,051	-1,520	-2,131	-1,182	-491
기타	1,608	3,036	2,443	383	396
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-3,946	-5,521	-5,482
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	-2,556	-724	-271
유형자산의 처분	972	2,013	244	0	0
유형자산의 취득	-7,592	-6,148	-4,924	-4,924	-5,300
무형자산의 처분	-51	-132	160	0	0
기타	1,026	1,642	3,130	127	88
재무활동현금흐름	-1,051	-3,016	-6,787	-624	-900
단기차입금의 증가	409	171	68	0	0
장기차입금의 증가	444	-804	-4,534	0	0
자본의 증가	0	-2	0	0	0
배당금지급	-245	-245	-575	-575	-740
기타	-1,659	-2,135	-1,746	-49	-161
현금및현금성자산의순증가	954	3,675	-2,073	2,133	2,446
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	10,183
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	10,183	12,629
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	9,461	9,320
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	4,285	5,300

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	48,297	52,217
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	10,183	12,629
유동금융자산	3,745	2,289	3,515	3,920	4,071
매출채권및유동채권	19,328	17,593	19,201	21,415	22,242
재고자산	18,256	14,206	11,438	12,756	13,249
기타유동비금융자산	0	1,026	21	24	25
비유동자산	90,749	92,940	94,270	100,522	106,865
장기매출채권및기타비유동채권	712	665	657	732	761
투자자산	24,480	29,803	33,092	38,519	43,730
유형자산	60,505	57,610	55,882	56,900	58,222
무형자산	4,408	4,262	4,220	4,078	3,948
기타비유동자산	643	601	419	293	204
자산총계	138,526	138,179	136,495	148,819	159,081
유동부채	54,206	49,630	48,942	51,332	52,177
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	21,096	23,528	24,437
단기차입금	17,969	18,552	20,119	20,119	20,119
유동성장기차입금	6,284	3,998	6,295	6,295	6,295
기타유동부채	995	1,896	1,432	1,390	1,326
비유동부채	35,008	33,866	25,678	25,667	25,520
장기매입채무및비유동채무	2,268	551	325	363	377
사채및장기차입금	26,158	25,746	17,760	17,760	17,760
기타비유동부채	6,582	7,568	7,593	7,545	7,384
부채총계	89,215	83,496	74,620	77,000	77,698
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	43,647	53,398	62,775
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	69,902	79,280
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,723	1,918	2,104
자본총계	49,312	54,683	61,875	71,820	81,384
순차입금	40,218	35,883	32,609	30,071	27,473
총차입금	50,411	48,296	44,174	44,174	44,174

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,154	4,564	4,970	6,213	6,085
BPS	28,415	31,850	36,250	42,127	47,778
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	7,483	8,027
CFPS	3,879	7,350	7,654	8,780	8,685
DPS	150	350	350	450	500
주가배수(배)					
PER	23.6	5.4	6.4	4.7	4.8
PBR	1.0	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.5	6.3	7.2	6.4	5.8
PCFR	7.0	3.4	4.1	3.4	3.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.1	8.0	8.5
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.1	8.0	8.5
EBITDA margin	9.8	13.2	12.8	11.9	12.3
순이익률	2.2	8.3	8.9	10.1	9.5
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.3	15.7	13.5
투자자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	9.5	10.1
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	107.2	95.5
순차입금비율	81.6	65.6	52.7	41.9	33.8
이자보상배율(배)	1.9	4.5	5.1	6.2	6.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.1	5.1	5.0
재고자산회전율	4.3	5.7	7.3	8.6	8.3
매입채무회전율	3.2	3.4	4.0	4.7	4.5

Compliance Notice

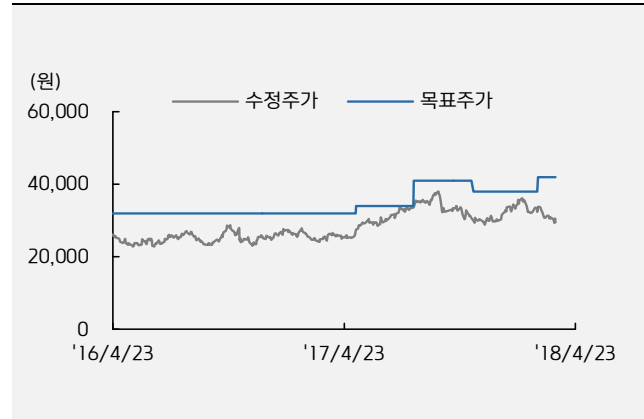
- 당사는 4월 20일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사원	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화케미칼 (009830)	2016/02/25	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-23.6	-17.7
	2016/05/13	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-23.8	-17.5
	2016/08/12	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-23.3	-15.2
	2016/11/11	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-19.6	-13.0
	2017/02/24	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-20.1	-13.0
	2017/05/12	Buy(Maintain)	34,000원	6개월	-9.8	-0.6
	2017/08/11	Buy(Maintain)	41,000원	6개월	-17.1	-7.3
	2017/11/13	Buy(Maintain)	38,000원	6개월	-15.9	-4.7
	2018/02/23	Buy(Maintain)	42,000원	6개월	-27.3	-19.5
담당자 변경	2018/04/23	Buy(Reinitiate)	44,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%