



BUY(Maintain)

목표주가: 44,000원
주가(4/30): 28,950원
시가총액: 47,876억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/30)	2,515.38pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,000원	25,200원
등락률	-23.82%	14.88%
수익률	절대	상대
1W	-2.9%	-5.5%
6M	-4.8%	-5.3%
1Y	15.1%	0.9%

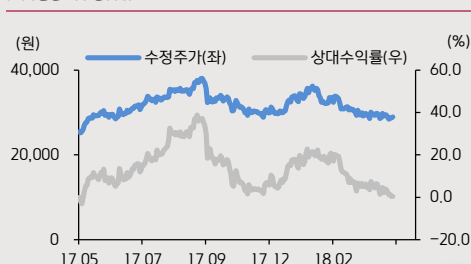
Company Data

발행주식수	165,933천주
일평균 거래량(3M)	722천주
외국인 지분율	28.64%
배당수익률(18E)	1.55%
BPS(18E)	42,025원
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	13,267	13,209
순이익	7,709	8,345	10,348	10,303
지배주주지분순이익	7,553	8,247	10,141	10,097
EPS(원)	4,564	4,970	6,111	6,085
증감률(%YoY)	295.6	8.9	23.0	-0.4
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	5.7
보고영업이익률(%)	8.4	8.1	8.0	8.5
핵심영업이익률(%)	8.4	8.1	8.0	8.5
ROE(%)	14.8	14.3	15.5	13.5
순부채비율(%)	65.6	52.7	41.9	33.8

Price Trend



기업브리프

한화케미칼 (009830)

한화 화학사, 전방위적 신증설 진행 중



작년 미국의 LDPE/LLDPE 신증설 확대로 PE 제품 중 LDPE/LLDPE 비중이 큰 한화케미칼은 HDPE/PP 업체 대비 실적 감소 우려가 존재하였습니다. 하지만 올해 북미 LDPE/LLDPE 신증설은 87만톤으로 작년 대비 66% 감소하며, LDPE/LLDPE 수급은 올해 점진적 개선이 예상됩니다. 한편 올해/내년에는 한화케미칼, 여천NCC, 한화토탈의 화학 제품 신증설 효과를 고려할 필요가 있어 보입니다.

>>> 올해, 세계 LDPE/LLDPE 수급 상황 개선

작년 북미 LDPE/LLDPE 신증설 확대로 HDPE/PP 대비 LDPE/LLDPE 스프레드가 축소되어, 동사의 PE 사업부문에 대한 시장의 선호가 제한된 상황이 었다. 동사의 PE 생산능력은 80.2만톤으로 LDPE와 LLDPE 비중이 각각 56%, 44%이다. 하지만 세계 LDPE/LLDPE 수급은 올해 개선될 전망이다. 올해 북미 LDPE/LLDPE 신증설 물량은 87만톤으로 작년(255만톤) 대비 약 66% 감소하기 때문이다. 참고로 동사의 지분법업체인 한화토탈도 전체 PE 생산능력 중 LDPE/LLDPE 비중이 76%에 달한다. 또한 중국이 기존 계획처럼 미국 LDPE/LLDPE에 관세율 25%를 적용한다면, 미국 업체의 경우 톤당 \$250~300 수준의 원가 부담으로 LDPE/LLDPE 비중이 큰 동사에 잠재적인 반사수혜가 발생할 수 있다. 참고로 중국의 미국향 LDPE 수입 비중은 전체의 7% 수준이다.

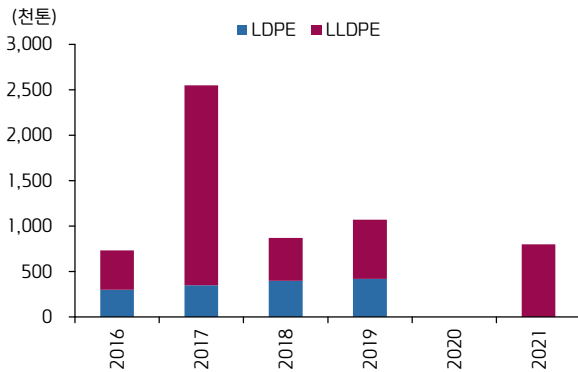
>>> 가성소다 가격, 반등

동사는 역내 가성소다 대형 생산 업체이다. 알루미늄은 가성소다의 가장 큰 수요 동인이며, 수요의 20%를 차지하고 있다. 국제 알루미늄의 재고는 2015년 이후 지속적으로 감소하고 있는 가운데, 겨울 이후 알루미늄 가격 상승으로 중국 생산량이 증가하고 있다. 이에 가성소다 수요 개선으로 3월 이후 가성소다 가격이 재차 반등하고 있다.

>>> 한화 화학사, 전방위적 증설 추진

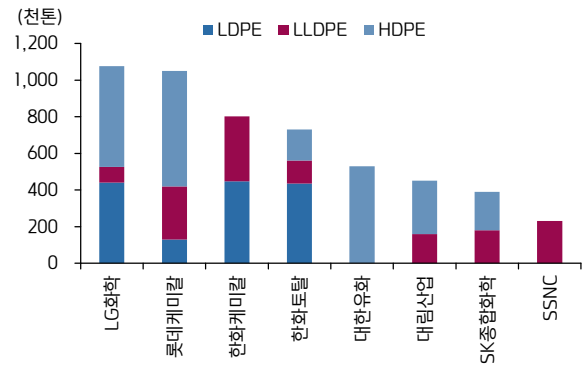
올해/내년에는 한화케미칼, 여천NCC, 한화토탈의 신증설 효과를 고려할 필요가 있다. 1) 한화케미칼은 내년까지 여수 공장 부지에 DCPD 수첨수지 플랜트(5만톤), VCM 플랜트(15만톤), PVC 플랜트(13만톤)를 신증설할 계획이다. 2) 여천NCC는 내년까지 총 830억원을 투자하여 SM 플랜트의 디보틀넥킹을 진행 중에 있다. 이에 여천NCC의 SM 생산능력은 29만톤에서 37.6만톤으로 8.6만톤이 증가할 전망이다. 3) 한화토탈은 작년 하반기에 콘덴세이트 처리능력과 #2 PX 플랜트 생산능력을 각각 20% 확대하였고, 이는 올해 실적에 온기 반영될 전망이다. 또한 한화토탈은 내년까지 크래커(에틸렌 +31만톤, 프로필렌 +13만톤), PE 플랜트(+40만톤)를 증설할 계획이다. 또한 GTG 도입으로 부생원료 활용을 확대해, 자가 발전율을 42%로 높일 것으로 보인다.

북미 LDPE/LLDPE 신증설 전망



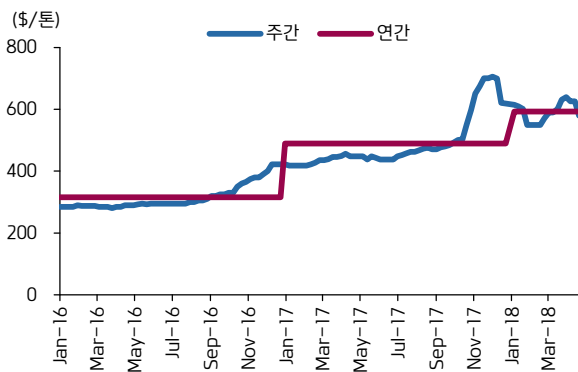
자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PE 업체의 제품별 생산능력 현황



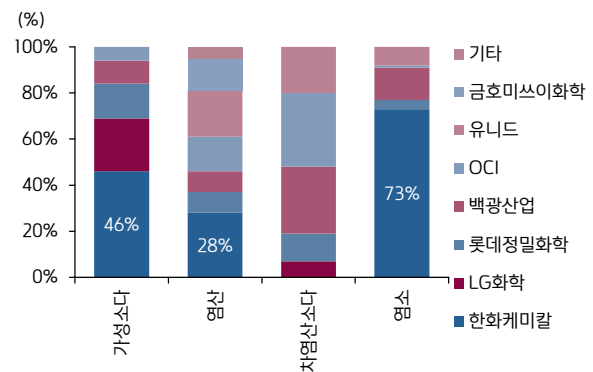
자료: 업계, 키움증권 리서치

동북아 가성소다 스팟 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 CA(클로르알카리) 시장 점유율 현황



자료: 업계, 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	380	273	344	330	228	886	1,066	1,327

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	4,899	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	4,871	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	13,267	13,209
법인세비용	480	1,154	2,313	2,919	2,906
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.7%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	10,348	10,303
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	10,141	10,097
EBITDA	7,892	12,245	11,919	12,416	13,320
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	14,397	14,411
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	10,621	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	23.0	-0.4
EPS	217.2	295.6	8.9	23.0	-0.4
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	22.2	-0.7

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	48,346	52,265
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	10,232	12,678
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	100,301	106,644
장기매출채권및기타비유동채권	712	665	657	732	761
투자자산	24,480	29,803	33,092	38,298	43,509
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	148,647	158,909
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	53,229	62,606
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	69,733	79,111
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,723	1,914	2,100
자본총계	49,312	54,683	61,875	71,647	81,211
순차입금	40,218	35,883	32,609	30,022	27,424
총차입금	50,411	48,296	44,174	44,174	44,174

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	9,007	8,327	8,829
당기순이익	2,284	8,864	10,659	10,348	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	-4,871	-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	2,182	2,446
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	10,232
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	10,232	12,678
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	9,509	9,320
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	4,285	5,300

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,154	4,564	4,970	6,111	6,085
BPS	28,415	31,850	36,250	42,025	47,676
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	7,483	8,027
CFPS	3,879	7,350	7,654	8,676	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	5.7
PCFR	7.0	3.4	4.1	3.3	3.3
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	9.9	9.5
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.3	15.5	13.5
투자자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	9.5	10.1
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	107.5	95.7
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

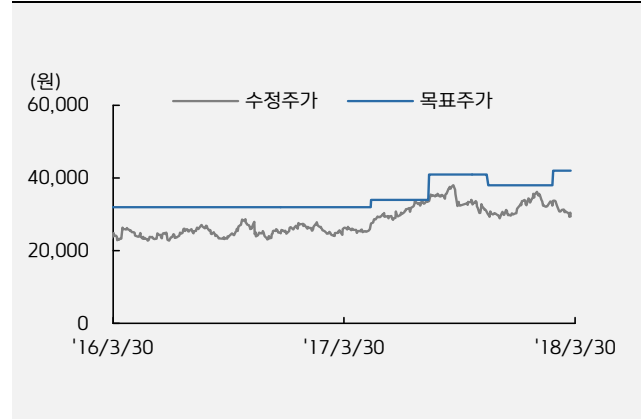
- 당사는 4월 30일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	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	-27.4	-19.5
담당자 변경	2018/04/23	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-34.5	-33.2
	2018/05/02	Buy(Maintain)	44,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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%