



## BUY(Maintain)

목표주가: 44,000원  
주가(5/14): 29,600원  
시가총액: 48,959억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (5/14)	2,476.11pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,000원	27,350원
등락률	-22.11%	8.23%
수익률	절대	상대
1W	0.9%	0.0%
6M	-1.7%	0.3%
1Y	7.2%	-1.0%

## Company Data

발행주식수	164,234천주
일평균 거래량(3M)	730천주
외국인 지분율	28.41%
배당수익률(18E)	1.52%
BPS(18E)	42,209원
주요 주주	(주)한화(외 5인)
	국민연금관리공단
	9.24%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	92,588	93,418	90,086	96,144
보고영업이익	7,792	7,564	7,913	8,742
핵심영업이익	7,792	7,564	7,913	8,742
EBITDA	12,245	11,919	11,962	12,850
세전이익	8,864	10,659	12,758	12,718
순이익	7,709	8,345	10,015	9,920
지배주주지분순이익	7,553	8,247	9,815	9,722
EPS(원)	4,564	4,970	5,956	5,919
증감률(%YoY)	295.6	8.9	19.8	-0.6
PER(배)	5.4	6.4	5.0	5.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	6.3	7.2	6.6	6.0
보고영업이익률(%)	8.4	8.1	8.8	9.1
핵심영업이익률(%)	8.4	8.1	8.8	9.1
ROE(%)	14.8	14.3	15.0	13.1
순부채비율(%)	65.6	52.7	41.5	34.2

## Price Trend



## 실적 Review

## 한화케미칼 (009830)

## 저평가된 국내 화학주 중에서도 가장 저평가 업체



한화케미칼의 올해 1분기 세전이익은 환율/원재료비 등 일부 실적에 부정적인 요인에도 불구하고, 기초소재/태양광부문의 실적 개선, 작년 4분기 일회성 비용 발생에 따른 기저 효과 및 대우조선해양 관련 이행보증금 회수로 전 분기 대비 911.6% 증가하였습니다. 한편 동사의 주가는 올해 기준 PER 5.0배, PBR 0.7배로 ROE 15.0%를 감안하면, 저평가된 국내 화학주에서도 가장 저평가되어 있다고 판단됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 1분기 실적, 시장 기대치 부합

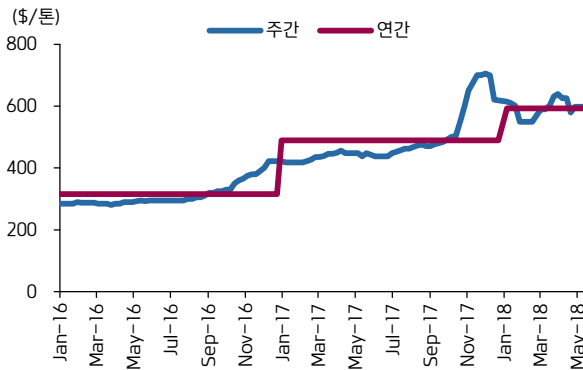
한화케미칼의 올해 1분기 실적은 매출액 2조761억원(YoY -5.3%, QoQ -11.7%), 영업이익 1,720억원(YoY -12.5%, QoQ +36.7%), 세전이익 3,667억원(YoY -6.6%, QoQ +911.6%)을 기록하며, 시장 기대치에 대체적으로 부합하였다. 수출주에 부정적 환율 효과 및 가공소재/리테일부문의 실적 악화에 불구하고, 기초소재부문의 전 분기 일회성 비용 발생에 따른 기저 효과가 발생하였고, 태양광부문의 수익성 개선에 기인한다.

부문별로는 1) 기초소재부문 영업이익은 1,483억원으로 전 분기 대비 23.2% 증가하였다. 원재료 가격 상승에 따른 PE부문 수익성 감소에도 불구하고, 견조한 가성소다/TDI 가격이 지속되었으며, 전 분기 일회성 비용(성과급) 발생에 따른 기저 효과가 발생하였기 때문이다. 2) 가공소재부문 영업이익은 -61억원으로 전 분기에 이어 적자가 지속되었다. 주요 고객사의 판매 부진 및 중국 사드 영향이 지속되었기 때문이다. 3) 태양광부문 영업이익은 350억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 유럽/일본 등 대체 시장 매출이 증가하였고, Cell/Module 스프레드가 개선되었으며, 중국 웨이퍼 생산 중단(950MW)으로 수익성이 개선되었기 때문이다. 4) 리테일부문 영업이익은 48억원으로 전 분기 대비 74.5% 감소하였다. 계절적 비수기 영향에 기인한다. 한편 5) 세전이익은 3,667억원으로 전 분기 대비 911.6% 증가하였다. 한화투자증권, 한화종합화학 등 지분법업체 실적이 개선되었고, 대우조선해양 관련 이행보증금의 회수에 대한 회계 처리(1,179억원)가 올해 1분기에 반영되었기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 세전이익, 작년 대비 19.7% 증가 전망

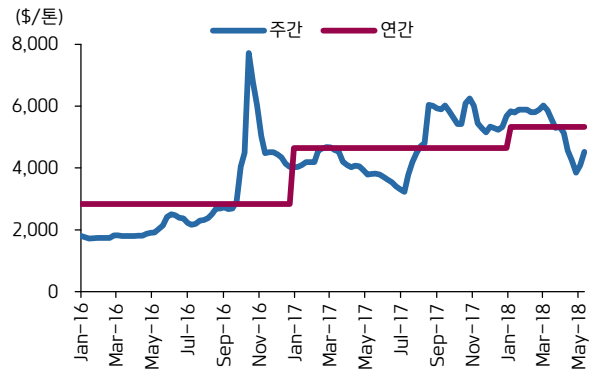
동사의 올해 세전이익은 1조2,758억원으로 작년 대비 19.7% 증가할 전망이다. 1) 올해 북미 LDPE/LLDPE 신증설 물량은 87만톤으로 작년(255만톤) 대비 감소하며, LDPE/LLDPE 스프레드가 개선될 전망이다. 2) 가성소다/TDI 등은 역내/외 수급 타이트를 반영하며, 올해 가격이 작년 평균 가격 대비 높은 수준을 유지하고 있으며, 3) 작년 폴리실리콘 자산손상차손 계상으로 올해 폴리실리콘부문의 제조원가(감가상각비) 감소가 예상되고, 4) 유럽/일본 등 대체 시장 매출 확대, 원재료 가격 하락, 웨이퍼 구조조정 효과 및 차별화된 쿼텀셀/스틸프레임 기술 확보로 태양광부문의 증익이 예상되기 때문이다.

## 동북아 가성소다 Spot 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 중국 TDI 가격 Spot 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 아시아 주요 가성소다 업체 현황

업체명	공장 위치	생산능력(천톤)
Formosa Plastics	Mailiao, Taiwan	1,330
Xinjiang Zhongtai Chemical Industry	Urumqi, China	1,200
Tosoh	Nanyo, Japan	1,125
<b>한화케미칼</b>	<b>Yeosu, Korea</b>	<b>830</b>
Dongying Jinling Chemical Industry	Dongying, China	800
Ciping Xinfu Huayu Alumina	Shandong, China	800
Beiyuan Chemical Industry	Shenmu, China	800
Dongying Huatai Chemical Group	Shandong, China	750
Shanghai Chlor-Alkali Chemical(SCAC)	Caojing, China	720
PT Asahimas Chemical	Cilegon, Indonesia	700
Shandong Haili Chemical	Zibo, China	640
Tianjin Dagu	Tianjin, China	600
Befar Group	Binzhou, China	600
LG 화학	Yeosu, Korea	500
Wanhua Chemical	Ningbo, China	500
Ningbo Donggang Electrochemical	Ningbo, China	500
Tokuyama	Tokuyama, Japan	490
Juhua Group	Quzhou, China	460

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	annual	annual	annual	annual	
매출액	2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,242	2,347	2,344	8,037	9,259	9,342	9,009	
영업이익	197	219	215	126	172	180	226	213	337	779	756	791	
영업이익률	9.0%	8.8%	9.3%	5.3%	8.3%	8.0%	9.6%	9.1%	4.2%	8.4%	8.1%	8.8%	
매출액	기초소재	1,053	1,065	1,103	1,108	1,094	1,229	1,318	1,293	3,831	3,872	4,328	4,934
	가공소재	263	232	243	244	231	259	271	271	946	1,024	982	1,033
	리테일	167	160	185	204	178	176	203	224	585	673	715	781
	태양광	752	872	838	953	827	873	873	873	2,871	3,912	3,415	3,446
	기타	375	522	329	255	243	243	243	243	1,582	1,516	1,480	971
	연결조정	-418	-365	-384	-412	-497	-537	-562	-561	-1,778	-1,738	-1,579	-2,156
영업이익	기초소재	167	161	182	120	148	172	190	177	167	471	631	687
	가공소재	8	-1	3	-7	-6	-1	3	0	37	36	2	-4
	리테일	-1	-11	17	19	5	-5	18	21	17	-1	23	39
	태양광	11	15	5	-17	35	28	28	28	78	213	14	119
	기타	17	52	12	-6	2	0	0	0	59	70	75	2
	연결조정	-5	3	-4	16	-12	-13	-13	-13	-21	-10	11	-51
세전이익	393	305	332	36	367	262	331	317	228	886	1,066	1,276	

자료: 한화케미칼, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	93,418	90,086	96,144
매출원가	65,406	72,112	73,863	70,582	73,247
매출총이익	14,964	20,476	19,555	19,504	22,896
판매비및일반관리비	11,593	12,684	11,991	11,591	14,154
영업이익(보고)	3,370	7,792	7,564	7,913	8,742
영업이익(핵심)	3,370	7,792	7,564	7,913	8,742
영업외손익	-1,086	1,072	3,094	4,845	3,976
이자수익	214	192	154	155	159
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	5,054	5,091
투자및기타자산처분손익	-594	-202	-72	0	0
금융상품평가및기타금융이익	197	-385	-371	-360	-324
기타	-191	-1,208	-1,501	943	0
법인세차감전이익	2,284	8,864	10,659	12,758	12,718
법인세비용	480	1,154	2,313	2,743	2,798
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.7%	21.5%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	10,015	9,920
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	9,815	9,722
EBITDA	7,892	12,245	11,919	11,962	12,850
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	14,064	14,028
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	10,288	10,166
증감율(% YoY)					
매출액	-0.2	15.2	0.9	-3.6	6.7
영업이익(보고)	138.6	131.2	-2.9	4.6	10.5
영업이익(핵심)	138.6	131.2	-2.9	4.6	10.5
EBITDA	40.1	55.2	-2.7	0.4	7.4
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	9.2	19.0	-1.0
EPS	217.2	295.6	8.9	19.8	-0.6
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	18.4	-1.2

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	44,201	48,255
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	11,246	13,083
유동금융자산	3,745	2,289	3,515	3,389	3,617
매출채권및유동채권	19,328	17,593	19,201	18,516	19,761
재고자산	18,256	14,206	11,438	11,030	11,771
기타유동비금융자산	0	1,026	21	21	22
비유동자산	90,749	92,940	94,270	99,967	106,384
장기매출채권및기타비유동채권	712	665	657	633	676
투자자산	24,480	29,803	33,092	38,063	43,334
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	144,168	154,640
유동부채	54,206	49,630	48,942	48,007	49,331
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	21,096	20,344	21,712
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	1,249	1,205
비유동부채	35,008	33,866	25,678	24,932	24,891
장기매입채무및비유동채무	2,268	551	325	314	335
사채및장기차입금	26,158	25,746	17,760	17,760	17,760
기타비유동부채	6,582	7,568	7,593	6,858	6,796
부채총계	89,215	83,496	74,620	72,939	74,222
자본금	8,153	8,297	8,297	8,212	8,212
주식발행초과금	4,627	4,783	4,783	4,783	4,783
이익잉여금	28,869	35,864	43,647	52,903	61,912
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	69,322	78,331
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,723	1,908	2,086
자본총계	49,312	54,683	61,875	71,230	80,418
순차입금	40,218	35,883	32,609	29,539	27,473
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	9,079	8,251
당기순이익	2,284	8,864	10,659	10,015	9,920
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	-5,054	-5,091
영업활동자산부채 증감	3,051	-1,520	-2,131	170	-685
기타	1,608	3,036	2,443	298	396
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-3,946	-4,573	-5,619
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	-2,556	224	-407
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	-1,310	-794
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	-732
기타	-1,659	-2,135	-1,746	-735	-62
현금및현금성자산의순증가	954	3,675	-2,073	3,196	1,838
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	11,246
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	11,246	13,083
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	8,908	8,936
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	5,293	4,749

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,154	4,564	4,970	5,956	5,919
BPS	28,415	31,850	36,250	42,209	47,695
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	7,258	7,824
CFPS	3,879	7,350	7,654	8,534	8,541
DPS	150	350	350	450	500
주가배수(배)					
PER	23.6	5.4	6.4	5.0	5.0
PBR	1.0	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.5	6.3	7.2	6.6	6.0
PCFR	7.0	3.4	4.1	3.5	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.1	8.8	9.1
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.1	8.8	9.1
EBITDA margin	9.8	13.2	12.8	13.3	13.4
순이익률	2.2	8.3	8.9	11.1	10.3
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.3	15.0	13.1
투자자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	9.0	9.8
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	102.4	92.3
순차입금비율	81.6	65.6	52.7	41.5	34.2
이자보상배율(배)	1.9	4.5	5.1	5.9	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.1	4.8	5.0
재고자산회전율	4.3	5.7	7.3	8.0	8.4
매입채무회전율	3.2	3.4	4.0	4.3	4.6

## Compliance Notice

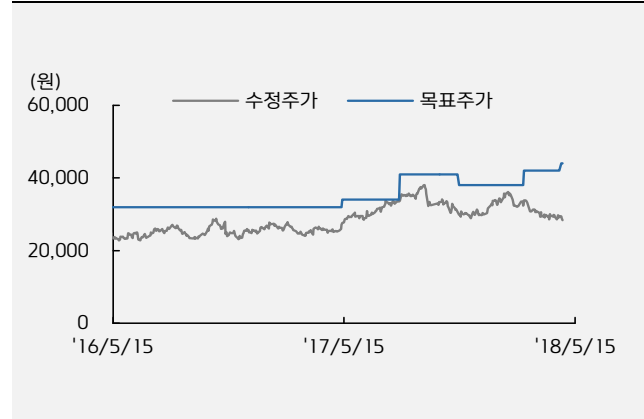
- 당사는 5월 14일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 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	-34.9	-32.7
	2018/05/15	Buy(Maintain)	44,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 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 (2017/04/01~2018/03/31)

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