

2018. 5. 15



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 45,000 원

현재주가 (5.14) 29,600 원

상승여력 52.0%

KOSPI 2,476.11pt

시가총액 48,784억원

발행주식수 16,311만주

유동주식비율 62.67%

외국인비중 28.57%

52주 최고/최저가 38,000원/27,350원

평균거래대금 220.7억원

주요주주(%)

한화 외 5 인 36.30

국민연금 8.26

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.9 -1.7 7.2

상대주가 0.0 0.3 -1.0

주가그래프



한화케미칼 009830

바닥권을 통화하는 실적과 주가

- ✓ 1Q18 영업이익 1,721억원을 기록하며 실적 둔화 우려감을 극복해낸 펀더멘털 : 기초소재 1,483억원, 태양광 350억원, 리테일 48억원, 가공소재 -61억원
- ✓ 방향성이 뚜렷한 기초소재: 가성소다 및 TDI 강세, PVC 강보합, PE 약보합
- ✓ 선방하는 태양광부문: 17년 대비 선적량 증가와 웨이퍼 생산중단으로 수익성 개선
- ✓ 안정적인 이익 창출력을 근거하여 화학업종 차선호주 및 적정주가 4.5만원 제시

1Q18 Review: 예상을 뛰어넘은 태양광부문 호실적

영업이익 1,721억원으로 시장 예상치에 부합한 동사의 이익 창출력이 경쟁사 대비 부각될 시점이다. 기초소재(1,483억원)는 중국 춘절 연휴 이후 재고량 증가, 중-미 무역갈등에 따른 관망세 수요, 유가 상승에 따른 고가 원재료 투입으로 PE 등 일부 제품 스프레드는 축소되었다. 반면 수요 우위 기반의 PVC, 가성소다, TDI가 분기 이익 개선을 견인했다. 태양광(350억원)은 판매국가 다변화 정책에 따른 매출확대, 적자제품 웨이퍼 생산중단으로 예상외 호실적을 기록했다. 가공소재는 전방 산업 수요 부진으로 적자 지속(-61억원), 계절적 비수기가 도래한 리테일은 48억원을 기록했다. 일회성으로 대우조선해양 인수이행보증금 반환금액 1,200억원이 영업외이익으로 반영되었다.

2Q18 Preview: 전 사업부 현재도 좋고, 앞으로도 여전히 좋아진다

일각에서 제기하는 TDI, 가성소다에 대한 Peak-out 논란에 결론을 맺자. 두 제품 모두 수요 우위 공급이다. 가성소다는 구조적인 다운스트림 수요 강세, 글로벌 설비 폐쇄로 호조세가 지속되겠다. TDI는 신규 설비 가동에도 이를 뛰어넘는 수요 증가가 예상되어 강세 기조가 유지될 전망이다. 동사 실적에 미칠 부정적 요소는 제한적, 2Q18 이익 1,902억원/연간 7,586억원으로 분기 우상향하는 이익을 추정한다.

화학업종 차선호주로 제시, 적정주가는 4.5만원을 유지

기초소재부문 여전히 긍정적, 향후 방향성 Up-Cycle 이다. 태양광부문 연간 이익 증가한다. 바닥권을 통과하는 동사의 실적을 감안하면 주가 역시 저평가 구간이다. 투자 의견 Buy, 적정주가 4.5만원을 유지하며 업종 차선호주로 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,593	321.3	31,850	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017	9,341.8	756.4	824.7	5,001	7.9	36,250	6.3	0.9	7.3	14.6	120.6
2018E	8,768.6	758.6	1,273.4	7,777	57.2	44,032	3.8	0.7	6.0	19.2	97.0
2019E	9,020.7	808.9	966.6	5,923	-21.5	49,571	5.0	0.6	5.1	12.6	88.5
2020E	9,276.2	934.4	253.6	1,552	15.1	55,904	19.1	0.5	4.1	2.9	80.2

표1 한화케미칼 1Q18 실적 추정치 비교

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠 예상치	(% diff.)
매출액	2,076.1	2,191.3	-5.3%	2,351.9	-11.7%	2,318.5	-10.5%	2,367.6	-12.3%
영업이익	172.1	196.6	-12.5%	125.8	36.8%	182.2	-5.6%	211.2	-18.5%
순이익	296.6	321.3	-7.7%	14.4	1959.8%	274.6	8.0%	359.5	-17.5%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 한화케미칼 사업부문별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	2,191.3	2,485.5	2,313.0	2,351.9	2,076.1	2,221.6	2,235.5	2,235.3	9,341.7	8,768.6	9,020.7
기초소재	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,107.9	1,094.1	1,003.1	1,027.1	1,040.6	4,327.6	4,164.9	4,225.9
가공소재	263.0	232.3	243.4	243.7	231.2	234.2	239.7	244.9	982.4	950.0	961.9
리테일	167.2	159.8	184.6	203.8	177.5	146.1	169.5	194.9	715.4	688.1	700.2
태양광	751.5	872.4	837.5	953.3	827.4	860.5	867.4	832.7	3,414.7	3,388.0	3,402.6
기타	374.8	521.5	329.1	254.9	242.8	337.1	291.0	281.4	1,480.3	1,152.3	1,167.1
영업이익	196.6	218.8	215.3	125.8	172.1	190.2	219.1	177.2	756.5	758.6	808.8
% OP	9.0%	8.8%	9.3%	5.4%	8.3%	8.6%	9.8%	7.9%	8.1%	8.7%	9.0%
기초소재	167.3	161.2	182.2	120.4	148.3	187.2	185.8	174.8	631.1	696.1	739.9
가공소재	7.5	-1.3	2.8	-6.8	-6.1	-4.7	-3.6	-2.4	2.2	-16.8	-5.5
리테일	-1.3	-11.3	16.7	18.8	4.8	-8.8	12.7	17.9	22.9	26.7	30.9
태양광	10.7	15.3	5.2	-16.9	35.0	28.4	28.6	10.0	14.3	102.0	104.4
기타	17.4	52.1	11.9	-6.0	1.8	2.0	9.5	-9.0	75.4	4.3	-4.7
세전이익	392.5	305.2	331.9	36.3	366.7	299.1	359.7	248.8	1,065.9	1,274.3	1,273.4
순이익(지배)	321.3	236.4	252.7	14.4	296.6	225.0	273.4	194.0	824.8	989.1	966.6
% YoY											
매출액	1.3%	3.9%	-3.0%	1.5%	-5.3%	-10.6%	-3.4%	-5.0%	0.9%	-6.1%	2.9%
영업이익	37.6%	-25.5%	5.2%	-8.9%	-12.5%	-13.1%	1.8%	40.8%	-2.9%	0.3%	6.6%
세전이익	163.3%	-10.8%	31.8%	-74.7%	-6.6%	-2.0%	8.4%	586.3%	20.2%	19.6%	-0.1%
순이익(지배)	199.3%	-21.2%	27.2%	-90.4%	-7.7%	-4.8%	8.2%	1249.4%	9.2%	19.9%	-2.3%
% QoQ											
매출액	-5.4%	13.4%	-6.9%	1.7%	-11.7%	7.0%	0.6%	0.0%			
영업이익	42.3%	11.3%	-1.6%	-41.6%	36.8%	10.5%	15.2%	-19.1%			
세전이익	173.4%	-22.3%	8.8%	-89.1%	911.5%	-18.4%	20.3%	-30.8%			
순이익(지배)	115.0%	-26.4%	6.9%	-94.3%	1962.7%	-24.1%	21.5%	-29.0%			

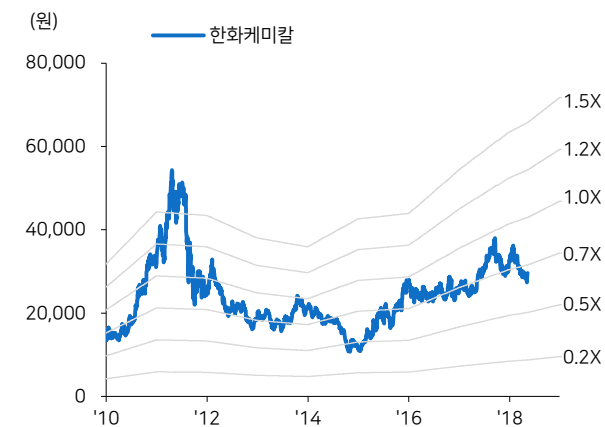
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 12M Trailing PBR 밴드 차트



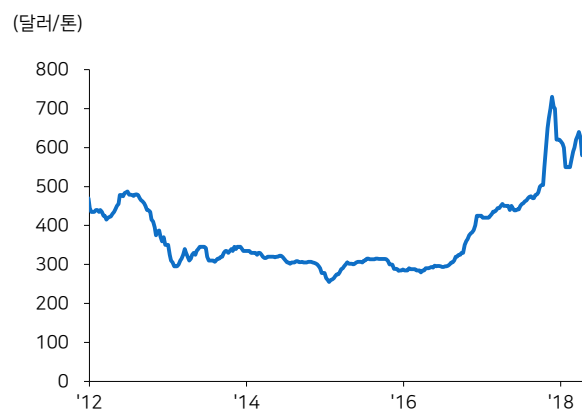
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 PVC: 2분기 말~3분기 계절적 비수기 돌입



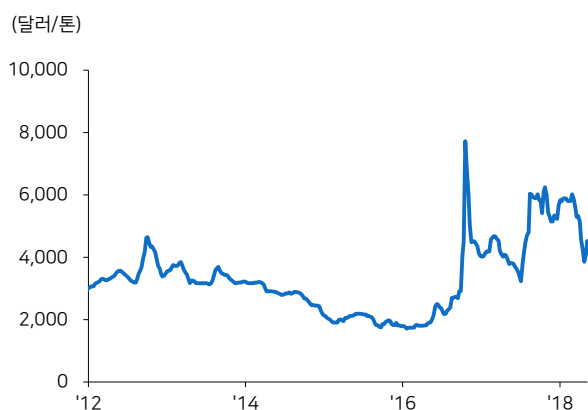
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 가성소다: 다운스트림 수요 정상화에 따라 강세 전환



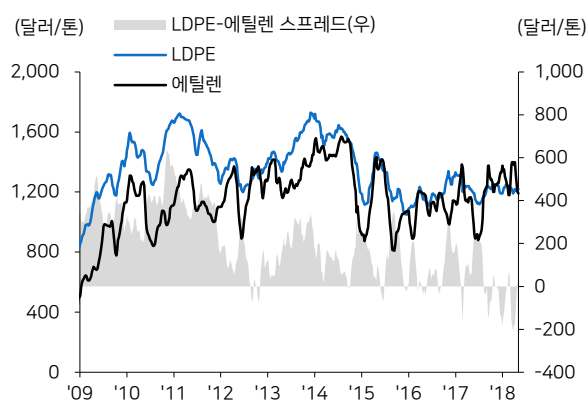
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 TDI: 과도했던 공급 증가 우려감 해소 중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 에틸렌 강세에 따른 LDPE 스프레드 약세 지속 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼 (009830)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,258.8	9,341.8	8,768.6	9,020.7	9,276.2
매출액증가율 (%)	15.2	0.9	-6.1	2.9	2.8
매출원가	7,211.2	7,386.3	6,751.4	6,917.7	7,011.2
매출총이익	2,047.6	1,955.5	2,017.1	2,103.1	2,265.0
판매관리비	1,268.4	1,199.1	1,258.6	1,294.2	1,330.6
영업이익	779.2	756.4	758.6	808.9	934.4
영업이익률	8.4	8.1	8.7	9.0	10.1
금융손익	-151.0	-131.8	-110.9	-97.7	-87.9
중속/관계기업손익	423.3	593.1	533.2	555.3	606.8
기타영업외손익	-165.2	-151.9	471.9	472.0	472.0
세전계속사업이익	886.4	1,065.9	1,274.3	1,273.4	1,925.3
법인세비용	115.4	231.3	255.6	254.7	293.3
당기순이익	770.9	834.5	1,018.5	1,018.8	1,173.0
지배주주지분 순이익	755.3	824.7	989.1	966.6	253.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,151.0	916.2	1,337.3	1,034.5	1,140.2
당기순이익(손실)	770.9	834.5	1,302.8	1,018.8	1,173.0
유형자산상각비	430.3	420.0	448.2	470.4	485.0
무형자산상각비	15.0	15.5	4.6	4.5	4.4
운전자본의 증감	-121.6	-197.6	3.9	-1.5	-3.2
투자활동 현금흐름	-460.1	-403.2	-13.0	-76.7	-93.1
유형자산의증가(CAPEX)	-614.8	-492.4	-720.0	-600.0	-600.0
투자자산의감소(증가)	99.2	234.9	681.2	488.5	460.4
재무활동 현금흐름	-318.2	-685.6	-294.9	-39.1	-140.6
차입금의 증감	-198.6	-388.9	-100.7	150.3	50.7
자본의 증가	13.3	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	367.5	-207.3	1,029.4	918.7	906.5
기초현금	644.8	1,012.3	805.0	1,834.4	2,753.0
기말현금	1,012.3	805.0	1,834.4	2,753.0	3,659.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,523.9	4,222.5	5,100.6	6,087.6	7,143.6
현금및현금성자산	1,012.3	805.0	1,834.4	2,753.0	3,659.5
매출채권	1,500.4	1,637.0	1,555.8	1,592.5	1,672.7
재고자산	1,420.7	1,143.8	1,087.1	1,112.7	1,168.7
비유동자산	9,294.0	9,427.0	9,546.1	9,738.1	9,995.1
유형자산	5,761.0	5,588.2	5,860.0	5,989.6	6,104.6
무형자산	426.2	422.1	417.4	412.9	408.5
투자자산	2,628.7	2,987.0	2,838.9	2,905.8	3,052.2
자산총계	13,817.9	13,649.5	14,646.7	15,825.6	17,138.7
유동부채	4,963.0	4,894.2	4,432.5	4,483.0	4,593.4
매입채무	1,234.5	1,305.2	1,240.6	1,269.8	1,333.7
단기차입금	1,855.2	2,011.9	1,661.9	1,661.9	1,661.9
유동성장기부채	399.8	629.5	629.5	629.5	629.5
비유동부채	3,386.6	2,567.8	2,780.8	2,947.5	3,034.1
사채	1,354.2	1,038.7	1,438.7	1,738.7	1,938.7
장기차입금	1,220.5	737.3	587.3	437.3	287.3
부채총계	8,349.6	7,462.0	7,213.4	7,430.5	7,627.5
자본금	829.7	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	828.5	829.0	829.0	829.0	829.0
기타포괄이익누계액	43.6	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
이익잉여금	3,586.4	4,364.7	5,581.2	6,490.8	7,530.8
비지배주주지분	183.4	172.3	201.7	253.9	329.9
자본총계	5,468.3	6,187.5	7,433.3	8,395.2	9,511.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	56,337	56,683	53,572	55,305	56,871
EPS(지배주주)	4,593	5,001	7,777	5,923	1,552
CFPS	7,273	6,276	10,142	7,913	8,808
EBITDAPS	7,451	7,232	7,401	7,870	8,729
BPS	31,850	36,250	44,032	49,571	55,904
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	1.4	1.1	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	6.3	3.8	5.0	19.1
PCR	3.4	5.0	2.9	3.7	3.4
PSR	0.4	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	0.8	0.9	0.7	0.6	0.5
EBITDA	1,224.5	1,191.9	1,211.4	1,283.7	1,423.8
EV/EBITDA	6.4	7.3	6.0	5.1	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	14.6	19.2	12.6	2.9
EBITDA 이익률	13.2	12.8	13.8	14.2	15.3
부채비율	152.7	120.6	97.0	88.5	80.2
금융비용부담률	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	4.5	5.1	5.5	6.1	7.0
매출채권회전율(x)	5.7	6.0	5.5	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	5.7	7.3	7.9	8.2	8.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:노우호)

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화케미칼 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	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	-27.2	-15.6	
2018.03.27	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-27.5	-15.6	
2018.04.04	산업분석	Buy	45,000	노우호	-28.6	-15.6	
2018.05.14	산업브리프	Buy	45,000	노우호	-	-	
2018.05.15	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-	-	