

한화케미칼

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

| | | | | | |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|
| 목표주가(유지) | 46,000원 | 현재주가(05/14) | 29,600원 | Up/Downside | +55.4% |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|

2018. 05. 15

이익의 무게

News

1Q18 OP 1,721억원, 기대치 부합: 한화케미칼의 1Q18 영업이익은 1,721억원(QoQ+36.8%/YoY-12.5%)으로 시장 컨센서스 1,840억원은 하회했으나 DB추정치 1,649억원을 상회했다. 환율 하락, LDPE 부진으로 유화 부문의 실적이 부진했으며 폴리실리콘 가격 하락, 정기보수 영향으로 기초소재의 QoQ 개선 폭이 예상보다 미진했다. 하지만 태양광 실적이 원가(웨이퍼) 하락으로 surprise를 시현했다. 미국향 매출 감소를 유럽향 매출 증가로 대응했으며, 웨이퍼 가격 하락에 따른 원가 절감 효과가 컸던 것으로 판단된다.(태양광 연결 영업이익률 4.2%, 한화큐셀 영업이익률 7.5% 시현)

Comment

기초소재의 본격적인 반등은 지연되나 태양광 눈높이 상향: 2Q 영업이익은 1,837억원(QoQ+6.7%/YoY-16%)으로 소폭 개선될 것으로 전망한다. 유가 급등, PE 둔화 지속으로 유화의 실적 부진이 이어지고 PVC spread 개선 폭이 기대치에 미치지 못하지만 TDI 시장의 상대적인 견조, 가성소다 개선으로 기초소재는 소폭 증익을 예상한다. 태양광은 시장 전반적인 설치 수요 둔화가 이어지고 있으나 웨이퍼 가격의 2Q 추가 하락, ASP가 높은 유럽/일본/한국 향 매출 확대를 고려했을 때 300억원 내외의 영업이익을 유지할 것으로 전망한다. 태양광 실적의 눈높이를 높일 필요가 있다.

Action

이익의 무게를 고려, 우리는 점진적으로 해소될 것: 미국 세이프 가드 발효에 따른 태양광 우려, TDI 글로벌 peer 증설 및 가동 재개에 따른 수익성 둔화 우려, LDPE 우려 등이 반영되며 주가가 부진했다. 하지만 태양광 실적은 오히려 개선되었으며, TDI의 수익성 둔화 속도는 완만할 것이다. PVC/가성소다의 중장기 개선 cycle은 유호한 상황임을 고려할 때 18E P/E 5.3배, P/B 0.7배는 지나친 저평가 상황이라는 판단이다. 투자의견 Buy, 목표주가 46,000원을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백, %)

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|-------|-------|-------|
| FYE Dec | | | | | |
| 매출액 | 9,259 | 9,342 | 8,869 | 9,133 | 9,521 |
| (증가율) | 15.2 | 0.9 | -5.1 | 3.0 | 4.2 |
| 영업이익 | 779 | 756 | 804 | 933 | 986 |
| (증가율) | 131.2 | -2.9 | 6.3 | 16.1 | 5.6 |
| 지배주주순이익 | 755 | 825 | 920 | 939 | 990 |
| EPS | 4,593 | 5,001 | 5,615 | 5,728 | 6,042 |
| PER (H/L) | 6.3/4.8 | 7.7/4.8 | 5.3 | 5.2 | 4.9 |
| PBR (H/L) | 0.9/0.7 | 1.1/0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA (H/L) | 7.0/6.1 | 8.2/6.3 | 6.4 | 5.3 | 4.6 |
| 영업이익률 | 8.4 | 8.1 | 9.1 | 10.2 | 10.4 |
| ROE | 15.2 | 14.6 | 14.3 | 13.0 | 12.4 |

Stock Data

| | |
|----------------|----------------|
| 52주 최저/최고 | 27,350/38,000원 |
| KOSDAQ /KOSPI | 859/2,476pt |
| 시가총액 | 48,784억원 |
| 60일-평균거래량 | 730,274 |
| 외국인지분율 | 28.6% |
| 60일-외국인지분율변동추이 | -1.2%p |
| 주요주주 | 한화 외 5 인 36.3% |



| 주가상승률 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-----|-------|------|
| 절대기준 | 0.9 | -8.2 | 7.2 |
| 상대기준 | 0.0 | -10.2 | -1.0 |

도표 1. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18P | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2017P | 2018E | 2019E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 연결 매출액 | 2,191 | 2,486 | 2,313 | 2,352 | 2,076 | 2,214 | 2,233 | 2,346 | 9,342 | 8,869 | 9,133 |
| %YoY | 1.3 | 3.9 | -3.0 | 1.5 | -5.3 | -10.9 | -3.4 | -0.3 | 0.9 | -5.1 | 3.0 |
| %QoQ | -5.4 | 13.4 | -6.9 | 1.7 | -11.7 | 6.6 | 0.9 | 5.0 | | | |
| 기초소재 | 1,053 | 1,065 | 1,103 | 1,108 | 1,094 | 1,107 | 1,151 | 1,131 | 4,328 | 4,483 | 4,581 |
| 가공소재 | 263 | 232 | 243 | 244 | 231 | 237 | 248 | 249 | 982 | 965 | 984 |
| 리테일 | 167 | 160 | 185 | 204 | 178 | 160 | 186 | 212 | 715 | 735 | 743 |
| 태양광 | 752 | 872 | 838 | 953 | 827 | 903 | 876 | 979 | 3,415 | 3,586 | 3,706 |
| 기타 | 375 | 522 | 329 | 255 | 243 | 261 | 230 | 255 | 1,480 | 989 | 989 |
| 연결 영업이익 | 197 | 219 | 215 | 126 | 172 | 184 | 240 | 209 | 756 | 804 | 933 |
| %YoY | 37.7 | -25.5 | 5.2 | -8.9 | -12.5 | -16.0 | 11.3 | 65.9 | -2.9 | 6.3 | 16.1 |
| %QoQ | 42.4 | 11.2 | -1.6 | -41.6 | 36.8 | 6.7 | 30.5 | -12.9 | | | |
| 기초소재 | 167 | 161 | 182 | 120 | 148 | 156 | 180 | 156 | 631 | 641 | 716 |
| 가공소재 | 8 | -1 | 3 | -7 | -6 | -2 | 3 | -2 | 2 | -8 | 8 |
| 리테일 | -1 | -11 | 17 | 19 | 5 | -1 | 21 | 21 | 23 | 45 | 45 |
| 태양광 | 11 | 15 | 5 | -17 | 35 | 30 | 36 | 33 | 14 | 134 | 163 |
| 기타 | 17 | 52 | 12 | -6 | 2 | 3 | 2 | 3 | 75 | 9 | 10 |
| 연결 조정 | -5 | 3 | -4 | 16 | -12 | -2 | -2 | -2 | 11 | -18 | -8 |
| 영업이익률 | 9.0 | 8.8 | 9.3 | 5.3 | 8.3 | 8.3 | 10.7 | 8.9 | 8.1 | 9.1 | 10.2 |
| 기초소재 | 15.9 | 15.1 | 16.5 | 10.9 | 13.6 | 14.1 | 15.7 | 13.8 | 14.6 | 14.3 | 15.6 |
| 가공소재 | 2.9 | -0.6 | 1.2 | -2.8 | -2.6 | -1.0 | 1.2 | -1.0 | 0.2 | -0.8 | 0.8 |
| 리테일 | -0.8 | -7.1 | 9.0 | 9.2 | 2.7 | -0.8 | 11.1 | 10.1 | 3.2 | 6.2 | 6.1 |
| 태양광 | 1.4 | 1.8 | 0.6 | -1.8 | 4.2 | 3.4 | 4.1 | 3.4 | 0.4 | 3.7 | 4.4 |
| 기타 | 4.6 | 10.0 | 3.6 | -2.4 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 5.1 | 0.9 | 1.0 |

자료: 한화케미칼, DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 4,524 | 4,222 | 3,983 | 4,195 | 4,340 |
| 현금및현금성자산 | 1,012 | 805 | 561 | 550 | 519 |
| 매출채권및기타채권 | 1,567 | 1,712 | 1,554 | 1,598 | 1,671 |
| 재고자산 | 1,421 | 1,144 | 1,267 | 1,305 | 1,342 |
| 비유동자산 | 9,294 | 9,427 | 9,626 | 9,725 | 9,811 |
| 유형자산 | 5,761 | 5,588 | 5,720 | 5,833 | 5,932 |
| 무형자산 | 426 | 422 | 407 | 392 | 380 |
| 투자자산 | 2,629 | 2,987 | 3,070 | 3,070 | 3,070 |
| 자산총계 | 13,818 | 13,649 | 13,608 | 13,920 | 14,151 |
| 유동부채 | 4,963 | 4,894 | 4,139 | 4,067 | 3,762 |
| 매입채무및기타채무 | 1,920 | 1,802 | 1,555 | 1,683 | 1,678 |
| 단기차입금및담보대출 | 1,855 | 2,012 | 1,712 | 1,512 | 1,212 |
| 유동성장기부채 | 400 | 630 | 630 | 630 | 630 |
| 비유동부채 | 3,387 | 2,568 | 2,468 | 2,068 | 1,768 |
| 차입금및차입금 | 2,575 | 1,776 | 1,676 | 1,276 | 976 |
| 부채총계 | 8,350 | 7,462 | 6,607 | 6,134 | 5,530 |
| 자본금 | 830 | 830 | 830 | 830 | 830 |
| 자본잉여금 | 828 | 829 | 829 | 829 | 829 |
| 이익잉여금 | 3,586 | 4,365 | 5,170 | 5,944 | 6,770 |
| 비지배주주지분 | 183 | 172 | 182 | 191 | 201 |
| 자본총계 | 5,468 | 6,187 | 7,002 | 7,786 | 8,621 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 1,151 | 916 | 587 | 985 | 1,000 |
| 당기순이익 | 771 | 835 | 929 | 948 | 1,000 |
| 현금유출이없는비용및수익 | 424 | 200 | 395 | 404 | 418 |
| 유형및무형자산상각비 | 445 | 436 | 484 | 501 | 514 |
| 영업관련자산부채변동 | -122 | -198 | -480 | -105 | -136 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 113 | -46 | 158 | -45 | -72 |
| 재고자산의감소 | 166 | 233 | -123 | -38 | -37 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 72 | 132 | -247 | 128 | -5 |
| 투자활동현금흐름 | -460 | -403 | -219 | -145 | -152 |
| CAPEX | -615 | -492 | -600 | -600 | -600 |
| 투자자산의순증 | 99 | 235 | 404 | 482 | 479 |
| 재무활동현금흐름 | -318 | -686 | -611 | -851 | -879 |
| 사채및차입금의 증가 | -199 | -389 | -400 | -600 | -600 |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 13 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -25 | -58 | -58 | -115 | -164 |
| 기타현금흐름 | -5 | -35 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 368 | -207 | -244 | -12 | -31 |
| 기초현금 | 645 | 1,012 | 805 | 561 | 550 |
| 기말현금 | 1,012 | 805 | 561 | 550 | 519 |

자료: 한화케미칼 DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 9,259 | 9,342 | 8,869 | 9,133 | 9,521 |
| 매출원가 | 7,211 | 7,386 | 6,927 | 7,027 | 7,313 |
| 매출총이익 | 2,048 | 1,956 | 1,942 | 2,106 | 2,208 |
| 판매비 | 1,268 | 1,199 | 1,138 | 1,172 | 1,222 |
| 영업이익 | 779 | 756 | 804 | 933 | 986 |
| EBITDA | 1,225 | 1,192 | 1,288 | 1,434 | 1,499 |
| 영업외손익 | 107 | 309 | 383 | 277 | 296 |
| 금융손익 | -151 | -132 | -139 | -122 | -100 |
| 투자손익 | 423 | 593 | 487 | 482 | 479 |
| 기타영업외손익 | -165 | -152 | 35 | -83 | -83 |
| 세전이익 | 886 | 1,066 | 1,187 | 1,211 | 1,282 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 771 | 835 | 929 | 948 | 1,000 |
| 자배주주지분순이익 | 755 | 825 | 920 | 939 | 990 |
| 비지배주주지분순이익 | 16 | 10 | 9 | 9 | 10 |
| 총포괄이익 | 668 | 791 | 929 | 948 | 1,000 |
| 증감률(%YoY) | | | | | |
| 매출액 | 15.2 | 0.9 | -5.1 | 3.0 | 4.2 |
| 영업이익 | 131.2 | -2.9 | 6.3 | 16.1 | 5.6 |
| EPS | 295.7 | 8.9 | 12.3 | 2.0 | 5.5 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산(원 % 배) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당자료(원) | | | | | |
| EPS | 4,593 | 5,001 | 5,615 | 5,728 | 6,042 |
| BPS | 31,850 | 36,250 | 41,526 | 46,242 | 51,270 |
| DPS | 350 | 350 | 700 | 1,000 | 1,000 |
| Multiple(배) | | | | | |
| P/E | 5.4 | 6.3 | 5.3 | 5.2 | 4.9 |
| P/B | 0.8 | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 6.4 | 7.3 | 6.4 | 5.3 | 4.6 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 8.4 | 8.1 | 9.1 | 10.2 | 10.4 |
| EBITDA마진 | 13.2 | 12.8 | 14.5 | 15.7 | 15.7 |
| 순이익률 | 8.3 | 8.9 | 10.5 | 10.4 | 10.5 |
| ROE | 15.2 | 14.6 | 14.3 | 13.0 | 12.4 |
| ROA | 5.6 | 6.1 | 6.8 | 6.9 | 7.1 |
| ROC | 9.6 | 8.7 | 8.8 | 9.8 | 10.0 |
| 안정성및기타 | | | | | |
| 부채비율(%) | 152.7 | 120.6 | 94.4 | 78.8 | 64.1 |
| 이자보상배율(배) | 4.5 | 5.1 | 5.2 | 6.9 | 8.6 |
| 배당성향(배) | 7.4 | 6.8 | 12.3 | 17.2 | 16.3 |

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화케미칼 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자이익 | 목표주가 | 괴리율(%) 평균 최고/최저 | 일자 | 투자이익 | 목표주가 | 괴리율(%) 평균 최고/최저 |
|----------|------|--------|--------------------|----|------|------|--------------------|
| 16/04/12 | Buy | 30,000 | -15.7 -4.2 | | | | |
| 17/04/10 | Buy | 36,000 | -22.9 -14.3 | | | | |
| 17/06/21 | Buy | 39,000 | -16.5 -2.6 | | | | |
| 18/01/16 | Buy | 46,000 | - | | | | |

주: *표는 답당자 변경