

# 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 커던 것으로 판단된다.(태양광 연결 영업이익률 4.2%, 한화큐셀 영업이익률 7.5% 시현)

### Comment

**기초소재의 본격적인 반등은 지연되나 태양광 높이이 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 시황의 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内外의 영업이익을 유지할 것으로 전망한다. 태양광 실적의 높이이를 높일 필요가 있다.

### Action

**이익의 무게를 고려, 우려는 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 유효한 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 배 %)

### Stock Data

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	27,350/38,000원
매출액	9,259	9,342	8,869	9,133	9,521	KOSDAQ /KOSPI	859/2,476pt
(증가율)	15.2	0.9	-5.1	3.0	4.2	시가총액	48,784억원
영업이익	779	756	804	933	986	60일-평균거래량	730,274
(증가율)	131.2	-2.9	6.3	16.1	5.6	외국인지분율	28.6%
자배주주순이익	755	825	920	939	990	60일-외국인지분율변동추이	-1.2%p
EPS	4.593	5.001	5,615	5,728	6,042	주요주주	한화 외 5 인 36.3%
PER (H/L)	6.3/4.8	7.7/4.8	5.3	5.2	4.9	(천원)	
PBR (H/L)	0.9/0.7	1.1/0.7	0.7	0.6	0.6	한화케미칼(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	7.0/6.1	8.2/6.3	6.4	5.3	4.6	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	8.4	8.1	9.1	10.2	10.4	(pt)	
ROE	15.2	14.6	14.3	13.0	12.4	주가상승률	1M 3M 12M
						절대기준	0.9 -8.2 7.2
						상대기준	0.0 -10.2 -1.0

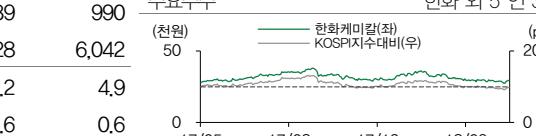


도표 1. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(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
<b>유동자산</b>	<b>4,524</b>	<b>4,222</b>	<b>3,983</b>	<b>4,195</b>	<b>4,340</b>
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
<b>비유동자산</b>	<b>9,294</b>	<b>9,427</b>	<b>9,626</b>	<b>9,725</b>	<b>9,811</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>13,818</b>	<b>13,649</b>	<b>13,608</b>	<b>13,920</b>	<b>14,151</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,963</b>	<b>4,894</b>	<b>4,139</b>	<b>4,067</b>	<b>3,762</b>
매입채무및기타채무	1,920	1,802	1,555	1,683	1,678
단기应付및당기차채	1,855	2,012	1,712	1,512	1,212
유동성장기부채	400	630	630	630	630
<b>비유동부채</b>	<b>3,387</b>	<b>2,568</b>	<b>2,468</b>	<b>2,068</b>	<b>1,768</b>
사채및장기차입금	2,575	1,776	1,676	1,276	976
<b>부채총계</b>	<b>8,350</b>	<b>7,462</b>	<b>6,607</b>	<b>6,134</b>	<b>5,530</b>
자본금	830	830	830	830	830
자본잉여금	828	829	829	829	829
이익잉여금	3,586	4,365	5,170	5,944	6,770
비자본주자분	183	172	182	191	201
<b>자본총계</b>	<b>5,468</b>	<b>6,187</b>	<b>7,002</b>	<b>7,786</b>	<b>8,621</b>

## 현금흐름표

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

자료: 한화케미칼, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>9,259</b>	<b>9,342</b>	<b>8,869</b>	<b>9,133</b>	<b>9,521</b>
매출원가	7,211	7,386	6,927	7,027	7,313
<b>매출총이익</b>	<b>2,048</b>	<b>1,956</b>	<b>1,942</b>	<b>2,106</b>	<b>2,208</b>
판관비	1,268	1,199	1,138	1,172	1,222
<b>영업이익</b>	<b>779</b>	<b>756</b>	<b>804</b>	<b>933</b>	<b>986</b>
EBITDA	1,225	1,192	1,288	1,434	1,499
<b>영업외손익</b>	<b>107</b>	<b>309</b>	<b>383</b>	<b>277</b>	<b>296</b>
금융순익	-151	-132	-139	-122	-100
<b>투자순익</b>	<b>423</b>	<b>593</b>	<b>487</b>	<b>482</b>	<b>479</b>
기타영업외손익	-165	-152	35	-83	-83
<b>세전이익</b>	<b>886</b>	<b>1,066</b>	<b>1,187</b>	<b>1,211</b>	<b>1,282</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>771</b>	<b>835</b>	<b>929</b>	<b>948</b>	<b>1,000</b>
자비주주지분순이익	755	825	920	939	990
비자비주주지분순이익	16	10	9	9	10
<b>총포괄이익</b>	<b>668</b>	<b>791</b>	<b>929</b>	<b>948</b>	<b>1,000</b>

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

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
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
<b>Multiple(배)</b>					
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
<b>수익성(%)</b>					
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
ROI	9.6	8.7	8.8	9.8	10.0
<b>안정성및기타</b>					
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

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주주업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점제과 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가 기준으로 산출되었습니다.

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

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			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 담당자 변경

## 한화케미칼 현주가 및 목표주가 차트

