



## BUY(Maintain)

목표주가: 36,000원

주가(7/10): 21,100원

시가총액: 34,562억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (7/10)	2,294.16pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	38,000원	20,600원
등락률	-44.47%	2.43%
수익률	절대	상대
1W	-17.4%	-11.8%
6M	-37.5%	-31.9%
1Y	-33.3%	-30.8%

## Company Data

발행주식수	164,234천주
일평균 거래량(3M)	872천주
외국인 지분율	26.77%
배당수익률(18E)	2.13%
BPS(18E)	41,594원
주요 주주	(주)한화(외 5인)
	국민연금관리공단
	9.24%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	92,588	93,418	91,196	96,967
보고영업이익	7,792	7,564	6,950	7,209
핵심영업이익	7,792	7,564	6,950	7,209
EBITDA	12,245	11,919	10,998	11,317
세전이익	8,864	10,659	11,049	10,042
순이익	7,709	8,345	8,683	7,833
지배주주지분순이익	7,553	8,247	8,805	7,943
EPS(원)	4,564	4,970	5,343	4,836
증감률(%YoY)	295.6	8.9	7.5	-9.5
PER(배)	5.4	6.4	3.9	4.4
PBR(배)	0.8	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.3	7.2	5.8	5.5
보고영업이익률(%)	8.4	8.1	7.6	7.4
핵심영업이익률(%)	8.4	8.1	7.6	7.4
ROE(%)	14.8	14.3	13.2	10.7
순부채비율(%)	65.6	52.7	42.6	37.1

## Price Trend



## 실적 Preview

## 한화케미칼 (009830)

## 올해 3Q, 가성소다 가격 반등이 예상되는 이유는?



한화케미칼의 올해 2분기 영업이익은 1,787억원으로 전 분기 대비 3.9% 증가할 전망입니다. 원재료 가격 상승에도 불구하고, 1) 가성소다/PVC/TDI 등 비 PE 계열 제품군 스프레드가 호조세를 지속하였고, 2) 고객사 판매량 증가로 가공소재부문이 흑자전환이 예상되며, 3) 예상보다 견고한 태양광 Module 스프레드가 유지되고 있기 때문입니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 2분기 영업이익, 전 분기 대비 증익 전망

한화케미칼의 올해 2분기 영업이익은 1,787억원으로 전 분기 대비 3.9% 증가할 전망이다.

유가 상승에 따른 주요 원재료(나프타/에틸렌) 가격 상승 및 리테일부문의 일회성 비용(재산세/종부세) 발생에도 불구하고, 시장 기대치를 소폭 상회하는 견조한 실적이 예상되는 이유는 1) 전 분기 대비 수출주에 우호적인 환율 여건이 형성되었고, 2) 역외 LDPE/LLDPE 증설 물량 증가로 유화부문의 스프레드가 축소되었지만, PVC/가성소다/TDI 호조로 오히려 기초소재부문의 증익이 예상되며, 3) 가공소재부문은 주요 고객사(현대/기아차) 판매량 증가로 3분기 만에 흑자 전환이 전망되고, 4) 태양광 업황 악화에도 불구하고, 원재료인 Wafer 가격의 급락으로 Module 스프레드는 견조한 흐름을 지속하였기 때문이다.

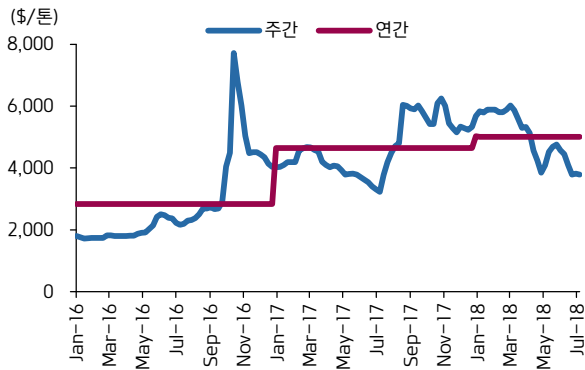
한편 올해 2분기 지분법이익은 이란산 콘덴세이트 구입 제한에 따른 한화토탈의 수익 감소에도 불구하고, 1) 부타디엔 가격 상승에 따른 여천NCC의 증익 전망, 2) 한화종합화학 TPA 스프레드 개선, 3) 한화토탈 에너지부문 재고 평가이익 증가로 전 분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 3분기, 가성소다 가격 반등 전망

작년 하반기 톤당 \$700을 상회하던 가성소다 가격(동북아)은 7월 9일 현재 톤당 \$475으로 하락하였다. 이에 높은 마진율을 기록하던, 동사의 가성소다 부문 마진 감소에 대한 시장의 우려가 증가하고 있다.

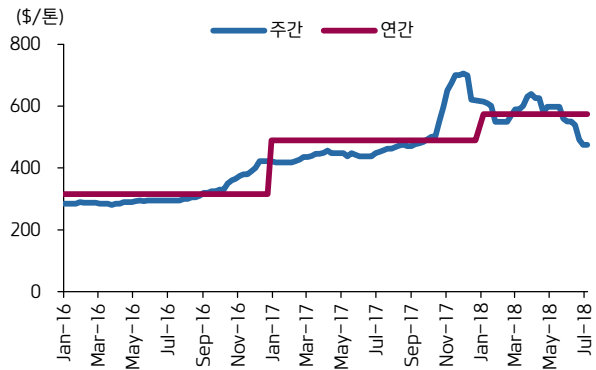
다만 최근 하락폭이 큰 가성소다 가격은 3분기 말부터 재차 반등할 전망이다. 이는 1) 최근 중국의 환경 감찰로 중국 화동 지역 가성소다 수요처(섬유/염색/제지)의 가동률이 축소되었는데, 8월부터는 환경 감찰이 마무리될 것으로 예상되고, 2) 제재 발생에 따른 이란 가성소다 업체들의 재고 투매로 혼탁해졌던 역내 시장이 3~4분기에는 정상화될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 아시아/유럽 가성소다 가격 하락세에도 불구하고, 미국의 가격이 톤당 \$670~690을 유지하고 있다는 점에도 일부 차익거래 기회가 될 것으로 보인다.

## 중국 TDI 가격 가격 추이



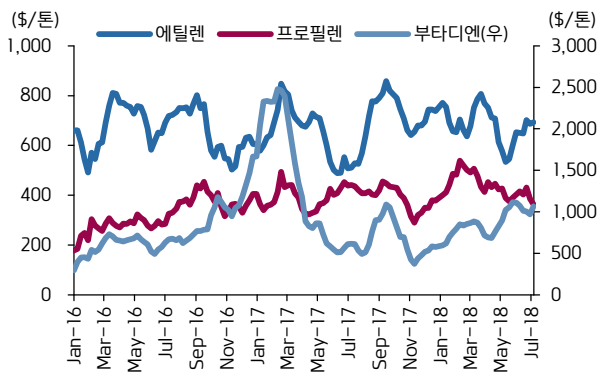
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 동북아 가성소다 가격 추이



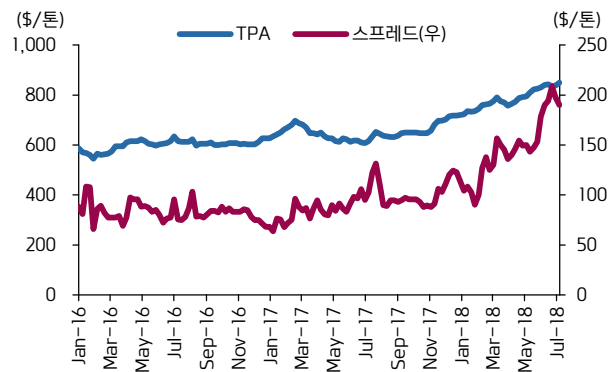
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 올레핀 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## TPA 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 한화케미칼 실적 전망

(십억원)		2017				2018				2015	2016	2017	2018E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액		2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,326	2,360	2,357	8,037	9,259	9,342	9,120
영업이익		197	219	215	126	172	179	160	186	337	779	756	697
영업이익률		9.0%	8.8%	9.3%	5.3%	8.3%	7.7%	6.8%	7.9%	4.2%	8.4%	8.1%	7.6%
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	230	241	241	946	1,024	982	943
	리테일	167	160	185	204	178	176	203	224	585	673	715	781
	태양광	752	872	838	953	827	1,006	920	920	2,871	3,912	3,415	3,674
	기타	375	522	329	255	243	243	243	243	1,582	1,516	1,480	971
	연결조정	-418	-365	-384	-412	-497	-557	-565	-564	-1,778	-1,738	-1,579	-2,183
영업이익	기초소재	167	161	182	120	148	164	132	159	167	471	631	603
	가공소재	8	-1	3	-7	-6.1	1	3	0	37	36	2	-2
	리테일	-1	-11	17	19	4.8	-5	18	21	17	-1	23	39
	태양광	11	15	5	-17	35.0	32	20	20	78	213	14	108
	기타	17	52	12	-6	1.8	0	0	0	59	70	75	2
	연결조정	-5	3	-4	16	-11.7	-13	-13	-13	-21	-10	11	-51
세전이익		393	305	332	36	367	245	230	264	228	886	1,066	1,105

자료: 한화케미칼, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	93,418	91,196	96,967
매출원가	65,406	72,112	73,863	72,502	75,483
매출총이익	14,964	20,476	19,555	18,694	21,485
판매비및일반관리비	11,593	12,684	11,991	11,744	14,275
영업이익(보고)	3,370	7,792	7,564	6,950	7,209
영업이익(핵심)	3,370	7,792	7,564	6,950	7,209
영업외손익	-1,086	1,072	3,094	4,099	2,833
이자수익	214	192	154	145	153
배당금수익	40	32	16	87	91
외환이익	2,080	2,796	4,275	3,215	3,435
이자비용	1,797	1,733	1,488	1,468	1,494
외환손실	2,797	2,877	3,857	2,864	3,080
관계기업지분법손익	1,762	4,457	5,938	3,862	3,776
투자및기타자산처분손익	-594	-202	-72	-43	-46
금융상품평가및기타금융이익	197	-385	-371	79	-3
기타	-191	-1,208	-1,501	1,087	0
법인세차감전이익	2,284	8,864	10,659	11,049	10,042
법인세비용	480	1,154	2,313	2,366	2,209
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.7%	21.4%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	8,683	7,833
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	8,805	7,943
EBITDA	7,892	12,245	11,919	10,998	11,317
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	12,731	11,941
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	8,655	7,870
증감율(% YoY)					
매출액	-0.2	15.2	0.9	-2.4	6.3
영업이익(보고)	138.6	131.2	-2.9	-8.1	3.7
영업이익(핵심)	138.6	131.2	-2.9	-8.1	3.7
EBITDA	40.1	55.2	-2.7	-7.7	2.9
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	9.2	6.8	-9.8
EPS	217.2	295.6	8.9	7.5	-9.5
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	-0.4	-9.1

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	44,340	47,463
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	10,978	11,990
유동금융자산	3,745	2,289	3,515	3,431	3,648
매출채권및유동채권	19,328	17,593	19,201	18,744	19,931
재고자산	18,256	14,206	11,438	11,166	11,872
기타유동비금융자산	0	1,026	21	21	22
비유동자산	90,749	92,940	94,270	98,815	103,994
장기매출채권및기타비유동채권	712	665	657	641	682
투자자산	24,480	29,803	33,092	36,904	40,938
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	143,155	151,457
유동부채	54,206	49,630	48,942	48,269	49,525
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	21,096	20,594	21,898
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	1,260	1,213
비유동부채	35,008	33,866	25,678	24,990	24,934
장기매입채무및기타유동채무	2,268	551	325	318	338
사채및장기차입금	26,158	25,746	17,760	17,760	17,760
기타비유동부채	6,582	7,568	7,593	6,912	6,837
부채총계	89,215	83,496	74,620	73,258	74,459
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	51,893	59,121
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	68,312	75,540
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,723	1,585	1,458
자본총계	49,312	54,683	61,875	69,897	76,998
순차입금	40,218	35,883	32,609	29,764	28,535
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	8,875	7,465
당기순이익	2,284	8,864	10,659	8,683	7,833
감가상각비	4,352	4,303	4,200	3,906	3,978
무형자산상각비	169	150	155	142	130
외환손익	844	-103	-591	-351	-355
자산처분손익	954	710	204	43	46
지분법손익	-1,662	-4,233	-5,931	-3,862	-3,776
영업활동자산부채 증감	3,051	-1,520	-2,131	64	-658
기타	1,608	3,036	2,443	250	269
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-3,946	-4,690	-5,645
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	-2,556	149	-388
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	84	43
재무활동현금흐름	-1,051	-3,016	-6,787	-1,256	-808
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	-681	-76
현금및현금성자산의순증가	954	3,675	-2,073	2,929	1,012
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	10,978
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	10,978	11,990
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	8,811	8,123
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	4,457	3,614

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,154	4,564	4,970	5,343	4,836
BPS	28,415	31,850	36,250	41,594	45,995
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	6,674	6,891
CFPS	3,879	7,350	7,654	7,725	7,270
DPS	150	350	350	450	500
주가배수(배)					
PER	23.6	5.4	6.4	3.9	4.4
PBR	1.0	0.8	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.5	6.3	7.2	5.8	5.5
PCFR	7.0	3.4	4.1	2.7	2.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.1	7.6	7.4
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.1	7.6	7.4
EBITDA margin	9.8	13.2	12.8	12.1	11.7
순이익률	2.2	8.3	8.9	9.5	8.1
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.3	13.2	10.7
투하자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	7.9	8.1
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	104.8	96.7
순차입금비율	81.6	65.6	52.7	42.6	37.1
이자보상배율(배)	1.9	4.5	5.1	4.7	4.8
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.1	4.8	5.0
재고자산회전율	4.3	5.7	7.3	8.1	8.4
매입채무회전율	3.2	3.4	4.0	4.4	4.6

## Compliance Notice

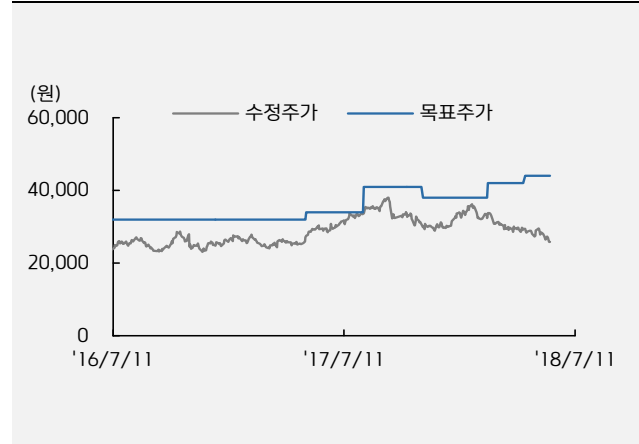
- 당사는 7월 10일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자자의견변동내역(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
	2018/04/23	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-34.5	-33.2
담당자 변경	2018/05/02	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-34.9	-32.7
	2018/05/15	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-36.5	-32.7
	2018/06/05	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-41.7	-32.7
	2018/07/11	Buy(Maintain)	36,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

## 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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%