

# 한화케미칼

# BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(하향)	37,000원	현재주가(08/14)	20,550원	Up/Downside	+80.0%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 08. 16

## 이익 체력을 고려할 때

### News

**2Q18 영업이익 1,843억원, 기대치 충족:** 한화케미칼의 2Q 영업이익은 1,843억원(QoQ+7.1%/YoY-15.7%)으로 DB 추정치 1,767억원을 소폭 상회했다. 기초소재는 PVC/가성소다/TDI 실적 호조로 화학 부문이 전망치를 상회함에 따라 1,817억원의 호실적을 달성했지만, 태양광은 IFRS 9 변경에 따른 판관비 증가 및 제품가격 하락 영향으로 -43억원으로 적자전환했다. 리테일은 재산세 80억원 반영에도 불구 백화점 호조로 흑자를 시현했으며 가공소재 역시 소폭의 흑자전환에 성공했다.

### Comment

**시황 둔화로 3Q 부진, 4Q 반등 예상:** 3Q 영업이익은 1,310억원(QoQ-28.9%/YoY-39.2%)으로 둔화될 것으로 전망한다. PVC 비수기, 이란 경제제재 이전 수출 급증 및 중국 환경 감찰에 따른 수요 둔화 영향에 따른 가성소다 급락, 중국 보조금 인하 이후 폴리실리콘 가격 급락, TDI 하락 분의 지연 반영 등으로 기초소재가 1,060억원의 부진한 실적을 시현할 것으로 예상된다. 하지만 TDI를 제외하면 3Q 부진의 영향은 4Q 시황 반등으로 반전할 것으로 예상되기에 과도한 우려는 지양할 필요가 있다. 2Q 적자전환한 태양광은 출하량 증가(한화규셀 컨콜: 2Q 매출 \$5.2억-3QE \$5.9~6.1억) 및 급락한 웨이퍼 투입에 따른 원가 절감으로 재차 흑자전환할 것으로 예상된다.

### Action

**모든 우려 반영, 주가는 저점을 통과하는 중:** 시황 반등 지연에 따른 수익 추정치 하향 및 업종 밸류에이션 하락으로 목표주가를 18E BPS 41,485원에 target P/B 0.9배를 적용한 37,000원으로 하향한다. 하지만 각 사업부문의 시황 둔화로 인한 추정치 하향 조정은 3Q 중에 마무리될 것으로 판단되며, 하향 조정된 실적 기준으로도 P/E 4배 수준의 주가는 지나친 저평가다. PVC/가성소다 시황 반등 및 태양광 개선 등이 동시에 나타날 가능성이 높기에 점진적인 비중확대를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원 원 %)							
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	20,000/38,000원
매출액	9,259	9,342	8,930	9,134	9,459	KOSDAQ /KOSPI	762/2,259pt
(증가율)	15.2	0.9	-4.4	2.3	3.6	시가총액	33,519억원
영업이익	779	756	653	792	796	60일-평균거래량	904,436
(증가율)	131.2	-2.9	-13.7	21.3	0.6	외국인지분율	25.8%
지배주주순이익	755	825	817	840	859	60일-외국인지분율변동추이	-3.0%p
EPS	4,593	5,001	5,026	5,160	5,275	주요주주	한화 외 5 인 36.7%
PER (H/L)	6.3/4.8	7.7/4.8	4.1	4.0	3.9	(천원)	
PBR (H/L)	0.9/0.7	1.1/0.7	0.5	0.5	0.4	주간상승률	1M 3M 12M
EV/EBITDA (H/L)	7.0/6.1	8.2/6.3	5.7	4.6	4.2	절대기준	-1.9 -30.6 -42.1
영업이익률	8.4	8.1	7.3	8.7	8.4	상대기준	0.3 -23.9 -40.2
ROE	15.2	14.6	12.8	11.8	11.0		

도표 1. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,251	2,269	2,335	9,342	8,930	9,134
%YoY	1.3	3.9	-3.0	1.5	-5.3	-9.5	-1.9	-0.7	0.9	-4.4	2.3
%QoQ	-5.4	13.4	-6.9	1.7	-11.7	8.4	0.8	2.9			
기초소재	1,053	1,065	1,103	1,108	1,094	1,154	1,077	1,129	4,328	4,453	4,394
가공소재	263	232	243	244	231	257	260	261	982	1,009	1,048
리테일	167	160	185	204	178	178	196	217	715	768	813
태양광	752	872	838	953	827	806	923	903	3,415	3,460	3,561
기타	375	522	329	255	243	270	230	255	1,480	998	998
연결 영업이익	197	219	215	126	172	184	131	165	756	653	792
%YoY	37.7	-25.5	5.2	-8.9	-12.5	-15.7	-39.2	31.3	-2.9	-13.7	21.3
%QoQ	42.4	11.2	-1.6	-41.6	36.8	7.1	-28.9	26.1			
기초소재	167	161	182	120	148	182	106	129	631	565	628
가공소재	8	-1	3	-7	-6	2	3	0	2	-1	5
리테일	-1	-11	17	19	5	1	10	19	23	36	32
태양광	11	15	5	-17	35	-4	12	18	14	61	132
기타	17	52	12	-6	2	7	3	3	75	15	10
연결 조정	-5	3	-4	16	-12	-4	-4	-4	11	-23	-14
영업이익률	9.0	8.8	9.3	5.3	8.3	8.2	5.8	7.1	8.1	7.3	8.7
기초소재	15.9	15.1	16.5	10.9	13.6	15.7	9.8	11.4	14.6	12.7	14.3
가공소재	2.9	-0.6	1.2	-2.8	-2.6	0.8	1.0	0.0	0.2	-0.1	0.5
리테일	-0.8	-7.1	9.0	9.2	2.7	0.7	5.2	8.9	3.2	4.6	3.9
태양광	1.4	1.8	0.6	-1.8	4.2	-0.5	1.3	2.0	0.4	1.8	3.7
기타	4.6	10.0	3.6	-2.4	0.7	2.7	1.5	1.0	5.1	1.5	1.0

자료: 한화케미칼 DB 금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	4,524	4,222	4,284	4,294	4,315
현금및현금성자산	1,012	805	807	610	455
매출채권및기타채권	1,567	1,712	1,564	1,599	1,660
재고자산	1,421	1,144	1,313	1,343	1,391
비유동자산	9,294	9,427	9,653	9,772	9,866
유형자산	5,761	5,588	5,720	5,833	5,932
무형자산	426	422	433	439	435
투자자산	2,629	2,987	3,070	3,070	3,070
자산총계	13,818	13,649	13,937	14,066	14,181
유동부채	4,963	4,894	4,546	4,349	4,059
매입채무및기타채무	1,920	1,802	1,741	1,744	1,754
단기차입금및단기차채	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
사채및장기차입금	2,575	1,776	1,676	1,276	976
부채총계	8,350	7,462	7,014	6,416	5,827
자본금	830	830	821	821	821
자본잉여금	828	829	829	829	829
이익잉여금	3,586	4,365	5,101	5,819	6,515
비지배주주지분	183	172	181	189	198
자본총계	5,468	6,187	6,923	7,650	8,354

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	9,259	9,342	8,930	9,134	9,459
매출원가	7,211	7,386	7,106	7,143	7,421
매출총이익	2,048	1,956	1,824	1,990	2,037
판매비	1,268	1,199	1,172	1,198	1,241
영업이익	779	756	653	792	796
EBITDA	1,225	1,192	1,137	1,292	1,312
영업외손익	107	309	420	295	315
금융손익	-151	-132	-137	-120	-100
투자손익	423	593	514	498	498
기타영업외손익	-165	-152	43	-83	-83
세전이익	886	1,066	1,072	1,087	1,112
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	826	848	867
지배주주지분순이익	755	825	817	840	859
비지배주주지분순이익	16	10	8	8	9
총포괄이익	668	791	826	848	867
증감률(%YoY)					
매출액	15.2	0.9	-4.4	2.3	3.6
영업이익	131.2	-2.9	-13.7	21.3	0.6
EPS	295.7	8.9	0.5	2.7	2.2

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

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	1,151	916	838	768	824
당기순이익	771	835	826	848	867
현금유출이없는비용및수익	424	200	355	363	364
영업및무형자산상각비	445	436	484	501	516
영업관련자산부채변동	-122	-198	-96	-204	-162
매출채권및기타채권의감소	113	-46	148	-35	-62
재고자산의감소	166	233	-170	-30	-48
매입채무및기타채무의증가	72	132	-61	3	10
투자활동현금흐름	-460	-403	-217	-147	-143
CAPEX	-615	-492	-600	-600	-600
투자자산의순증	99	235	432	498	498
재무활동현금흐름	-318	-686	-620	-817	-836
사채및차입금의 증가	-199	-389	-400	-600	-600
자본금및자본잉여금의증가	13	1	-8	0	0
배당금지급	-25	-58	-58	-81	-122
기타현금흐름	-5	-35	0	0	0
현금의증가	368	-207	2	-197	-155
기초현금	645	1,012	805	807	610
기말현금	1,012	805	807	610	455

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	4,593	5,001	5,026	5,160	5,275
BPS	31,850	36,250	41,485	45,901	50,183
DPS	350	350	500	750	1,000
Multiple(배)					
P/E	5.4	6.3	4.1	4.0	3.9
P/B	0.8	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.4	7.3	5.7	4.6	4.2
수익성(%)					
영업이익률	8.4	8.1	7.3	8.7	8.4
EBITDA마진	13.2	12.8	12.7	14.2	13.9
순이익률	8.3	8.9	9.2	9.3	9.2
ROE	15.2	14.6	12.8	11.8	11.0
ROA	5.6	6.1	6.0	6.1	6.1
ROIC	9.6	8.7	7.2	8.6	8.3
안정성및기타					
부채비율(%)	152.7	120.6	101.3	83.9	69.7
이자보상배율(배)	4.5	5.1	4.2	5.8	7.0
배당성향(배)	7.4	6.8	9.8	14.3	18.6

자료: 한화케미칼 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

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 게재된 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 투자이견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

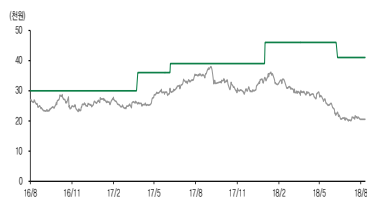
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			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	-35.1	-21.3					
18/06/25	Buy	41,000	-49.1	-44.8					
18/08/16	Buy	37,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경