



BUY(Maintain)

목표주가: 25,000원
주가(01/09): 20,200원
시가총액: 33,077억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/09)	2,064.71pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	36,200원	15,300원
등락률	-44.20%	32.03%
수익률	절대	상대
1W	3.9%	4.4%
6M	-3.8%	6.5%
1Y	-40.5%	-27.7%

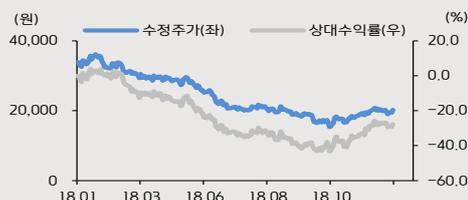
Company Data

발행주식수	164,234천주
일평균 거래량(3M)	1,065천주
외국인 지분율	23.52%
배당수익률(18E)	1.73%
BPS(18E)	38,773원
주요 주주	(주)한화(외 5인) 36.68%
	국민연금관리공단 8.15%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	92,588	93,418	93,430	113,461
보고영업이익	7,792	7,564	4,785	4,261
핵심영업이익	7,792	7,564	4,785	4,261
EBITDA	12,245	11,919	8,834	8,514
세전이익	8,864	10,659	5,701	4,693
순이익	7,709	8,345	4,001	3,660
지배주주지분순이익	7,553	8,247	4,171	3,660
EPS(원)	4,564	4,970	2,531	2,229
증감률(%YoY)	295.6	8.9	-49.1	-11.9
PER(배)	5.4	6.4	8.0	9.1
PBR(배)	0.8	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.3	7.2	7.8	8.5
보고영업이익률(%)	8.4	8.1	5.1	3.8
핵심영업이익률(%)	8.4	8.1	5.1	3.8
ROE(%)	14.8	14.3	6.3	5.5
순부채비율(%)	65.6	52.7	56.6	58.1

Price Trend



탐방 코멘트

한화케미칼 (009830)

4분기 실적, 기대치를 낮출 것



한화케미칼의 작년 4분기 영업이익은 283억원으로 최근 낮아진 시장 기대치를 하회할 전망이다. 태양광/리테일부문이 전 분기 대비 개선될 것으로 예상되지만, 기초소재부문의 주력 제품들 스프레드가 축소되었고, 일회성 비용이 발생할 것으로 예상되기 때문이다. 한편 작년 4분기 세전이익도 자회사 정기보수 진행 및 일부 자산손상차손 발생 가능성 확대로 전 분기에 이어 적자를 지속할 전망이다.

>>> 작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 하회 전망

한화케미칼의 작년 4분기 영업이익은 283억원으로 전 분기 대비 69.8% 감소하며, 최근 낮아진 시장 기대치(영업이익 600억원)를 하회할 전망이다. 한화큐셀코리아 흡수합병으로 태양광부문이 흑자전환할 것으로 예상되지만, 기초소재부문의 주력 제품들 스프레드가 축소되었고, 성과급 등 일부 일회성 비용이 발생할 것으로 예상되기 때문이다.

1) 기초소재부문 영업이익은 86억원으로 전 분기 대비 90.2% 감소할 전망이다. 고가 원재료 투입 효과로 LDPE/LLDPE/EVA/PVC 등 폴리머 제품 스프레드가 축소되었고, 작년 상반기 높은 마진율을 기록하였던 TDI/가성소다의 가격이 급락세를 기록하였으며, 공급 과잉 등으로 폴리실리콘의 적자폭이 심화될 것으로 예상되기 때문이다.

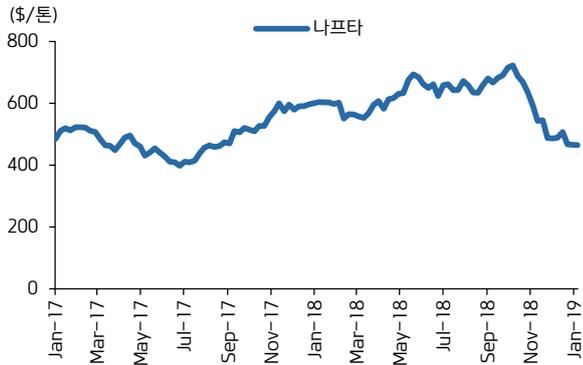
2) 리테일부문 영업이익은 121억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자 전환이 예상된다. 계절적 성수기 요인으로 백화점/면세점 실적이 개선될 것으로 전망되기 때문이다. 다만 작년 12월 중국의 전자상거래법 개정에 따른 타이공 움직임 위축으로 성수기 효과가 작년 대비해서는 둔화될 것으로 보인다.

3) 가공소재 영업이익은 -13억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속할 전망이다. 고객사들의 신차 판매 효과가 있었지만, 연말 재고 조정 이슈도 동시에 발생하였기 때문이다.

4) 태양광부문 영업이익은 82억원으로 전 분기 대비 흑자 전환할 전망이다. ASP가 하락세를 보였지만, 출하량이 전 분기 대비 증가하였고, 제품믹스가 견고한 한화큐셀코리아 실적이 올해 11월부터 태양광부문 연결 실적에 귀속되었기 때문이다.

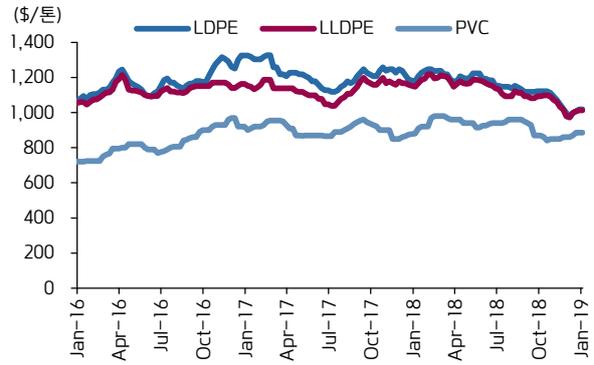
한편 작년 4분기 세전이익은 -548억원으로 전 분기 대비 적자가 커질 전망이다. YNCC/한화종합화학의 정기보수가 진행되었고, 유가 하락으로 한화토탈 에너지부문 재고평가이익이 큰 폭으로 감소할 것으로 예상되며, 폴리실리콘 설비 관련 자산손상차손 발생 가능성이 크기 때문이다.

역내 나프타 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 LDPE/LLDPE/PVC 가격 추이



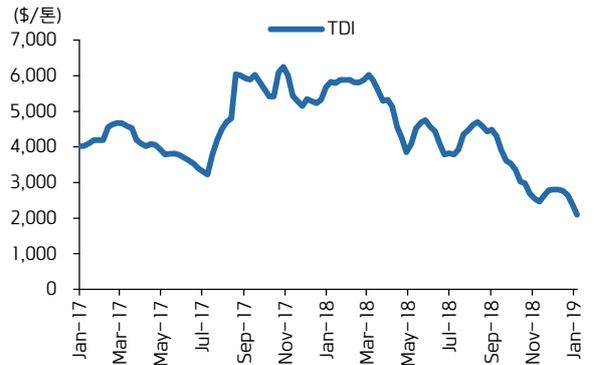
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

중국 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

중국 TDI 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2016	2017	2018E	2019E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,251	2,312	2,705	9,259	9,342	9,343	11,346
영업이익	197	219	215	126	172	184	94	28	779	756	478	426
영업이익률	9.0%	8.8%	9.3%	5.3%	8.3%	8.2%	4.1%	1.0%	8.4%	8.1%	5.1%	3.8%
매출액												
기초소재	1,053	1,065	1,103	1,108	1,094	1,154	1,130	1,522	3,872	4,328	4,900	5,647
가공소재	263	232	243	244	231	257	274	266	1,024	982	1,028	1,173
리테일	167	160	185	204	178	178	160	224	673	715	739	813
태양광	752	872	838	953	827	806	818	821	3,912	3,415	3,272	4,301
기타	375	522	329	255	243	270	268	268	1,516	1,480	1,049	1,073
연결조정	-418	-365	-384	-412	-497	-414	-338	-396	-1,738	-1,579	-1,645	-1,661
영업이익												
기초소재	167	161	182	120	148	182	88	9	471	631	427	246
가공소재	8	-1	3	-7	-6	2	-2	-1	36	2	-7	-2
리테일	-1	-11	17	19	5	1	2	12	-1	23	20	28
태양광	11	15	5	-17	35	-4	0	8	213	14	39	152
기타	17	52	12	-6	2	7	8	3	70	75	20	11
연결조정	-5	3	-4	16	-12	-4	-2	-2	-10	11	-19	-8

자료: 한화케미칼, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	93,418	93,430	113,461
매출원가	65,406	72,112	73,863	76,234	92,497
매출총이익	14,964	20,476	19,555	17,195	20,965
판매비및일반관리비	11,593	12,684	11,991	12,411	16,704
영업이익(보고)	3,370	7,792	7,564	4,785	4,261
영업이익(핵심)	3,370	7,792	7,564	4,785	4,261
영업외손익	-1,086	1,072	3,094	916	432
이자수익	214	192	154	220	302
배당금수익	40	32	16	26	0
외환이익	2,080	2,796	4,275	3,078	3,334
이자비용	1,797	1,733	1,488	1,537	1,704
외환손실	2,797	2,877	3,857	4,114	4,503
관계기업지분법손익	1,762	4,457	5,938	4,047	2,901
투자및기타자산처분손익	-594	-202	-72	122	121
금융상품평가및기타금융이익	197	-385	-371	192	-19
기타	-191	-1,208	-1,501	-1,118	0
법인세차감전이익	2,284	8,864	10,659	5,701	4,693
법인세비용	480	1,154	2,313	1,700	1,032
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.7%	29.8%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	4,001	3,660
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	4,171	3,660
EBITDA	7,892	12,245	11,919	8,834	8,514
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	8,049	7,913
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	3,763	3,583
증감율(% YoY)					
매출액	-0.2	15.2	0.9	0.0	21.4
영업이익(보고)	138.6	131.2	-2.9	-36.7	-10.9
영업이익(핵심)	138.6	131.2	-2.9	-36.7	-10.9
EBITDA	40.1	55.2	-2.7	-25.9	-3.6
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	9.2	-49.4	-12.3
EPS	217.2	295.6	8.9	-49.1	-11.9
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	-56.7	-4.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	9,007	3,629	2,839
당기순이익	2,284	8,864	10,659	4,001	3,660
감가상각비	4,352	4,303	4,200	3,906	4,123
무형자산상각비	169	150	155	142	130
외환손익	844	-103	-591	1,036	1,169
자산처분손익	954	710	204	-122	-121
지분법손익	-1,662	-4,233	-5,931	-4,047	-2,901
영업활동자산부채 증감	3,051	-1,520	-2,131	-150	-2,026
기타	1,608	3,036	2,443	-1,138	-1,196
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-3,946	-6,752	-6,438
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	-2,556	-1	-1,347
유형자산의 처분	972	2,013	244	0	0
유형자산의 취득	-7,592	-6,148	-4,924	-7,000	-5,300
무형자산의 처분	-51	-132	160	0	0
기타	1,026	1,642	3,130	249	209
재무활동현금흐름	-1,051	-3,016	-6,787	2,353	2,699
단기차입금의 증가	409	171	68	0	0
장기차입금의 증가	444	-804	-4,534	3,500	2,650
자본의 증가	0	-2	0	0	0
배당금지급	-245	-245	-575	-575	-569
기타	-1,659	-2,135	-1,746	-572	618
현금및현금성자산의순증가	954	3,675	-2,073	-771	-901
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	7,279
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	7,279	6,379
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	3,779	4,865
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	525	157

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	41,458	47,886
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	7,279	6,379
유동금융자산	3,745	2,289	3,515	3,515	4,269
매출채권및유동채권	19,328	17,593	19,201	19,204	23,321
채고자산	18,256	14,206	11,438	11,439	13,892
기타유동비금융자산	0	1,026	21	21	26
비유동자산	90,749	92,940	94,270	101,159	105,780
장기매출채권및기타비유동채권	712	665	657	657	798
투자자산	24,480	29,803	33,092	37,155	40,677
유형자산	60,505	57,610	55,882	58,976	60,153
무형자산	4,408	4,262	4,220	4,078	3,948
기타비유동자산	643	601	419	293	204
자산총계	138,526	138,179	136,495	142,617	153,665
유동부채	54,206	49,630	48,942	48,795	53,415
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	21,096	21,099	25,623
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	1,282	1,378
비유동부채	35,008	33,866	25,678	28,606	31,944
장기매입채무및비유동채무	2,268	551	325	325	395
사채및장기차입금	26,158	25,746	17,760	21,260	23,910
기타비유동부채	6,582	7,568	7,593	7,021	7,639
부채총계	89,215	83,496	74,620	77,402	85,359
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	47,259	50,364
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	63,679	66,783
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,723	1,537	1,523
자본총계	49,312	54,683	61,875	65,215	68,306
순차입금	40,218	35,883	32,609	36,879	39,676
총차입금	50,411	48,296	44,174	47,674	50,324

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,154	4,564	4,970	2,531	2,229
BPS	28,415	31,850	36,250	38,773	40,663
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	5,360	5,184
CFPS	3,879	7,350	7,654	4,884	4,818
DPS	150	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	23.6	5.4	6.4	8.0	9.1
PBR	1.0	0.8	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.5	6.3	7.2	7.8	8.5
PCFR	7.0	3.4	4.1	4.1	4.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.1	5.1	3.8
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.1	5.1	3.8
EBITDA margin	9.8	13.2	12.8	9.5	7.5
순이익률	2.2	8.3	8.9	4.3	3.2
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.3	6.3	5.5
투자자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	5.4	4.6
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	118.7	125.0
순차입금비율	81.6	65.6	52.7	56.6	58.1
이자보상배율(배)	1.9	4.5	5.1	3.1	2.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.1	4.9	5.3
채고자산회전율	4.3	5.7	7.3	8.2	9.0
매입채무회전율	3.2	3.4	4.0	4.4	4.9

Compliance Notice

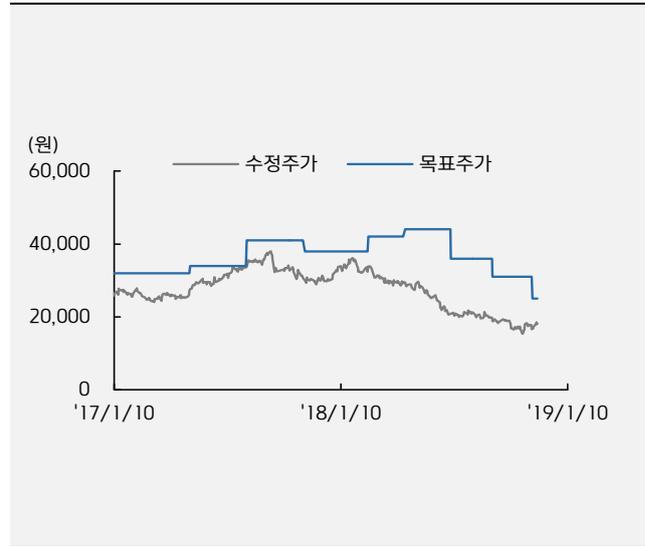
- 당사는 1월 9일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동 내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	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	
	담당자 변경	2018/04/23	Buy(Reinitiate)	44,000원	6개월	-34.5	-33.2
		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	-42.1	-39.6	
2018/08/16		Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-43.1	-39.6	
2018/09/12		Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-42.4	-37.6	
2018/11/14	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-22.9	-16.8		
2019/01/10	Buy(Maintain)	25,000원	6개월				

* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준 (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	적용 기준 (6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자 등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자 등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%