

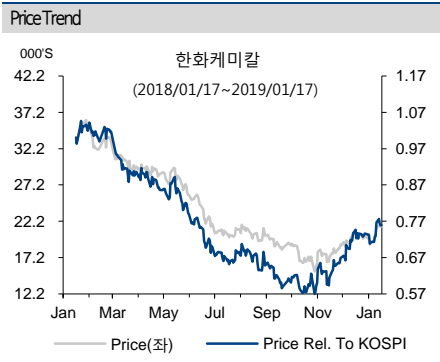
한화케미칼 (009830)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	26,000 원(상향)
증가(2019/01/17)	21,500 원

Stock Indicator	
자본금	830 십억원
발행주식수	16,423 만주
시가총액	3,520 십억원
외국인지분율	23.6%
52 주 주가	15,300~36,200 원
60 일평균거래량	1,103,397 주
60 일평균거래대금	20.7 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	25.0	5.4	-36.5
상대수익률	1.6	27.8	13.7	-20.2



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	9,342	8,891	9,333	9,387
영업이익(십억원)	756	486	509	515
순이익(십억원)	825	574	563	549
EPS(원)	4,970	3,497	3,428	3,343
BPS(원)	36,250	39,457	42,273	45,002
PER(배)	6.4	6.1	6.3	6.4
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	14.6	9.2	8.4	7.7
배당수익률(%)	2.4	3.5	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	7.1	7.8	7.9	8.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유·화학·유틸리티] 원민석
(2122-9193)
ethan.won@hi-ib.com

바닥을 짚고 돌아설 태양광

4Q18 Preview : 기초소재 부문 수익성 축소로 실적 악화

동사의 4Q18 실적은 매출 2 조 2,523 억원 (q/q -2.6%, Cons. 2 조 2,634 억원), 영업이익 354 억원 (q/q -62.3%, Cons. 388 억원)으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 전 분기 대비 큰 폭의 실적 악화는 주로 기초소재 부문의 실적 악화에 기인한다.

기초소재 부문 영업이익은 98 억원 (q/q -88.9%)으로 전 분기 대비 크게 악화될 것이다. 1) 주요 제품 Spread 축소 및 2) 폴리실리콘 설비 정기보수 [11 월 5 일~ , 40 일간]가 실적 악화의 주요 원인이다. 태양광 부문 영업이익은 235 억원 (q/q 흑자전환)으로 전분기 대비 개선될 것인데, 지분법이었던 큐셀코리아의 실적이 11 월부터 연결로 인식되었기 때문이다. 가공소재부문 영업적자는 -14 억원 (q/q 적자지속)으로 전분기와 크게 다르지 않을 것이나, 리테일부문 영업이익은 146 억원 (q/q +870.1%)으로 성수기 효과를 누리며 전분기 대비 개선될 것으로 전망한다. 지분법 이익은 여천 NCC/한화종합화학의 정기보수 영향으로 전분기 대비 악화될 것으로 전망한다.

13.5 계획 조정 및 Top-Runner Program 으로 태양광 수요 회복 기대

13.5 계획 조정 및 Top-Runner Program 으로 태양광 수요의 점진적인 회복을 전망한다. 13.5 계획을 통해 설정된 태양광 설비 목표는 100GW 였는데, 이미 '17 연말 130GW, '18 년 6 월 155GW 를 기록하며 초과 달성 중이다. 이에 13.5 계획의 조정이 또한 중국이 동중 기술 내 최고 수준의 출력을 보유한 태양광 모듈만 사용할 수 있도록 하는 Top-Runner Program 을 운영함에 따라, 신규 태양광 패널에 대한 수요도 회복될 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 26,000 원으로 상향

동사에 대한 투자의견 Buy 를 유지하며, 목표주가를 21,000 원에서 26,000 원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd BPS 42,273 원에 Target PBR 0.62x [12M Fwd ROE 8.4%, 12M Fwd COE 13.6%]를 적용하여 산출하였다.

Earnings : 바닥을 짚고 돌아설 태양광

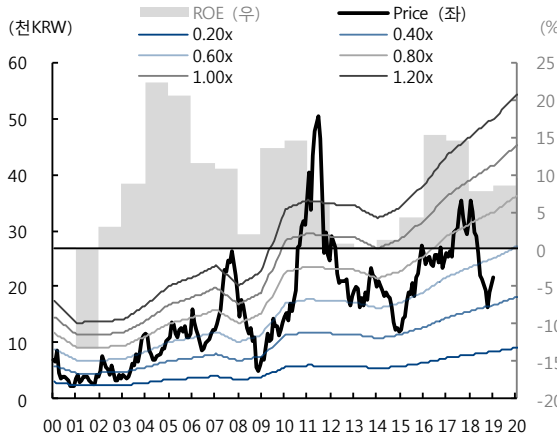
그림 70. 한화케미칼의 부문별 실적 추정

한화케미칼 [009830]	단위	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
주요 가정												
두바이 유가 [Avg]	USD/bbl	53.4	49.8	50.7	59.4	64.4	72.2	74.7	67.5	53.3	69.7	56.0
두바이 유가 [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	54.5	51.5	48.2	58.1	64.7	68.9	73.1	70.2	53.1	69.2	56.0
두바이 유가 [End]	USD/bbl	51.9	46.5	55.8	64.0	65.5	75.3	84.9	53.5	64.0	53.5	56.0
사우디 OSP [Avg, 1M Lag]	USD/bbl	-0.2	-0.2	-0.5	0.2	1.5	1.3	2.0	1.3	-0.2	1.5	1.1
KRW/USD 환율 [Avg]	KRW/USD	1,152.1	1,128.9	1,131.8	1,105.5	1,071.4	1,079.2	1,120.1	1,126.8	1,129.6	1,099.4	1,126.8
KRW/USD 환율 [End]	KRW/USD	1,116.7	1,144.4	1,144.3	1,066.4	1,060.3	1,113.9	1,110.0	1,113.3	1,066.4	1,113.3	1,113.3
매출액	십억원	2,191.4	2,485.6	2,313.0	2,351.9	2,076.1	2,250.5	2,311.9	2,252.3	9,341.8	8,890.8	9,333.3
기초소재	십억원	1,052.7	1,064.5	1,102.5	1,107.9	1,094.1	1,153.7	1,130.3	940.6	4,327.6	4,318.7	3,731.6
태양광	십억원	751.5	872.4	837.5	953.3	827.4	806.4	817.7	1,033.0	3,414.7	3,484.5	4,557.9
가공소재	십억원	263.0	232.3	243.4	243.7	231.2	257.1	274.4	274.7	982.4	1,037.4	1,169.6
리테일	십억원	167.2	159.8	184.6	203.8	177.5	177.6	159.7	207.9	715.4	722.7	737.1
영업이익	십억원	196.6	218.8	215.2	125.8	172.1	184.4	93.8	35.4	756.4	485.6	508.9
기초소재	십억원	167.3	161.2	182.2	120.4	148.3	181.7	87.9	9.8	631.1	427.7	330.0
태양광	십억원	10.7	15.3	5.2	-16.9	35.0	-4.3	-0.3	23.5	14.3	53.9	162.4
가공소재	십억원	7.5	-1.3	2.8	-6.8	-6.1	2.0	-1.5	-1.4	2.2	-7.0	-0.7
리테일	십억원	-1.3	-11.3	16.7	18.8	4.8	1.3	1.5	14.6	22.9	22.2	20.0
영업이익률	%	9.0%	8.8%	9.3%	5.4%	8.3%	8.2%	4.1%	1.6%	8.1%	5.5%	5.5%
기초소재	%	15.9%	15.1%	16.5%	10.9%	13.6%	15.7%	7.8%	1.0%	14.6%	9.9%	8.8%
태양광	%	1.4%	1.8%	0.6%	-1.8%	4.2%	-0.5%	0.0%	2.3%	0.4%	1.5%	3.6%
가공소재	%	2.9%	-0.6%	1.2%	-2.8%	-2.6%	0.8%	-0.5%	-0.5%	0.2%	-0.7%	-0.1%
리테일	%	-0.8%	-7.1%	9.0%	9.2%	2.7%	0.7%	0.9%	7.0%	3.2%	3.1%	2.7%
세전이익	십억원	392.5	305.2	331.9	36.3	366.7	260.8	-2.6	141.6	1,065.9	766.5	751.5
당기순이익	십억원	324.2	249.4	252.1	8.9	292.5	185.1	-34.7	132.0	834.5	574.9	563.6
지배주주순이익	십억원	321.3	236.4	252.7	14.4	296.6	186.0	-22.7	114.4	824.7	574.3	563.0

자료:하이투자증권

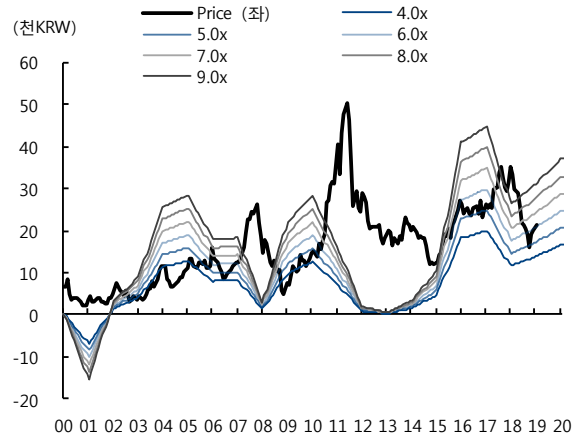
Multiple Band Charts & Consensus

그림 71. 한화케미칼 PBR/ROE Band Chart



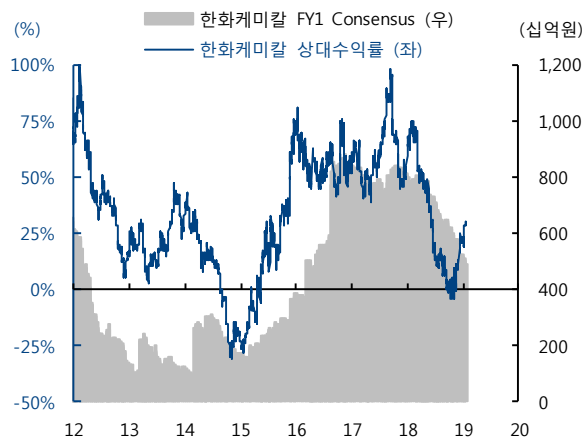
자료:하이투자증권

그림 72. 한화케미칼 PER Band Chart



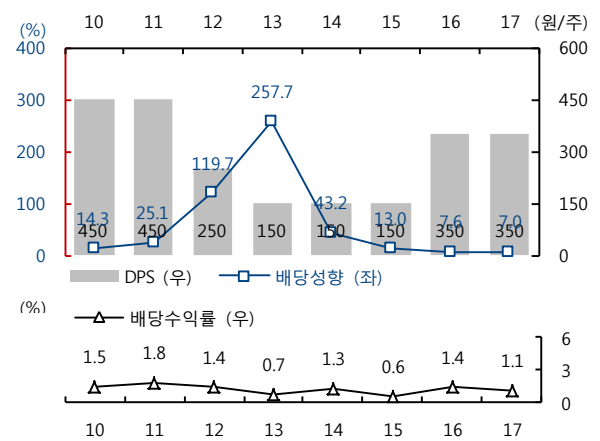
자료:하이투자증권

그림 73. 한화케미칼의 상대수익률 및 FY1 Consensus 추이



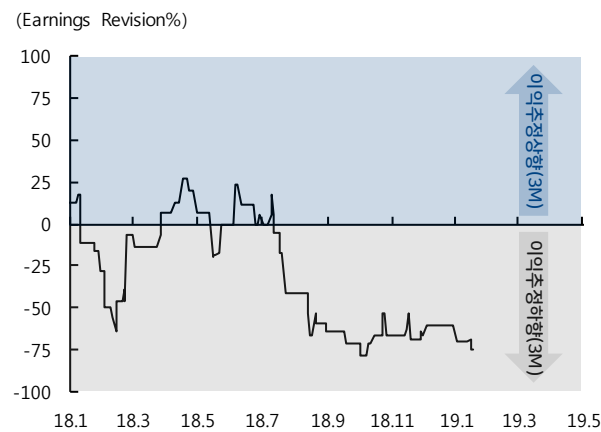
자료:하이투자증권

그림 74. 한화케미칼의 DPS, 배당성향, 배당수익률 추이



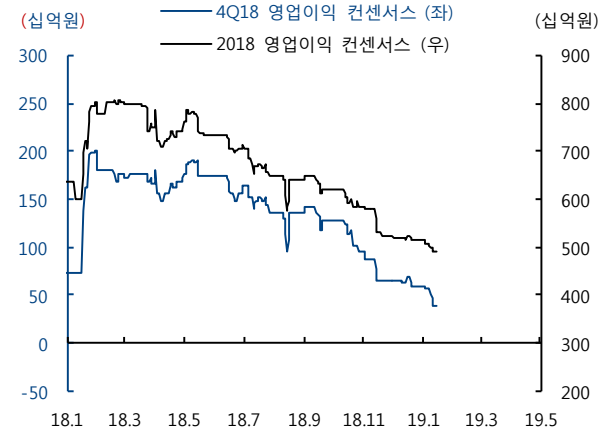
자료:하이투자증권

그림 75. 한화케미칼의 Earning Revision(3M) 추이



자료:하이투자증권

그림 76. 한화케미칼의 4Q18/2018 영업이익 Consensus(1M)



자료:하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,222	4,154	4,480	4,900
현금 및 현금성자산	805	750	707	727
단기금융자산	366	549	824	1,237
매출채권	1,723	1,643	1,726	1,738
재고자산	1,144	1,089	1,143	1,149
비유동자산	9,427	10,269	11,076	11,849
유형자산	5,588	5,779	6,098	6,380
무형자산	422	418	415	412
자산총계	13,649	14,423	15,557	16,749
유동부채	4,894	4,698	4,665	4,605
매입채무	1,305	1,242	1,304	1,312
단기차입금	2,012	2,012	2,012	2,012
유동성장기부채	630	632	634	636
비유동부채	2,568	3,072	3,776	4,580
사채	1,039	1,339	1,839	2,439
장기차입금	737	937	1,137	1,337
부채총계	7,462	7,770	8,441	9,184
자배주주지분	6,015	6,480	6,943	7,391
자본금	830	821	821	821
자본잉여금	829	829	829	829
이익잉여금	4,365	4,881	5,387	5,878
기타자본항목	-8	-51	-94	-138
비자배주주지분	172	173	173	174
자본총계	6,187	6,653	7,116	7,565

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,342	8,891	9,333	9,387
증가율(%)	0.9	-4.8	5.0	0.6
매출원가	7,386	7,280	7,639	7,698
매출총이익	1,956	1,611	1,694	1,689
판매비와관리비	1,199	1,125	1,185	1,174
연구개발비	81	77	81	81
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	756	486	509	515
증가율(%)	-2.9	-35.8	4.8	1.2
영업이익률(%)	8.1	5.5	5.5	5.5
이자수익	15	17	20	26
이자비용	149	166	189	216
지분법이익(손실)	593	465	300	300
기타영업외손익	-152	-37	110	106
세전계속사업이익	1,066	766	751	733
법인세비용	231	192	188	183
세전계속이익률(%)	11.4	8.6	8.1	7.8
당기순이익	835	575	564	550
순이익률(%)	8.9	6.5	6.0	5.9
지배주주귀속 순이익	825	574	563	549
기타포괄이익	-43	-43	-43	-43
총포괄이익	791	532	520	506
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

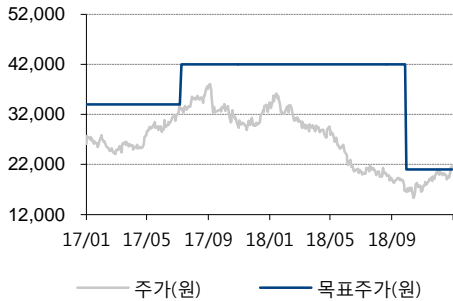
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	916	1,858	1,906	2,008
당기순이익	835	575	564	550
유형자산감가상각비	420	412	434	471
무형자산상각비	16	15	14	14
지분법관련손실(이익)	593	465	300	300
투자활동 현금흐름	-403	-1,193	-1,287	-1,427
유형자산의 처분(취득)	-468	-753	-753	-753
무형자산의 처분(취득)	16	-11	-11	-11
금융상품의 증감	235	-182	-184	-186
재무활동 현금흐름	-686	261	470	570
단기금융부채의증감	-	2	2	2
장기금융부채의증감	-453	500	700	800
자본의증감	-	-8	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-207	-55	-43	19
기초현금및현금성자산	1,012	805	750	707
기말현금및현금성자산	805	750	707	727

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	4,970	3,497	3,428	3,343
BPS	36,250	39,457	42,273	45,002
CFPS	7,595	6,096	6,159	6,297
DPS	750	750	750	750
Valuation(배)				
PER	6.4	6.1	6.3	6.4
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
PCR	4.2	3.5	3.5	3.4
EV/EBITDA	7.1	7.8	7.9	8.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.6	9.2	8.4	7.7
EBITDA 이익률	12.8	10.3	10.3	10.7
부채비율	120.6	116.8	118.6	121.4
순부채비율	52.5	54.4	57.5	59.0
매출채권회전율(x)	5.7	5.3	5.5	5.4
재고자산회전율(x)	7.3	8.0	8.4	8.2

자료 : 한화케미칼, 하이투자증권 리서치센터

한화케미칼
최근 2년간 투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-07-24(담당자변경)	Buy	42,000	1년	-27.5%	-9.5%
2018-10-15(담당자변경)	Buy	21,000	1년	-11.5%	2.6%
2019-01-18	Buy	26,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 원민석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율 (%)	90.9%	9.1%	-