



## BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원

주가(01/28): 22,000원

시가총액: 36,024억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (01/28)	2,177.30pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	36,200원	15,300원
등락률	-39.23%	43.79%
수익률	절대	상대
1W	8.9%	2.1%
6M	3.3%	8.9%
1Y	-38.4%	-27.1%

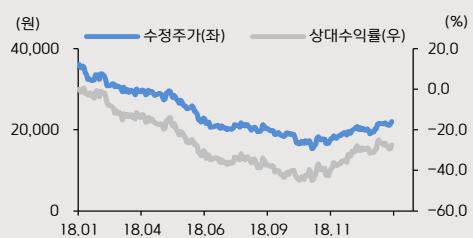
## Company Data

발행주식수	164,234천주
일평균 거래량(3M)	1,051천주
외국인 지분율	23.71%
배당수익률(18E)	1.73%
BPS(18E)	38,773원
주요 주주	(주)한화(외 5인) 국민연금관리공단
	36.67% 7.09%

## 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



## 기업브리프

## 한화케미칼 (009830)

## 올해 상반기, PVC 텐어라운드 전망



한화케미칼의 주력 제품 중 하나인 PVC는 올해 상반기에 업황의 회복이 예상됩니다. 주력 시장인 인도는 수급 타이트 현상이 지속되고 있고, 향후 중국의 신증설이 제한되며, 수출 경쟁국인 미국이 올해 상반기 대규모 텐어라운드가 계획되어 있기 때문입니다. 또한 올해 태양광부문은 마진율이 높은 구 한화큐셀코리아 합병 효과, 올해 2분기 미국 모듈 플랜트 상업 가동에 따른 세이프가드 조치 선제적 대응으로 추가적 실적 개선이 예상됩니다. 실적/멀티플에 근거해 목표주가 상향조정합니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 상반기, 주력 제품인 PVC의 회복 전망

한화케미칼의 기초소재 주력 제품 중 하나인 PVC는 올해 상반기에 업황이 회복세를 보일 전망이다.

1) 국내 PVC업체들의 주요 수출국인 인도의 경우, 2021년까지 증설 제한으로 대규모 수입국 지위(연간 150~200만톤 수입)를 지속할 것으로 보이며, 올해 상반기 농업섹터에서 전통적인 PVC 파이프 수요가 확대될 것으로 전망되고, 2017~2018년 업황에 영향을 주었던 GST(통합간접세) 및 BIS 인증 영향이 올해는 해소될 것으로 예상되기 때문이다.

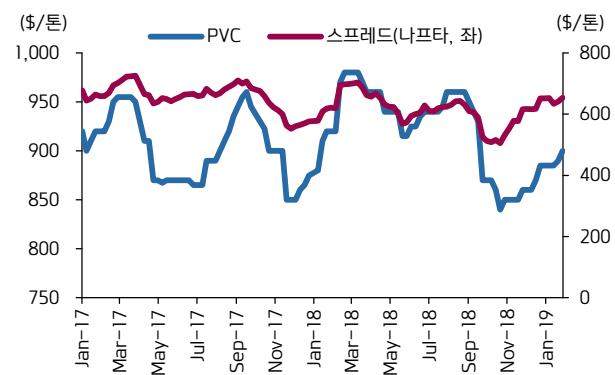
2) 세계 최대 PVC 생산국인 중국은 지난 8년 간 총 14.8백만톤의 신규 공급 능력이 증가하였으나, 카바이드 가격 상승으로 향후 5년 간 PVC 신규 생산능력 증가는 1.3백만톤 수준에 불과하다. 참고로 2017년 기준 중국의 총 PVC 생산능력은 23.9백만톤으로 그 중 86%가 카바이드 공법 PVC이다.

3) 또한 올해 상반기는 미국 내 PVC 플랜트들의 정기보수가 집중될 전망이다. 이에 미국의 PVC 수출이 올해 상반기 감소할 것으로 보인다. 미국 Formosa Plastics는 올해 1월 텍사스 EDC 플랜트(140만톤), 2~3월 텍사스 VCM 플랜트(75.3만톤), 4월 루이지애나주 PVC 플랜트를 정기보수를 할 계획이며, 미국 Westlake Chemical은 올해 2월 루이지애나주 PVC 플랜트(33.1만톤)의 텐어라운드를 진행할 예정이고, 미국 Shintech도 올해 3월 텍사스 PVC 플랜트(140만톤)를 정기보수에 들어갈 것으로 전망되기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 기초소재 감익을 태양광부문이 채울 것이다

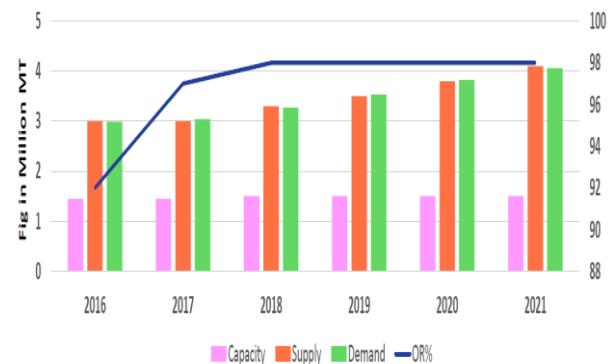
가성소다/TDI/폴리실리콘 하락에 따른 올해 기초소재부문의 감익을 태양광부문의 증익이 상당부분 채워줄 전망이다. 1) 마진율이 높은 구 한화큐셀코리아 합병으로 전반적인 태양광 셀/모듈 생산능력이 증가하였고, 2) 올해 2분기 1.7GW의 미국 모듈 플랜트 상업 가동으로 추가적인 물량 확대 및 세이프가드 영향 감소가 예상되며, 3) 태양광부문의 전반적인 공급 과잉 지속에도 동사의 주력 제품인 하프셀모듈은 상대적으로 수급이 타이트하기 때문이다. 참고로 동사에 따르면, 미국 신규 모듈 플랜트는 부지 무상 제공, 재산세/법인세 혜택 등 총 3천만 달러의 혜택이 추가될 것으로 예상된다.

## 국내 PVC 가격 및 스프레드(통합) 추이



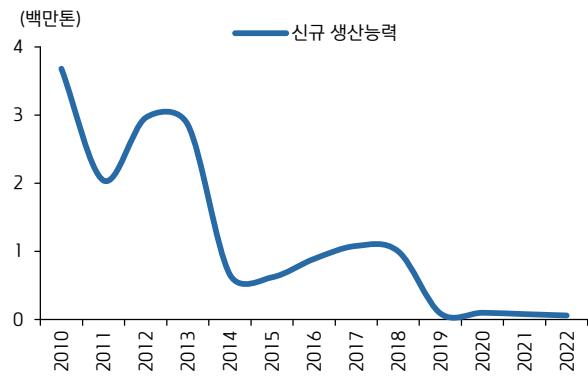
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 인도 PVC 수급 전망



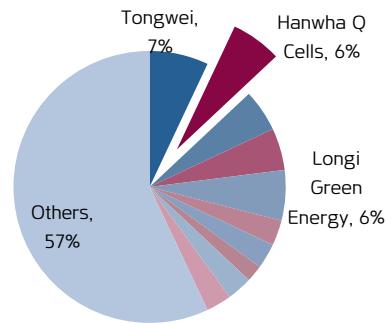
자료: RIL, 키움증권 리서치

## 중국 PVC 신규 생산능력 추이/전망



자료: CNCIC, 키움증권 리서치

## 세계 태양광 셀 M/S 현황(2018년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2016	2017	2018E	2019E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE				
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%
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
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	-0.3	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
판매비 및 일반관리비	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
재고자산	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
투하자본이익률(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
재고자산회전율	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 28일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상		괴리율(%)	
				시점	평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
한화케미칼 (009830) 담당자변경	2017/02/24	Buy(Maintain)	32,000원	6개월	-20.6	-15.3	
	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(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	-21.6	-13.8	
	2019/01/21	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-20.8	-12.0	
	2019/01/29	Buy(Maintain)	28,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 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 (2018/01/01~2018/12/31)

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