

2019. 2. 21



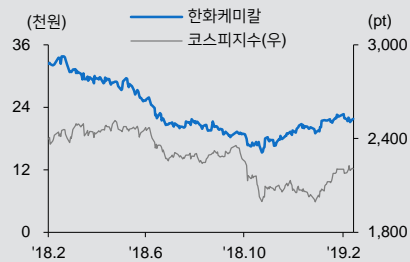
▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	28,000 원
현재주가 (2.20)	23,200 원
상승여력	20.7%
KOSPI	2,229.76pt
시가총액	37,842억원
발행주식수	16,311만주
유동주식비율	63.33%
외국인비중	24.18%
52주 최고/최저가	33,800원/15,300원
평균거래대금	204.2억원
주요주주(%)	
한화 외 3 인	36.67
국민연금	7.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.2	12.6	-30.6
상대주가	3.0	13.5	-24.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,593	321.3	31,850	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017	9,341.8	756.4	824.7	5,001	7.9	36,250	6.3	0.9	7.3	14.6	120.6
2018E	9,046.0	354.3	186.7	1,138	-80.7	36,691	17.8	0.6	8.6	3.1	124.0
2019E	10,356.6	480.4	569.1	3,486	289.1	39,805	6.3	0.5	7.5	9.1	120.4
2020E	10,555.7	646.3	660.3	4,525	29.8	43,475	5.4	0.5	5.9	3.7	111.6

한화케미칼 009830

Re-rating

- ✓ 4Q18 이익 -959억원, 18년 연간 3,543억원 달성
- ✓ 화학사업부 바닥 확인→ PVC 연중 강세, 가성소다 반등, PE 하반기 수급 개선
- ✓ 태양광 단결정 전지(Mono) 판매 비중 증가에 따른 태양광 이익 증가는 긍정적
- ✓ 화학업종 Re-rating 구간 진입, 투자의견 Buy와 적정주가 2.8만원 제시 (19년 추정치 기준 0.7배 부여)

4Q18 영업적자 -959억원, 18년 연간 3,543억원 시현

동사는 4Q18 영업적자 -959억원으로 2013년 이후 첫 분기 적자를 시현했다. 사업 부별 실적은 기초소재 -507억원(성과금 -250억원), 태양광 -411억원(매출채권 상각 -470억원), 가공소재 -78억원, 리테일 115억원, 기타 -123억원이다.

기초소재는 주요 제품들의 판가 하락 영향: TDI는 독일 라인강 수위 회복으로 BASF 가동률 정상화 및 중국 Wanhua 설비 물량 출하로 수급 불균형, 가성소다는 인도의 BIS 절차가 지연되며 역내 공급량 증가, 닝보법인 PVC는 부정적 래깅효과 발생으로 적자전환했다. 태양광 부문은 한화큐셀코리아 합병에 따른 이익 방어 (+120억원 반영)에도, 일회성 비용과 마케팅 비용 증가로 부진했다. 지분법 이익은 정기보수 영향 및 주요 제품 수익성 악화로 203억원 반영되었다.

영업외비용은 (1) 기초소재 -1,200억원(폴리실리콘 손상반영), (2) 큐셀 불용자산 상각, (3) 터키 태양광 발전 프로젝트 상각비용 반영되며 세전적자가 지속되었다.

화학업종 Re-rating, 19년 기준 PBR 0.5배 수준의 절대적 저평가 매력 부각

동사의 주가는 (1) 수요 불확실성 해소(무역분쟁 진전, 중국 경기부양책) 가능성 고조, (2) 태양광부문 실적 정상화, (3) 가성소다 반등 기대감으로 19년 연초 이후 +17.2% 상승했다. 최근 주가 급등에도 동사의 주가는 PBR 0.5배 수준으로 경쟁사 대비 절대 저평가 상태이며, 주가의 추가 상승여력을 보유했다.

이는 (1) 화학 수요 정상화, 특히 가성소다 반등에 힘입은 화학부문 실적 추정치 상향 가능성이 높고, (2) 태양광, 19년 단결정 전지 수요 증가가 예상되며 동사의 고효율 생산 능력이 부각될 가능성이 높기 때문이다. 이에 투자의견 Buy를 유지하고, 적정주가는 PBR 0.7배를 부여한 2.8만원을 제시한다.

표1 한화케미칼 4Q18 실적테이블

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	2,407.6	2,351.9	2.4	2,311.9	4.1	2,251.9	6.9	2,056.0	17.1
영업이익	-95.9	125.8	적전	93.8	적전	40.0	적전	35.7	적전
세전이익	-336.5	36.3	적전	-2.6	적지	22.4	적전	33.9	적전
순이익	-273.2	14.4	적전	-22.7	적지	22.8	적전	32.7	적전

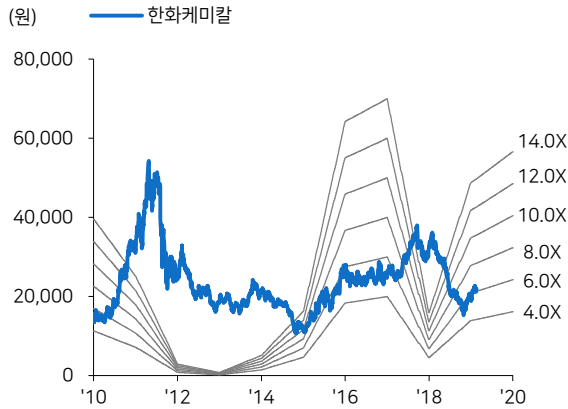
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한화케미칼 부문별 실적 추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
매출액	2,076.1	2,076.1	2,076.1	2,076.1	2,076.1	2,076.1	2,076.1	2,076.1	9,046.0	10,356.6	10,555.7
기초소재	1,094.1	1,153.7	1,130.3	994.1	1,007.6	1,015.6	1,026.3	1,027.6	4,372.2	4,077.0	4,077.3
가공소재	231.2	257.1	274.4	284.9	234.7	261.7	279.3	288.3	1,047.6	1,064.1	1,074.7
리테일	177.5	177.6	159.7	189.4	167.1	164.7	177.2	199.8	704.2	708.8	737.2
태양광	827.4	806.4	817.7	1,171.3	1,188.9	1,218.6	1,245.4	1,195.6	3,622.8	4,848.4	5,013.3
기타	242.8	337.1	291.0	242.7	278.4	287.3	274.8	270.8	1,113.5	1,111.3	1,106.2
영업이익	172.1	184.4	93.8	-95.9	84.3	129.4	167.3	99.4	354.3	480.4	646.3
%OP	8.3%	8.2%	4.1%	-4.0%	3.4%	5.0%	6.3%	3.8%	3.9%	4.6%	6.1%
기초소재	148.3	181.7	87.9	-50.7	76.7	116.3	116.1	102.2	367.2	411.3	459.0
가공소재	-6.1	2.0	-1.5	-7.8	-4.2	-2.6	2.8	-10.1	-13.4	-14.1	37.4
리테일	4.8	1.3	1.5	11.5	10.0	1.6	13.3	22.0	19.1	46.9	58.9
태양광	35.0	-4.3	-0.3	-41.1	14.3	26.8	38.6	23.9	-10.7	103.6	156.5
기타	1.8	2.0	9.5	-12.3	1.5	1.3	10.5	-24.6	1.0	-11.3	-9.4
세전이익	366.7	260.7	-2.6	-336.6	150.1	212.8	253.8	159.3	288.3	776.1	923.2
순이익(지배)	296.6	186.0	-22.7	-273.2	113.0	156.8	183.8	115.5	186.7	569.1	660.3
%YoY											
매출액	-5.3%	-9.5%	-0.1%	2.4%	21.1%	14.8%	14.2%	8.8%	-3.2%	14.5%	1.9%
영업이익	-12.5%	-15.7%	-56.4%	적전	-51.0%	-29.8%	78.4%	흑전	-53.2%	35.6%	34.5%
세전이익	-6.6%	-14.6%	적전	적전	-59.1%	-18.4%	흑전	흑전	-73.0%	169.2%	19.0%
순이익(지배)	-7.7%	-21.3%	적전	적전	-61.9%	-15.7%	흑전	흑전	-77.4%	204.8%	16.0%
%QoQ											
매출액	-11.7%	8.4%	2.7%	4.1%	4.4%	2.8%	2.1%	-0.8%			
영업이익	36.7%	7.1%	-49.1%	적전	흑전	53.5%	29.3%	-40.6%			
세전이익	911.5%	-28.9%	적전	적지	흑전	41.7%	19.3%	-37.2%			
순이익(지배)	1962.7%	-37.3%	적전	적지	흑전	38.8%	17.2%	-37.1%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 12M Fwd Per 밴드



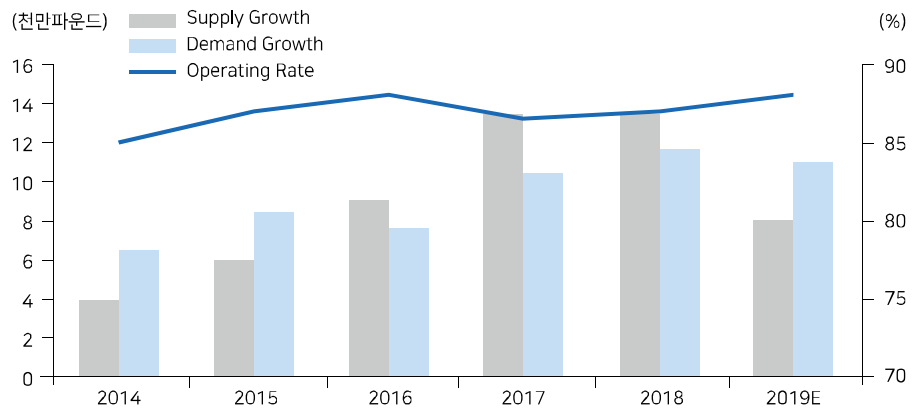
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 12M Trailing Pbr 밴드



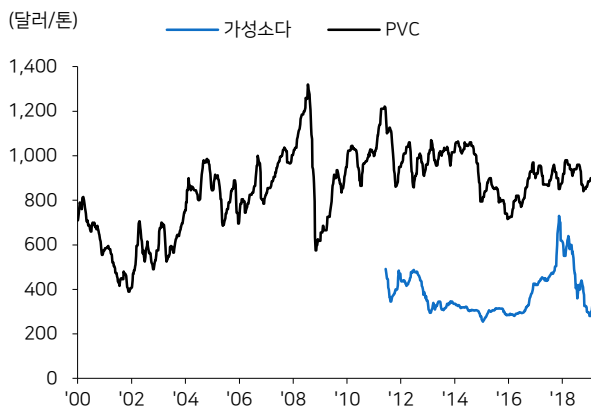
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 글로벌 PE 수급 전망: 2H19 이후 수급 부담 줄어들어



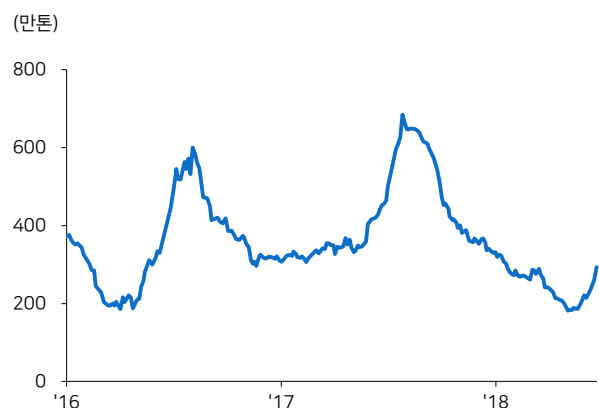
자료: LyondelBasell, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 PVC와 가성소다 가격: 가성소다 반등 국면 진입



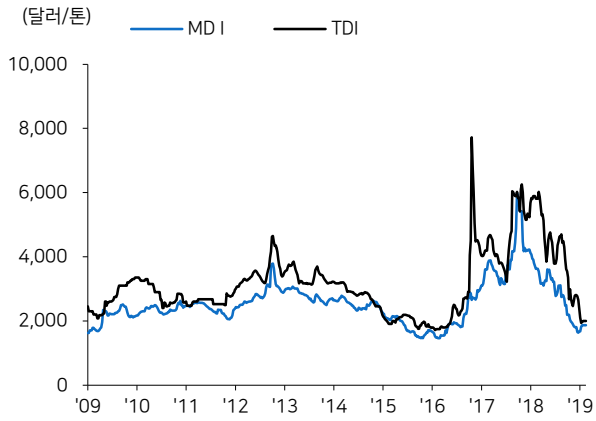
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 동부 PVC 재고량



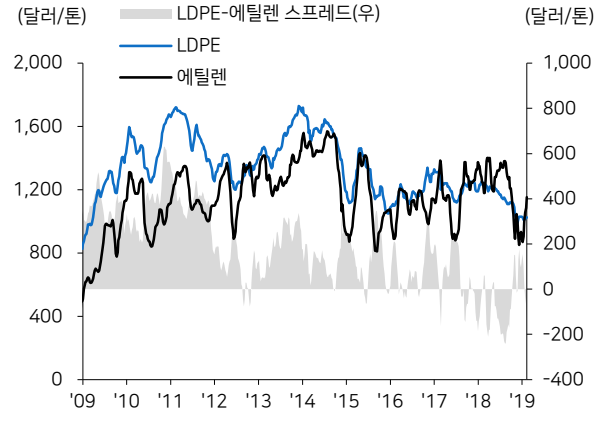
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 TDI, 가격 바닥권이나 공급과잉부담 연중 지속 전망



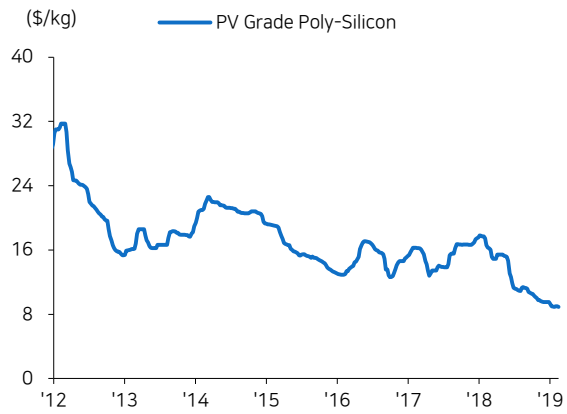
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 LDPE-에틸렌 스프레드 추이



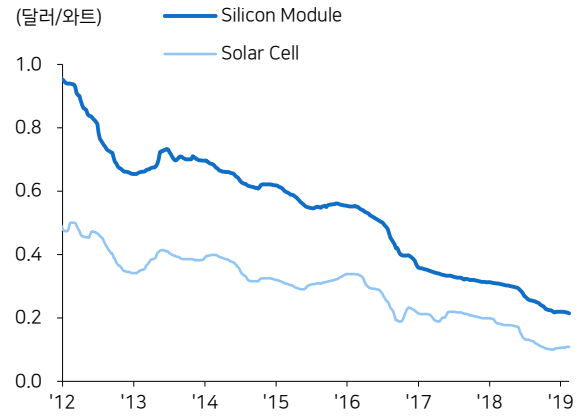
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 폴리실리콘 가격



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 셀/모듈 가격



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼 (009830)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,258.8	9,341.8	9,046.0	10,356.6	10,555.7
매출액증가율 (%)	15.2	0.9	-3.2	14.5	1.9
매출원가	7,211.2	7,386.3	7,504.0	8,390.3	8,395.3
매출총이익	2,047.6	1,955.5	1,542.0	1,966.3	2,160.4
판매관리비	1,268.4	1,199.1	1,187.7	1,485.9	1,514.1
영업이익	779.2	756.4	354.3	480.4	646.3
영업이익률	8.4	8.1	3.9	4.6	6.1
금융손익	-151.0	-131.8	-285.5	-131.6	-125.7
중속/관계기업손익	423.3	593.1	417.8	386.4	351.9
기타영업외손익	-165.2	-151.9	-198.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	886.4	1,065.9	288.3	776.1	923.2
법인세비용	115.4	231.3	128.2	155.2	184.6
당기순이익	770.9	834.5	160.4	620.9	738.5
지배주주지분 순이익	755.3	824.7	186.7	569.1	660.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,151.0	916.2	206.8	805.4	976.4
당기순이익(손실)	770.9	834.5	160.4	620.9	738.5
유형자산상각비	430.3	420.0	422.6	447.3	465.2
무형자산상각비	15.0	15.5	10.3	3.0	2.9
운전자본의 증감	-121.6	-197.6	-381.3	-10.9	-4.0
투자활동 현금흐름	-460.1	-403.2	-133.0	-463.7	-319.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-614.8	-492.4	-640.4	-600.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	99.2	234.9	363.3	119.4	255.1
재무활동 현금흐름	-318.2	-685.6	-427.0	-54.8	-157.8
차입금의 증감	-198.6	-388.9	-316.8	151.3	50.5
자본의 증가	13.3	0.5	2.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	367.5	-207.3	-369.0	287.0	498.8
기초현금	644.8	1,012.3	805.0	436.0	723.0
기말현금	1,012.3	805.0	436.0	723.0	1,221.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,523.9	4,222.5	4,459.3	5,063.4	5,677.2
현금및현금성자산	1,012.3	805.0	436.0	723.0	1,221.7
매출채권	1,500.4	1,637.0	1,759.3	1,913.8	1,969.8
재고자산	1,420.7	1,143.8	1,554.5	1,691.0	1,740.5
비유동자산	9,294.0	9,427.0	9,354.3	9,771.0	9,999.7
유형자산	5,761.0	5,588.2	5,669.0	5,821.7	5,956.6
무형자산	426.2	422.1	387.2	384.2	381.2
투자자산	2,628.7	2,987.0	3,041.4	3,308.4	3,405.2
자산총계	13,817.9	13,649.5	13,813.6	14,834.4	15,676.9
유동부채	4,963.0	4,894.2	4,717.6	4,953.9	5,039.6
매입채무	1,234.5	1,305.2	1,634.4	1,777.9	1,829.9
단기차입금	1,855.2	2,011.9	1,468.9	1,468.9	1,468.9
유동성장기부채	399.8	629.5	557.1	557.1	557.1
비유동부채	3,386.6	2,567.8	2,929.9	3,151.2	3,227.0
사채	1,354.2	1,038.7	939.3	1,239.3	1,439.3
장기차입금	1,220.5	737.3	1,145.0	995.0	845.0
부채총계	8,349.6	7,462.0	7,647.5	8,105.0	8,266.5
자본금	829.7	829.7	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	828.5	829.0	840.2	840.2	840.2
기타포괄이익누계액	43.6	-5.0	-54.6	-54.6	-54.6
이익잉여금	3,586.4	4,364.7	4,422.5	4,934.1	5,536.8
비지배주주지분	183.4	172.3	140.2	192.0	270.3
자본총계	5,468.3	6,187.5	6,166.1	6,729.4	7,410.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	56,337	56,683	55,266	63,495	64,715
EPS(지배주주)	4,593	5,001	1,138	3,486	4,045
CFPS	7,273	6,276	2,988	5,957	7,143
EBITDAPS	7,451	7,232	4,809	5,706	6,832
BPS	31,850	36,250	36,691	39,805	43,475
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	1.4	1.1	1.7	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	6.3	17.8	6.3	5.4
PCR	3.4	5.0	6.8	3.7	3.1
PSR	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
PBR	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
EBITDA	1,224.5	1,191.9	787.1	930.7	1,114.4
EV/EBITDA	6.4	7.3	8.6	7.5	5.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.2	14.6	3.1	9.1	3.7
EBITDA 이익률	13.2	12.8	8.7	9.0	10.6
부채비율	152.7	120.6	124.0	120.4	111.6
금융비용부담률	1.9	1.6	1.7	1.4	1.4
이자보상배율(x)	4.5	5.1	2.4	3.2	4.3
매출채권회전율(x)	5.7	6.0	5.3	5.6	5.4
재고자산회전율(x)	5.7	7.3	6.7	6.4	6.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 21일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화케미칼 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.03.03	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-35.4	-32.3	
2017.04.05	산업분석	Buy	39,000	노우호	-34.8	-30.5	
2017.05.12	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-33.1	-23.6	
2017.05.30	산업분석	Buy	39,000	노우호	-31.1	-20.9	
2017.06.26	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-30.0	-19.2	
2017.07.10	산업브리프	Buy	39,000	노우호	-29.5	-18.2	
2017.07.17	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-27.1	-13.3	
2017.08.11	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-22.3	-21.1	
2017.08.21	산업브리프	Buy	45,000	노우호	-24.1	-15.6	
2017.11.13	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-25.6	-15.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	45,000	노우호	-27.1	-15.6	
2018.01.18	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-26.6	-15.6	
2018.02.23	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-27.2	-15.6	
2018.03.27	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-27.5	-15.6	
2018.04.04	산업분석	Buy	45,000	노우호	-28.6	-15.6	
2018.05.14	산업브리프	Buy	45,000	노우호	-28.7	-15.6	
2018.05.15	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-29.2	-15.6	
2018.05.31	산업분석	Buy	45,000	노우호	-33.7	-15.6	
2018.08.11	1년 경과				-58.7	-52.7	
2018.11.13	산업분석	Buy	25,000	노우호	-19.2	-7.2	
2019.02.21	기업브리프	Buy	28,000	노우호	-	-	