



## BUY(Maintain)

목표주가: 28,000원  
 주가(02/28): 23,400원  
 시가총액: 38,308억원

화학/정유  
 Analyst 이동욱  
 02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (02/28)	2,195.44pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	32,200원
등락률	-27.33%
수익률	절대
1W	6.4%
6M	16.4%
1Y	-29.5%
	상대
	5.5%
	22.1%
	-22.1%

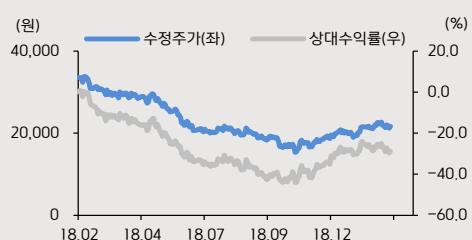
## Company Data

발행주식수	164,234천주
일평균 거래량(3M)	993천주
외국인 지분율	24.60%
배당수익률(18E)	0.99%
BPS(18E)	37,370원
주요 주주	(주)한화(외 5인)
	36.67%
	국민연금관리공단
	7.09%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	92,588	93,418	90,460	107,468
보고영업이익	7,792	7,564	3,543	4,529
핵심영업이익	7,792	7,564	3,543	4,529
EBITDA	12,245	11,919	7,592	8,782
세전이익	8,864	10,659	2,883	4,946
순이익	7,709	8,345	1,604	3,858
자체주주지분순이익	7,553	8,247	1,867	3,781
EPS(원)	4,564	4,970	1,133	2,302
증감률(%YoY)	295.6	8.9	-77.2	103.2
PER(배)	5.4	6.4	17.8	10.2
PBR(배)	0.8	0.9	0.5	0.6
EV/EBITDA(배)	6.3	7.2	8.9	9.1
보고영업이익률(%)	8.4	8.1	3.9	4.2
핵심영업이익률(%)	8.4	8.1	3.9	4.2
ROE(%)	14.8	14.3	2.6	6.0
순부채비율(%)	65.6	52.7	62.2	62.1

## Price Trend



## 기업브리프

## 한화케미칼 (009830)

## PVC/CA, 2030년까지 장기 호황 지속될 전망



작년 하반기 PVC/가성소다 가격 하락으로 한화케미칼 작년 기초소재부문의 실적은 감익이 컼었습니다. 하지만 PVC/가성소다는 올해 2분기부터 중장기적으로 싸이클 호조세를 유지할 전망입니다. 1) 인도 BIS 인증 관련 이슈는 올해 2분기 중에 해결될 가능성이 커, 역내 수급이 반등할 것으로 전망되고, 2) 수요가 꾸준한 가운데, 환경 규제로 중국의 증설이 제한되고, 통합 PVC 플랜트 건설에는 대규모 투자가 필요해 향후 공급 증가가 크지 않을 것으로 예상되기 때문입니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 2분기 이후, PVC/가성소다 장기 호황에 들어갈 전망

PVC/가성소다 가격이 올해 1분기에 소폭 반등하고 있다. 일부 역외 플랜트들의 정기보수에 따른 공급 타이트 현상이 발생하고 있기 때문이다. 또한 당 리서치센터는 세계 PVC/가성소다 업황은 올해 2분기부터 중장기적으로 싸이클이 우호적으로 흐를 것으로 전망하고 있다. 작년 하반기 역내 가성소다 가격 급락의 원인은 유럽의 수은법 플랜트의 멤브레인 전환 완료로 인한 공급 증가, 인도의 BIS 인증 관련 규제 리스크가 커졌기 때문이다. 하지만 인도의 BIS 인증서 발급은 올해 1~2분기 경에 해결될 것으로 전망된다. 특히 인도 수출 비중이 커던 일본 가성소다의 투매 물량이 감소하면서, 역내 시장은 재차 반등할 것으로 보인다. 또한 작년 8,000만톤 수준의 세계 가성소다 수요는 2030년까지 2,300~3,000만톤이 증가할 것으로 예상되는 가운데, 증설에 따른 비용 부담 및 환경 이슈로 공급은 수요 증가를 따라 가지 못할 것으로 판단된다.

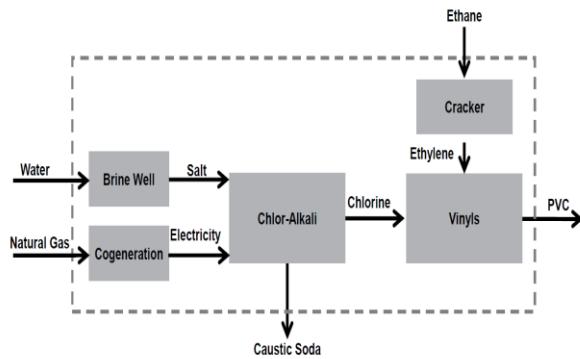
참고로 가성소다와 PVC가 통합된 World Scale Plant(PVC 100만톤)는 5~6조원이 Capex가 필요하다.

## &gt;&gt;&gt; 신규 미국 태양광 모듈 플랜트 가동

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 상반기 1.7GW의 미국 태양광 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 동사의 미국 신규 모듈 플랜트는 부지 무상 제공, 재산세/법인세 혜택 등 총 3천만 달러의 혜택이 추가될 것으로 예상된다.

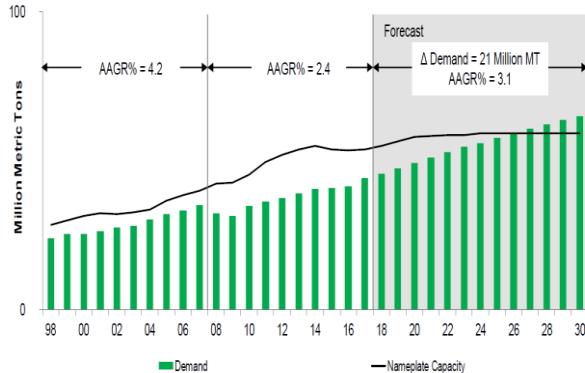
한편 외신 등에 따르면, 동사의 신규 미국 태양광 모듈 공장은 2월 1일부터 출하를 개시하였다. 1981년 미국의 관세를 회피하기 위하여, 일본 자동차업체가 미국 프랜스플랜트 건설로 시장점유율을 유지한 것처럼 동사도 미국 플랜트의 본격 가동으로 높은 세계 시장점유율을 지속할 것으로 보인다.

## PVC 밸류 체인



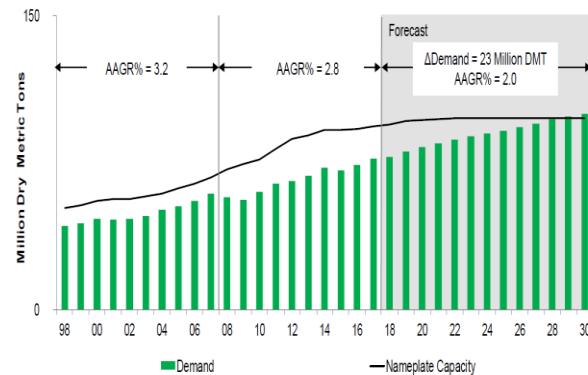
자료: IHS, 키움증권 리서치

## 세계 PVC 수급 추이/전망



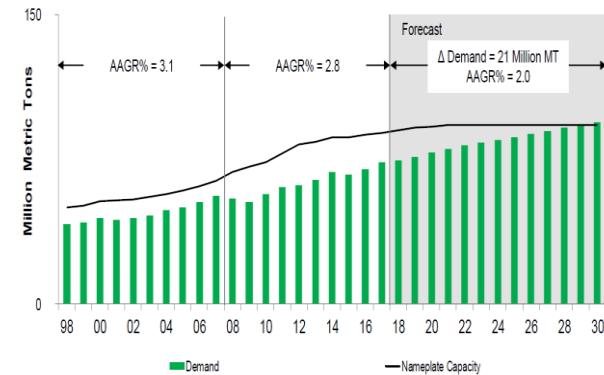
자료: IHS, 키움증권 리서치

## 세계 가성소다 수급 추이/전망



자료: IHS, 키움증권 리서치

## 세계 염소 수급 추이/전망



자료: IHS, 키움증권 리서치

## 한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2018				2019				2016	2017	2018	2019E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE					
매출액	2,076	2,251	2,312	2,408	2,484	2,703	2,751	2,810	9,259	9,342	9,046	10,747	
영업이익	172	184	94	-96	95	104	125	130	779	756	354	453	
영업이익률	8.3%	8.2%	4.1%	-4.0%	3.8%	3.8%	4.5%	4.6%	8.4%	8.1%	3.9%	4.2%	
매출액	기초소재	1,094	1,154	1,130	994	1,326	1,378	1,453	1,490	3,872	4,328	4,372	5,647
	가공소재	231	257	274	285	283	295	297	298	1,024	982	1,048	1,173
	리테일	178	178	160	189	195	195	176	208	673	715	704	775
	태양광	827	806	818	1,171	926	1,125	1,125	1,125	3,912	3,415	3,623	4,301
	기타	243	270	268	243	243	243	243	243	1,516	1,480	1,024	971
	연결조정	-497	-414	-338	-475	-490	-533	-543	-554	-1,738	-1,579	-1,724	-2,120
영업이익	기초소재	148	182	88	-51	55	59	66	66	471	631	367	246
	가공소재	-6	2	-2	-8	0	1	-2	-1	36	2	-13	-2
	리테일	5	1	2	12	5	1	8	13	-1	23	19	27
	태양광	35	-4	-0.3	-41	28	34	45	45	213	14	-11	152
	기타	2	7	8	-12	2	2	2	2	70	75	5	10
	연결조정	-12	-4	-2	5	5	5	5	5	-10	11	-13	20

자료: 한화케미칼, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	80,370	92,588	93,418	90,460	107,468
매출원가	65,406	72,112	73,863	74,943	87,118
매출총이익	14,964	20,476	19,555	15,516	20,350
판매비및일반관리비	11,593	12,684	11,991	11,973	15,821
영업이익(보고)	3,370	7,792	7,564	3,543	4,529
영업이익(핵심)	3,370	7,792	7,564	3,543	4,529
영업외손익	-1,086	1,072	3,094	-660	418
이자수익	214	192	154	218	288
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	-2,691	0
법인세차감전이익	2,284	8,864	10,659	2,883	4,946
법인세비용	480	1,154	2,313	1,279	1,088
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.7%	44.3%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	1,604	3,858
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	1,867	3,781
EBITDA	7,892	12,245	11,919	7,592	8,782
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	5,653	8,111
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	1,367	3,781
증감율(% YoY)					
매출액	-0.2	15.2	0.9	-3.2	18.8
영업이익(보고)	138.6	131.2	-2.9	-53.2	27.8
영업이익(핵심)	138.6	131.2	-2.9	-53.2	27.8
EBITDA	40.1	55.2	-2.7	-36.3	15.7
지배주주지분 당기순이익	231.6	301.4	9.2	-77.4	102.5
EPS	217.2	295.6	8.9	-77.2	103.2
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	-84.3	176.6

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	38,315	44,421
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	5,223	5,107
유동금융자산	3,745	2,289	3,515	3,403	4,043
매출채권및유동채권	19,328	17,593	19,201	18,593	22,089
재고자산	18,256	14,206	11,438	11,075	13,158
기타유동비금융자산	0	1,026	21	21	25
비유동자산	90,749	92,940	94,270	101,050	105,560
장기매출채권및기타비유동채권	712	665	657	636	755
투자자산	24,480	29,803	33,092	37,067	40,499
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	139,365	149,981
유동부채	54,206	49,630	48,942	48,095	52,002
매입채무및기타유동채무	28,959	25,184	21,096	20,428	24,269
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	1,253	1,318
비유동부채	35,008	33,866	25,678	28,451	31,632
장기매입채무및비유동채무	2,268	551	325	315	374
사채및장기차입금	26,158	25,746	17,760	21,260	23,910
기타비유동부채	6,582	7,568	7,593	6,877	7,348
부채총계	89,215	83,496	74,620	76,546	83,633
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	44,955	48,414
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	61,374	64,834
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,723	1,445	1,514
자본총계	49,312	54,683	61,875	62,819	66,348
순차입금	40,218	35,883	32,609	39,047	41,174
총차입금	50,411	48,296	44,174	47,674	50,324

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	9,007	1,517	3,327
당기순이익	2,284	8,864	10,659	1,604	3,858
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	135	-1,736
기타	1,608	3,036	2,443	-1,138	-1,196
투자활동현금흐름	-9,523	-4,463	-3,946	-6,552	-6,235
투자자산의 처분	-3,878	-1,839	-2,556	199	-1,144
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	2,208	2,792
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	-329
기타	-1,659	-2,135	-1,746	-717	471
현금및현금성자산의순증가	954	3,675	-2,073	-2,827	-116
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	5,223
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	5,223	5,107
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	1,383	5,063
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	-131	650

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,154	4,564	4,970	1,133	2,302
BPS	28,415	31,850	36,250	37,370	39,476
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	4,607	5,347
CFPS	3,879	7,350	7,654	3,430	4,939
DPS	150	350	350	200	300
주가배수(배)					
PER	23.6	5.4	6.4	17.8	10.2
PBR	1.0	0.8	0.9	0.5	0.6
EV/EBITDA	10.5	6.3	7.2	8.9	9.1
PCFR	7.0	3.4	4.1	5.9	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.2	8.4	8.1	3.9	4.2
영업이익률(핵심)	4.2	8.4	8.1	3.9	4.2
EBITDA margin	9.8	13.2	12.8	8.4	8.2
순이익률	2.2	8.3	8.9	1.8	3.6
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.3	2.6	6.0
투하자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	4.0	4.9
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	121.9	126.1
순차입금비율	81.6	65.6	52.7	62.2	62.1
이자보상배율(배)	1.9	4.5	5.1	2.3	2.7
활동성(배)					
매출채권회전율	4.5	5.0	5.1	4.8	5.3
재고자산회전율	4.3	5.7	7.3	8.0	8.9
매입채무회전율	3.2	3.4	4.0	4.4	4.8

## Compliance Notice

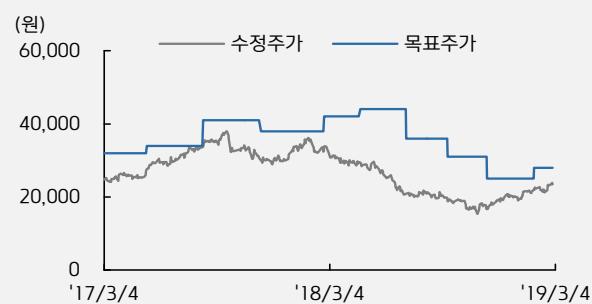
- 당사는 2월 28일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상		괴리율(%)	
				시점	평균주가대비	최고주가대비	최저주가대비
한화케미칼 (009830)	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	-21.6	-18.9	
	2019/02/20	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-20.2	-15.0	
	2019/03/04	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%