



BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원
주가(03/13): 23,200원
시가총액: 37,976억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (03/13)	2,148.41pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	32,200원	15,300원
등락률	-27.33%	52.94%
수익률	절대	상대
1W	5.2%	7.8%
6M	21.5%	29.3%
1Y	-24.2%	-12.0%

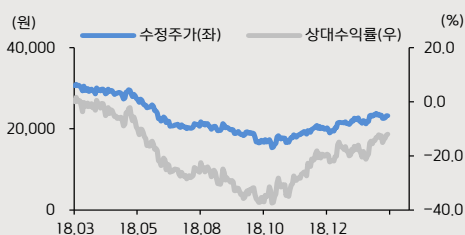
Company Data

발행주식수	164,234천주
일평균 거래량(3M)	889천주
외국인 지분율	24.51%
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	5,413
순이익	7,709	8,345	1,604	4,222
지배주주지분순이익	7,553	8,247	1,867	4,138
EPS(원)	4,564	4,970	1,133	2,519
증감률(%YoY)	295.6	8.9	-77.2	122.4
PER(배)	5.4	6.4	17.8	9.2
PBR(배)	0.8	0.9	0.5	0.6
EV/EBITDA(배)	6.3	7.2	8.9	9.8
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	6.5
순부채비율(%)	65.6	52.7	62.2	71.2

Price Trend



한화케미칼 (009830)

올해 모듈 출하량, 작년 대비 60~84% 증가 전망



한화케미칼의 올해 1분기 영업이익은 950억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상됩니다. 1) 저가 원재료 투입 효과로 PE/EVA/PVC 등 유화/화학부문 원가 개선 효과가 발생할 전망이며, 2) 작년 이익 익스포저가 컸던 가성소다도 가격이 반등하고 있고, 3) 태양광부문도 일회성 비용 제한, 제품 및 판매지역 믹스 변경 및 한화큐셀코리아 흡수 합병 효과로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자전환이 예상되기 때문입니다. 실적 개선에 근거해 목표주가를 상향 조정합니다.

>>> 시황에 우호적인 제품믹스 보유

한화케미칼의 올해 1분기 영업이익은 950억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. 저가 원재료 투입 효과로 기초소재부문 실적 개선이 예상되고, 태양광부문도 일회성 비용이 제한될 것으로 예상되기 때문이다.

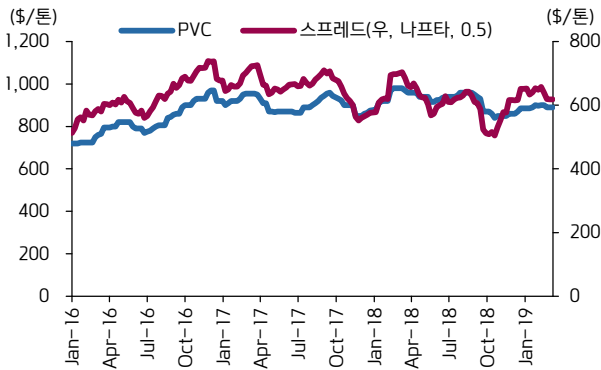
1) 기초소재부문 영업이익은 550억원으로 전 분기 대비 흑자전환할 전망이다. 저가 나프타/에틸렌 투입으로 PE의 원가 개선 효과가 발생할 예상이며, PVC는 중국 춘절 후 재고 축적 확대로 수요가 증가하고 있고, 가성소다도 동남아시아 수요 증가로 최근 가격이 반등하고 있기 때문이다. 특히 가성소다는 래깅 효과로 최근 가격 상승 효과는 2분기에 추가적으로 반영될 전망이다. 한편 올해 5월부터 일본 Tosoh는 약 한달 반 동안 가성소다 플랜트(120만톤)를 정기보수에 들어가며, 역내 가격 반등을 추가적으로 견인할 전망이다.

2) 태양광부문 영업이익은 280억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자전환할 전망이다. 전 분기 중국향 멀티 모듈 재고 판매 확대로 출하량은 감소할 전망이지만, 일회성 비용 제한, 미국 모듈 공장 가동에 따른 물량 증가, 한화큐셀엔첨단소재 태양광부문의 연결 귀속으로 태양광부문 마진율이 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 올해 동사의 연결 기준 모듈 출하량은 작년 대비 60~84% 증가한 8~9.2GW가 될 전망이며, 미국 태양광 모듈 플랜트 조기 가동으로 추가적인 출하량 증가도 가능해 보인다. 한편 기존 태양광부문도 중국/말레이시아 플랜트의 제품 믹스 변경으로 일부 자금 투입에도 올해 하반기로 갈수록 마진 개선이 예상된다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 30,000원(상향)

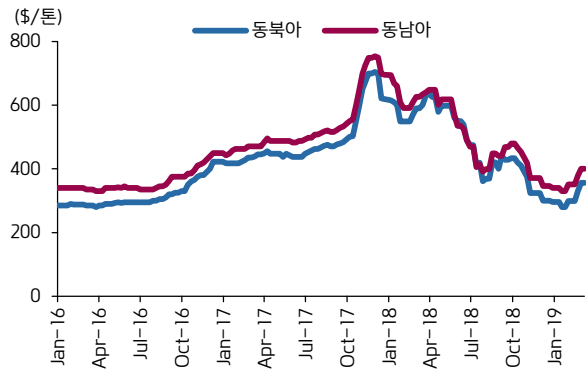
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 실적 추정치 상향을 고려해 기존 28,000원에서 30,000원으로 상향한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 에틸렌 체인 중 PVC는 공급 제한으로 중장기적으로 호조세를 지속할 것으로 예상되고, 2) LDPE/LLDPE/EVA도 증설 제한으로 올해 업황 개선이 전망되며, 3) 제품 믹스 변경, 주력 시장인 미국/유럽 시장의 태양광 수요 개선, 한화큐셀엔첨단소재 연결 귀속 등으로 태양광부문도 작년 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상되기 때문이다.

국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

역내 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

한화케미칼 신규 미국 태양광 모듈 공장 전경



자료: PM, 키움증권 리서치

주요 역내 가성소다 업체 정기보수 일정

업체	국가	생산능력 (천톤)	정기보수 일정
Asahi Glass	일본	325	2 월 중순, 45 일
Lotte Fine Chemical	한국	150	3 월, 50 일
PT Asahimas Chemical	인도네시아	350	3 월, 한달
Hanwha Chemical	한국	306	4 월, 15 일
Tosoh	일본	1,188	5 월, 한달 반
Tokuyama	일본	498	9 월, 한달 반

자료: 업계, 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
영업이익	연결조정	-497	-414	-338	-475	-490	-533	-543	-554	-1,738	-1,579	-1,724	-2,120
	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	884
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	1,775
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	537
법인세차감전이익	2,284	8,864	10,659	2,883	5,413
법인세비용	480	1,154	2,313	1,279	1,191
유효법인세율 (%)	21.0%	13.0%	21.7%	44.3%	22.0%
당기순이익	1,804	7,709	8,345	1,604	4,222
지배주주지분순이익(억원)	1,882	7,553	8,247	1,867	4,138
EBITDA	7,892	12,245	11,919	7,592	8,782
현금순이익(Cash Earnings)	6,326	12,162	12,701	5,653	8,475
수정당기순이익	2,118	8,220	8,692	1,367	4,145
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	121.6
EPS	217.2	295.6	8.9	-77.2	122.4
수정순이익	8,762.4	288.2	5.7	-84.3	203.3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	11,601	11,206	9,007	1,517	3,691
당기순이익	2,284	8,864	10,659	1,604	4,222
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	-12,935
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	-12,000
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	6,142
단기차입금의 증가	409	171	68	0	0
장기차입금의 증가	444	-804	-4,534	3,500	6,000
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	-3,102
기초현금및현금성자산	5,494	6,448	10,123	8,050	5,223
기말현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	5,223	2,121
Gross Cash Flow	8,550	12,726	11,138	1,383	5,426
Op Free Cash Flow	2,592	3,430	3,383	-131	-6,050

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	47,777	45,239	42,225	38,315	41,435
현금및현금성자산	6,448	10,123	8,050	5,223	2,121
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
기타유동금융자산	0	1,026	21	21	25
비유동자산	90,749	92,940	94,270	101,050	112,260
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	66,853
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	153,695
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	34,982
장기매입채무및비유동채무	2,268	551	325	315	374
사채및장기차입금	26,158	25,746	17,760	21,260	27,260
기타비유동부채	6,582	7,568	7,593	6,877	7,348
부채총계	89,215	83,496	74,620	76,546	86,983
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	48,771
기타자본	4,685	3,906	3,425	3,425	3,425
지배주주지분자본총계	46,334	52,849	60,151	61,374	65,190
비지배주주지분자본총계	2,978	1,834	1,723	1,445	1,522
자본총계	49,312	54,683	61,875	62,819	66,712
순차입금	40,218	35,883	32,609	39,047	47,510
총차입금	50,411	48,296	44,174	47,674	53,674

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,154	4,564	4,970	1,133	2,519
BPS	28,415	31,850	36,250	37,370	39,693
주당EBITDA	4,840	7,400	7,183	4,607	5,347
CFPS	3,879	7,350	7,654	3,430	5,160
DPS	150	350	350	200	300
주가배수(배)					
PER	23.6	5.4	6.4	17.8	9.2
PBR	1.0	0.8	0.9	0.5	0.6
EV/EBITDA	10.5	6.3	7.2	8.9	9.8
PCFR	7.0	3.4	4.1	5.9	4.5
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	3.9
자기자본이익률(ROE)	3.7	14.8	14.3	2.6	6.5
투하자본이익률(ROIC)	3.7	10.1	9.0	4.0	4.7
안정성(%)					
부채비율	180.9	152.7	120.6	121.9	130.4
순차입금비율	81.6	65.6	52.7	62.2	71.2
이자보상배율(배)	1.9	4.5	5.1	2.3	2.6
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

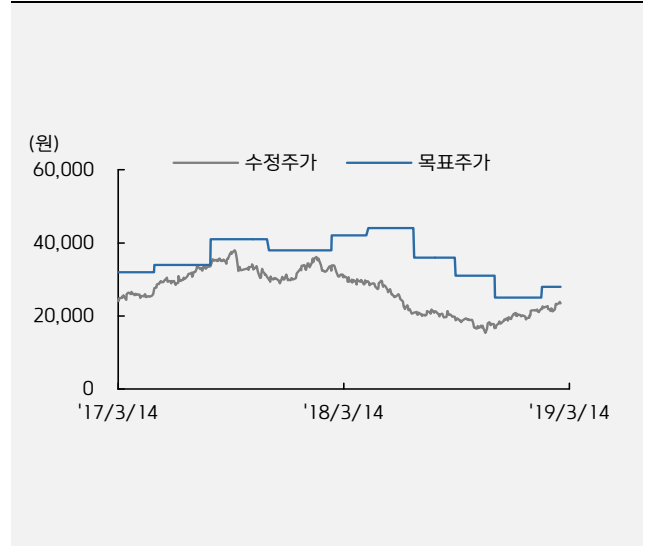
- 당사는 3월 13일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
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
담당자변경	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	-19.9	-15.0
	2019/03/04	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-19.4	-15.0
	2019/03/14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(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

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

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