



BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원
주가(05/08): 20,800원
시가총액: 33,760억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (05/08)	2,168.01pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	29,600원	15,300원
등락률	-29.7%	36.0%
수익률	절대	상대
1W	-8.8%	-7.0%
6M	16.9%	12.8%
1Y	-23.9%	-14.1%

Company Data

발행주식수	161,479천주
일평균 거래량(3M)	684천주
외국인 지분율	25.5%
배당수익률(19E)	1.2%
BPS(19E)	39,699원
주요 주주	(주)한화(외 5인) 37.1%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	9,341.8	9,046.0	10,142.8	11,113.4
영업이익	756.4	354.3	386.1	511.2
EBITDA	1,191.9	794.4	922.6	1,129.2
세전이익	1,065.9	288.3	549.6	681.1
순이익	834.5	160.4	428.7	531.3
지배주주지분순이익	824.7	186.7	498.8	618.1
EPS(원)	4,970	1,133	3,059	3,801
증감률(%YoY)	8.9	-77.2	170.0	24.3
PER(배)	6.4	17.8	6.8	5.5
PBR(배)	0.87	0.54	0.52	0.49
EV/EBITDA(배)	7.3	10.0	10.0	8.4
영업이익률(%)	8.1	3.9	3.8	4.6
ROE(%)	14.6	3.1	8.0	9.2
순부채비율(%)	53.4	72.3	88.0	88.9

Price Trend



한화케미칼 (009830)

올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 상회



한화케미칼의 올해 1분기 영업이익은 983억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자전환을 기록하였습니다. 1) 저가 원재료 투입 효과로 PE/EVA/PVC 등 유화/화성부문 원가 개선 효과가 발생하였고, 2) 가성소다는 역내 업체들의 정기보수로 판매량이 증가하였으며, 3) 태양광부문도 일회성 비용 제한, 제품/판매지역 믹스 변경 및 한화큐셀앤드첨단소재 흡수합병 효과로 마진율이 개선되었기 때문입니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 흑자전환

한화케미칼의 올해 1분기 영업이익은 983억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자전환을 하며, 시장 기대치(915억원)를 상회하였다. 가공소재/리테일부문의 실적 부진에도 불구하고, 저가 원재료 투입으로 기초소재부문 실적이 개선되었고, 태양광부문도 전 분기 일회성 비용 발생에 따른 기저효과가 발생하였기 때문이다.

기초소재부문 영업이익은 537억원으로 전 분기 대비 1,044억원이 증가하였다. 폴리실리콘/TDI의 실적이 악화되었지만, 저가 나프타/에틸렌 투입으로 PE/PVC 등 주력 제품들의 원가 개선 효과가 발생하였고, 가성소다도 동남아/서남아 수요 증가 및 역내 업체 정기보수로 판매량이 증가하였기 때문이다.

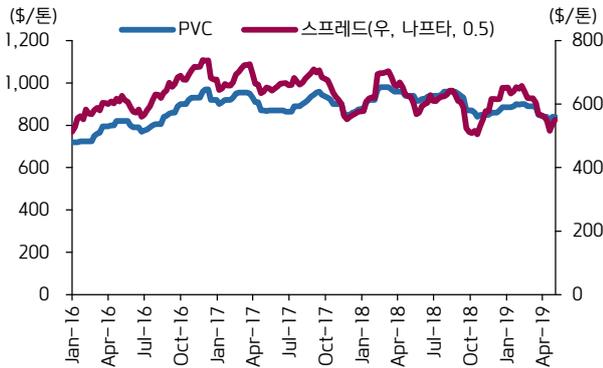
태양광부문 영업이익은 489억원으로 전 분기 대비 900억원이 증가하였다. 전 분기 발생하였던 약 470억원 규모의 일회성 비용이 제한되었고, 미국 모듈 공장 가동에 따른 물량이 증가하였으며, 한화큐셀앤드첨단소재 태양광부문의 연결 귀속 및 웨이퍼 투입 가격 하락으로 마진율이 개선되었기 때문이다.

한편 올해 1분기 지분법이익은 965억원으로 전 분기 대비 375.4% 증가하였다. 저가 나프타 투입으로 한화토탈/여천NCC 등의 제품 스프레드가 확대되었기 때문이다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 30,000원(유지)

동사에 대해 기존 투자의견 Buy, 목표주가 30,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 에틸렌 체인 중 PVC는 공급 제한으로 중장기적으로 호조세를 지속할 것으로 예상되고, 2) LDPE/LLDPE/EVA는 미국 등의 신증설 제한으로 올해부터 점진적 업황 개선이 전망되며, 3) 가성소다는 인도 BIS 등록 완료로 추가적인 가격 상승이 예상되고, 4) 제품 믹스 변경, 주력 시장인 미국/유럽 시장의 태양광 수요 개선, 한화큐셀앤드첨단소재 태양광부문 연결 귀속 등으로 태양광부문도 작년 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상되며, 5) 본사 및 지분법업체들의 증설 프로젝트로 물량 측면의 증가 효과가 내년까지 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



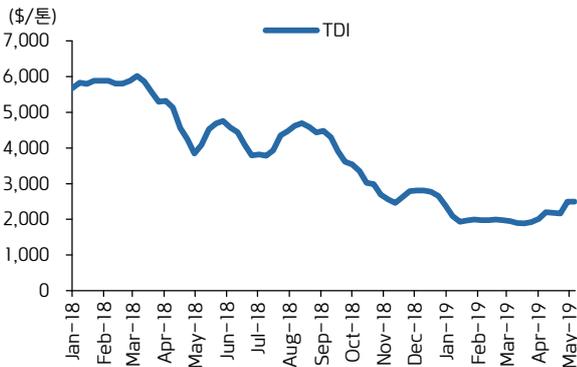
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

역내 가성소다 가격 추이



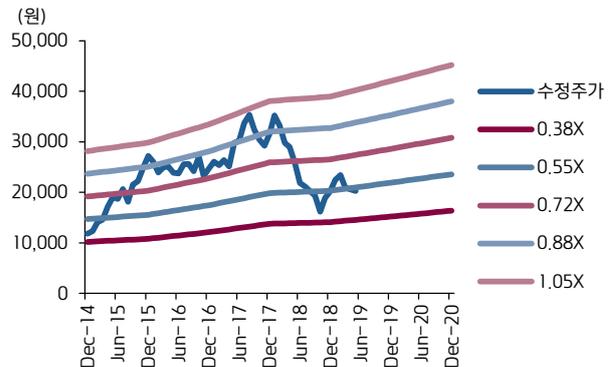
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

역내 TDI 가격 추이



자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

한화케미칼 PBR Band



자료: Fnguide, 키움증권 리서치

한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2018				2019				2016	2017	2018	2019E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	2,076	2,251	2,312	2,408	2,236	2,653	2,628	2,626	9,259	9,342	9,046	10,143	
영업이익	172	184	94	-96	98	83	101	105	779	756	354	386	
영업이익률	8.3%	8.2%	4.1%	-4.0%	4.4%	3.1%	3.8%	4.0%	8.4%	8.1%	3.9%	3.8%	
매출액	기초소재	1,094	1,154	1,130	994	912	1,170	1,183	1,198	3,872	4,328	4,372	4,462
	가공소재	231	257	274	285	232	295	297	298	1,024	982	1,048	1,122
	리테일	178	178	160	189	172	195	176	208	673	715	704	751
	태양광	827	806	818	1,171	1,265	1,447	1,421	1,369	3,912	3,415	3,623	5,502
	기타	243	270	268	243	253	253	253	253	1,516	1,480	1,024	1,012
영업이익	연결조정	-497	-414	-338	-475	597	-708	-701	-701	-1,738	-1,579	-1,724	-2,707
	기초소재	148	182	88	-51	54	37	52	53	471	631	367	196
	가공소재	-6	2	-2	-8	-8	1	-2	-1	36	2	-13	-9
	리테일	5	1	2	12	7	1	8	13	-1	23	19	29
	태양광	35	-4	-0.3	-41	49	58	57	55	213	14	-11	218
기타	2	7	8	-12	13	5	5	5	70	75	5	28	
연결조정	-12	-4	-2	5	-17	-20	-20	-20	-10	11	-13	-76	

자료: 한화케미칼, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	9,341.8	9,046.0	10,142.8	11,113.4	11,403.4
매출원가	7,386.3	7,458.6	8,366.2	9,075.5	9,288.5
매출총이익	1,955.5	1,587.5	1,776.6	2,037.9	2,114.9
판매비	1,199.1	1,233.1	1,390.6	1,526.7	1,561.0
영업이익	756.4	354.3	386.1	511.2	554.0
EBITDA	1,191.9	794.4	922.6	1,129.2	1,158.3
영업외손익	309.4	-66.0	163.5	169.9	179.6
이자수익	15.4	22.0	15.9	14.9	16.3
이자비용	148.8	160.3	182.9	192.4	201.8
외환관련이익	427.5	258.9	106.1	106.1	106.1
외환관련손실	385.7	336.1	116.0	116.0	116.0
종속 및 관계기업손익	593.1	417.8	337.8	354.6	372.4
기타	-192.1	-268.3	2.6	2.7	2.6
법인세차감전이익	1,065.9	288.3	549.6	681.1	733.6
법인세비용	231.3	127.9	120.9	149.8	161.4
계속사업순이익	834.5	160.4	428.7	531.3	572.2
당기순이익	834.5	160.4	428.7	531.3	572.2
지배주주순이익	824.7	186.7	498.8	618.1	665.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.9	-3.2	12.1	9.6	2.6
영업이익 증감율	-2.9	-53.2	9.0	32.4	8.4
EBITDA 증감율	-2.7	-33.4	16.1	22.4	2.6
지배주주순이익 증감율	9.2	-77.4	167.2	23.9	7.7
EPS 증감율	8.9	-77.2	170.0	24.3	7.7
매출총이익률(%)	20.9	17.5	17.5	18.3	18.5
영업이익률(%)	8.1	3.9	3.8	4.6	4.9
EBITDA Margin(%)	12.8	8.8	9.1	10.2	10.2
지배주주순이익률(%)	8.8	2.1	4.9	5.6	5.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222.5	5,012.5	5,015.0	5,298.3	5,504.2
현금 및 현금성자산	805.0	1,024.1	619.8	541.2	627.7
단기금융자산	365.6	411.0	419.2	427.6	436.1
매출채권 및 기타채권	1,711.7	1,762.4	1,976.1	2,165.2	2,221.7
재고자산	1,143.8	1,467.5	1,645.4	1,802.8	1,849.9
기타유동자산	562.0	758.5	773.7	789.1	804.9
비유동자산	9,427.0	10,219.0	11,509.2	12,115.2	12,752.6
투자자산	2,987.0	2,790.0	3,416.8	4,140.8	4,882.5
유형자산	5,588.2	6,684.1	7,364.9	7,262.8	7,173.2
무형자산	422.0	479.4	462.0	446.0	431.3
기타비유동자산	429.8	265.5	265.5	265.6	265.6
자산총계	13,649.5	15,231.5	16,524.2	17,413.5	18,256.8
유동부채	4,894.2	5,132.5	5,282.5	5,416.4	5,463.4
매입채무 및 기타채무	1,801.8	1,630.9	1,780.8	1,914.8	1,961.8
단기금융부채	2,655.0	2,930.4	2,930.4	2,930.4	2,930.4
기타유동부채	437.4	571.2	571.3	571.2	571.2
비유동부채	2,567.8	3,871.9	4,711.9	5,061.9	5,411.9
장기금융부채	1,821.0	3,008.4	3,848.4	4,198.4	4,548.4
기타비유동부채	746.8	863.5	863.5	863.5	863.5
부채총계	7,462.0	9,004.4	9,994.3	10,478.3	10,875.3
자본지분	6,015.1	6,090.0	6,455.2	6,947.9	7,488.2
자본금	829.7	821.2	813.0	813.0	813.0
자본잉여금	829.0	857.0	857.0	857.0	857.0
기타자본	-3.2	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4
기타포괄손익누계액	-5.0	-81.3	-166.4	-251.5	-336.7
이익잉여금	4,364.7	4,496.5	4,955.0	5,532.8	6,158.3
비지배지분	172.3	137.1	67.0	-19.8	-113.4
자본총계	6,187.5	6,227.1	6,522.2	6,928.0	7,374.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	916.2	726.7	998.2	1,201.7	1,367.1
당기순이익	0.0	0.0	428.7	531.3	572.2
비현금항목의 가감	199.9	669.8	825.1	929.1	917.2
유형자산감가상각비	420.0	426.5	519.2	602.0	589.6
무형자산감가상각비	15.5	13.6	17.4	16.0	14.7
지분법평가손익	-593.8	-493.6	-337.8	-354.6	-372.4
기타	358.2	723.3	626.3	665.7	685.3
영업활동자산부채증감	-197.6	-146.8	-256.0	-219.7	-63.8
매출채권및기타채권의감소	-45.5	667.1	-213.7	-189.1	-56.5
재고자산의감소	233.4	-171.0	-177.9	-157.4	-47.0
매입채무및기타채무의증가	131.7	-550.4	150.0	134.0	47.0
기타	-517.2	-92.5	-14.4	-7.2	-7.3
기타현금흐름	913.9	203.7	0.4	-39.0	-58.5
투자활동 현금흐름	-403.2	-434.6	-1,837.9	-1,218.4	-1,218.6
유형자산의 취득	-492.4	-720.1	-1,200.0	-500.0	-500.0
유형자산의 처분	24.4	56.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	16.0	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	234.9	614.8	-289.0	-369.3	-369.3
단기금융자산의감소(증가)	-122.1	-45.4	-8.2	-8.4	-8.6
기타	-64.0	-340.6	-340.7	-340.7	-340.7
재무활동 현금흐름	-685.6	-69.6	612.5	123.2	123.2
차입금의 증가(감소)	-453.4	174.4	840.0	350.0	350.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-8.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-57.5	-57.5	-32.9	-40.3	-40.3
기타	-174.7	-186.5	-186.4	-186.5	-186.5
기타현금흐름	-34.7	-3.3	-184.7	-184.7	-184.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-207.3	219.1	-411.9	-78.2	87.0
기초현금 및 현금성자산	1,012.3	805.0	1,024.1	612.2	534.0
기말현금 및 현금성자산	805.0	1,024.1	612.2	534.0	621.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	4,970	1,133	3,059	3,801	4,094
BPS	36,250	37,081	39,699	42,729	46,052
CFPS	6,234	5,038	7,689	8,981	9,160
DPS	350	200	250	250	250
주가배수(배)					
PER	6.4	17.8	6.8	5.5	5.1
PER(최고)	7.8	32.3	7.9		
PER(최저)	4.8	13.0	6.1		
PBR	0.87	0.54	0.52	0.49	0.45
PBR(최고)	1.06	0.99	0.61		
PBR(최저)	0.66	0.40	0.47		
PSR	0.56	0.37	0.33	0.30	0.30
PCFR	5.1	4.0	2.7	2.3	2.3
EV/EBITDA	7.3	10.0	10.0	8.4	8.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	6.8	20.3	9.3	7.5	7.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2
ROA	6.1	1.1	2.7	3.1	3.2
ROE	14.6	3.1	8.0	9.2	9.2
ROIC	10.0	2.6	3.3	4.2	4.5
매출채권회전율	5.7	5.2	5.4	5.4	5.2
재고자산회전율	7.3	6.9	6.5	6.4	6.2
부채비율	120.6	144.6	153.2	151.2	147.5
순차입금비율	53.4	72.3	88.0	88.9	87.0
이자보상배율	5.1	2.2	2.1	2.7	2.7
총차입금	4,476.0	5,938.8	6,778.8	7,128.8	7,478.8
순차입금	3,305.5	4,503.7	5,739.8	6,160.1	6,415.0
NOPLAT	1,191.9	794.4	922.6	1,129.2	1,158.3
FCF	467.6	-171.6	-618.3	297.1	472.6

Compliance Notice

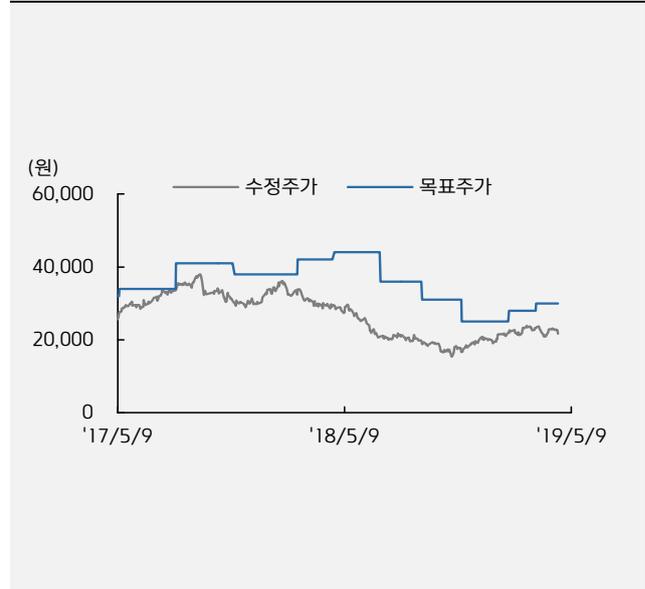
- 당사는 5월 8일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-27.2	-21.3
	2019/05/09	Buy(Maintain)	30,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%