

2019. 7. 29



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 28,000 원

현재주가 (7.26) 19,300 원

상승여력 45.1%

KOSPI 2,066.26pt

시가총액 31,166억원

발행주식수 16,148만주

유동주식비율 61.94%

외국인비중 24.55%

52주 최고/최저가 23,800원/15,300원

평균거래대금 135.7억원

주요주주(%)

한화 외 5 인 37.05

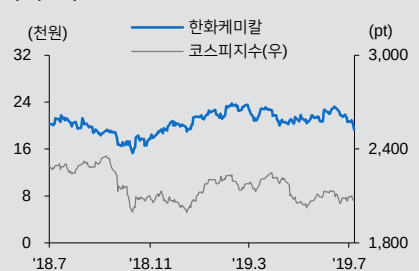
국민연금공단 10.33

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -12.3 -10.0 -5.4

상대주가 -9.9 -5.2 4.8

주가그래프



한화케미칼 009830

반가운 TDI 반등

- ✓ 7월 4주차 TDI 가격 반등(1,985달러/톤, +9% WoW): 중국 가스공장 폭발 영향
- ✓ 2Q19 Preview 영업이익 1,071억원으로 시장 예상치 부합할 전망
- ✓ 2020년 이후 태양광 보조금 축소 소식이 전주 주가에 부정적으로 작용, 주가에 기반영된 내용으로 추가 주가 하락은 제한적일 것
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 2.8만원 유지(태양광 이익 증가에 따른 주가 Re-rating)

7월 4주차 TDI +9% W-W 반등: 2달만의 반등 시현

7월 4주차 중국 TDI 가격은 전주대비 +9% 상승한 1,985달러/톤으로 마감했다. TDI는 소수 메이저들의 과점 시장이며, 공급 변수(설비 트러블, 정기보수)에 따른 가격 민감도가 기타 제품에 비해 높다. 금번 가격 상승도 이와 유사하다. 7/20 중국 허난성 석탄가스 집단공장에 화재사건이 발생했다. 해당 지역의 주요 화학제품으로는 질소, DNT, TDI/MDI로 파악되고, 중국 정부의 해당 화학설비 안전 점검 시행 계획이 알려지며 올 하반기 해당 제품들의 공급공백이 예상된다. TDI 수급 변화에 따른 가격 반등이 예상되는 바, 동사의 해당 제품 이익 기여도가 높아질 전망이다.

2Q19 영업이익 1,071억원 추정: 태양광 영업이익 창출력 부각

2Q19 영업이익은 1,071억원을 추정한다. 사업부별 흐름은 기초소재 488억원, 태양광 720억원, 가공소재 -26억원, 리테일 -82억원 등이다. 태양광부문은 미국 모듈 공장 신규 가동으로 이익 기여도가 높아지겠다. 특히 미국과 유럽 시장 중심 단결정 모듈 판매비중 확대, 판매단가 상승으로 시장 기대수준 대비 높은 이익을 창출할 전망이다. 올 하반기 미국 내 모듈 가격은 기타 지역대비 가격 프리미엄 강화가 예상되어 동사의 경쟁사 대비 차별화된 태양광 이익체력이 부각되겠다. 반면, 기초소재는 수요 부진 속 원가 상승 압박, 가성소다 정기보수 시행에 따른 기회손실 발생으로 부진하겠다.

전주 주가 하락은 매수의 기회로 판단, 투자 의견 Buy/적정주가 2.8만원

19년 동사의 사업부별 영업이익 비중 변화가 예상된다. 태양광부문 이익비중이 55%로 확대, 이에 따른 주가 재평가가 필요한 시점이다. 전주 발생한 중국 태양광 보조금 축소 노이즈에 따른 주가 하락을 매수 기회로 권고한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	9,341.8	756.4	824.7	5,001	7.9	36,250	6.3	0.9	7.3	14.6	120.6
2018	9,046.0	354.4	186.7	1,139	-80.7	37,081	17.7	0.5	10.0	3.1	144.6
2019E	10,361.2	449.3	368.9	2,276	196.4	38,968	8.5	0.5	8.4	5.9	150.1
2020E	11,031.2	542.8	538.3	3,332	41.9	42,080	5.8	0.5	7.3	8.2	139.2
2021E	11,575.3	640.8	606.7	3,756	12.9	45,613	5.1	0.4	6.4	8.5	129.6

표1 한화케미칼 2Q19 실적 Preview 테이블

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,666.1	2,250.5	18.5	2,236.2	19.2	2,402.6	11.0
영업이익	107.1	184.4	-41.9	98.3	9.0	91.5	17.1
세전이익	129.3	260.7	-50.4	156.8	-17.5	143.2	-9.7
순이익(지배주주)	67.4	186.0	-63.8	118.0	-42.9	103.6	-35.0

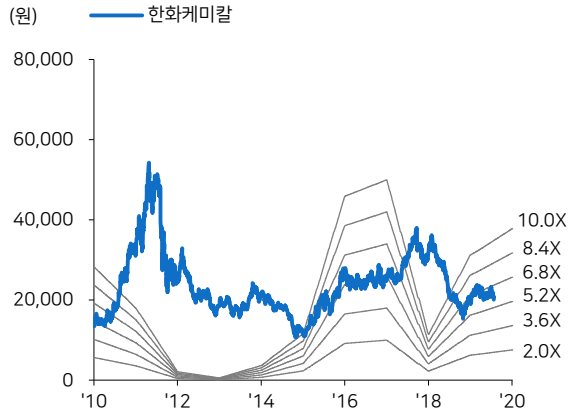
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한화케미칼 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018P	2019E	2020E
매출액	2,076.1	2,250.5	2,311.9	2,407.6	2,236.2	2,666.1	2,726.0	2,732.8	9,046.1	10,361.1	11,031.2
기초소재	1,094.1	1,153.7	1,130.3	994.1	911.5	1,020.7	1,031.8	1,039.8	4,372.2	4,003.8	4,127.5
가공소재	231.2	257.1	274.4	284.9	232.1	261.7	279.3	288.3	1,047.6	1,061.4	1,072.0
리테일	177.5	177.6	159.7	189.4	171.5	164.7	177.2	199.8	704.2	713.2	737.2
태양광	827.4	806.4	817.7	1,171.3	1,264.8	1,309.1	1,341.8	1,315.0	3,622.8	5,230.7	5,513.9
기타	242.8	337.1	291.0	242.7	253.1	281.0	266.9	260.9	1,113.6	1,061.9	1,064.7
영업이익	172.1	184.4	93.8	-95.9	98.3	107.1	150.9	92.9	354.4	449.2	542.7
%OP	8.3%	8.2%	4.1%	-4.0%	4.4%	4.0%	5.5%	3.4%	3.9%	4.3%	4.9%
기초소재	148.3	181.7	87.9	-50.7	53.7	48.8	64.1	59.8	367.2	226.4	277.5
가공소재	-6.1	2.0	-1.5	-7.8	-7.7	-2.6	2.8	-4.3	-13.4	-11.8	-9.0
리테일	4.8	1.3	1.5	11.5	7.1	-8.2	7.1	30.0	19.1	36.0	68.5
태양광	35.0	-4.3	-0.3	-41.1	48.9	72.0	80.5	46.0	-10.7	247.4	253.3
기타	1.8	2.0	9.5	-12.3	13.1	11.1	10.5	-24.6	1.0	10.1	8.7
세전이익	366.7	260.7	-2.6	-336.5	156.8	129.3	179.3	129.1	288.3	594.5	831.2
순이익(지배주주)	296.6	186.0	-22.7	-273.2	118.0	67.4	103.1	80.3	186.7	368.8	538.3
%YoY											
매출액	-5.3%	-9.5%	0.0%	2.4%	7.7%	18.5%	17.9%	13.5%	-3.2%	14.5%	6.5%
영업이익	-12.5%	-15.7%	-56.4%	적전	-42.9%	-41.9%	60.9%	흑전	-53.1%	26.7%	20.8%
세전이익	-6.6%	-14.6%	적전	적전	-57.2%	-50.4%	흑전	흑전	-73.0%	106.2%	39.8%
순이익(지배)	-7.7%	-21.3%	적전	적전	-60.2%	-63.8%	흑전	흑전	-77.4%	97.5%	46.0%
%QoQ											
매출액	-11.7%	8.4%	2.7%	4.1%	-7.1%	19.2%	2.2%	0.2%			
영업이익	36.8%	7.1%	-49.1%	적전	흑전	9.0%	40.9%	-38.4%			
세전이익	910.2%	-28.9%	적전	적지	흑전	-17.5%	38.7%	-28.0%			
순이익(지배주주)	1959.7%	-37.3%	적전	적지	흑전	-42.9%	53.0%	-22.1%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 12M Trailing PBR 밴드



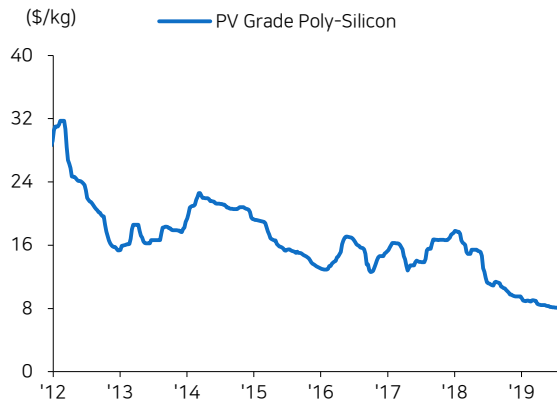
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 16년 이후 TDI 가격 추이



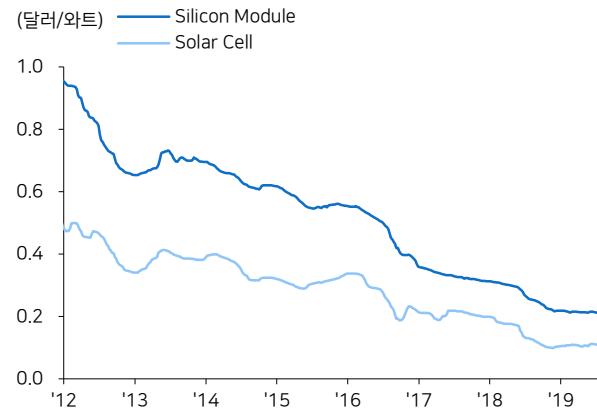
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 태양광 폴리실리콘 가격



자료: PV insights, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 태양광 셀/모듈 가격



자료: PV insights, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼 (009830)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,341.8	9,046.0	10,361.2	11,031.2	11,575.3
매출액증가율 (%)	0.9	-3.2	14.5	6.5	4.9
매출원가	7,386.3	7,458.6	8,446.9	8,906.1	9,273.8
매출총이익	1,955.5	1,587.5	1,914.3	2,125.1	2,301.4
판매관리비	1,199.1	1,233.1	1,465.0	1,582.3	1,660.6
영업이익	756.4	354.4	449.3	542.8	640.8
영업이익률	8.1	3.9	4.3	4.9	5.5
금융손익	-131.8	-135.6	-199.6	-197.5	-190.9
종속/관계기업손익	593.1	417.8	363.0	380.2	364.3
기타영업외손익	-151.9	-348.2	-13.6	111.8	130.0
세전계속사업이익	1,065.9	288.3	594.5	831.2	938.2
법인세비용	231.3	127.9	116.5	166.2	187.6
당기순이익	834.5	160.4	469.9	665.0	750.6
지배주주지분 손이익	824.7	186.7	368.9	538.3	606.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	916.2	726.7	725.0	1,040.6	1,127.4
당기순이익(손실)	834.5	160.4	469.9	665.0	750.6
유형자산상각비	420.0	426.5	544.5	557.7	562.6
무형자산상각비	15.5	13.6	17.8	13.4	12.6
운전자본의 증감	-197.6	-146.8	-176.5	-18.9	-30.9
투자활동 현금흐름	-403.2	-434.6	-835.5	-301.7	-376.3
유형자산의증가(CAPEX)	-492.4	-720.1	-669.2	-600.0	-600.0
투자자산의감소(증가)	234.9	614.8	-200.8	275.4	192.3
재무활동 현금흐름	-685.6	-69.6	-318.0	-206.5	-207.0
차입금의 증감	-388.9	1,462.8	228.7	52.2	53.6
자본의 증가	0.5	19.5	-46.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-207.3	219.1	-417.0	532.3	544.1
기초현금	1,012.3	805.0	1,024.1	607.2	1,139.5
기말현금	805.0	1,024.1	607.2	1,139.5	1,683.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222.5	5,012.5	5,286.9	5,952.8	6,716.3
현금및현금성자산	805.0	1,024.1	607.2	1,139.5	1,683.6
매출채권	1,637.0	1,651.9	2,013.8	2,076.8	2,180.1
재고자산	1,143.8	1,467.5	1,855.3	1,913.3	2,008.5
비유동자산	9,427.0	10,219.0	11,109.0	11,242.8	11,439.7
유형자산	5,588.2	6,684.1	6,849.8	6,892.1	6,929.5
무형자산	422.1	479.4	492.6	479.2	466.6
투자자산	2,987.0	2,790.0	3,353.8	3,458.6	3,630.6
자산총계	13,649.5	15,231.5	16,395.9	17,195.6	18,156.0
유동부채	4,894.2	5,132.5	5,493.1	5,578.6	5,719.0
매입채무	1,305.2	1,158.9	1,413.5	1,457.7	1,530.2
단기차입금	2,011.9	2,238.7	2,113.2	2,113.2	2,113.2
유동성장기부채	629.5	654.8	642.8	642.8	642.8
비유동부채	2,567.8	3,871.9	4,347.5	4,429.0	4,530.6
사채	1,038.7	1,122.8	1,172.6	1,372.6	1,572.6
장기차입금	737.3	1,872.2	2,036.5	1,886.5	1,736.5
부채총계	7,462.0	9,004.4	9,840.6	10,007.6	10,249.6
자본금	829.7	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	829.0	857.0	810.8	810.8	810.8
기타포괄이익누계액	-5.0	-81.3	-50.1	-50.1	-50.1
이익잉여금	4,364.7	4,496.5	4,790.8	5,296.9	5,871.3
비지배주주지분	172.3	137.1	219.0	345.7	489.5
자본총계	6,187.5	6,227.1	6,555.3	7,188.1	7,906.4

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	56,683	55,269	63,983	68,313	71,683
EPS(지배주주)	5,001	1,139	2,276	3,332	3,756
CFPS	6,276	5,073	6,259	7,590	7,394
EBITDAPS	7,232	4,854	6,247	6,898	7,530
BPS	36,250	37,081	38,968	42,080	45,613
DPS	350	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	6.3	17.7	8.5	5.8	5.1
PCR	5.0	4.0	3.1	2.5	2.6
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5	0.4
EBITDA	1,191.9	794.4	1,011.6	1,113.8	1,216.0
EV/EBITDA	7.3	10.0	8.4	7.3	6.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.6	3.1	5.9	8.2	8.5
EBITDA 이익률	12.8	8.8	9.8	10.1	10.5
부채비율	120.6	144.6	150.1	139.2	129.6
금융비용부담률	1.6	1.8	2.2	2.1	2.0
이자보상배율(x)	5.1	2.2	2.0	2.4	2.8
매출채권회전율(x)	6.0	5.5	5.7	5.4	5.4
재고자산회전율(x)	7.3	6.9	6.2	5.9	5.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화케미칼 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-17.1	-16.6	
2019.02.25	산업브리프	Buy	28,000	노우호	-16.4	-15.0	
2019.03.04	산업브리프	Buy	28,000	노우호	-17.0	-15.0	
2019.03.19	산업분석	Buy	28,000	노우호	-18.8	-15.0	
2019.04.01	산업브리프	Buy	28,000	노우호	-18.8	-15.0	
2019.04.15	산업브리프	Buy	28,000	노우호	-20.5	-15.0	
2019.05.09	기업브리프	Buy	28,000	노우호	-21.5	-15.0	
2019.05.30	산업분석	Buy	28,000	노우호	-21.7	-15.0	
2019.07.22	산업브리프	Buy	28,000	노우호	-22.0	-15.0	
2019.07.29	기업브리프	Buy	28,000	노우호	-	-	