



# BUY(Maintain)

목표주가: 30,000원  
주가(11/13): 18,550원  
시가총액: 29,954억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(11/13)	2,122.45pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	23,800원	16,150원
등락률	-22.1%	14.9%
수익률	절대	상대
1M	4.5%	0.7%
6M	-8.8%	-10.7%
1Y	11.7%	9.1%

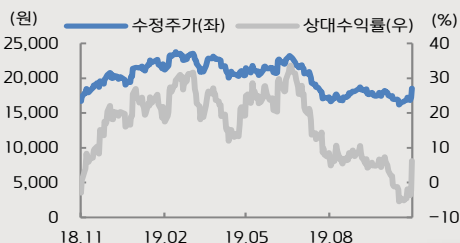
### Company Data

발행주식수	161,479천주
일평균 거래량(3M)	636천주
외국인 지분율	23.4%
배당수익률(19E)	1.5%
BPS(19E)	39,084원
주요 주주 (한화(외 5인))	37.1%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	9,341.8	9,046.0	9,602.8	10,999.2
영업이익	756.4	354.3	475.0	545.9
EBITDA	1,191.9	794.4	1,011.6	1,163.9
세전이익	1,065.9	288.3	439.9	562.3
순이익	834.5	160.4	343.1	438.6
지배주주지분순이익	824.7	186.7	399.2	510.3
EPS(원)	4,970	1,133	2,448	3,139
증감률(%YoY)	8.9	-77.2	116.1	28.2
PER(배)	6.4	17.8	7.0	5.5
PBR(배)	0.87	0.54	0.44	0.41
EV/EBITDA(배)	7.3	10.0	8.5	7.8
영업이익률(%)	8.1	3.9	4.9	5.0
ROE(%)	14.6	3.1	6.4	7.8
순부채비율(%)	52.8	72.0	88.9	93.1

### Price Trend



# 한화케미칼 (009830)

## 주력 사업부문의 실적 개선 효과



한화케미칼의 올해 3분기 영업이익은 1,524억원으로 시장 기대치를 크게 상회하였습니다. 1) 저가 원재료 투입 효과로 PE/EVA/PVC 등 유화/화학부문 원가 개선 효과가 발생하였고, 2) 태양광부문은 일회성 비용 감소, 제품/판매지역 믹스 변경 등으로 전 분기 대비 영업이익이 100% 이상 증가하였으며, 3) 리테일/가공소재부문도 전 분기 대비 손실을 줄였기 때문입니다.

### >>> 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 상회

한화케미칼의 올해 3분기 영업이익은 1,524억원으로 전 분기 대비 56.3% 증가하며, 시장 기대치(1,074억원)를 크게 상회하였다. 주력 사업부문인 기초소재와 태양광의 실적 개선에 기인한다.

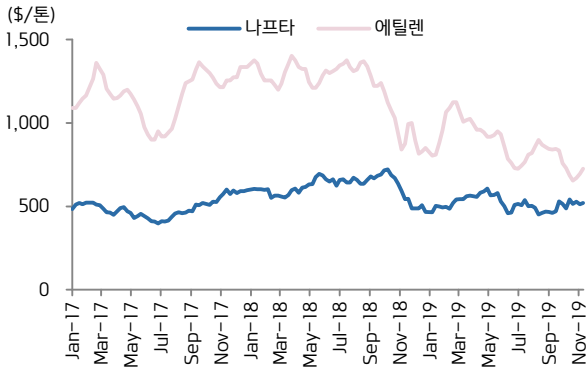
1) 기초소재부문 영업이익은 756억원으로 전 분기 대비 50.6% 증가하였다. 폴리실리콘의 영업손실 지속에도 불구하고, 저가 나프타/에틸렌 투입으로 PE/PVC 등 주력 제품들의 원가 개선 효과가 발생하였고, 가성소다는 전 분기 정기보수(2분기 약 25일간, 34만DMT) 진행에 따른 물량 측면의 기저 효과가 나타났으며, 수출주에 우호적인 환율 효과가 추가되었기 때문이다. 2) 태양광부문 영업이익은 656억원으로 전 분기 대비 100.6% 증가하였다. 고효율 제품 판매 확대로 ASP가 상승하였고, 전 분기 발생하였던 일회성 비용(멀티-모노 라인 전환)이 상당부분 제거되었기 때문이다. 3) 리테일부문 영업이익은 -8억원으로 전 분기 대비 손실을 축소하였다. 면세점의 매출/고정비 감소로 적자폭이 축소되었고, 백화점은 전 분기 보유세 반영에 따른 기저 효과 등에 기인한다. 4) 가공소재부문 영업이익은 -6억원으로 전 분기 대비 손실이 감소하였다. 자동차소재는 중국 판매 부진이 지속되었으나, 태양광/전자소재의 수요 개선 때문이다.

한편 올해 3분기 지분법이익은 810억원으로 전 분기 대비 154.7% 증가하였다. 저가 나프타 투입으로 한화토탈/여천NCC 등의 제품 스프레드가 확대되었기 때문이다.

### >>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 30,000원(유지)

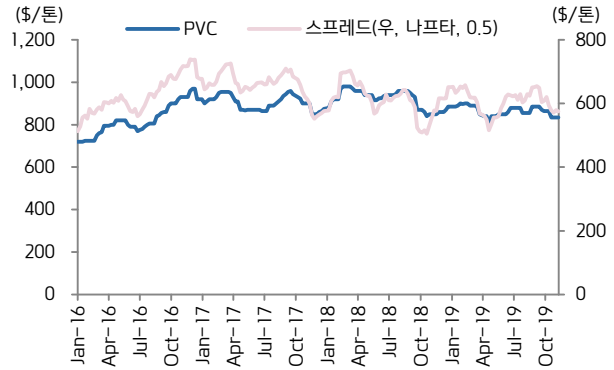
동사에 대해 기존 투자의견, 목표주가를 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 에틸렌 체인 중 PVC는 공급 제한으로 중장기적으로 호조세를 지속할 것으로 예상되고, 2) 태양광 업황 둔화에도 불구하고, 모노-멀티 라인 전환 효과로 ASP 개선 효과가 올해 4분기와 내년에도 발생할 가능성이 크며, 3) 내년부터 기초소재(수첨수지/PVC), 리테일(광고점), 지분법 업체(한화토탈 PE/PP, 여천NCC 모노머) 등의 증설 효과가 발생할 것으로 전망되기 때문이다.

에틸렌/나프타 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



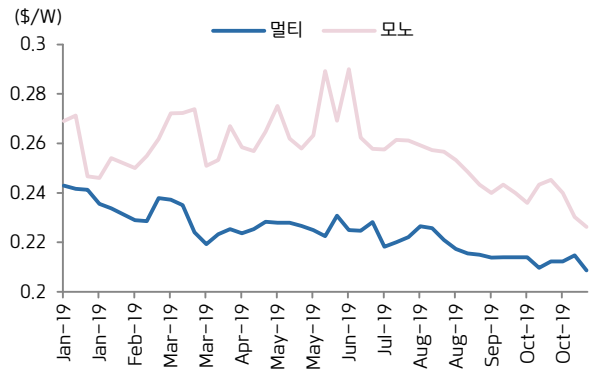
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

역내 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

멀티/모노 모듈 현물 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

한화케미칼 실적 전망

(십억원)	2018				2019				2017	2018	2019E	2020E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE					
매출액	2,076	2,251	2,312	2,408	2,236	2,374	2,441	2,551	9,342	9,046	9,603	10,999	
영업이익	172	184	94	-96	98	98	152	127	756	354	475	546	
영업이익률	8.3%	8.2%	4.1%	-4.0%	4.4%	4.1%	6.2%	5.0%	8.1%	3.9%	4.9%	5.0%	
매출액	기초소재	1,094	1,154	1,130	994	912	995	1,008	998	4,328	4,372	3,912	4,380
	가공소재	231	257	274	285	232	252	248	273	982	1,048	1,006	1,132
	리테일	178	178	160	189	172	176	135	208	715	704	691	760
	태양광	827	806	818	1,171	1,265	1,395	1,638	1,699	3,415	3,623	5,996	7,515
	기타	243	270	268	243	253	302	269	269	1,480	1,024	1,094	1,077
영업이익	연결조정	-497	-414	-338	-475	597	-745	-858	-896	-1,579	-1,724	-3,096	-3,864
	기초소재	148	182	88	-51	54	50	76	41	631	367	220	212
	가공소재	-6	2	-2	-8	-8	-3	-1	-7	2	-13	-19	1
	리테일	5	1	2	12	7	-7	-1	13	23	19	12	13
	태양광	35	-4	-0.3	-41	49	33	66	68	14	-11	215	283
기타	2	7	8	-12	13	21	12	12	75	5	58	32	
연결조정	-12	-4	-2	5	-17	3	1	1	11	-13	-12	4	

자료: 한화케미칼, 키움증권 리서치



Compliance Notice

- 당사는 11월 13일 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.

고지사항

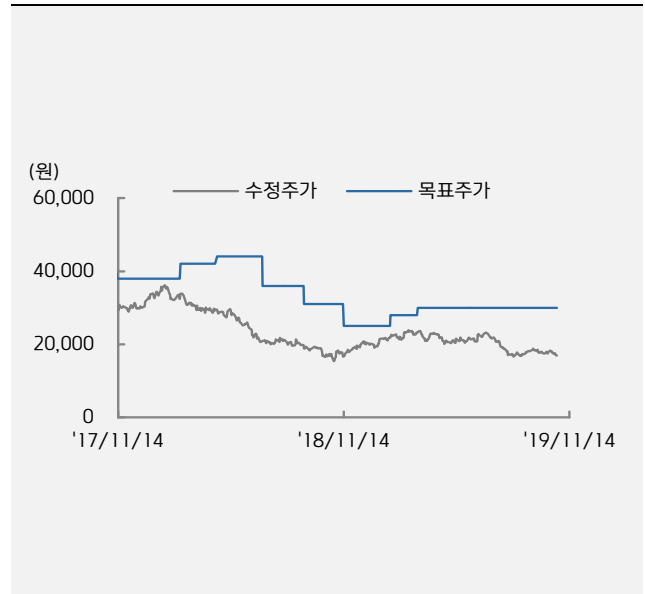
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화케미칼 (009830)	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	-31.4	-21.3
	2019/09/23	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-42.2	-38.5
	2019/11/14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%