

한화케미칼 (009830.KS)

이익의 급증과 이어지는 개선 추이

일회성비용 소멸, 화학과 태양광 사업의 영업이익 개선으로 1분기 실적 증가. 가성소다와 태양광 모듈 등 다수의 제품 스프레드가 확대되어 2분기 영업이익 또한 증가할 전망

화학 제품 스프레드 강세와 태양광 흑자 전환

1분기 영업이익 2,042억원(+ 43% y-y, + 48% q-q), 세전이익 2,887억원(+ 94% y-y, + 101% q-q) 추정. ① 4분기 발생한 영업손익과 영업외손익 포함 약 1,500억원의 일회성비용 소멸로 1분기 기저효과가 예상되며, ② 가성소다(NaOH) 스프레드 확대와 태양광 사업 흑자 전환으로 영업이익이 증가하고, ③ 자회사(YNCC, 한화종합화학)의 분기 최대실적으로 지분법이익이 증가한 것으로 판단

화학과 태양광 사업의 방향성이 좋다

동사가 보유한 다수의 제품 스프레드 확대 추세로 2분기 영업이익 2,250억 원(-23% y-y, + 10% q-q)으로 직전분기대비 증가 전망. 가성소다 가격(NE Asia FOB)은 톤당 455달러로 3개월 전보다 35달러 확대됨. 3월 이후 가격 상승 속도가 빨라졌으며, 유럽 지역의 공급 축소로 가격 상승 추세는 연중으로 지속될 것으로 보임. PVC와 TDI, LDPE 가격 스프레드 또한 1분기 말 확대되어 기초소재부문의 2분기 영업이익 증가가 전망됨

태양광 모듈(제품)의 가격 하락보다 웨이퍼(원료)의 가격 하락 속도가 더욱 빨라 태양광 모듈 스프레드는 회복 추세로 전환됨. 1분기 영업 흑자를 기록한 것으로 추정되며, 스프레드 회복으로 2분기 이익률 상승 전망

한화갤러리아(지분율 100%)의 2,000억원 유상증자 참여 결정. 갤러리아 광교점(백화점 영업면적 28,000평) 투자재원 조달 목적이며, 2019.08월 오픈 예정. 수원시와 협력으로 진행하는 컨벤션복합단지 일환이며, 도심에 위치한 지역적 특성을 고려 시 사업성이 높은 것으로 평가되고 있음

한화케미칼 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E				2Q17F	
					예상치	y-y	q-q	기준 추정		
매출액	2,164	2,392	2,386	2,317	2,291	5.9	-1.2	2,278	2,305	2,268
영업이익	143	294	205	138	204	43.0	47.8	219	204	225
영업이익률	6.6	12.3	8.6	6.0	8.9			9.6	8.9	9.9
세전이익	149	342	252	144	289	93.7	101.1	296	303	297
(지배)순이익	107	300	199	149	213	98.2	42.4	218	226	219

자료: 한화케미칼, Wisefn, NH투자증권 리서치본부 전망

※주: 용어 설명은 첨부된 Appendix 참고

Company Comment | 2017. 4. 10

Buy (유지)

목표주가	33,000원 (유지)
현재가 ('17/04/07)	26,150원
업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,151.73 / 633.32
시가총액(보통주)	4,309.8십억원
발행주식수(보통주)	164.8백만주
52주 최고가('16/10/25)	28,750원
최저가('16/05/24)	22,800원
평균거래대금(60일)	26,808백만원
배당수익률(2017E)	1.34%
외국인지분율	25.7%

주요주주

한화 외 5인	36.3%
국민연금	10.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-0.4	7.8	12.2
상대수익률 (%)	-5.1	2.9	3.0
	2016	2017E	2018F
매출액	9,259	9,238	9,390
증감률	15.2	-0.2	1.6
영업이익	779	858	936
영업이익률	8.4	9.3	10.0
(지배자분)순이익	755	820	893
EPS	4,593	4,970	5,418
증감률	295.7	8.2	9.0
PER	5.4	5.3	4.8
PBR	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.4	5.9	5.4
ROE	15.2	14.5	13.8
부채비율	152.7	131.9	111.7
순차입금	3,574	3,361	3,142

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 홍유식
02)768-7391, ys.hwang@nhqv.com

표1. 한화케미칼 연간 실적 전망

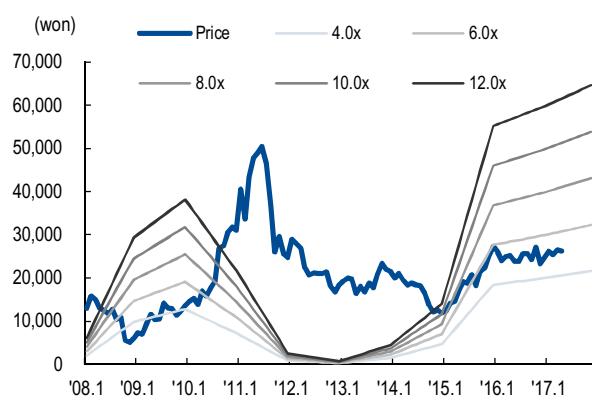
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	9,259	9,238	9,390	9,834
	- 수정 전	-	9,401	9,750	10,384
	- 변동률	-	-1.7	-3.7	-5.3
영업이익	- 수정 후	779	858	936	1,037
	- 수정 전	-	902	985	1,102
	- 변동률	-	-4.9	-4.9	-5.9
영업이익률(수정 후)		8.4	9.3	10.0	10.5
EBITDA		1,225	1,333	1,431	1,555
(지배지분)순이익		755	820	893	1,006
EPS	- 수정 후	4,593	4,970	5,418	6,102
	- 수정 전	-	5,213	5,653	6,408
	- 변동률	-	-4.7	-4.2	-4.8
PER		5.4	5.3	4.8	4.3
PBR		0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA		6.4	5.9	5.4	4.7
ROE		15.2	14.5	13.8	13.7

주: IFRS 연결기준

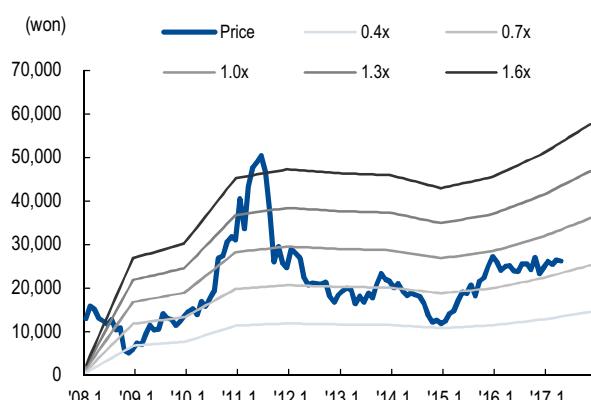
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. Forward PER Band



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치본부

그림2. Trailing PBR Band



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치본부

표2. 한화케미칼 분기 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	2,164	2,392	2,386	2,317	2,291	2,268	2,300	2,379	9,259	9,238	9,390
기초소재	884	960	967	1,061	983	970	1,002	996	3,872	3,951	3,925
가공소재	255	258	247	265	259	251	244	256	1,024	1,010	1,058
리테일	159	165	158	191	176	166	199	249	673	791	774
태양광/기타	1,255	1,467	1,438	1,269	1,202	1,210	1,184	1,208	5,428	4,805	4,952
영업이익	143	294	205	138	204	225	233	196	779	858	936
%OP	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	8.9%	9.9%	10.1%	8.2%	8.4%	9.3%	10.0%
기초소재	65	143	125	138	170	184	192	146	471	692	745
가공소재	16	13	7	0	13	10	10	6	36	39	48
리테일	1	-6	-7	10	4	-7	2	10	-1	8	18
태양광/기타	89	133	92	-32	27	38	40	39	283	144	155
연결조정	-29	10	-13	22	-10	0	-10	-5	-10	-25	-30
세전이익	149	342	252	144	289	297	302	224	886	1,112	1,212
지배기업 순이익	107	300	199	149	213	219	222	165	755	820	893
YOY(%)											
매출액	18%	19%	26%	1%	6%	-5%	-4%	3%	15%	0%	2%
영업이익	457%	213%	54%	64%	43%	-23%	14%	42%	131%	10%	9%
세전이익	흑전	657%	36%	2948%	94%	-13%	20%	56%	288%	25%	9%
지배기업순이익	흑전	746%	32%	629%	98%	-27%	12%	11%	301%	9%	9%
QOQ(%)											
매출액	-6%	11%	0%	-3%	-1%	-1%	1%	3%			
영업이익	69%	106%	-30%	-33%	48%	10%	3%	-16%			
세전이익	3064%	129%	-26%	-43%	101%	3%	1%	-26%			
지배기업순이익	424%	179%	-34%	-25%	42%	3%	1%	-26%			

주: IFRS 연결기준

자료: NH 투자증권 리서치본부 전망

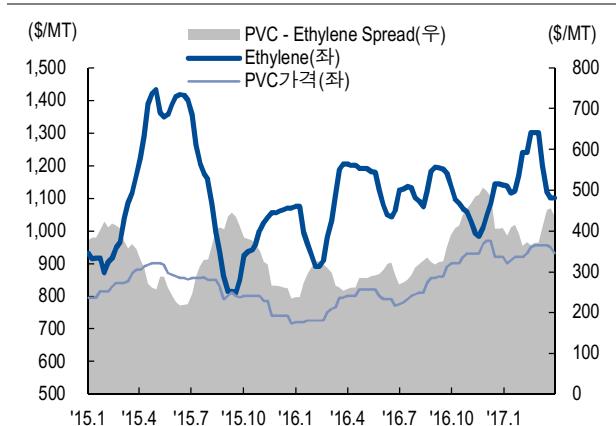
표3. PVC, 가성소다, TDI 국내 기업별 Capa(생산능력)

(단위: 천톤)

기업명	PVC	가성소다	TDI	비고
한화케미칼	902	830	150	중국 Capa PVC 30만톤 포함
LG 화학	1,650	803	-	중국 Capa ABS 82만톤, PVC 40만톤 포함
롯데케미칼	-	383	-	개별/연결기준 자회사 Capa 포함
OCI	-	-	50	
한국바스프	-	-	160	
기타	-	270	-	
Total	2,552	2,286	360	

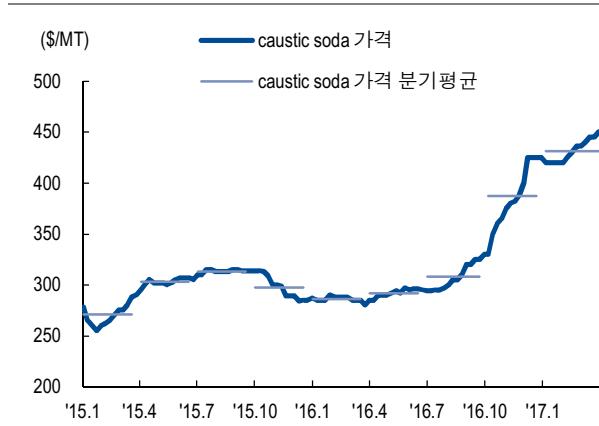
자료: 한국석유화학협회, NH투자증권 리서치본부

그림3. PVC 스프레드 1분기말 확대 전환



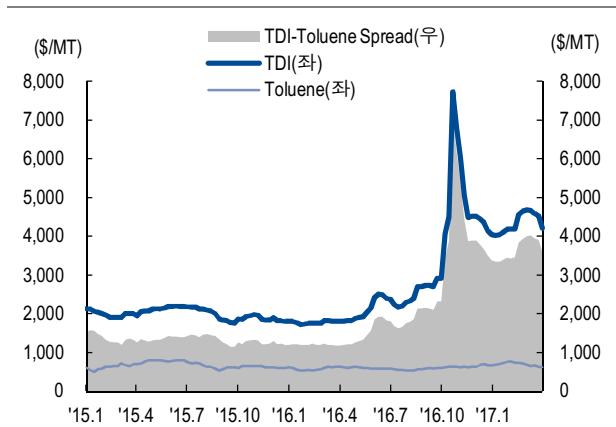
자료 : Platts, NH투자증권 리서치본부

그림4. 가성소다 가격 상승 추세 이어질 전망



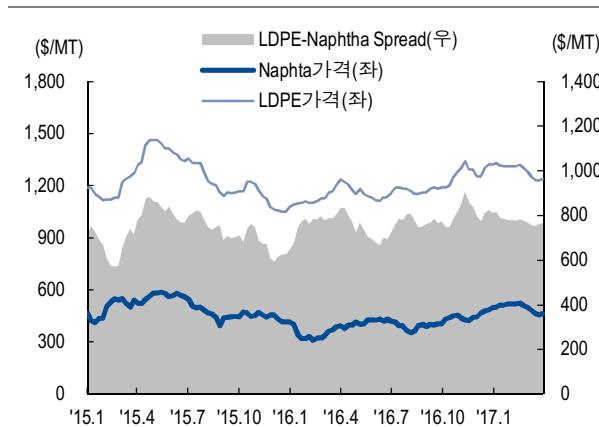
자료 : Platts, NH투자증권 리서치본부

그림5. TDI 스프레드 고점에서 유지



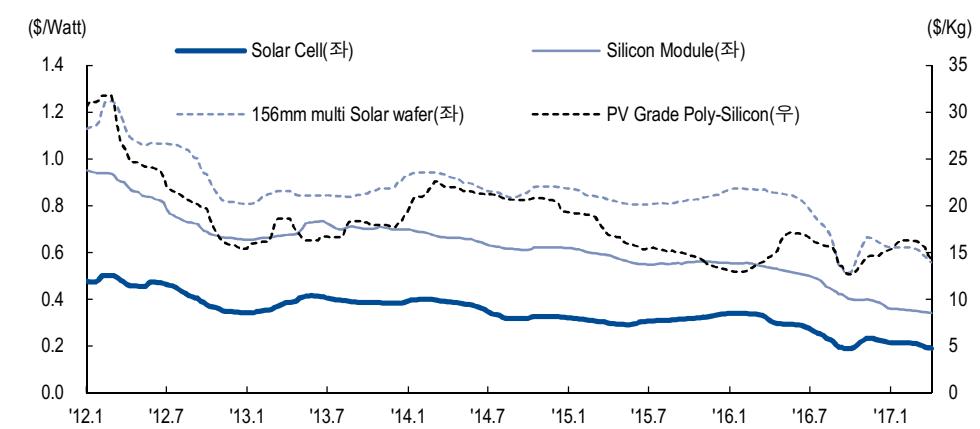
자료 : Platts, NH투자증권 리서치본부

그림6. LDPE 스프레드 소폭 개선



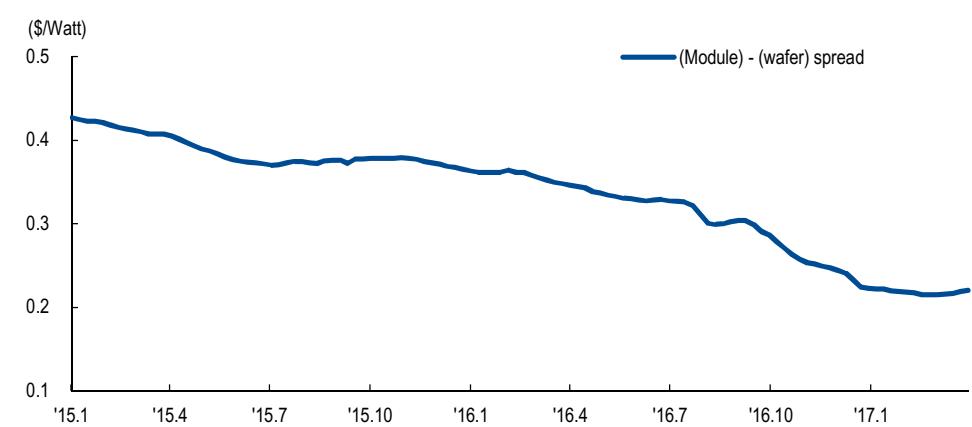
자료 : Platts, NH투자증권 리서치본부

그림7. 모듈 가격 하락보다 폴리실리콘과 웨이퍼 가격 하락 속도가 더 빨라짐



자료: PVInsight, NH투자증권 리서치본부

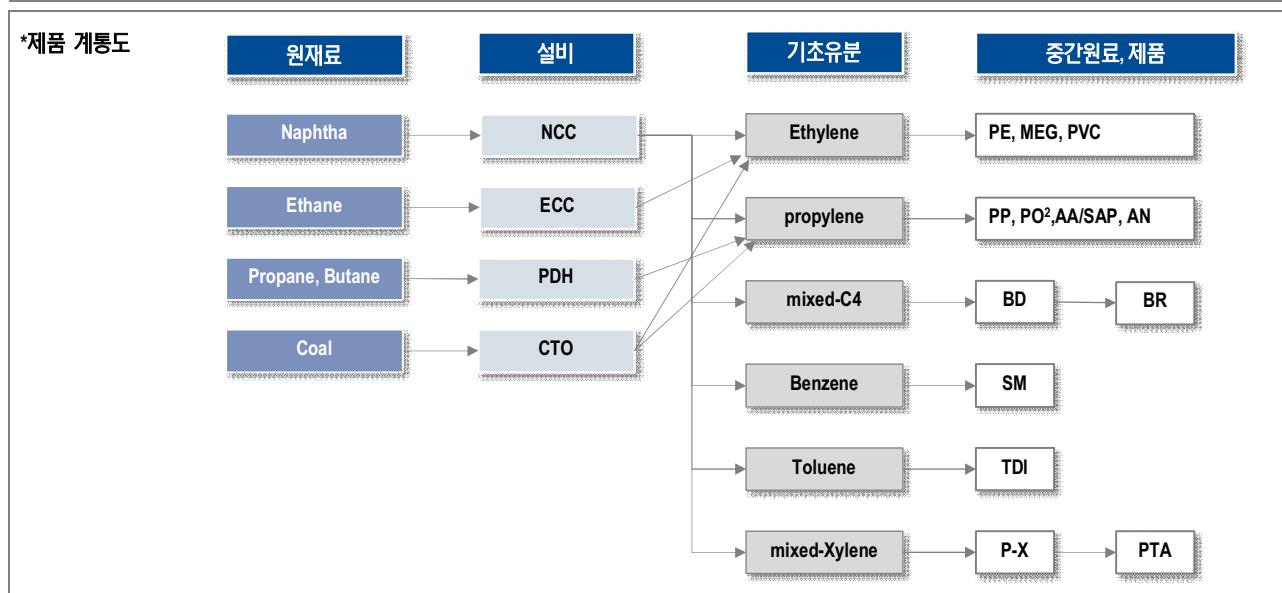
그림8. 2017. 03월 모듈-wafer 스프레드 상승세 전환



자료: PVInsight, NH투자증권 리서치본부

Appendix

Category	Acronym	Full Name	Chemical Formula
기초유분	BD	Butadiene, 부타디엔	C ₄ H ₆
	Mixed - X	Mixed - Xylene	C ₈ H ₁₀
	PO ¹	Poly Olefin	C _n H _{2n}
합성수지	PE	Polyethylene, 폴리에틸렌	(C ₂ H ₄) _n
	HDPE, LDPE, LLDPE	High-density PE, Low-density PE, Linear low-density PE	
	PP	Polypropylene, 폴리프로필렌	(C ₃ H ₆) _n
	PVC	Polyvinyl chloride	(C ₂ H ₃ Cl) _n
	ABS	Acrylonitrile Butadiene Styrene	(C ₈ H ₈ ·C ₄ H ₆ ·C ₃ H ₃ N) _n
	PS	Polystyrene, 폴리스타이렌	(C ₈ H ₈) _n
화섬원료	EP	Engineering Plastic	
	MEG or EG	(mono) Ethylene glycol	(CH ₂ OH) ₂
	P-X	Para-Xylene	C ₈ H ₁₀
	PTA	Purified Terephthalic acid	C ₈ H ₆ O ₄
중간원료	CPLM	Caprolactam	C ₆ H ₁₁ NO
	SM	Styrene monomer	C ₈ H ₈
	AN	Acrylonitrile	C ₃ H ₃ N
	EDC	Ethylene dichloride	C ₂ H ₄ Cl ₂
	BPA	Bisphenol A	C ₁₅ H ₁₆ O ₂
	MDI	Methylene diphenyl diisocyanate	C ₁₅ H ₁₀ N ₂ O ₂
	TDI	Toluene diisocyanate	C ₉ H ₆ N ₂ O ₂
	PC	Polycarbonate	
	PO ²	Propylene Oxide	C ₃ H ₆ O
용제 및 기타	PPG	Polypropylene Glycol	
	AA/SAP	Acetic acid/ Superabsorbent polymers	C ₂ H ₄ O ₂
	BR	Butadiene Rubber	
제조설비	SBR	Styrene Butadiene Rubber	
	NCC	Naphtha Cracking Center	
	ECC	Ethane Cracking Center	
	CTO	Coal to Olefin	
	CTP	Coal to Propylene	
PDH	PDH	Propane dehydrogenation	

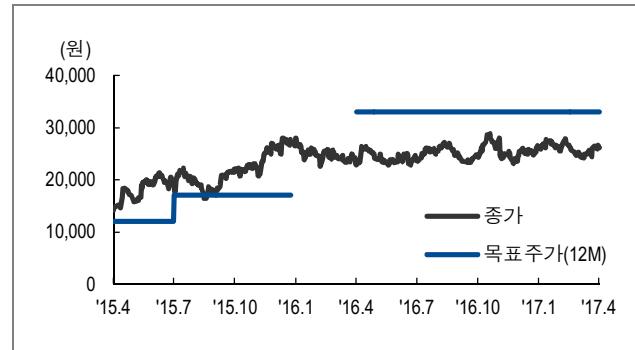


STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				Valuation / Profitability / Stability					
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F		2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	9,259	9,238	9,390	9,834	PER(배)	5.4	5.3	4.8	4.3
증감률 (%)	15.2	-0.2	1.6	4.7	PBR(배)	0.8	0.7	0.6	0.6
매출원가	7,211	7,089	7,142	7,425	PCR(배)	3.4	4.1	3.7	3.4
매출총이익	2,048	2,149	2,248	2,410	PSR(배)	0.4	0.5	0.5	0.4
Gross 마진 (%)	22.1	23.3	23.9	24.5	EV/EBITDA(배)	6.4	5.9	5.4	4.7
판매비와 일반관리비	1,268	1,291	1,311	1,373	EV/EBIT(배)	10.1	9.2	8.2	7.1
영업이익	779	858	936	1,037	EPS(원)	4,593	4,970	5,418	6,102
증감률 (%)	131.2	10.1	9.1	10.8	BPS(원)	31,850	36,442	41,480	47,196
OP 마진 (%)	8.4	9.3	10.0	10.5	SPS(원)	56,337	56,051	56,975	59,672
EBITDA	1,225	1,333	1,431	1,555	자기자본이익률(ROE, %)	15.2	14.5	13.8	13.7
영업외손익	107	254	276	328	총자산이익률(ROA, %)	5.6	6.0	6.2	6.8
금융수익(비용)	-151	-143	-136	-124	투하자본이익률 (ROIC, %)	10.4	10.1	10.5	10.8
기타영업외손익	-165	-148	-138	-138	배당수익률(%)	1.4	1.3	1.3	1.3
종속, 관계기업관련손익	423	545	550	590	배당성향(%)	7.6	7.0	6.4	5.7
세전계속사업이익	886	1,112	1,212	1,365	총현금배당금(십억원)	58	58	58	58
법인세비용	115	267	291	328	보통주 주당배당금(원)	350	350	350	350
계속사업이익	771	845	921	1,037	순부채(현금)/자기자본(%)	65.4	53.7	44.1	34.0
당기순이익	771	845	921	1,037	총부채/ 자기자본(%)	152.7	131.9	111.7	93.2
증감률 (%)	327.3	9.6	9.0	12.6	이자발생부채	4,865	4,798	4,535	4,087
Net 마진 (%)	8.3	9.1	9.8	10.5	유동비율(%)	91.2	102.2	113.9	123.9
지배주주지분 순이익	755	820	893	1,006	총발행주식수(백만주)	166	166	166	166
비지배주주지분 순이익	16	25	28	31	액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	-103	0	0	0	주가(원)	24,700	26,150	26,150	26,150
총포괄이익	668	845	921	1,037	시가총액(십억원)	4,085	4,325	4,325	4,325

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				CASH FLOW STATEMENT					
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F	(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	1,012	1,146	1,074	992	영업활동 현금흐름	1,151	512	657	745
매출채권	1,500	1,575	1,654	1,766	당기순이익	771	845	921	1,037
유동자산	4,524	4,904	5,034	5,219	+ 유/무형자산상각비	445	475	495	518
유형자산	5,761	5,942	6,103	6,290	+ 종속, 관계기업관련손익	-446	-545	-550	-590
투자자산	2,629	2,761	3,045	3,251	+ 외화환산손실(이익)	-10	0	0	0
비유동자산	9,294	9,601	10,040	10,427	Gross Cash Flow	1,195	1,047	1,155	1,279
자산총계	13,818	14,505	15,073	15,647	- 운전자본의증가(감소)	-122	-268	-207	-206
단기성부채	2,268	2,179	1,916	1,727	투자활동 현금흐름	-460	-86	-246	-171
매입채무	1,235	1,296	1,296	1,384	+ 유형자산 감소	201	0	0	0
유동부채	4,963	4,801	4,420	4,212	- 유형자산 증가(CAPEX)	-615	-650	-650	-700
장기성부채	2,597	2,619	2,619	2,360	+ 투자자산의매각(취득)	78	413	266	384
장기충당부채	443	465	513	548	Free Cash Flow	536	-138	7	45
비유동부채	3,387	3,448	3,534	3,336	Net Cash Flow	691	426	411	574
부채총계	8,350	8,249	7,954	7,548	재무활동현금흐름	-318	-292	-483	-656
자본금	830	830	830	830	자기자본 증가	13	0	0	0
자본잉여금	828	828	828	828	부채증감	-332	-292	-483	-656
이익잉여금	3,586	4,348	5,184	6,133	현금의증가	368	134	-72	-82
비지배주주지분	183	209	236	267	기말현금 및 현금성자산	1,012	1,146	1,074	992
자본총계	5,468	6,256	7,119	8,099	기말 순부채(순현금)	3,574	3,361	3,142	2,755

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
한화케미칼	009830.KS	2016.04.07	Buy	33,000원(12개월)
			담당 Analyst 변경	
		2015.07.07	Hold	17,000원(12개월)
		2015.03.04	Hold	12,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 4월 7일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '한화케미칼'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 시전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.