

2017.5.12



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 39,000 원

현재주가 27,100 원

상승여력 43.9 %

KOSPI 2,296.37pt

시가총액 44,663억원

발행주식수 16,481만주

유동주식비율 62.67%

외국인비중 25.59%

52주 최고/최저가 28,750 원 / 22,800원

평균거래대금 259.6억원

주요주주(%)

한화 외 5인 36.3

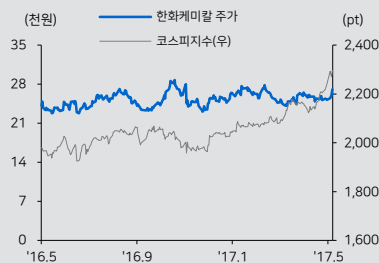
국민연금 10.0

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 3.83 12.92 11.98

상대주가 -1.78 -6.70 9.16

주가그래프



한화케미칼 009830

화학과 태양광부문 이익 모멘텀 장착

- ✓ 1Q17 영업이익 1,966억원(+42% QoQ), 세전이익 3,925억원(+173% QoQ)을 달성
- ✓ 화학제품가격 강세에 따라 YNCC 등의 이익증가로 지분법이익 2,158억원 시현
- ✓ 2Q17 투자포인트는 (1) 화학부문 QoQ 이익 증가, (2) 태양광부문 이익 규모 확대
- ✓ 17년 연간 영업이익은 9,007억원으로 전년대비 15.6% 증가할 전망
- ✓ 17년 전년대비 이익 규모 증가를 고려해 투자 의견 Buy와 적정주가 3.9만원 유지

1Q17 Review: 영업이익 1,966 억원, 지분법이익 2,158 억원

1Q 영업이익은 1,966억원으로 최근 높아진 시장 예상치에 부합했다. 기초소재 영업 이익은 1,673억원으로 중국 Ningbo 법인 정기보수에도 불구하고 PVC, 가성소다, TDI 강세로 이익 규모가 증가했다. 태양광부문 영업이익은 107억원으로 원가 절감 및 제품 가격 안정화에 따라 수익성이 개선되었다.

지분법이익 2,158억원 중 YNCC +1,323억원, 한화종합화학 +718억원이 반영되었다. 이는 연초 중국의 re-stocking 수요 증가에 따라 BD, SM의 제품가격 상승으로 지분법 이익 기여도가 높아졌다는 판단이다.

What's Next?

2Q17 영업이익은 2,624억원(+33.5% QoQ)으로 이익이 증가할 전망이다. 기초소재 부문(+1,761억원), 태양광(+736억원), 가공소재(+90억원), 리테일(-72억원), 기타(+248 억원)으로 추정한다. 3월 이후 국내 화학 재고량 증가 및 수요 둔화의 결과로 화학 제품가격이 하락했고, 이에 이익 하락이 불가피하나, 동사의 화학부문은 이익 증가가 예상된다. 이는 주력 제품 PVC, 가성소다, TDI는 신증설이 제한된 가운데 제품 수요 증가로 타이탄한 수급이 심화되어 17년 하반기까지 제품가격 상승이 예상되기 때문이다. 태양광부문은 2Q 이후 물량 증가에 따라 이익규모 확대가 예상된다. 반면 리테일부문은 재산세 관련 일회성비용(-80억원)이 반영되고, 지분법이익은 1,350억원으로 감소되었다.

YNCC와 한화토탈은 5월 이후 일부 제품 정기보수 돌입에 따른 판매량 감소가 예상된다. YNCC는 SM(29만톤), BD(24만톤)에 대해 5월부터 각각 20일간 정기보수를 진행하고, 한화토탈은 5월부터 50일간 벤젠(42만톤)에 대한 정기보수 및 디보틀네킹(47만톤으로 확대)을 진행할 계획이다.

투자의견 Buy와 적정주가 3.9 만원 유지

동사의 주가는 태양광부문 실적 둔화 및 화학제품가격 하락에 따른 실적 감소 우려감으로 상승폭이 제한되었다. 그럼에도 투자의견 Buy의 포인트는 (1) 2Q17 화학부문 영업이익 QoQ 증가가 가능한 유일한 기업, (2) 태양광부문 출하량 증가 및 제품가격 안정화에 따라 이익 정상화가 가능하다는 점이다. 5월 화학 제품 수요 회복에 따른 가격 정상화와 태양광부문 이익 증가에 따라 주가 상승여력은 충분하다는 판단이다. 이에 적정주가를 3.9만원으로 유지, 화학업종 차선후주로 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	8,037.0	337.0	188.2	1,161	218.2	25,711	23.4	1.1	11.1	4.2	180.9
2016	9,258.8	779.2	755.3	4,596	296.0	29,281	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017E	10,131.9	900.7	1,080.2	6,552	42.6	35,471	4.1	0.8	6.4	18.6	133.7
2018E	10,811.4	905.1	1,039.8	6,306	-3.7	41,416	4.3	0.7	5.7	15.3	114.9
2019E	11,230.0	920.1	1,098.9	6,665	5.7	47,717	4.1	0.6	5.1	14.1	104.9

표1 한화케미칼 1Q17 Earnings Review

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	메리츠	(% diff.)
매출액	2,191.3	2,163.7	1.3	2,317.3	-5.4	2,275.7	-3.7	2,361.4	-7.2
영업이익	196.6	142.8	37.7	138.1	42.3	195.4	0.6	185.1	6.2
순이익(지배)	321.3	107.4	199.3	149.4	115.0	230.2	39.5	270.5	18.8

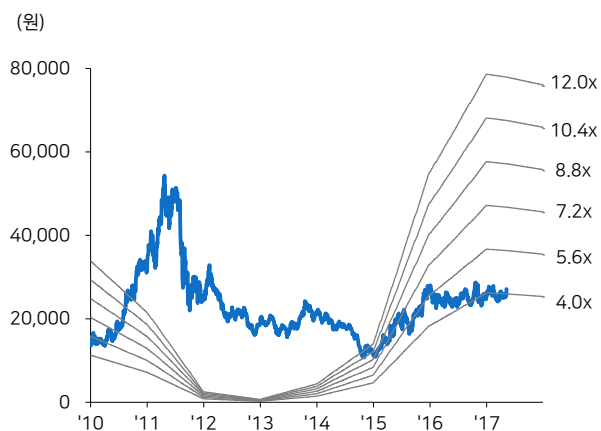
자료: 한화케미칼, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한화케미칼 사업부문별 실적테이블

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,596.1	2,672.3	2,672.2	9,258.8	10,131.9	10,811.4
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	1,052.7	1,089.1	1,140.7	1,138.4	3,871.8	4,421.0	4,628.0
가공소재	254.7	258.1	246.7	264.6	263.0	258.1	261.5	261.0	1,024.1	1,043.7	1,048.3
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	167.2	143.9	141.3	196.9	673.4	649.3	666.4
태양광	853.1	1,026.3	1,087.2	945.4	751.5	1,052.1	1,115.2	1,059.5	3,912.0	3,978.3	4,370.0
기타	401.5	440.5	350.9	323.1	374.8	402.1	362.7	365.7	1,516.0	1,505.3	1,495.7
영업이익	142.8	293.6	204.7	138.1	196.6	262.4	272.2	169.4	779.2	900.7	905.1
% OP	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	9.0%	10.1%	10.2%	6.3%	8.4%	8.9%	8.4%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	167.3	176.1	182.0	144.0	471.0	669.4	696.5
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	7.5	9.0	10.5	5.2	35.9	32.2	26.2
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	-1.3	-7.2	-5.7	10.8	-1.0	-3.3	3.9
태양광	60.5	111.0	77.5	-36.5	10.7	73.6	78.1	5.3	212.5	167.7	165.3
기타	28.4	22.4	14.7	4.9	17.4	24.8	21.4	18.1	70.4	81.7	69.2
세전이익	149.1	342.0	251.8	143.6	392.5	361.1	390.7	295.0	886.4	1,423.4	1,403.1
순이익(지배주주)	107.4	299.8	198.7	149.4	321.3	252.1	273.5	233.4	755.3	1,080.2	1,039.8
% YoY											
매출액	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	1.3%	8.5%	12.0%	15.3%	15.2%	9.4%	6.7%
영업이익	457.8%	213.3%	53.6%	63.8%	37.7%	-10.6%	33.0%	22.7%	131.2%	15.6%	0.5%
세전이익	흑전	656.5%	36.0%	2955.2%	163.3%	5.6%	55.2%	105.4%	288.1%	62.4%	-2.5%
당기순이익	흑전	746.9%	32.4%	628.9%	199.3%	-15.9%	37.7%	56.2%	301.3%	43.0%	-3.7%
% QoQ											
매출액	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	-5.4%	18.5%	2.9%	0.0%			
영업이익	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	42.3%	33.5%	3.7%	-37.8%			
세전이익	3071.5%	129.4%	-26.4%	-43.0%	173.3%	-8.0%	8.2%	-24.5%			
당기순이익	423.7%	179.3%	-33.7%	-24.8%	115.0%	-21.5%	8.5%	-14.7%			

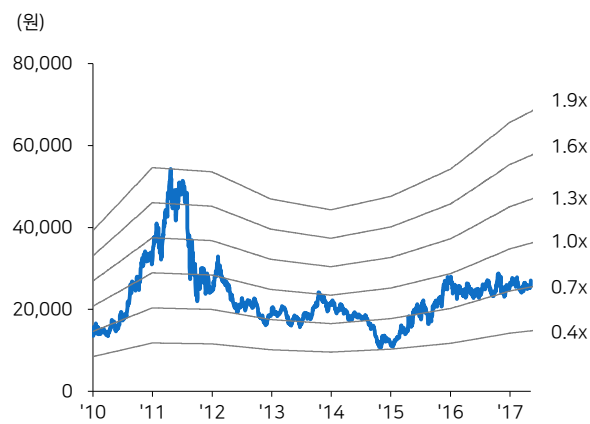
자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한화케미칼 12M Fwd. PER 밴드 차트



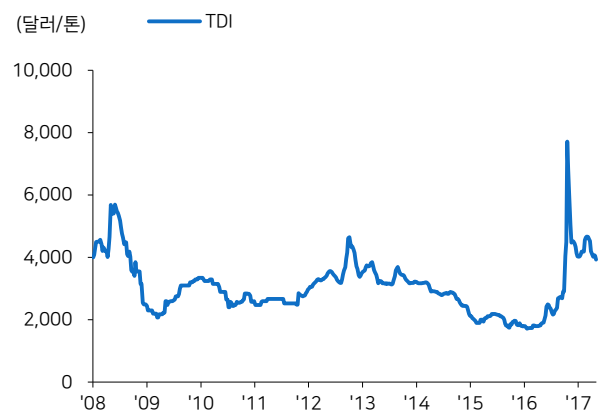
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 공급 감소에 따른 TDI 수급 정상화 및 가격 강세



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 수요 호조에 따라 가성소다 이익 기여도 증가할 전망



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼(009830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037.0	9,258.8	10,131.9	10,811.4	11,230.0
매출액증가율 (%)	-0.2	15.2	9.4	6.7	3.9
매출원가	6,540.6	7,211.2	7,783.0	8,354.4	8,698.7
매출총이익	1,496.4	2,047.6	2,348.9	2,457.0	2,531.3
판매비와관리비	1,159.3	1,268.4	1,448.2	1,551.8	1,611.2
영업이익	337.0	779.2	900.7	905.1	920.1
영업이익률 (%)	4.2	8.4	8.9	8.4	8.2
금융수익	-154.4	-151.0	-144.0	-137.0	-125.3
종속/관계기업관련손익	166.2	423.3	666.8	635.0	655.0
기타영업외손익	-120.4	-165.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.4	886.4	1,423.4	1,403.1	1,449.7
법인세비용	48.0	115.4	276.9	280.6	296.9
당기순이익	180.4	770.9	1,161.6	1,122.5	1,187.5
지배주주지분 손이익	188.2	755.3	1,080.2	1,039.8	1,098.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,777.7	4,523.9	5,152.3	5,805.7	6,962.9
현금및현금성자산	644.8	1,012.3	1,140.2	1,712.6	2,612.8
매출채권	1,766.3	1,500.4	1,730.2	1,767.4	1,885.3
재고자산	1,825.6	1,420.6	1,638.2	1,673.5	1,785.2
비유동자산	9,074.9	9,294.0	10,205.4	10,603.7	11,001.4
유형자산	6,050.5	5,761.0	6,274.1	6,611.4	6,806.7
무형자산	440.8	426.2	421.8	417.5	413.3
투자자산	2,304.6	2,628.7	3,031.4	3,096.6	3,303.2
자산총계	13,852.6	13,817.9	15,357.7	16,409.4	17,964.3
유동부채	5,420.6	4,963.0	5,027.8	4,744.9	4,957.8
매입채무	1,214.2	1,234.5	1,423.6	1,454.3	1,551.3
단기차입금	1,796.9	1,855.2	1,505.2	1,155.2	1,155.2
유동성장기부채	628.4	399.8	399.8	399.8	399.8
비유동부채	3,500.8	3,386.6	3,757.5	4,027.1	4,239.1
사채	1,059.8	1,354.2	1,754.2	2,154.2	2,454.2
장기차입금	1,556.0	1,220.5	1,070.5	920.5	770.5
부채총계	8,921.5	8,349.6	8,785.3	8,772.0	9,197.0
자본금	815.3	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	829.5	828.4	828.4	828.4	828.4
기타포괄이익누계액	104.7	43.6	43.6	43.6	43.6
이익잉여금	2,886.9	3,586.4	4,609.1	5,591.3	6,632.7
비지배주주지분	297.8	183.4	264.8	347.5	436.1
자본총계	4,931.2	5,468.3	6,572.4	7,637.4	8,767.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,209.3	1,151.0	1,023.3	1,016.9	1,083.7
당기순이익(손실)	180.4	770.9	1,161.6	1,122.5	1,187.5
유형자산감가상각비	435.2	430.3	346.9	382.7	404.7
무형자산상각비	16.9	15.0	4.4	4.3	4.2
운전자본의 증감	354.3	-121.6	33.2	5.4	17.0
투자활동 현금흐름	-952.6	-460.1	-576.5	-127.2	-121.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.2	-614.8	-860.0	-720.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-587.6	99.2	264.2	569.8	448.3
재무활동 현금흐름	-154.0	-318.2	-318.9	-317.3	-62.0
차입금증감	77.9	-198.6	-98.1	-99.7	151.0
자본의증가	116.6	13.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가	95.4	367.5	127.9	572.4	900.2
기초현금	549.4	644.8	1,012.3	1,140.2	1,712.6
기말현금	644.8	1,012.3	1,140.2	1,712.6	2,612.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	49,630	56,337	61,477	65,600	68,139
EPS(지배주주)	1,161	4,596	6,552	6,306	6,665
CFPS	5,505	7,273	7,688	7,840	8,274
EBITDAPS	4,873	7,451	7,596	7,840	8,064
BPS	25,711	29,281	35,471	41,416	47,717
DPS	150	0	350	350	350
배당수익률(%)	0.6	0.0	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	5.4	4.1	4.3	4.1
PCR	4.9	3.4	3.5	3.5	3.3
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
EBITDA	789.2	1,224.5	1,251.9	1,292.1	1,329.0
EV/EBITDA	11.1	6.4	6.4	5.7	5.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	15.2	18.6	15.3	14.1
EBITDA 이익률	9.8	13.2	12.4	12.0	11.8
부채비율	180.9	152.7	133.7	114.9	104.9
금융비용부담률	2.2	1.9	1.6	1.5	1.4
이자보상배율(x)	1.9	4.5	5.5	5.7	5.9
매출채권회전율(x)	5.3	5.7	6.3	6.2	6.1
재고자산회전율(x)	4.3	5.7	6.6	6.5	6.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 5월 12일 현재 동 자료에 언급된 종목의 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 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화케미칼(009830) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.09.16	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	Buy	27,000	황유식	
2015.11.16	기업브리프	Buy	27,000	황유식	
				담당자 변경	
2016.07.12	산업분석	Buy	30,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	30,000	노우호	
2016.08.16	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.02.24	기업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.05.12	기업브리프	Buy	39,000	노우호	