한화케미칼(009830/KS)

저물어가는 에틸렌 싸이클

매수(유지)

T.P 28,000 원(하향)

Analyst
손지우
jwshon@sk.com
02-3773-8827

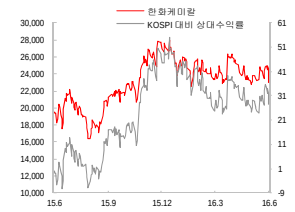
Company Data

자본금	8,297 억원
발행주식수	16,481 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	37,906 억원
주요주주	
(주)한화(외5)	36.29%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	23.80%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(16/06/26)	23,000 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	1.71
52주 최고가	28,000 원
52주 최저가	16,400 원
60일 평균 거래대금	286 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.9%	1.5%
6개월	-14.7%	-11.8%
12개월	17.7%	27.5%

2 분기 영업이익은 1,530 억원으로서 컨센서스를 소폭 상회하는 수준이 예상됨. 전반적으로 전년동기대비 63.2%가 늘어나는 실적 강세 기조는 유지됨. 여전한 화학 에틸렌 계열의 강세와 태양광 물량증대 효과 지속이 원인이 되었음. 그렇지만 단기 실적 강세에도 불구하고, cash cow 인 에틸렌이 중장기 하향기조에 진입하게 된다면 수익성 하락의 압박은 부담이 될 수밖에 없음

2Q16 preview: 영업이익 1,530 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 1,424 억원을 소폭 상회하는 실적 수준 추정함. QoQ +7.1%, YoY +63.2%에 해당함. 호실적이라 할 수 있음. 화학은 에틸렌 계열을 필두로 여전히 양호한 시황을 보였고, 태양광의 물량증대, 리테일 수익성 회복 또한 긍정적 요인으로서 작용하였음

에틸렌 down-cycle 의 압박

동사의 화학사업부는 PE, PVC 등 에틸렌 계열이 주력이고, 최근 인수한 한화토탈 또한 NCC 업체인 만큼 올레핀에 대한 의존도가 높음. 그러나 동 보고서 분석에 의거하여 에틸렌이 장기 down-cycle 에 진입하게 될 경우, 기본적인 cash cow 인 화학사업부 감익의 압박이 부담으로 작용할 가능성 높음

목표주가 30,000 원 → 28,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

중장기적인 수익 하락 압박 개연성을 감안하여 목표주가를 소폭 하향 조정함. 여전히 화학/태양광 등 핵심 사업부의 수익성이 양호한 만큼 당기 실적 호조가 모멘텀이 될 수 있음. 그렇지만 상기에서 언급한 화학의 공급과잉 우려, 그리고 태양광 또한 공급과잉 우려에 놓여있는 것은 부담요인이 될 수 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	7,863.6	8,055.3	8,037.0	8,278.6	7,119.7	6,899.0
yoy	%	12.9	2.4	(0.2)	3.0	(14.0)	(3.1)
영업이익	십억원	97.9	141.3	337.0	480.3	451.2	459.5
yoy	%	1,765.7	44.3	138.6	42.5	(6.1)	1.8
EBITDA	십억원	487.6	563.4	789.2	946.7	917.6	925.9
세전이익	십억원	(43.3)	50.9	228.4	558.8	507.5	491.4
순이익(지배주주)	십억원	8.3	56.7	188.2	407.8	372.1	360.3
영업이익률%	%	1.2	1.8	4.2	5.8	6.3	6.7
EBITDA%	%	6.2	7.0	9.8	11.4	12.9	13.4
순이익률	%	0.1	0.7	2.3	4.9	5.2	5.2
EPS	원	57	349	1,161	2,907	2,653	2,568
PER	배	376.6	33.8	23.4	7.9	8.7	9.0
PBR	배	0.8	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	14.6	9.8	10.0	7.0	6.7	4.1
ROE	%	0.2	1.3	4.2	8.4	7.1	6.5
순차입금	십억원	4,088	3,625	3,490	2,867	2,342	1,848
부채비율	%	187.4	163.6	180.9	162.5	152.5	144.5

2Q16 preview

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	2,008.7	1,886.8	2,304.6	2,163.7	2,214.8	*10.3*	*2.4*	2,170.5	*2.0*
영업이익	93.7	133.3	84.3	142.8	153.0	*63.2*	*7.1*	142.4	*7.4*
세전이익	45.2	185.1	4.7	149.1	262.0	*480.1*	*75.7*	161.2	*62.5*
지배순이익	35.4	150.1	20.5	107.4	192.1	*441.8*	*78.9*	129.5	*48.3*
영업이익률	4.7	7.1	3.7	6.6	6.9	*2.2*	*0.3*	6.6	*0.3*
세전이익률	2.2	9.8	0.2	6.9	11.8	*9.6*	*4.9*	7.4	*4.4*
지배주주순이익률	1.8	8.0	0.9	5.0	8.7	*6.9*	*3.7*	6.0	*2.7*

자료: 한화케미칼, SK 증권

연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	7,537.6	6,246.1	5,429.3	8,037.0	8,278.6	7,119.7	6.6%	32.5%	31.1%
YoY, %	*-6.4%*	*-17.1%*	*-13.1%*	*-0.2%*	*3.0%*	*-14.0%*			
영업이익	373.3	381.8	500.6	337.0	480.3	451.2	-9.7%	25.8%	-9.9%
YoY, %	*164.2%*	*2.3%*	*31.1%*	*138.6%*	*42.5%*	*-6.1%*			
EBITDA	813.8	830.4	949.2	789.2	946.7	917.6	-3.0%	14.0%	-3.3%
YoY, %	*44.4%*	*2.0%*	*14.3%*	*40.1%*	*20.0%*	*-3.1%*			
순이익	256.1	460.0	433.9	188.2	407.8	372.1	-26.5%	-11.4%	-14.2%
YoY, %	*351.4%*	*79.6%*	*-5.7%*	*231.6%*	*116.7%*	*-8.7%*			

자료: 한화케미칼, SK 증권

분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	1,654.0	1,526.7	1,442.6	1,352.7	2,214.8	2,008.3	1,891.8	1,773.3	33.9%	31.5%	31.1%	31.1%
YoY, %	*-17.7%*	*-19.1%*	*-20.1%*	*-16.6%*	*10.3%*	*6.4%*	*-17.9%*	*-18.0%*				
QoQ, %	*1.9%*	*-7.7%*	*-5.5%*	*-6.2%*	*2.4%*	*-9.3%*	*-5.8%*	*-6.3%*				
영업이익	126.9	96.0	54.5	102.3	153.0	117.8	66.6	112.2	20.5%	22.7%	22.2%	9.8%
YoY, %	*35.4%*	*-28.0%*	*-54.8%*	*-2.0%*	*63.2%*	*-11.6%*	*-21.0%*	*-21.4%*				
QoQ, %	*21.6%*	*-24.3%*	*-43.3%*	*87.6%*	*7.1%*	*-23.0%*	*-43.5%*	*68.5%*				
EBITDA	239.1	208.2	166.6	214.4	269.6	234.5	183.2	228.8	12.8%	12.6%	10.0%	6.7%
YoY, %	*18.4%*	*-15.2%*	*-28.4%*	*-1.0%*	*33.6%*	*-4.5%*	*-8.4%*	*-11.8%*				
QoQ, %	*10.4%*	*-12.9%*	*-20.0%*	*28.7%*	*3.9%*	*-13.0%*	*-21.8%*	*24.9%*				
순이익	160.3	111.9	53.8	83.9	192.1	90.7	17.7	87.4	19.8%	-19.0%	-67.1%	4.2%
YoY, %	*352.2%*	*-25.5%*	*-39.2%*	*-37.4%*	*441%*	*-39.6%*	*-13.7%*	*-18.6%*				
QoQ, %	*19.6%*	*-30.2%*	*-51.9%*	*56.0%*	*78.9%*	*-52.8%*	*-80.5%*	*394%*				

자료: 한화케미칼, SK 증권

ROE & PBR Valuation

항목								
			2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
ROE(지배주주지분)	7.1%	ROE(지배주주지분)	4.2%	7.6%	6.8%	6.2%	5.6%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	7.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.92						
1Q17E BPS(지배주주지분)	29,548						
Target Price	27,820						

자료: 한화케미칼, SK 증권

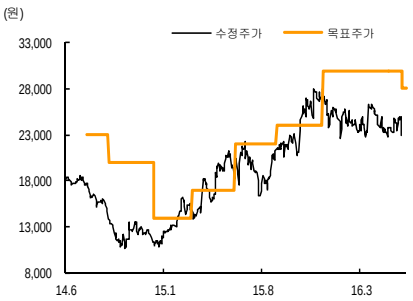
PER Valuation Sensitivity

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	1,161	2,353	2,248	2,161	2,094
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	2,268				
1Q17E EPS	2,353				
1Q18E EPS	2,248				

Multiple	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
TP by weighted EPS	22,678	23,812	24,946	26,080	27,214	28,348	29,482	30,616	31,750	32,884
TP by 1Q17E EPS	23,533	24,710	25,887	27,063	28,240	29,417	30,593	31,770	32,947	34,123
TP by 1Q18E EPS	22,478	23,602	24,726	25,850	26,974	28,098	29,221	30,345	31,469	32,593

자료: 한화케미칼, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.27	매수	28,000원
	2016.03.27	매수	30,000원
	2016.01.05	매수	30,000원
	2015.09.30	매수	24,000원
	2015.08.17	매수	22,000원
	2015.06.29	매수	22,000원
	2015.03.29	매수	17,000원
	2015.01.06	매수	14,000원
	2014.09.29	매수	20,000원
	2014.08.14	매수	23,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 27 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,273	4,778	4,964	5,434	5,927
현금및현금성자산	549	645	1,261	1,885	2,480
매출채권및기타채권	1,394	1,817	1,304	1,239	1,196
재고자산	1,873	1,826	1,565	1,489	1,438
비유동자산	8,324	9,075	8,964	8,896	8,815
장기금융자산	208	209	194	194	194
유형자산	6,038	6,051	6,004	5,935	5,855
무형자산	469	441	438	438	438
자산총계	12,597	13,853	13,929	14,330	14,742
유동부채	4,441	5,421	5,066	5,099	5,155
단기금융부채	2,214	2,427	2,445	2,545	2,645
매입채무 및 기타채무	1,626	1,615	1,375	1,308	1,264
단기충당부채	64	70	87	87	87
비유동부채	3,376	3,501	3,557	3,557	3,557
장기금융부채	2,753	2,619	2,687	2,687	2,687
장기매입채무 및 기타채무	14	209	220	220	220
장기충당부채	18	45	33	33	33
부채총계	7,818	8,921	8,623	8,656	8,711
지배주주지분	4,374	4,633	5,024	5,392	5,748
자본금	815	815	830	830	830
자본잉여금	713	829	864	864	864
기타자본구성요소	(3)	(3)	(47)	(47)	(47)
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,739	2,887	3,262	3,631	3,987
비지배주주지분	405	298	282	282	282
자본총계	4,779	4,931	5,306	5,674	6,030
부채와자본총계	12,597	13,853	13,929	14,330	14,742

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	359	1,160	1,363	1,082	1,039
당기순이익(손실)	51	228	467	393	381
비현금성항목등	591	711	606	597	597
유형자산감가상각비	422	452	466	466	466
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(169)	(259)	(140)	(131)	(131)
운전자본감소(증가)	(205)	305	306	92	61
매출채권및기타채권의 감소(증가)	86	(499)	491	64	42
재고자산감소(증가)	(135)	47	261	76	51
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(106)	37	(224)	(48)	(32)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	(288)	(952)	(445)	(398)	(386)
금융자산감소(증가)	(141)	(158)	(93)	0	0
유형자산감소(증가)	(457)	(662)	(463)	(398)	(386)
무형자산감소(증가)	(8)	(5)	(0)	0	0
기타	318	(127)	111	0	0
재무활동현금흐름	(446)	(105)	(62)	(25)	(25)
단기금융부채증가(감소)	4	41	(16)	0	0
장기금융부채증가(감소)	(555)	44	33	0	0
자본의증가(감소)	9	97	(0)	0	0
배당금의 지급	21	25	25	25	25
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(371)	95	616	624	595
기초현금	920	549	645	1,261	1,885
기말현금	549	645	1,261	1,885	2,480
FCF	126	496	511	505	495

자료 : 한화케미칼, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	8,055	8,037	8,279	7,120	6,899
매출원가	6,777	6,541	6,609	5,645	5,448
매출총이익	1,278	1,496	1,670	1,474	1,451
매출총이익률 (%)	15.9	18.6	20.2	20.7	21.0
판매비와관리비	1,137	1,159	1,190	1,023	991
영업이익	141	337	480	451	459
영업이익률 (%)	1.8	4.2	5.8	6.3	6.7
비영업손익	(90)	(109)	79	56	32
순금융비용	37	59	48	124	142
외환관련손익	(27)	(72)	7	0	0
관계기업투자등 관련손익	175	176	321	230	194
세전계속사업이익	51	228	559	508	491
세전계속사업이익률 (%)	0.6	2.8	6.8	7.1	7.1
계속사업법인세	40	48	128	114	111
계속사업이익	11	180	431	393	381
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	11	180	431	393	381
순이익률 (%)	0.1	2.2	5.2	5.5	5.5
지배주주	57	188	408	372	360
지배주주귀속 순이익률(%)	0.7	2.3	4.9	5.2	5.2
비지배주주	(45)	(8)	23	21	21
총포괄이익	(33)	163	437	393	381
지배주주	4	167	418	372	360
비지배주주	(37)	(4)	19	21	21
EBITDA	563	789	947	918	926

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	2.4	(0.2)	3.0	(14.0)	(3.1)
영업이익	44.3	138.6	42.5	(6.1)	1.8
세전계속사업이익	#VALUE!	348.6	144.7	(9.2)	(3.2)
EBITDA	15.6	40.1	20.0	(3.1)	0.9
EPS(계속사업)	509.9	232.5	150.5	(8.7)	(3.2)
수익성 (%)					
ROE	1.3	4.2	8.4	7.1	6.5
ROA	0.1	1.4	3.1	2.8	2.6
EBITDA마진	7.0	9.8	11.4	12.9	13.4
안정성 (%)					
유동비율	96.2	88.1	98.0	106.6	115.0
부채비율	163.6	180.9	162.5	152.5	144.5
순차입금/자기자본	75.9	70.8	54.0	41.3	30.6
EBITDA/이자비용(배)	0.1	0.2	0.1	(0.0)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	349	1,161	2,907	2,653	2,568
BPS	25,652	26,901	34,020	36,625	39,142
CFPS	2,802	4,368	5,917	5,771	5,817
주당 현금배당금	150	150	150	150	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	33.8	23.4	7.9	8.7	9.0
PER(최저)					
PBR(최고)	0.5	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.2	6.2	3.9	4.0	4.0
EV/EBITDA(최고)	9.8	10.0	7.0	6.7	4.1
EV/EBITDA(최저)	4.9	6.9	12.0	16.4	9.0