

2017. 7. 17



▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6098-6668
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **39,000 원**

현재주가 (7.14) **31,900 원**

상승여력 **22.3 %**

KOSPI	2,414.63pt
시가총액	52,574억원
발행주식수	16,481만주
유동주식비율	62.67%
외국인비중	27.84%
52주 최고/최저가	31,900원 / 23,100원
평균거래대금	376.5억원

주요주주(%)

(주)한화(외5인)	36.30
국민연금공단	10.06
한화케미칼 자사주	1.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.57	18.59	27.60
상대주가	6.27	4.23	27.14

주가그래프



한화케미칼 009830

하반기가 더욱 기대되는 화학사업부문

- ✓ 2Q17 영업이익 1,834억원으로 최근 낮아진 시장 예상치에 부합할 전망
- ✓ PVC/가성소다의 안정적 마진과 태양광 Q 증가로 타사 대비 견조한 이익 창출 예상
- ✓ 화학부문 반등기조에 따라 17년 연간 기초소재 이익 6,355억원(+34% YoY) 추정
- ✓ 7월 PVC 반등을 시작으로 2H17 PVC/가성소다의 Up-cycle 본격화될 전망
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 3.9만원을 유지하며 화학업종 차선호주로 제시

2Q17 영업이익 1,834 억원(-6.7% QoQ)으로 차별화된 이익 돋보일 전망

2Q17 영업이익은 1,834억원으로 최근 조정된 시장 예상치에 부합할 전망이다. 기초소재 1,533억원, 가공소재 88억원, 리테일 -71억원(약 -80억원 중부세 반영), 태양광 176억원, 기타 248억원으로 추정한다. 지분법이익은 (1) YNCC/한화토탈의 정기보수(YNCC SM 29만톤/연과 부타디엔 24만톤/연 20일간 진행, 한화토탈 벤젠 42만톤/연 정기보수), (2) 부타디엔(421달러/톤, -78.1% QoQ)과 SM(235달러/톤, -23.4% QoQ)의 스프레드 하락이 반영되어 1,240억원을 시현할 전망이다.

2H17 PVC/가성소다 Up-Cycle 은 현재 진행형!

동사의 화학부문 이익은 하반기로 갈수록 PVC/가성소다의 구조적 강세에 힘입어 타사 대비 돋보일 것으로 판단한다. 7월 현재 PVC는 890달러/톤으로 거래되며 3달만에 반등했다. 이는 (1) PVC 최대 수요 국가 인도의 문순시즌이 종료되며 수요가 회복되는 중, (2) 유가 회복으로 중국 내 PVC 선물 거래가 활발해지며 현물가 상승에 영향을 미쳤다는 판단이다. 가성소다는 +8.8% YTD으로 연초대비 상승 중이다. 유럽과 중국의 설비 폐쇄와 다운스트림 수요 증가에 따른 수급 강세와 추가 신증설이 제한된 점에서 중장기적 펀더멘털 강세 요건을 갖추었다. PVC/가성소다 강세 기조에 따라 17년 기초소재부문 이익은 6,355억원으로 전년대비 +34% 증가할 전망이다.

투자의견 Buy와 적정주가 3.9 만원으로 주가는 저평가 구간

동사는 견조한 화학부문 이익과 태양광부문 수익성 회복에 따라 17년 영업이익은 7,656억원으로 사상 최대 이익을 기록할 전망이다. 동사 주가에 태양광부문 불확실성이 반영되었다는 판단, PVC/가성소다 강세에 따라 이익과 주가 모두 우상향이 가능하다는 판단이다. 이에 적정주가 3.9만원 유지, PBR 0.9배로 주가는 저평가 구간이라는 판단이다.

(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	4,593	295.7	29,281	5.4	0.8	6.4	15.2	152.7
2017E	9,620.0	765.6	1,019.2	6,181	34.6	34,394	5.2	0.9	6.7	17.9	132.2
2018E	10,126.8	777.5	992.8	6,021	-2.6	40,078	5.3	0.8	6.0	15.1	114.4
2019E	10,533.9	791.7	1,040.6	6,311	4.8	46,047	5.1	0.7	5.2	13.8	105.4

표1 한화케미칼 2Q17E Earnings Preview

(십억원)	2Q17E	2Q16	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,404.0	2,392.2	0.5%	2,191.3	9.7%	2,273.5	5.7%
영업이익	183.4	293.6	-37.5%	196.6	-6.7%	199.8	-8.2%
순이익(지배)	209.6	299.8	-30.1%	321.3	-34.78%	206.5	1.5%

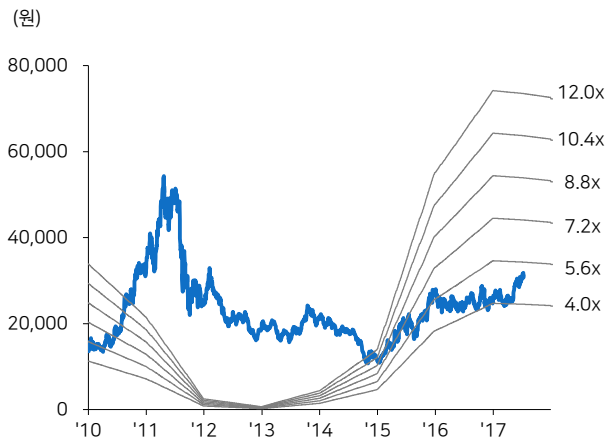
자료: 한화케미칼, Fnguide, 메리츠증권리서치센터

표2 한화케미칼 사업부문별 실적테이블

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	2,163.7	2,392.2	2,385.6	2,317.3	2,191.3	2,404.0	2,502.6	2,522.0	9,258.8	9,620.0	10,126.8
기초소재	884.2	959.5	967.1	1,061.0	1,052.7	1,012.0	1,063.3	1,068.5	3,871.8	4,196.6	4,339.9
가공소재	254.7	258.1	246.7	264.6	263.0	250.4	261.5	261.0	1,024.1	1,035.9	1,040.5
리테일	158.7	165.2	158.4	191.1	167.2	118.7	128.4	196.9	673.4	611.2	626.8
태양광	853.1	1,026.3	1,087.2	945.4	751.5	1,037.1	1,052.6	1,000.0	3,912.0	3,841.2	4,129.9
기타	401.5	440.5	350.9	323.1	374.8	335.1	346.0	344.7	1,516.0	1,400.6	1,386.6
영업이익	142.8	293.6	204.7	138.1	196.6	183.4	202.2	183.5	779.2	765.6	777.5
% OP	6.6%	12.3%	8.6%	6.0%	9.0%	7.6%	8.1%	7.3%	8.4%	8.0%	7.7%
기초소재	65.1	142.9	125.3	137.7	167.3	153.3	171.6	143.4	471.0	635.5	659.4
가공소재	16.2	12.5	7.2	0.0	7.5	8.8	10.5	5.2	35.9	31.9	29.9
리테일	1.1	-5.5	-6.9	10.3	-1.3	-7.1	-5.1	10.8	-1.0	-2.7	7.5
태양광	60.5	111.0	77.5	-36.5	10.7	17.6	17.9	20.0	212.5	66.2	67.5
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	273.0	322.8	311.3	886.4	1,303.3	1,288.0
순이익(지배주주)	107.4	299.8	198.7	149.4	321.3	209.6	249.3	239.1	755.3	1,019.2	992.8
% YoY											
매출액	17.8%	19.1%	26.4%	0.6%	1.3%	0.5%	4.9%	8.8%	15.2%	3.9%	5.3%
영업이익	457.8%	213.3%	53.6%	63.8%	37.7%	-37.5%	-1.2%	32.9%	131.2%	-1.7%	1.6%
세전이익	흑전	656.5%	36.0%	2955.2%	163.2%	-20.2%	28.2%	116.8%	288.1%	47.0%	-1.2%
당기순이익	흑전	746.9%	32.4%	628.9%	199.2%	-30.1%	25.5%	60.0%	301.3%	34.9%	-2.6%
% QoQ											
매출액	-6.1%	10.6%	-0.3%	-2.9%	-5.4%	9.7%	4.1%	0.8%			
영업이익	69.4%	105.6%	-30.3%	-32.5%	42.4%	-6.7%	10.3%	-9.2%			
세전이익	3071.5%	129.4%	-26.4%	-43.0%	173.3%	-30.4%	18.2%	-3.6%			
당기순이익	423.7%	179.3%	-33.7%	-24.8%	115.1%	-34.8%	18.9%	-4.1%			

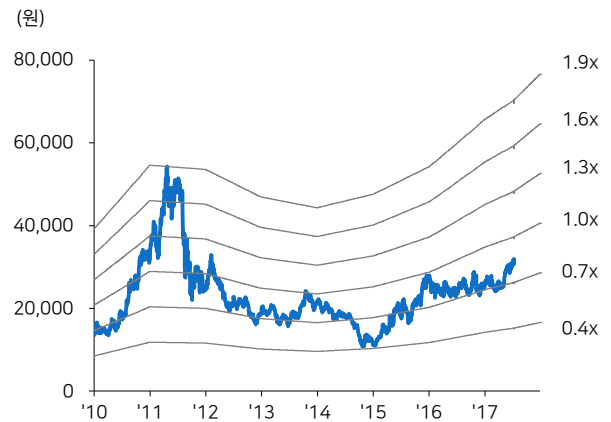
자료: 한화케미칼, 메리츠증권리서치센터

그림1 한화케미칼 PER Band Chart(12M FWD)



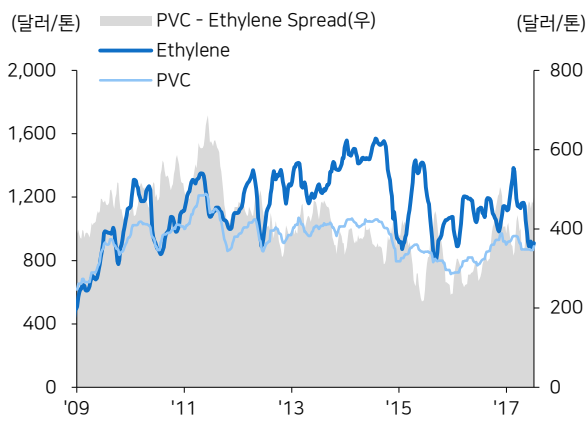
자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한화케미칼 PBR Band Chart(12M Trailing)



자료: 한화케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 7월 890달러/톤으로 반등을 시작한 PVC



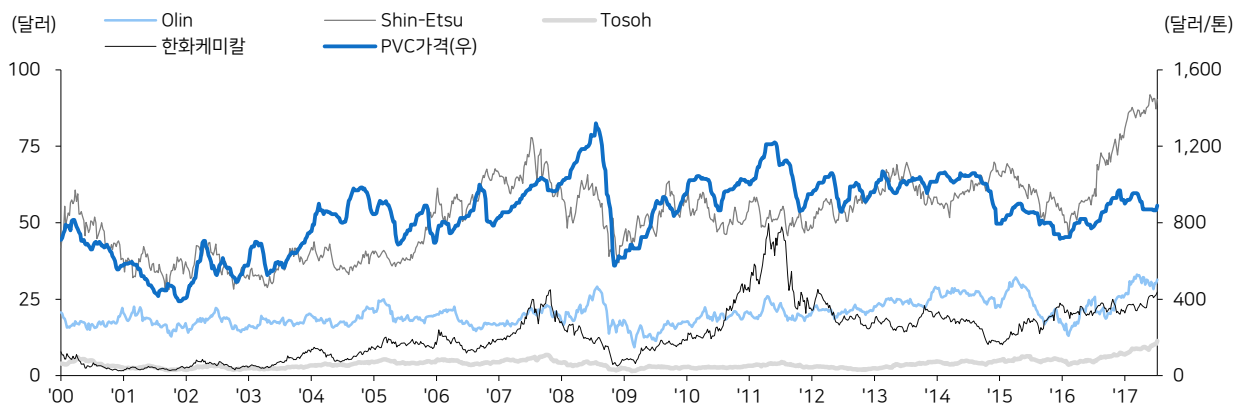
자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 가성소다 +8.8% YTD 상승



자료: Platts, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 PVC/가성소다를 영위하는 주요 Peer Group들의 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

한화케미칼(009830)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,037.0	9,258.8	9,620.0	10,126.8	10,533.9
매출액증가율 (%)	-0.2	15.2	3.9	5.3	4.0
매출원가	6,540.6	7,211.2	7,505.3	7,895.7	8,230.9
매출총이익	1,496.4	2,047.6	2,114.6	2,231.1	2,303.0
판매비와관리비	1,159.3	1,268.4	1,349.0	1,453.6	1,511.3
영업이익	337.0	779.2	765.6	777.5	791.7
영업이익률 (%)	4.2	8.4	8.0	7.7	7.5
금융수익	-154.4	-151.0	-132.9	-124.5	-115.0
중속/관계기업관련손익	166.2	423.3	655.8	635.0	655.0
기타영업외손익	-120.4	-165.2	14.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	228.4	886.4	1,303.3	1,288.0	1,331.7
법인세비용	48.0	115.4	249.8	256.6	271.2
당기순이익	180.4	770.9	1,049.9	1,026.5	1,084.8
지배주주지분 손이익	188.2	755.3	1,019.2	992.8	1,040.6

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,777.7	4,523.9	4,766.3	5,406.1	6,546.2
현금및현금성자산	644.8	1,012.3	961.7	1,524.8	2,422.7
매출채권	1,766.3	1,500.4	1,642.1	1,677.4	1,788.6
재고자산	1,825.6	1,420.6	1,651.8	1,687.3	1,799.2
비유동자산	9,074.9	9,294.0	9,859.4	10,177.9	10,496.9
유형자산	6,050.5	5,761.0	5,985.3	6,246.6	6,367.6
무형자산	440.8	426.2	394.5	386.6	379.2
투자자산	2,304.6	2,628.7	3,032.2	3,097.3	3,302.7
자산총계	13,852.6	13,817.9	14,625.7	15,584.0	17,043.1
유동부채	5,420.6	4,963.0	5,074.3	4,794.5	5,016.2
매입채무	1,214.2	1,234.5	1,338.2	1,367.0	1,457.6
단기차입금	1,796.9	1,855.2	1,326.3	976.3	976.3
유동성장기부채	628.4	399.8	476.0	476.0	476.0
비유동부채	3,500.8	3,386.6	3,252.1	3,521.2	3,731.4
사채	1,059.8	1,354.2	1,252.2	1,652.2	1,952.2
장기차입금	1,556.0	1,220.5	1,079.3	929.3	779.3
부채총계	8,921.5	8,349.6	8,326.4	8,315.7	8,747.6
자본금	815.3	829.7	829.7	829.7	829.7
자본잉여금	829.5	828.4	828.7	828.7	828.7
기타포괄이익누계액	104.7	43.6	-44.0	-44.0	-44.0
이익잉여금	2,886.9	3,586.4	4,490.5	5,425.7	6,408.8
비지배주주지분	297.8	183.4	197.7	231.4	275.6
자본총계	4,931.2	5,468.3	6,299.3	7,268.3	8,295.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,209.3	1,151.0	1,097.2	999.7	1,074.7
당기순이익(손실)	180.4	770.9	1,049.9	1,026.5	1,084.8
유형자산감가상각비	435.2	430.3	422.1	458.7	479.0
무형자산상각비	16.9	15.0	11.4	7.8	7.5
운전자본의 증감	354.3	-121.6	55.2	12.3	38.7
투자활동 현금흐름	-952.6	-460.1	-426.9	-135.6	-131.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-759.2	-614.8	-751.9	-720.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-587.6	99.2	252.3	569.9	449.6
재무활동 현금흐름	-154.0	-318.2	-666.9	-301.1	-45.6
차입금증감	77.9	-198.6	-684.9	-99.7	151.0
자본의증가	116.6	13.3	0.2	0.0	0.0
현금의증가	95.4	367.5	-50.6	563.0	898.0
기초현금	549.4	644.8	1,012.3	961.7	1,524.8
기말현금	644.8	1,012.3	961.7	1,524.8	2,422.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	49,630	56,337	58,370	61,446	63,916
EPS(지배주주)	1,161	4,593	6,181	6,021	6,311
CFPS	5,505	7,273	7,052	7,549	7,932
EBITDAPS	4,873	7,451	7,276	7,549	7,755
BPS	25,711	29,281	34,394	40,078	46,047
DPS	150	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.6	1.4	1.2	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	5.4	5.2	5.3	5.1
PCR	4.9	3.4	4.5	4.2	4.0
PSR	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
PBR	1.1	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDA	789.2	1,224.5	1,199.1	1,244.1	1,278.1
EV/EBITDA	11.1	6.4	6.7	6.0	5.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	15.2	17.9	15.1	13.8
EBITDA 이익률	9.8	13.2	12.5	12.3	12.1
부채비율	180.9	152.7	132.2	114.4	105.4
금융비용부담률	2.2	1.9	1.6	1.4	1.3
이자보상배율(x)	1.9	4.5	5.1	5.4	5.7
매출채권회전율(x)	5.3	5.7	6.1	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	4.3	5.7	6.3	6.1	6.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 17일 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 하시기 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	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 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	
2017.05.30	산업분석	Buy	39,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.07.10	산업브리프	Buy	39,000	노우호	
2017.07.17	기업브리프	Buy	39,000	노우호	