

한화케미칼

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(하향)	32,000원	현재주가(09/13)	19,100원	Up/Downside	+67.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 09. 14

만연한 우려 가운데 긍정 찾기

News

시황 및 태양광 지분 인수 우려로 주가 단기 급락: 한화케미칼 주가의 낙폭이 심해지고 있다. 미국 ECC 증설 부담에 따른 PE 시황 둔화, 순증설이 부족함에도 불구하고 중국 환경규제 및 수요 둔화로 인한 PVC/가성소다 동반 부진, TDI 호황의 급격한 반락 가능성, 6월 중국의 보조금 인하 및 분산발전 상한선 설정에 따른 태양광 시장 위축까지 겹치며 전반적인 영업환경이 악화되었다. 게다가 최근 유가 급등에 따른 마진 축소로 인한 NCC 주가 급락과 9/11 공시한 한화첨단소재 유상증자 참여 (5,028억원, 그 중 4,395억원은 한화큐셀코리아 지분 80.6% 인수를 위한 교부금) 과정에서 고가 인수 논란까지 겹치며 우려가 가중되고 있는 모습이다.

Comment

만연한 우려 가운데 긍정 찾기: 기초소재 이익 높이를 낮춰야 하는 것은 부인할 수 없다. 당초 전망보다 유가 레벨이 상승했으며, 무역분쟁에 따른 수요 위축, 중국 환경 감찰 이슈 등의 변수까지 등장했다. 하지만 냉정해질 필요가 있다. PE 증설 부담은 18년을 고점으로 완화되며 PVC/가성소다의 순증설이 제한적인 상황은 변함이 없다. 수요의 역성장이 나타나지 않는 한 지나치게 낮아진 채고는 다시 채워야 하며 TDI가 적자로 돌아선다는 우려는 과도하다. 또한 당사는 19년 태양광 수요 반전에 따른 시황 개선을 전망한다. 한화큐셀코리아는 셀/모듈 peer 중 가장 높은 수익성을 시험하고 있으며 5,456억원의 가치는 시황 바닥기에 적절한 인수가격 이었다고 판단한다.

Action

역사적 저점 수준의 P/B: 기초소재 이익을 추가 하향 조정함에 따라 목표주가를 3.2만원으로 하향한다. 하지만 한화케미칼의 18E P/B는 0.47배로 역사적 저점 수준에 이르렀다. 순이익이 BEP에 근접했던 예전과는 달리 현재는 하향 조정된 추정치를 바탕으로도 6~7천억원의 순이익을 시험할 수 있는 체력이다. 당장의 모멘텀을 기대하긴 어렵지만 점진적인 바닥 잡기에 나설 시점이다.

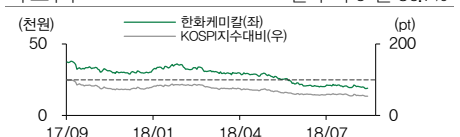
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	9,259	9,342	8,866	8,950	9,443
(증가율)	15.2	0.9	-5.1	0.9	5.5
영업이익	779	756	608	673	824
(증가율)	131.2	-2.9	-19.6	10.6	22.5
지배주주순이익	755	825	722	714	841
EPS	4,593	5,001	4,436	4,386	5,168
PER (H/L)	6.3/4.8	7.7/4.8	4.3	4.4	3.7
PBR (H/L)	0.9/0.7	1.1/0.7	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	7.0/6.1	8.2/6.3	5.8	5.0	4.1
영업이익률	8.4	8.1	6.9	7.5	8.7
ROE	15.2	14.6	11.4	10.2	11.0

Stock Data

52주 최저/최고	18,800/38,000원
KOSDAQ /KOSPI	831/2,286pt
시가총액	31,154억원
60일-평균거래량	1,002,192
외국인지분율	24.5%
60일-외국인지분율변동추이	-3.0%p
주요주주	한화 외 5 인 36.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-7.7	-25.2	-49.1
상대기준	-9.3	-19.3	-47.5

태양광: 셀/모듈 가격 하락 우려보다 웨이퍼 하락에 따른 원가 개선 기대감을 높여보자

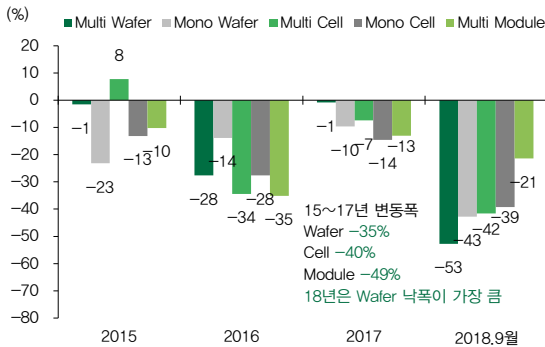
19년 태양광
수요 개선
EPC >
폴리실리콘 >
셀/모듈 > 웨이퍼

당사는 9/3, '태양광: 반등에 대비' 보고서에서 18년 태양광 설치 수요 기대감 및 전망치는 충분히 낮아졌고 급격한 제품가격으로 인해 태양광 발전의 매력력이 높아짐에 따라 19년 이후 중국 이외 지역의 설치 수요 성장으로 글로벌 수요 성장이 다시 재개될 것이라 전망했다. 태양광 밸류 체인 중 EPC의 수혜가 가장 클 것으로 판단하며, 그 다음은 이미 대부분의 기업이 적자 상황인 폴리실리콘의 개선을, 그 다음은 셀/모듈의 수혜를 전망한다. 웨이퍼는 Longi의 증설로 인해 top-tier의 경쟁이 심화될 것으로 예상된다.

건조했던 웨이퍼
업체의 수익성
하락은 셀/모듈
원가 개선으로
이어질 것

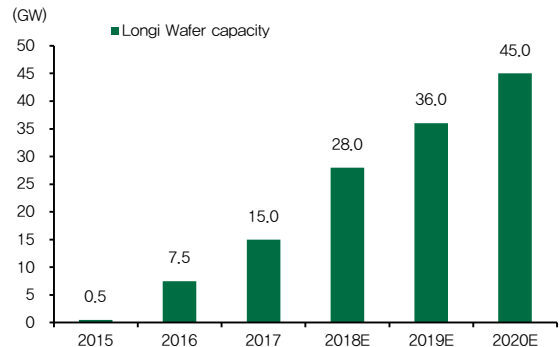
GCL(17년 30GW)에 이어 두 번째로 큰 웨이퍼 capa를 보유한 Longi(17년 15GW)는 18~20년 총 30GW의 증설을 진행 중이다. Top 2의 공격적인 증설은 웨이퍼의 경쟁 심화를 불러일으킬 수 밖에 없으며 15~17년 셀/모듈 대비 하락 폭이 적었던 웨이퍼 spot 가격은 18년 들어 가장 낙폭이 큰 제품이 되었다.(도표 1) 16~17년 Longi나 GCL의 수익성은 폴리실리콘/셀/모듈 업체 대비 상당히 건조한 수준이었음을 고려한다면 웨이퍼 치킨 게임 재개는 셀/모듈 업체의 원가 개선으로 이어질 수 있다.(웨이퍼 업체들의 마진 하락으로 폴리/셀&모듈 업체의 수익성이 반등한다 해도 전체 태양광 시스템 설치 비용이 크게 상승하지는 않을 것으로 판단)

도표 1. 17년까지 셀/모듈 낙폭 심화→18년 웨이퍼 낙폭 심화



자료: Bloomberg, PV insights, DB 금융투자

도표 2. 웨이퍼 글로벌 no.2 Longi의 공격적인 증설 계획



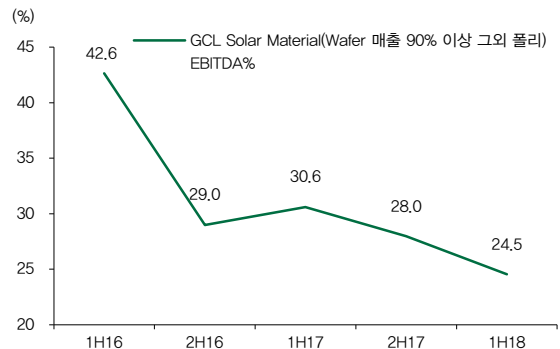
자료: Longi, 언론자료, DB 금융투자

도표 3. Longi 영업이익률 급락에도 10% 상회



자료: Longi, Bloomberg, DB 금융투자

도표 4. GCL EBITDA% 하락했지만 견조



자료: GCL, Bloomberg, DB 금융투자

한화큐셀코리아, 이외의 수익성에 주목하자

Top-tier와
비교해도 수익성
높음

한화큐셀코리아의 18년 상반기 영업이익률은 10% 수준(사측 언급)이며 순이익률은 6.9%다.(한화(주) 반기보고서 주식) 상장된 top-tier 셀/모듈 업체인 Canadian solar와 Jinko를 상회하는 수익성이며 계열사인 한화큐셀 대비 높다. 한국 소재 신규 공장을 가동하면서 유럽형 PERC Cell 등 고부가 제품군의 생산 비중이 상대적으로 높기 때문인 것으로 판단된다. 실제로 18년 기준 3.7GW 셀/모듈 capa를 보유한 한화큐셀코리아는 Canadian/Jinko/한화큐셀의 capa 대비 매출액이 높다.

5,456억원의
인수 가치,
Canadian/Jinko
대비 과도하지
않다

한화케미칼은 한화첨단소재를 통해 한화큐셀코리아 지분 100%(기준 19.44%)를 보유하게 되며 한화큐셀코리아의 인수 기준 가치는 5,456억원이다. 18년 하반기 순이익이 상반기의 절반 수준으로 하락(보수적 가정, 셀/모듈 대비 웨이퍼의 하락 폭이 커짐에 따라 하반기 실적 둔화 폭은 우려보다는 크지 않을 가능성이 높음)한다고 해도 18E P/E 5.5배(18E 순이익 989억원 가정) 수준이며, 역시 하반기 영업이익이 상반기 대비 절반 수준으로 하락해도 18E EBITDA 2,031억원(영업이익 1,431억원 + 감가상각비 600억원 가정) 대비 EV(인수가치 5,456억원+순차입금 1.1조원 가정)는 8.1배 수준이다. Canadian/Jinko와 비교했을 때 과도한 수준이 아니다.(도표 9)

태양광 시장
저점 통과 중,
인수 시점은
적절했다고 평가

한화큐셀코리아는 현재 미국 1.7GW 모듈 공장을 건설 중이며 19년 상반기에 완공이 예정되어 있다. 미국과 중국의 무역 분쟁이 심화되는 가운데 기술력을 갖춘 비 중국 업체가 세이프가드를 피해 미국에 생산기지를 갖추게 되면 추가적인 성장에 대한 기대감을 가질 수 밖에 없다. 태양광 시장이 저점을 통과하고 있는 국면에서 기업 가치에 반영시키기 애매한 지분을 확대하여 연결 실적에 계상(11월 이후)시킬 수 있게 되었기에 인수 시점은 적절했다고 평가한다. 지나친 우려는 지양할 필요가 있다.

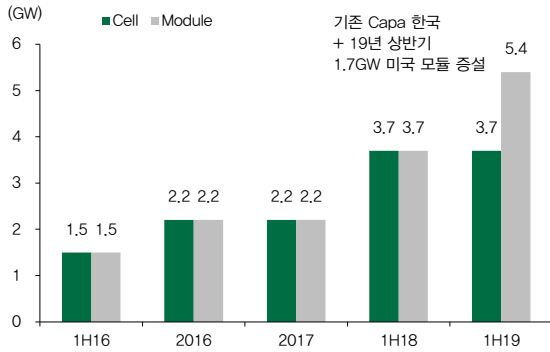
도표 5. 한화큐셀코리아 요약재무제표: 18년 상반기 실적 개선

(단위: 십억원 %)

	2016	2017	1Q18	2Q18	1H18	비고
매출액	819.7	1,279.8	465.1	491.8	956.8	한화(주) 연결재무제표 주석 참조
영업이익	93.4	72.2	51.2	44.3	95.4	사측 언급 바탕으로 추산
영업이익률	11.4%	5.6%	11.0%	9.0%	10.0%	사측 언급 바탕으로 추산
EBITDA	123.7	123.6				
EBITDA%	15.1%	9.7%				
지배순이익	75.8	30.7	41.2	24.7	65.9	한화(주) 연결재무제표 주석 참조
순이익률	9.3%	2.4%	8.9%	5.0%	6.9%	
현금성자산	245.6	97.5				
자산총계	1,432.5	2,087.2	2,139.6	2,239.1		한화(주) 연결재무제표 주석 참조
단기차입금	204.1	420.9				
장기차입금	447.5	622.6				
- 순차입금	406.1	946.0				
부채총계	979.0	1,607.8	1,611.5	1,684.4		한화(주) 연결재무제표 주석 참조
지배주주지분	451.5	479.3	528.1	554.7		
자본총계	453.5	479.3	528.1	554.7		

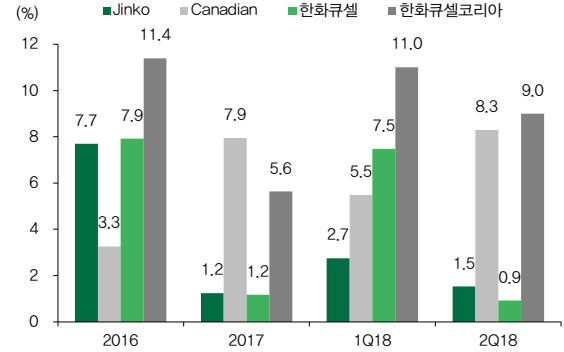
자료: Dart, 한화큐셀코리아, 한화, 한화케미칼, DB금융투자

도표 6. 한화큐셀코리아 셀/모듈 생산능력 추이



자료: 한화큐셀코리아, 한화케미칼, DB금융투자

도표 7. 주요 peer OPM 추이: 한화큐셀코리아 수익성 높음



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 8. 셀/모듈 peer 이익률 비교: Capa 대비 한화큐셀코리아의 매출과 수익성 높음 (단위: 백만달러, %)

	2016	2017	1Q18	2Q18	1H18	비고
1. Jinko Solar						
매출액	3,337.0	3,949.0	728.1	915.9	1,644.0	2Q18 Cell 5GW / Module 9GW
영업이익	257.0	49.0	20.0	14.0	34.0	
영업이익률	7.7%	1.2%	2.7%	1.5%	2.1%	
2. 한화큐셀						
매출액	2,426.6	2,188.9	443.0	518.4	961.4	2Q18 Cell 4.3GW / Module 4.3GW
영업이익	192.1	25.6	33.1	4.8	37.9	
영업이익률	7.9%	1.2%	7.5%	0.9%	3.9%	
3. Canadian Solar						
매출액	2,853.0	3,390.4	1,424.9	650.6	2,075.5	2Q18 Cell 5.5GW / Module 8.3GW
영업이익	93.2	269.3	78.2	53.9	132.2	
영업이익률	3.3%	7.9%	5.5%	8.3%	6.4%	

자료: 각 사, Bloomberg, DB금융투자

도표 9. 셀/모듈 peer 밸류에이션 지표 (Bloomberg 컨센서스 기준)

(단위: 백만달러, 배)

	시가총액	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
Jinko Solar	502	32.7	13.3	26.6	0.77	0.61	0.46	16.5	7.4	9.8
Canadian Solar	875	10.0	10.4	10.5	0.96	0.85	0.80	9.5	6.8	8.0

자료: Bloomberg, DB금융투자

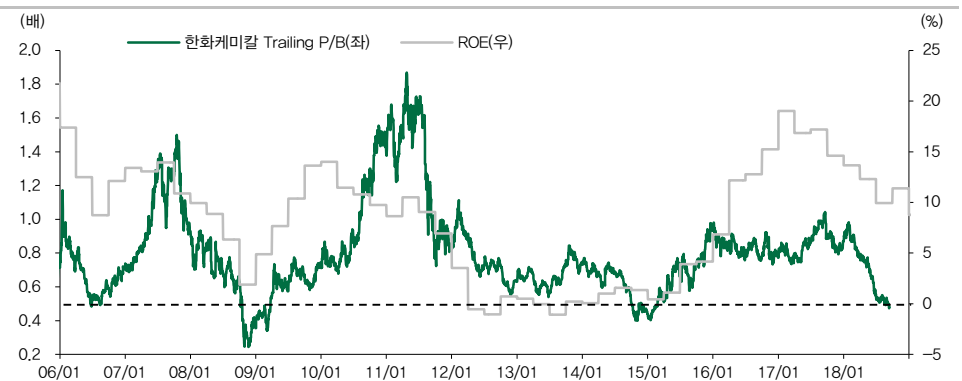
도표 10. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	2,191	2,486	2,313	2,352	2,076	2,251	2,268	2,271	9,342	8,866	8,950
%YoY	1.3	3.9	-3.0	1.5	-5.3	-9.5	-1.9	-3.4	0.9	-5.1	0.9
%QoQ	-5.4	13.4	-6.9	1.7	-11.7	8.4	0.8	0.1			
기초소재	1,053	1,065	1,103	1,108	1,094	1,154	1,085	1,082	4,328	4,414	4,181
가공소재	263	232	243	244	231	257	260	261	982	1,009	1,048
리테일	167	160	185	204	178	178	198	220	715	773	821
태양광	752	872	838	953	827	806	912	873	3,415	3,418	3,549
기타	375	522	329	255	243	270	230	255	1,480	998	998
연결 영업이익	197	219	215	126	172	184	125	127	756	608	673
%YoY	37.7	-25.5	5.2	-8.9	-12.5	-15.7	-42.1	1.2	-2.9	-19.6	10.6
%QoQ	42.4	11.2	-1.6	-41.6	36.8	7.1	-32.4	2.1			
기초소재	167	161	182	120	148	182	103	95	631	528	515
가공소재	8	-1	3	-7	-6	2	3	0	2	-1	5
리테일	-1	-11	17	19	5	1	10	19	23	35	38
태양광	11	15	5	-17	35	-4	9	14	14	54	119
기타	17	52	12	-6	2	7	3	3	75	15	10
연결 조정	-5	3	-4	16	-12	-4	-4	-4	11	-23	-14
영업이익률	9.0	8.8	9.3	5.3	8.3	8.2	5.5	5.6	8.1	6.9	7.5
기초소재	15.9	15.1	16.5	10.9	13.6	15.7	9.5	8.8	14.6	12.0	12.3
가공소재	2.9	-0.6	1.2	-2.8	-2.6	0.8	1.0	0.0	0.2	-0.1	0.5
리테일	-0.8	-7.1	9.0	9.2	2.7	0.7	4.8	8.7	3.2	4.5	4.7
태양광	1.4	1.8	0.6	-1.8	4.2	-0.5	1.0	1.6	0.4	1.6	3.4
기타	4.6	10.0	3.6	-2.4	0.7	2.7	1.5	1.0	5.1	1.5	1.0

자료: 한화케미칼, DB금융투자

도표 11. 한화케미칼 Trailing P/B & ROE 추이: 역사적 저점 수준에 이른 P/B



자료: 한화케미칼, Datalyze, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,524	4,222	4,498	4,405	4,595
현금및현금성자산	1,012	805	803	674	592
매출채권및기타채권	1,567	1,712	1,688	1,568	1,703
재고자산	1,421	1,144	1,407	1,421	1,492
비유동자산	9,294	9,427	9,588	9,707	9,801
유형자산	5,761	5,588	5,720	5,833	5,932
무형자산	426	422	433	439	435
투자자산	2,629	2,987	3,155	3,155	3,155
자산총계	13,818	13,649	14,086	14,112	14,397
유동부채	4,963	4,894	4,537	4,323	4,057
매입채무및기타채무	1,920	1,802	1,732	1,718	1,752
단기차입금및단기차	1,855	2,012	1,712	1,512	1,212
유동성장기부채	400	630	630	630	630
비유동부채	3,387	2,568	2,706	2,306	2,106
차입금및장기차입금	2,575	1,776	1,886	1,486	1,286
부채총계	8,350	7,462	7,243	6,630	6,163
자본금	830	830	821	821	821
자본잉여금	828	829	829	829	829
이익잉여금	3,586	4,365	5,021	5,653	6,397
비지배주주지분	183	172	180	187	195
자본총계	5,468	6,187	6,843	7,482	8,234

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,151	916	575	864	808
당기순이익	771	835	729	721	849
현금유출이없는비용및수익	424	200	354	371	409
유형및무형자산상각비	445	436	484	501	516
영업관련자산부채변동	-122	-198	-278	-25	-211
매출채권및기타채권의감소	113	-46	24	120	-135
재고자산의감소	166	233	-264	-13	-71
매입채무및기타채무의증가	72	132	-70	-14	33
투자활동현금흐름	-460	-403	-163	-184	-185
CAPEX	-615	-492	-600	-600	-600
투자자산의순증	99	235	335	461	456
재무활동현금흐름	-318	-686	-414	-809	-705
차입금및장기차입금의 증가	-199	-389	-190	-600	-500
자본금및자본잉여금의증가	13	1	-8	0	0
배당금지급	-25	-58	-58	-65	-81
기타현금흐름	-5	-35	0	0	0
현금의증가	368	-207	-2	-129	-82
기초현금	645	1,012	805	803	674
기말현금	1,012	805	803	674	592

자료: 한화케미칼 DB 금융투자 주: FRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	9,259	9,342	8,866	8,950	9,443
매출원가	7,211	7,386	7,108	7,117	7,394
매출총이익	2,048	1,956	1,758	1,833	2,049
판매비	1,268	1,199	1,150	1,161	1,224
영업이익	779	756	608	673	824
EBITDA	1,225	1,192	1,092	1,173	1,340
영업외손익	107	309	351	251	265
금융손익	-151	-132	-141	-127	-108
투자손익	423	593	503	461	456
기타영업외손익	-165	-152	-11	-83	-83
세전이익	886	1,066	959	924	1,089
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	771	835	729	721	849
지배주주지분순이익	755	825	722	714	841
비지배주주지분순이익	16	10	7	7	8
총포괄이익	668	791	729	721	849
증감률(%YoY)					
매출액	15.2	0.9	-5.1	0.9	5.5
영업이익	131.2	-2.9	-19.6	10.6	22.5
EPS	295.7	8.9	-11.3	-1.1	17.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산 원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	4,593	5,001	4,436	4,386	5,168
BPS	31,850	36,250	40,995	44,885	49,457
DPS	350	350	400	500	600
Multiple(배)					
P/E	5.4	6.3	4.3	4.4	3.7
P/B	0.8	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	7.3	5.8	5.0	4.1
수익성(%)					
영업이익률	8.4	8.1	6.9	7.5	8.7
EBITDA마진	13.2	12.8	12.3	13.1	14.2
순이익률	8.3	8.9	8.2	8.1	9.0
ROE	15.2	14.6	11.4	10.2	11.0
ROA	5.6	6.1	5.3	5.1	6.0
ROIC	9.6	8.7	6.5	7.1	8.5
안정성및기타					
부채비율(%)	152.7	120.6	105.9	88.6	74.8
이자보상배율(배)	4.5	5.1	3.9	4.7	6.7
배당성향(배)	7.4	6.8	8.9	11.2	11.4

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화케미칼 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/04/12	Buy	30,000	-15.7 -4.2	18/01/16	Buy	46,000	-35.1 -21.3
17/04/10	Buy	36,000	-22.9 -14.3	18/06/25	Buy	41,000	-49.1 -44.8
17/06/21	Buy	39,000	-16.5 -2.6	18/08/16	Buy	37,000	-46.0 -42.4
18/01/16	Buy	46,000	-35.1 -21.3	18/09/14	Buy	32,000	-

주: *표는 담당자 변경