

# 한화케미칼

## BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	31,000원	현재주가(07/10)	21,800원	Up/Downside	+42.2%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 07. 11

## 이익이 성장하는 드문 화학 기업

### News

**2Q19E 영업이익의 1,043억원, 시장 기대치 부합할 것:** 한화케미칼의 2Q19 영업이익은 1,043억원 (QoQ+6.1%/YoY-43.4%)으로 시장 컨센서스 1,039억원에 부합할 것으로 전망한다. 가성소다 정기 보수로 인한 기회비용 반영, 상대적으로 높았던 2Q 원가 부담 및 수요 부진으로 기초소재 이익이 둔화됨에도 불구하고 전사이익의 QoQ 개선이 나타나는 이유는 태양광이다. 2월 관세 조정(1월 수요 공백, 2~3월 수요 반등)으로 줄어든 미국향 출하량이 2Q에는 큰 폭으로 증가한 것으로 판단되며 유럽향 출하량 역시 견조하게 증가하고 있다. 미국향 판매량 증가에 따른 ASP 상승도 동반될 것으로 예상되기에 1Q19 이후 나타나고 있는 태양광 실적 반등세를 주목할 필요가 있다.

### Comment

**하반기는 화학도 태양광도 기대할 만 하다:** 수요 부진으로 유가가 하향 조정되면서 spread 개선이 가장 두드러졌던 것은 PVC다. 석탄 대비 유가의 상대적인 약세 전환이 나타나면서 PVC 가격은 여전히 견고하며 원가 하락에 따른 spread 강세는 하반기에도 이어질 것으로 예상된다. 정기보수가 마무리되고 PVC 개선 효과가 나타나는 3Q부터 기초소재의 이익 반등이 나타날 수 있음을 염두하자. 태양광은 하반기 중국 보조금 재집행에 따른 설치 수요 개선으로 출하량 증가세가 더욱 커질 수 있다. 연말로 갈수록 높아지는 mono 비중을 고려할 때 이익 개선 폭이 더욱 커질 것이다.

### Action

**태양광 peer들의 멀티플 상향 조정, 소외 받을 이유는 없다:** 18년 중국 shock로 급락한 태양광 제품 가격은 발전 경쟁력 강화로 이어졌고 18년말 이후 금리 인하 cycle과 함께 선진국 중심의 태양광 설치 수요는 급증하고 있다. 19년 들어 글로벌 top-tier 태양광 주식들이 50%~150%의 급등세를 나타내며 멀티플이 상향 조정된 반면 한화케미칼은 화학의 부진 및 추정의 어려움 등으로 상대적으로 소외 받았다. 하지만 하반기 화학의 실적 반등 및 태양광 실적의 추가 개선이 예상되는 바 벌어진 주가 갭을 메워나갈 것으로 판단한다. 화학 top-picks, 목표주가 3.1만원 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원, 원 배, %)	Stock Data			
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	15,300/23,800원		
매출액	9,342	9,046	9,633	10,270	9,898	KOSDAQ /KOSPI	667/2,059pt		
(증가율)	0.9	-3.2	6.5	6.6	-3.6	시가총액	35,202억원		
영업이익	756	354	508	756	832	60일-평균거래량	628,195		
(증가율)	-2.9	-53.2	43.3	48.8	10.1	외국인지분율	24.3%		
지배주주순이익	825	187	454	658	715	60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p		
EPS	5,001	1,139	2,804	4,064	4,412	주요주주	한화 외 5 인 37.1%		
PER (H/L)	7.7/4.8	32.1/12.9	7.8	5.4	4.9	(천원)	한화케미칼(좌) KOSPI지수대비(우)		
PBR (H/L)	1.1/0.7	1.0/0.4	0.5	0.5	0.5	50	0		
EV/EBITDA (H/L)	8.2/6.3	13.4/9.0	8.4	6.4	5.5	18/07	18/10		
영업이익률	8.1	3.9	5.3	7.4	8.4	19/02	19/05		
ROE	14.6	3.1	7.2	9.7	9.7	200	0		
						주가상승률	1M	3M	12M
						절대기준	2.1	-5.2	3.3
						상대기준	4.1	2.4	15.1

도표 1. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	2,076	2,251	2,312	2,408	2,236	2,343	2,479	2,575	9,046	9,633	10,270
%YoY	-5.3	-9.5	0.0	2.4	7.7	4.1	7.2	7.0	-3.2	6.5	6.6
%QoQ	-11.7	8.4	2.7	4.1	-7.1	4.8	5.8	3.9			
기초소재	1,094	1,154	1,130	994	912	913	912	952	4,372	3,690	4,006
가공소재	231	257	274	285	232	257	274	285	1,048	1,049	1,059
리테일	178	178	160	189	172	168	161	189	704	689	701
태양광	827	806	818	1,171	1,265	1,343	1,487	1,541	3,623	5,636	5,999
기타	243	270	268	243	253	278	276	250	1,024	1,057	1,057
연결 영업이익	172	184	94	-96	98	104	157	148	354	508	756
%YoY	-12.5	-15.7	-56.4	적전	-42.9	-43.4	67.2	흑전	-53.2	43.4	48.8
%QoQ	36.8	7.1	-49.1	적전	흑전	6.1	50.4	-5.4			
기초소재	148	182	88	-51	54	39	77	56	367	225	363
가공소재	-6	2	-2	-8	-8	0	0	-9	-13	-16	-9
리테일	5	1	2	12	7	0	-11	19	19	16	51
태양광	35	-4	0	-41	49	65	86	81	-11	281	350
기타	2	7	8	-12	13	7	7	0	5	27	20
영업이익률	8.3	8.2	4.1	-4.0	4.4	4.5	6.3	5.8	3.9	5.3	7.4
기초소재	13.6	15.7	7.8	-5.1	5.9	4.2	8.4	5.9	8.4	6.1	9.1
가공소재	-2.6	0.8	-0.5	-2.7	-3.3	0.0	0.0	-3.0	-1.3	-1.5	-0.8
리테일	2.7	0.7	0.9	6.1	4.1	0.1	-6.8	10.3	2.7	2.3	7.3
태양광	4.2	-0.5	0.0	-3.5	3.9	4.8	5.8	5.3	-0.3	5.0	5.8
기타	0.7	2.7	2.9	-5.1	5.2	2.5	2.5	0.0	0.4	2.5	1.9

자료: 한화케미칼, DB금융투자

도표 2. 태양광 주요 셀/모듈 실적 비교: 한화케미칼 태양광(큐셀코리아+큐셀)의 이익 반전 돌보임

(단위: 백만달러, %)

	2016	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
1. Jinko Solar									
매출액	3,337.0	3,949.0	3,741.7	4,181.1	728.1	915.9	974.8	1,122.9	868.0
영업이익	257.0	49.0	96.0	163.6	20.0	14.0	27.0	35.0	35.0
영업이익률	7.7%	1.2%	2.6%	3.9%	2.7%	1.5%	2.8%	3.1%	4.0%
2. 한화큐셀									
매출액	2,426.6	2,188.9	2,060.0	2,273.9	443.0	518.4	559.3	539.3	539.9
영업이익	192.1	25.6	33.7	70.3	33.1	4.8	1.2	-5.4	11.3
영업이익률	7.9%	1.2%	1.6%	3.1%	7.5%	0.9%	0.2%	-1.0%	2.1%
3. 한화큐셀 코리아									
매출액	706.2	1,114.1	1,710.8	2,112.3				427.1	450.7
영업이익	80.5	62.8	145.5	174.4				17.1	32.1
영업이익률	11.4%	5.6%	8.5%	8.3%				4.0%	7.1%
4. Canadian Solar									
매출액	2,853.0	3,390.4	3,744.5	3,686.8	1,424.9	650.6	768.0	901.0	484.7
영업이익	93.2	269.3	364.8	284.8	78.2	53.9	96.0	136.6	6.6
영업이익률	3.3%	7.9%	9.7%	7.7%	5.5%	8.3%	12.5%	15.2%	1.4%

자료: Bloomberg, 한화케미칼, DB금융투자

주: 한화큐셀/한화큐셀코리아 분리 실적은 DB금융투자 추정, Jinko/Canadian solar는 각각 과거 i자료 및 Bloomberg consensus 기준

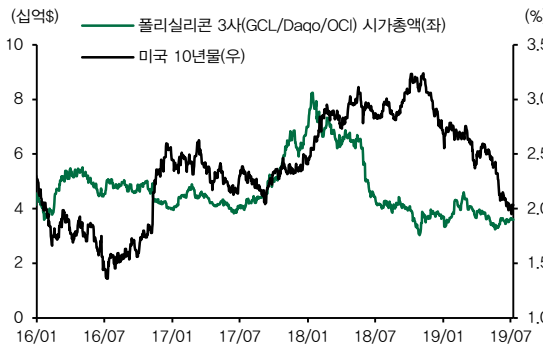
도표 3. Jinko/Canadian solar 밸류에이션 지표 비교: P/E 10배 수준에 근접한 멀티플 상승세

(단위: 백만달러, 배)

	시가총액	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
Jinko Solar	965	5.4	11.5	9.7	0.34	0.65	0.57	10.5	10.9	6.4
Canadian Solar	1,287	3.5	9.4	7.8	0.68	0.95	0.83	4.5	8.0	5.7

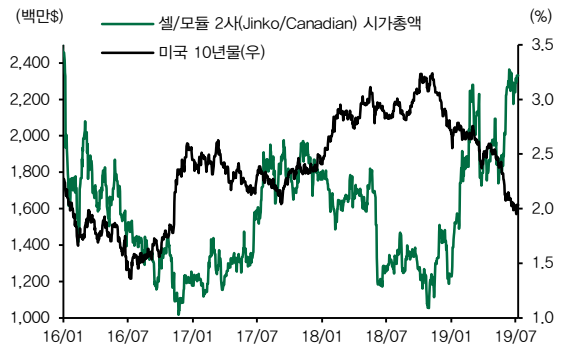
자료: DB 금융투자

도표 4. 금리 하락 반전 이후 폴리실리콘 시가총액 횡보



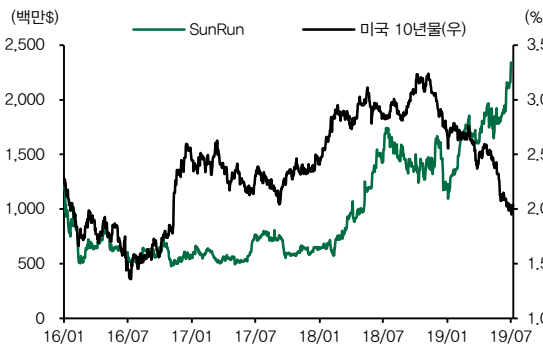
자료: Bloomberg, DB 금융투자

도표 5. 금리 하락 반전 이후 셀/모듈 시가총액 급반등



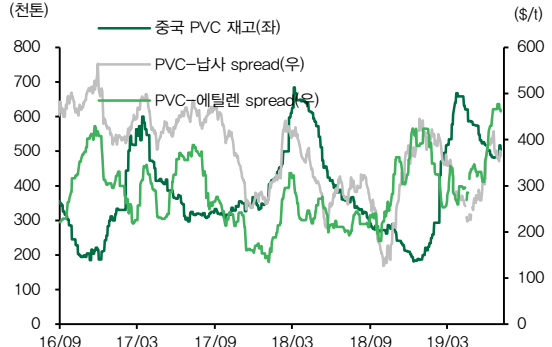
자료: Bloomberg, DB 금융투자

도표 6. 태양광 체인의 가장 큰 수혜는 설치업체



자료: Bloomberg, DB 금융투자

도표 7. PVC spread 5월 이후 급반등



자료: Bloomberg, Platts, Wind, DB 금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	4,222	5,012	4,699	4,664	4,782
현금및현금성자산	805	1,024	736	497	816
매출채권및기타채권	1,712	1,762	1,717	1,846	1,785
재고자산	1,144	1,467	1,529	1,630	1,523
비유동자산	9,427	10,219	10,558	10,817	10,862
유형자산	5,588	6,684	7,097	7,360	7,408
무형자산	422	479	486	482	478
투자자산	2,987	2,790	2,710	2,710	2,710
자산총계	13,649	15,231	15,257	15,481	15,644
유동부채	4,894	5,133	4,768	4,598	4,318
매입채무및기타채무	1,802	1,631	1,714	1,743	1,664
단기차입금및단기차채	2,012	2,239	2,239	2,039	1,839
유동성장기부채	630	655	655	655	655
비유동부채	2,568	3,872	3,872	3,672	3,472
사채및장기차입금	1,776	2,995	2,995	2,795	2,595
부채총계	7,462	9,004	8,640	8,270	7,790
자본금	830	821	813	813	813
자본잉여금	829	857	857	857	857
이익잉여금	4,365	4,497	4,895	5,489	6,131
비지배주주지분	172	137	137	137	137
자본총계	6,187	6,227	6,617	7,211	7,854

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	916	727	392	831	1,233
당기순이익	835	160	454	658	715
현금유출이없는비용및수익	200	670	485	599	664
유형및무형자산상각비	436	440	501	551	565
영업관련자산부채변동	-198	-147	-404	-219	80
매출채권및기타채권의감소	-46	667	45	-129	61
재고자산의감소	233	-171	-62	-101	107
매입채무및기타채무의증가	132	-550	83	29	-80
투자활동현금흐름	-403	-435	-457	-437	-285
CAPEX	-492	-720	-900	-800	-600
투자자산의순증	235	615	401	320	275
재무활동현금흐름	-686	-70	-224	-633	-629
사채및차입금의 증가	-389	1,463	0	-400	-400
자본금및자본잉여금의증가	1	20	-8	0	0
배당금지급	-58	-58	-33	-56	-64
기타현금흐름	-35	-3	0	0	0
현금의증가	-207	219	-288	-239	319
기초현금	1,012	805	1,024	736	497
기말현금	805	1,024	736	497	816

자료: 한화케미칼 DB 금융투자 주: IFFS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	9,342	9,046	9,633	10,270	9,898
매출원가	7,386	7,459	7,812	8,114	7,717
매출총이익	1,956	1,587	1,821	2,156	2,181
판매비	1,199	1,233	1,313	1,400	1,349
영업이익	756	354	508	756	832
EBITDA	1,192	794	1,008	1,307	1,398
영업외손익	309	-66	89	110	108
금융손익	-132	-136	-159	-158	-145
투자손익	593	418	320	320	275
기타영업외손익	-152	-348	-72	-52	-22
세전이익	1,066	288	598	866	941
중간사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	454	658	715
지배주주지분순이익	825	187	454	658	715
비지배주주지분순이익	10	-26	0	0	0
총포괄이익	791	75	454	658	715
증감률(%YoY)					
매출액	0.9	-3.2	6.5	6.6	-3.6
영업이익	-2.9	-53.2	43.3	48.8	10.1
EPS	8.9	-77.2	146.2	44.9	8.6

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)					
EPS	5,001	1,139	2,804	4,064	4,412
BPS	36,250	37,081	39,851	43,505	47,457
DPS	350	200	350	400	450
Multiple (배)					
P/E	6.3	17.7	7.8	5.4	4.9
P/B	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.3	10.0	8.4	6.4	5.5
수익성(%)					
영업이익률	8.1	3.9	5.3	7.4	8.4
EBITDA마진	12.8	8.8	10.5	12.7	14.1
순이익률	8.9	1.8	4.7	6.4	7.2
ROE	14.6	3.1	7.2	9.7	9.7
ROA	6.1	1.1	3.0	4.3	4.6
ROIC	8.7	2.6	4.3	6.0	6.4
안정성및기타					
부채비율(%)	120.6	144.6	130.6	114.7	99.2
이자보상배율(배)	5.1	2.2	2.8	4.3	5.1
배당성향(배)	6.8	20.3	12.3	9.7	10.1

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 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과의 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

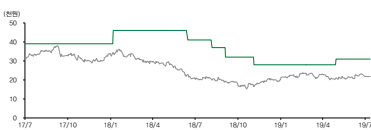
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

한화케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/06/21	Buy	39,000	-16.5	-2.6					
18/01/16	Buy	46,000	-35.1	-21.3					
18/06/25	Buy	41,000	-49.1	-44.8					
18/08/16	Buy	37,000	-46.0	-42.4					
18/09/14	Buy	32,000	-45.0	-39.7					
18/11/14	Buy	28,000	-24.4	-15.0					
19/05/09	Buy	31,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경