



하나금융그룹

2019년 8월 8일 | Equity Research

한화케미칼 (009830)

셀/모듈 ASP 상승 확인. 하반기 태양광 뚜렷한 개선 전망

2Q19 영업익 컨센 부합. 태양광, 일회성비용으로 기대 미달

2Q19 영업이익은 976억원(QoQ -1%, YoY -47%)으로 컨센(1,017억원)에 부합했다. 태양광은 기대치에 미달했으나, 기초소재의 선방은 돋보였다. 기초소재 영업이익은 502억원(QoQ -7%)으로 전조했다. 높은 투입가 및 가성소다 정기보수에도 불구하고 환효과가 긍정적이었기 때문이다. 태양광 영업이익은 327억원(QoQ -33%)으로 예상치 600억원 수준을 하회했는데, 이는 Multi-Mono 라인 전환에 따른 QoQ 출하량 감소와 일시적인 비용 발생 영향이다. 이외에 R&D, 소송관련 비용 등도 발생한 것으로 추정된다. QoQ 출하량 감소에도 불구하고 매출액은 QoQ 10% 증가해 전분기에 이어 ASP 상승이 지속되고 있다는 점은 매우 긍정적이다. 가공소재는 QoQ 적자축소, 리테일은 QoQ 적자전환했다.

3Q19 영업이익 QoQ +26% 증가 전망

3Q19 영업이익은 1,232억원(QoQ +26%, YoY +31%)으로 개선을 전망한다. 기초소재는 가성소다 정기보수 소멸, 낮은 투입가, 환율 상승으로 영업이익 624억원(QoQ +24%)의 개선을 전망한다. PVC는 몬순시즌이 종료되는 9월 회복을 추정한다. 태양광 영업이익은 537억원(QoQ +64%)으로 개선될 전망이다. 라인전환에 따른 기회손실 제거, 출하량 증가, Multi-Mono 전환으로 Mix개선과 ASP 상승이 예상되기 때문이다. 가공소재는 흑전, 리테일은 적자지속을 전망한다.

셀/모듈 ASP 상승 확인. 태양광 하반기 뚜렷한 개선 전망

BUY, TP 3만원을 유지한다. 태양광은 2Q19 일회성 요인으로 부진했으나, 하반기 뚜렷한 개선이 예상된다. 특히, ASP의 상승을 전망한다. 1) 미국/유럽 등 매출 50%이상 지역의 태양광 설치수요 호조 2) Mono 비중 확대로 인한 제품 Mix 개선 때문이다. 실제 1Q~2Q19 공히 출하량은 평균에 미달하거나 QoQ 소폭 감소했지만, 매출액은 각각 8~10% 증가해 ASP 상승을 입증했다. 중국, 미국/유럽 모두 하반기 설치량이 상반기 대비 개선되기에 셀/모듈 출하량도 하반기에 늘어날 것이다. 현 주가는 12M Fwd PBR 0.4배로 2015년 말 전사 영업이익 BEP, 태양광 200~300억원 적자 당시 기록했던 Valuation에 도달했다. 당시 대비 현재의 개선된 편더먼털을 감안하면 과도한 매도 국면이라 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 30,000원 | CP(8월 7일): 17,050원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,909.71		
52주 최고/최저(원)	23,800/15,300	9,838.8	10,438.1
시가총액(십억원)	2,753.2	442.3	574.4
시가총액비중(%)	0.23	408.1	547.6
발행주식수(천주)	161,479.3		
60일 평균 거래량(천주)	616.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	13.0		
19년 배당금(예상, 원)	200		
19년 배당수익률(예상, %)	1.17		
외국인지분율(%)	24.37		
주요주주 지분율(%)			
한화 외 5 인	37.05		
국민연금공단	10.33		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(25.4) (24.9) (20.1)		
상대	(17.5) (13.3) (3.8)		

Stock Price	
(천원)	한화케미칼(좌)
26	130
24	120
22	110
20	100
18	90
16	80
14	70
18.8	60
18.11	
19.2	
19.5	
19.8	

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	9,341.8	9,046.0	9,385.8	9,607.0	9,909.3
영업이익	십억원	756.4	354.3	458.3	625.7	648.3
세전이익	십억원	1,065.9	288.3	529.9	808.6	869.3
순이익	십억원	824.7	186.7	444.5	678.2	729.1
EPS	원	4,970	1,133	2,726	4,171	4,484
증감률	%	8.9	(77.2)	140.6	53.0	7.5
PER	배	6.36	17.83	6.25	4.09	3.80
PBR	배	0.87	0.54	0.43	0.39	0.35
EV/EBITDA	배	7.30	10.01	7.96	6.27	5.69
ROE	%	14.60	3.08	7.06	9.94	9.73
BPS	원	36,250	37,081	39,984	43,957	48,242
DPS	원	350	200	200	200	200



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 손진원
02-3771-7617
jwshon@hanafn.com


하나금융투자

표 1. 한화케미칼 2Q19 실적 Review

	2Q19	1Q19	2Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	2,374.2	2,236.2	2,250.5	5.5	6.2	2,447.4	-3.0	2,473.5	-4.0
영업이익	97.6	98.3	184.4	-47.1	-0.7	107.9	-9.5	101.7	-4.0
세전이익	44.5	156.8	260.7	-82.9	-71.6	82.2	-45.9	110.8	-59.8
순이익	25.4	118.0	186.0	-86.3	-78.5	59.7	-57.5	72.7	-65.1
영업이익률	4.1	4.4	8.2	-4.1	-0.3	4.4	-0.3	4.1	0.0
세전이익률	1.9	7.0	11.6	-9.7	-5.1	3.4	-1.5	4.5	-2.6
순이익률	1.1	5.3	8.3	-7.2	-4.2	2.4	-1.4	2.9	-1.9

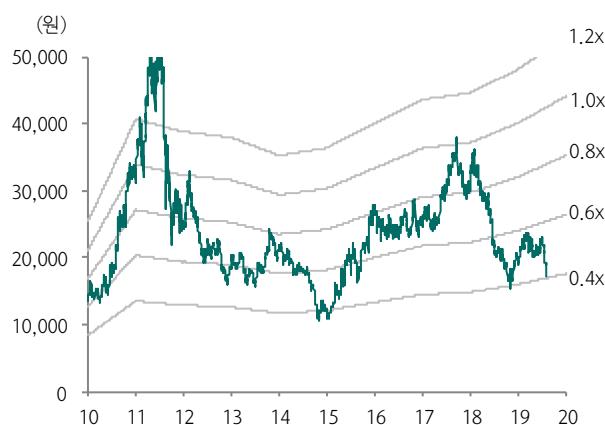
자료: 하나금융투자

표 2. 한화케미칼 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019F	2020F
매출액	변경후 9,385.8	변경전 9,742.2
영업이익	458.3	476.5
세전이익	529.9	590.6
순이익	444.5	441.0
영업이익률	4.9	4.9
세전이익률	5.6	6.1
순이익률	4.7	4.5

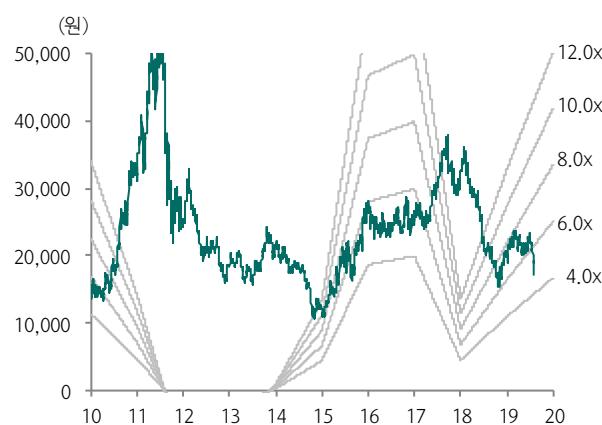
자료: 하나금융투자

그림 1. 한화케미칼 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 한화케미칼 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 한화케미칼 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19PF	4Q19F	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
매출액	2,077.5	2,251.8	2,313.3	2,407.5	2,236.2	2,374.2	2,395.0	2,380.3	9,341.8	9,050.1	9,385.8	9,607.0
QoQ(%)	-11.7%	8.4%	2.7%	4.1%	-7.1%	6.2%	0.9%	-0.6%				
YoY(%)	-5.2%	-9.4%	0.0%	2.4%	7.6%	5.4%	3.5%	-1.1%	1.3%	-3.1%	3.7%	2.4%
기초소재	1,095.5	1,155.0	1,131.7	994.1	911.5	994.9	964.5	936.1	4,327.6	4,376.3	3,807.0	3,857.1
태양광	827.4	806.4	817.7	1,171.3	1,264.8	1,394.5	1,452.4	1,460.1	3,414.7	3,622.8	5,571.9	5,830.9
가공소재	231.2	257.1	274.4	284.9	232.1	252.4	282.6	287.7	982.4	1,047.6	1,054.9	1,084.5
리테일	177.5	177.6	159.7	189.4	171.5	175.5	167.7	198.9	715.4	704.2	713.6	749.2
기타	242.8	269.9	268.2	242.7	253.1	301.9	273.6	243.9	1,480.3	1,023.6	1,072.5	1,078.7
연결조정	-496.9	-414.2	-338.4	-474.9	-596.8	-745.0	-745.7	-746.5	-1,578.6	-1,724.4	-2,834.0	-2,993.4
영업이익	172.1	184.3	93.8	-95.9	98.3	97.6	123.2	139.2	756.4	354.3	458.3	625.7
영업이익률(%)	8.3%	8.2%	4.1%	-4.0%	4.4%	4.1%	5.1%	5.8%	8.1%	3.9%	4.9%	6.5%
QoQ(%)	36.8%	7.1%	-49.1%	적전	흑전	-0.7%	26.2%	13.0%				
YoY(%)	-12.5%	-15.7%	-56.4%	적전	-42.9%	-47.0%	31.3%	흑전	-2.9%	-53.2%	29.4%	36.5%
기초소재	148.3	181.7	87.9	-50.7	53.7	50.2	62.4	56.9	631.1	367.2	223.2	245.5
영업이익률(%)	13.5%	15.7%	7.8%	-5.1%	5.9%	5.0%	6.5%	6.1%	14.6%	8.4%	5.9%	6.4%
QoQ(%)	23.2%	22.5%	-51.6%	적전	흑전	-6.5%	24.3%	-8.9%				
YoY(%)	-11.4%	12.7%	-51.8%	적전	-63.8%	-72.4%	-29.0%	흑전	34.0%	-41.8%	-39.2%	10.0%
태양광	35.0	-4.3	-0.3	-41.1	48.9	32.7	53.7	55.5	14.3	-10.7	190.8	286.4
영업이익률(%)	4.2%	-0.5%	0.0%	-3.5%	3.9%	2.3%	3.7%	3.8%	0.4%	-0.3%	3.4%	4.9%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	적지	흑전	-33.1%	64.3%	3.2%				
YoY(%)	227.1%	적전	적전	적지	39.7%	흑전	흑전	흑전	-93.3%	적전	흑전	50.1%
가공소재	-6.1	2.0	-1.5	-7.8	-7.7	-2.8	5.0	3.0	2.2	-13.4	-2.5	12.6
영업이익률(%)	-2.6%	0.8%	-0.5%	-2.7%	-3.3%	-1.1%	1.8%	1.0%	0.2%	-1.3%	-0.2%	1.2%
QoQ(%)	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	-40.0%				
YoY(%)	적전	흑전	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	-93.9%	적전	적지	흑전
리테일	4.8	1.3	1.5	11.5	7.1	-6.7	-6.0	18.8	22.9	19.1	13.2	43.9
영업이익률(%)	2.7%	0.7%	0.9%	6.1%	4.1%	-3.8%	-3.5%	9.4%	3.2%	2.7%	1.8%	5.9%
QoQ(%)	-74.5%	-72.9%	15.4%	666.7%	-38.3%	적전	적지	흑전				
YoY(%)	흑전	흑전	-91.0%	-38.8%	47.9%	적전	적전	63.0%	흑전	-16.6%	-30.9%	232.2%
기타	1.8	7.2	7.9	-12.3	13.1	20.9	11.1	8.2	75.4	4.6	53.3	49.8
영업이익률(%)	0.7%	2.7%	2.9%	-5.1%	5.2%	6.9%	4.1%	3.4%	5.1%	0.4%	5.0%	4.6%
QoQ(%)	흑전	300.0%	9.7%	적전	흑전	59.5%	-46.9%	-26.1%				
YoY(%)	-89.7%	-86.2%	-33.6%	적지	627.8%	190.3%	40.5%	흑전	7.1%	-93.9%	1058.7%	-6.5%
연결조정	-11.7	-3.6	-1.7	4.5	-16.8	3.3	-3.1	-3.1	10.5	-12.5	-19.8	-12.5
지분법이익	128.6	133.2	135.7	20.3	96.5	31.8	82.5	86.3	593.1	417.8	297.1	385.2
QoQ(%)	17.4%	3.6%	1.9%	-85.0%	375.4%	-67.0%	159.4%	4.6%				
YoY(%)	-40.4%	16.4%	-11.5%	-81.5%	-25.0%	-76.1%	-39.2%	325.1%	40.1%	-29.6%	-28.9%	29.7%
당기순이익	292.5	185.1	-34.7	-282.4	119.8	23.0	122.1	137.9	834.5	160.4	402.7	614.5
당기순이익률(%)	14.1%	8.2%	-1.5%	-11.7%	5.4%	1.0%	5.1%	5.8%	8.9%	1.8%	4.3%	6.4%
QoQ(%)	3201.9%	-36.7%	적전	적지	흑전	-80.8%	431.5%	12.9%				
YoY(%)	-9.8%	-25.8%	적전	적전	-59.0%	-87.6%	흑전	흑전	8.2%	-80.8%	151.0%	52.6%
지배순이익	296.6	186.0	-22.7	-273.2	118.0	25.4	134.8	166.3	824.7	186.7	444.5	678.2

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	9,341.8	9,046.0	9,385.8	9,607.0	9,909.3
매출원가	7,386.3	7,458.6	7,677.5	7,711.3	7,983.0
매출총이익	1,955.5	1,587.4	1,708.3	1,895.7	1,926.3
판관비	1,199.1	1,233.1	1,250.0	1,270.0	1,278.0
영업이익	756.4	354.3	458.3	625.7	648.3
금융순익	(131.8)	(135.6)	(155.4)	(152.3)	(146.8)
종속/관계기업순이익	593.1	417.8	297.1	385.2	417.8
기타영업외순익	(151.9)	(348.2)	(70.0)	(50.0)	(50.0)
세전이익	1,065.9	288.3	529.9	808.6	869.3
법인세	231.3	127.9	127.2	194.1	208.6
계속사업이익	834.5	160.4	402.7	614.5	660.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	834.5	160.4	402.7	614.5	660.7
비지배주주지분순이익	9.8	(26.2)	(41.7)	(63.7)	(68.4)
지배주주순이익	824.7	186.7	444.5	678.2	729.1
지배주주지분포괄이익	787.2	108.1	578.0	882.0	948.2
NOPAT	592.2	197.2	348.3	475.5	492.7
EBITDA	1,191.9	794.4	917.9	1,103.9	1,144.3
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	(3.2)	3.8	2.4	3.1
NOPAT증가율	(12.6)	(66.7)	76.6	36.5	3.6
EBITDA증가율	(2.7)	(33.4)	15.5	20.3	3.7
영업이익증가율	(2.9)	(53.2)	29.4	36.5	3.6
(지배주주)순익증가율	9.2	(77.4)	138.1	52.6	7.5
EPS증가율	8.9	(77.2)	140.6	53.0	7.5
수익성(%)					
매출총이익률	20.9	17.5	18.2	19.7	19.4
EBITDA이익률	12.8	8.8	9.8	11.5	11.5
영업이익률	8.1	3.9	4.9	6.5	6.5
계속사업이익률	8.9	1.8	4.3	6.4	6.7

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,970	1,133	2,726	4,171	4,484
BPS	36,250	37,081	39,984	43,957	48,242
CFPS	6,234	5,038	4,602	6,424	6,873
EBITDAPS	7,183	4,820	5,629	6,789	7,037
SPS	56,299	54,892	57,562	59,083	60,942
DPS	350	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	6.4	17.8	6.3	4.1	3.8
PBR	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	5.1	4.0	3.7	2.7	2.5
EV/EBITDA	7.3	10.0	8.0	6.3	5.7
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	14.6	3.1	7.1	9.9	9.7
ROA	6.0	1.3	2.9	4.2	4.4
ROIC	8.6	2.5	4.0	5.3	5.3
부채비율	120.6	144.6	138.3	128.1	119.1
순부채비율	53.4	72.3	67.5	57.6	48.7
이자보상배율(배)	5.1	2.2	2.5	3.4	3.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	4,222.5	5,012.5	5,199.3	5,603.5	6,064.1
금융자산	1,170.6	1,435.1	1,488.8	1,806.3	2,148.5
현금성자산	805.0	1,024.1	1,062.4	1,369.8	1,698.3
매출채권 등	1,711.7	1,762.4	1,828.6	1,871.7	1,930.6
재고자산	1,143.8	1,467.5	1,522.6	1,558.5	1,607.5
기타유동자산	196.4	347.5	359.3	367.0	377.5
비유동자산	9,427.0	10,219.0	10,511.2	10,759.3	11,023.8
투자자산	2,987.0	2,790.0	2,891.8	2,958.0	3,048.6
금융자산	304.7	87.3	90.6	92.7	95.7
유형자산	5,588.2	6,684.1	6,887.2	7,081.1	7,266.4
무형자산	422.0	479.4	466.6	454.6	443.3
기타비유동자산	429.8	265.5	265.6	265.6	265.5
자산총계	13,649.5	15,231.5	15,710.5	16,362.7	17,088.0
유동부채	4,894.2	5,132.5	5,212.6	5,264.8	5,336.1
금융부채	2,655.0	2,930.4	2,931.8	2,932.7	2,933.9
매입채무 등	1,801.8	1,630.9	1,692.1	1,732.0	1,786.5
기타유동부채	437.4	571.2	588.7	600.1	615.7
비유동부채	2,567.8	3,871.9	3,904.3	3,925.4	3,954.3
금융부채	1,821.0	3,008.4	3,008.4	3,008.4	3,008.4
기타비유동부채	746.8	863.5	895.9	917.0	945.9
부채총계	7,462.0	9,004.4	9,116.9	9,190.2	9,290.3
지배주주지분	6,015.2	6,090.0	6,501.5	7,147.5	7,844.3
자본금	829.7	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	829.0	857.0	857.0	857.0	857.0
자본조정	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
기타포괄이익누계액	(5.0)	(81.3)	(81.3)	(81.3)	(81.3)
이익잉여금	4,364.7	4,496.5	4,908.1	5,554.0	6,250.9
비지배주주지분	172.3	137.1	92.1	25.1	(46.7)
자본총계	6,187.5	6,227.1	6,593.6	7,172.6	7,797.6
순금융부채	3,305.5	4,503.7	4,451.4	4,134.9	3,793.9

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	916.2	726.7	601.2	836.1	889.3
당기순이익	834.5	160.4	402.7	614.5	660.7
조정	279.3	713.1	220.5	235.9	248.2
감가상각비	435.5	440.1	459.6	478.2	496.0
외환거래손익	(59.1)	67.3	50.0	50.0	50.0
지분법손익	(593.8)	(358.2)	0.0	0.0	0.0
기타	496.7	563.9	(289.1)	(292.3)	(297.8)
영업활동자산부채변동	(197.6)	(146.8)	(22.0)	(14.3)	(19.6)
투자활동 현금흐름	(403.2)	(434.6)	(348.6)	(314.6)	(347.0)
투자자산감소(증가)	234.9	614.8	(105.1)	(69.6)	(93.9)
유형자산감소(증가)	(468.0)	(664.0)	(650.0)	(660.0)	(670.0)
기타	(170.1)	(385.4)	406.5	415.0	416.9
재무활동 현금흐름	(685.6)	(69.6)	(214.3)	(214.2)	(213.9)
금융부채증가(감소)	(388.8)	1,462.8	1.4	0.9	1.2
자본증가(감소)	0.5	19.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(239.8)	(1,494.4)	(182.8)	(182.8)	(182.8)
배당지급	(57.5)	(57.5)	(32.9)	(32.3)	(32.3)
현금의 증감	(207.3)	219.1	38.3	307.4	328.5
Unlevered CFO	1,034.4	830.2	750.4	1,044.5	1,117.5
Free Cash Flow	423.9	6.6	(48.8)	176.1	219.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한화케미칼



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.7.9	BUY	30,000		
19.5.9	BUY	28,000	-22.92%	-16.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 7일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 08월 08일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.