

한화케미칼

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(하향)	27,000원	현재주가(08/07)	17,050원	Up/Downside	+58.4%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 08. 08

눈높이는 낮추지만 방향성은 바뀌지 않는다

News

2Q19 영업이익 976억원, 기대치 하회: 한화케미칼의 2Q 영업이익은 976억원(QoQ-0.8%/YoY-47.1%)으로 시장 컨센서스 1,017억원을 소폭 하회했다. 기대치를 하회한 부문은 태양광이다. 미국/유럽 중심의 고효율 모노 제품 판매 증가로 ASP가 상승하며 매출액은 QoQ +10.3% 개선되었지만 영업이익률이 2.3%(vs. 1Q 3.9%)로 하락하며 예상치를 하회했다. 수익성 하락의 원인은 멀티-모노 라인 전환 가속화, 출하량 둔화에 따른 제조원가 상승 및 비용 증가 때문으로 3Q에는 일정 부분 정상화 될 것으로 전망한다. 지분법 이익은 정기보수 및 토탈 사고 영향으로 급감했으며, 영업 외 수원 백화점 매각 및 면세점 중단 일회성 비용 300억원이 계상되어 세전이익은 445억원을 시현했다.

Comment

3Q19 영업이익 1,147억원, 눈높이는 낮추지만 방향성은 바뀌지 않는다: 3Q 영업이익은 1,147억원을 전망한다. 6월 급락한 납사/에틸렌 투입이 시작되고 정기보수 영향이 사라지는 기초소재는 664 억원으로 개선 될 것으로 예상한다. 태양광은 연간 출하량 가이던스가 유지된 점을 주목하자.(8GW~9.2GW) DB 추정 상반기 출하량은 3.7GW 수준으로 하반기 출하량은 적어도 4.3GW를 상회할 수 있다. 2Q 멀티-모노 전환에 따른 일시적인 비용 증가가 맞다면 하반기 mixed ASP는 추가 개선되며 출하량이 동반 증가한다. 태양광 매출/수익성이 반등할 수 밖에 없다.(3QE OPM 3.5%)

Action

시황 우려 심화로 주가 급락, 다만 연간 실적 개선 추세는 유효: 19/20년 태양광 영업이익 추정치를 하향 조정하며 목표주기를 2.7만원으로 하향한다.(19E BPS 39,073원에 target P/B 0.7배 적용) 태양광 수익성에 대한 기대치는 하향 조정했지만 금리 인하 cycle, 선진국 중심의 태양광 설치 수요 증가 등을 고려할 때 연간 중의 방향성은 여전히 유효하다. 상대적으로 안정적인 PVC 중심의 화학 포트폴리오, 면세점 철수 & 광고 백화점 출점에 따른 20년 리테일 실적 반등 등을 고려할 때 19E P/B 0.44배 수준으로 급락한 주가는 과도하다는 판단이다. 화학 top-picks 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	Stock Data
매출액	9,342	9,046	9,642	10,259	10,102	52주 최저/최고 15,300/23,800원
(증가율)	0.9	-3.2	6.6	6.4	-1.5	KOSDAQ /KOSPI 565/1,910pt
영업이익	756	354	435	641	718	시가총액 27,532억원
(증가율)	-2.9	-53.2	22.7	47.5	11.9	60일-평균거래량 616,193
자배주주순이익	825	187	336	524	568	외국인지분율 24.4%
EPS	5,001	1,139	2,072	3,233	3,505	60일-외국인지분율변동추이 -0.6%p
PER (H/L)	7.7/4.8	32.1/12.9	8.2	5.3	4.9	주요주주 한화 외 5 인 37.1%
PBR (H/L)	1.1/0.7	1.0/0.4	0.4	0.4	0.4	(천원) (pt)
EV/EBITDA (H/L)	8.2/6.3	13.4/9.0	8.5	6.7	5.8	한화케미칼(좌) KOSPI지수대비(우)
영업이익률	8.1	3.9	4.5	6.2	7.1	0 50 100 150 200
ROE	14.6	3.1	5.4	8.0	8.1	0 100 200 300 400 500
						18/08 18/11 19/03 19/06
						주가상승률 1M 3M 12M
						절대기준 -25.4 -15.8 -20.1
						상대기준 -17.5 -4.0 -3.8

도표 1. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	2,076	2,251	2,312	2,408	2,236	2,374	2,431	2,601	9,046	9,642	10,259
%YoY	-5.3	-9.5	0.0	2.4	7.7	5.5	5.1	8.0	-3.2	6.6	6.4
%QoQ	-11.7	8.4	2.7	4.1	-7.1	6.2	2.4	7.0			
기초소재	1,094	1,154	1,130	994	912	995	922	922	4,372	3,751	4,147
가공소재	231	257	274	285	232	252	269	280	1,048	1,034	1,044
리테일	178	178	160	189	172	176	160	188	704	696	707
태양광	827	806	818	1,171	1,265	1,394	1,530	1,722	3,623	5,911	6,260
기타	243	270	268	243	253	302	276	250	1,024	1,081	1,081
연결 영업이익	172	184	94	-96	98	98	115	124	354	435	641
%YoY	-12.5	-15.7	-56.4	적전	-42.9	-47.1	22.3	흑전	-53.2	22.7	47.5
%QoQ	36.8	7.1	-49.1	적전	흑전	-0.8	17.6	8.2			
기초소재	148	182	88	-51	54	50	66	31	367	202	334
가공소재	-6	2	-2	-8	-8	-3	0	-8	-13	-19	-8
리테일	5	1	2	12	7	-7	-11	19	19	9	51
태양광	35	-4	0	-41	49	33	54	82	-11	218	262
기타	2	7	8	-12	13	21	7	0	5	41	22
영업이익률	8.3	8.2	4.1	-4.0	4.4	4.1	4.7	4.8	3.9	4.5	6.2
기초소재	13.6	15.7	7.8	-5.1	5.9	5.0	7.2	3.4	8.4	5.4	8.1
가공소재	-2.6	0.8	-0.5	-2.7	-3.3	-1.1	0.0	-3.0	-1.3	-1.8	-0.8
리테일	2.7	0.7	0.9	6.1	4.1	-3.8	-6.8	10.3	2.7	1.3	7.1
태양광	4.2	-0.5	0.0	-3.5	3.9	2.3	3.5	4.8	-0.3	3.7	4.2
기타	0.7	2.7	2.9	-5.1	5.2	6.9	2.5	0.0	0.4	3.8	2.1

자료: 한화케미칼, DB금융투자

눈높이는 낮추지만 방향성은 바뀌지 않는다

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	4,222	5,012	4,865	4,651	4,607
현금및현금성자산	805	1,024	898	488	576
매출채권및기타채권	1,712	1,762	1,719	1,844	1,819
재고자산	1,144	1,467	1,530	1,628	1,554
비유동자산	9,427	10,219	10,568	10,836	10,883
유형자산	5,588	6,684	7,107	7,379	7,430
무형자산	422	479	486	482	478
투자자산	2,987	2,790	2,710	2,710	2,710
자산총계	13,649	15,231	15,432	15,487	15,490
유동부채	4,894	5,133	4,770	4,597	4,344
매입채무및기타채무	1,802	1,631	1,715	1,742	1,690
단기应付및당기차채	2,012	2,239	2,239	2,039	1,839
유동성장기부채	630	655	655	655	655
비유동부채	2,568	3,872	4,172	3,972	3,772
사채및장기차입금	1,776	2,995	3,295	3,095	2,895
부채총계	7,462	9,004	8,942	8,568	8,116
자본금	830	821	813	813	813
자본잉여금	829	857	857	857	857
이익잉여금	4,365	4,497	4,768	5,196	5,651
비자매주자분	172	137	137	137	137
자본총계	6,187	6,227	6,491	6,918	7,374

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	916	727	325	711	1,092
당기순이익	835	160	336	524	568
현금유동이 없는 비용 및 수익	200	670	520	610	692
유형 및 무형자산상각비	436	440	491	542	563
영업관련자산부채변동	-198	-147	-414	-239	31
매출채권및기타채권의감소	-46	667	44	-125	25
재고자산의감소	233	-171	-63	-98	74
매입채무및기타채무의증가	132	-550	84	27	-52
투자활동현금흐름	-403	-435	-509	-457	-321
CAPEX	-492	-720	-900	-800	-600
투자자산의순증	235	615	347	298	242
재무활동현금흐름	-686	-70	58	-664	-683
사채및차입금의증가	-389	1,463	300	-400	-400
자본금 및 차입금의증가	1	20	-8	0	0
배당금지급	-58	-58	-33	-64	-97
기타현금흐름	-35	-3	0	0	0
현금의증가	-207	219	-126	-410	88
기초현금	1,012	805	1,024	898	488
기말현금	805	1,024	898	488	576

자료: 한화케미칼, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,342	9,046	9,642	10,259	10,102
매출원가	7,386	7,459	7,893	8,219	8,008
매출총이익	1,956	1,587	1,749	2,040	2,095
판관비	1,199	1,233	1,314	1,398	1,377
영업이익	756	354	435	641	718
EBITDA	1,192	794	926	1,183	1,280
영업외손익	309	-66	20	67	51
금융순익	-132	-136	-175	-179	-169
투자순익	593	418	267	298	242
기타영업외손익	-152	-348	-72	-52	-22
세전이익	1,066	288	454	708	768
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	336	524	568
자비주주지분순이익	825	187	336	524	568
비자매주주지분순이익	10	-26	0	0	0
총포괄이익	791	75	336	524	568
증감률(%YoY)					
매출액	0.9	-3.2	6.6	6.4	-1.5
영업이익	-2.9	-53.2	22.7	47.5	11.9
EPS	8.9	-77.2	82.0	56.0	8.4

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

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	5,001	1,139	2,072	3,233	3,505
BPS	36,250	37,081	39,073	41,703	44,505
DPS	350	200	400	600	700
Multiple(배)					
P/E	6.3	17.7	8.2	5.3	4.9
P/B	0.9	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	10.0	8.5	6.7	5.8
수익성(%)					
영업이익률	8.1	3.9	4.5	6.2	7.1
EBITDA마진	12.8	8.8	9.6	11.5	12.7
순이익률	8.9	1.8	3.5	5.1	5.6
ROE	14.6	3.1	5.4	8.0	8.1
ROA	6.1	1.1	2.2	3.4	3.7
ROI	8.7	2.6	3.6	4.9	5.4
안정성 및 기타					
부채비율(%)	120.6	144.6	137.8	123.9	110.1
이자보상배율(배)	5.1	2.2	2.2	3.2	3.9
배당성향(배)	6.8	20.3	19.0	18.3	19.7

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료는 작성한 조사분석 담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리시차트리거가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

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

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

한화케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
17/06/21	Buy	39,000	-16.5/-2.6	19/08/08	Buy	27,000	-/-
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	-32.0/-25.0				

주: *표는 담당자 변경