

한화케미칼

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지) 27,000원 | 현재주가(12/12) 18,100원 | Up/Downside +49.2%

2019. 12. 13

연간 실적 개선이 최대 장점

News

4Q19E 영업이익 899억원, 화학 부진 vs. 태양광 호조: 한화케미칼의 4Q 영업이익은 899억원(QoQ -41%/YoY 흑전)으로 시장 컨센서스 1,010억원을 하회할 것으로 예상된다. 화학 시황이 PE를 중심으로 부진 폭이 커지고 있는 가운데 기초소재의 실적 눈높이를 조금 더 낮춰야 할 것으로 판단된다. 연말 비수기, 글로벌 수요 부진, 공급 과잉이 겹치며 유화/화성 실적 부진이 예상되고 4Q 통상적인 성과급 반영까지 고려한다면 기초소재 부문은 적자 전환이 예상된다.(-99억원) 반면 주목할 것은 태양광이다. 미국/유럽 중심의 출하량 증가, 웨이퍼 가격의 하락에 따른 원가 개선 등으로 4Q에도 태양광 실적은 QoQ 개선세를 이어나갈 것으로 판단한다.

Comment

20년은 태양광/리테일 중심의 실적 개선: 한화케미칼의 20년 영업이익은 5,004억원(YoY+14.2%)으로 개선될 것으로 전망한다. 화학은 이미 BEP에 근접한 유화(PE), 적자를 시현하고 있는 폴리실리콘/TDI를 고려할 때 추가적인 감익은 제한적일 것으로 판단한다. 에틸렌 급락에 따른 Ningbo PVC의 실질적인 실적 개선세를 고려하면 한국 PVC 실적 역시 타 화학 제품 대비로는 견고할 것으로 전망한다. 증익이 예상되는 것은 리테일과 태양광이다. 리테일은 면세점 적자 제거, 광고 백화점 신규 출점 등으로 개선이 예상되며 태양광은 발전 IRR 상승에 따른 선진국 중심의 설치 수요 개선, 미국 관세의 단계적 인하, 글로벌 top-tier 웨이퍼 증설 지속 등으로 실적 개선세가 이어질 것으로 판단한다.

Action

20E P/B 0.45배, 부담 없는 저평가 영역: 에틸렌/폴리실리콘 및 웨이퍼 원가가 하락하는 환경에서 기초소재의 PVC, 태양광 셀/모듈의 실적은 견고한 성장세를 나타낼 것으로 예상된다. 특히 3Q 실적을 통해 신뢰를 회복한 태양광 실적 개선 폭이 예상보다 커질 수 있음을 염두하자. 20E P/B 0.45배를 고려할 때 밸류에이션도 부담스럽지 않다. Top-picks, 목표주가 2.7만원을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	16,150/23,800원
매출액	9,342	9,046	9,389	9,139	9,277	KOSDAQ /KOSPI	637/2,137pt
(증가율)	0.9	-3.2	3.8	-2.7	1.5	시가총액	29,228억원
영업이익	756	354	438	500	577	60일-평균거래량	598,801
(증가율)	-2.9	-53.2	23.7	14.2	15.2	외국인지분율	23.9%
지배주주순이익	825	187	273	342	384	60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
EPS	5,001	1,139	1,684	2,107	2,367	주요주주	한화 외 4인 37.1%
PER (H/L)	7.7/4.8	32.1/12.9	10.8	8.6	7.6	(천원)	한화케미칼(좌) KOSPI지수대비(우)
PBR (H/L)	1.1/0.7	1.0/0.4	0.5	0.4	0.4	0	18/12 19/03 19/07 19/10
EV/EBITDA (H/L)	8.2/6.3	13.4/9.0	8.7	7.7	6.9	주가상승률	1M 3M 12M
영업이익률	8.1	3.9	4.7	5.5	6.2	절대기준	5.2 0.0 -9.5
ROE	14.6	3.1	4.4	5.3	5.7	상대기준	5.4 -4.1 -11.8

도표 1. 한화케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	2,236	2,374	2,441	2,338	2,211	2,306	2,331	2,291	9,046	9,389	9,139
%YoY	7.7	5.5	5.6	-2.9	-1.1	-2.9	-4.5	-2.0	-3.2	3.8	-2.7
%QoQ	-7.1	6.2	2.8	-4.2	-5.4	4.3	1.1	-1.7			
기초소재	912	995	1,008	873	871	964	962	910	4,372	3,787	3,707
가공소재	232	252	248	258	234	255	251	260	1,048	990	1,000
리테일	172	176	135	141	123	123	120	144	704	623	511
태양광	1,265	1,395	1,638	1,629	1,478	1,462	1,532	1,512	3,623	5,927	5,984
기타	253	302	269	244	253	302	269	244	1,024	1,068	1,068
연결 영업이익	98	98	152	90	96	147	177	80	354	438	500
%YoY	-42.9	-47.0	62.5	흑전	-2.5	51.0	16.1	-0.1	-53.2	23.7	14.2
%QoQ	흑전	-0.7	56.1	-0.4	0.1	53.8	20.1	-54.7			
기초소재	54	50	76	-10	30	68	60	11	367	170	168
가공소재	-8	-3	-1	-8	0	0	0	-8	-13	-19	-8
리테일	7	-7	-1	18	15	5	10	18	19	17	48
태양광	49	33	66	82	48	69	99	63	-11	230	279
기타	13	21	12	7	6	9	12	0	5	53	27
영업이익률	4.4	4.1	6.2	3.8	4.3	6.4	7.6	3.5	3.9	4.7	5.5
기초소재	5.9	5.0	7.5	-1.1	3.4	7.0	6.3	1.2	8.4	4.5	4.5
가공소재	-3.3	-1.1	-0.2	-3.0	0.0	0.0	0.0	-3.0	-1.3	-1.9	-0.8
리테일	4.1	-3.8	-0.6	12.6	12.5	3.8	8.0	12.6	2.7	2.8	9.4
태양광	3.9	2.3	4.0	5.1	3.2	4.7	6.5	4.1	-0.3	3.9	4.7
기타	5.2	6.9	4.3	3.0	2.5	3.0	4.3	0.0	0.4	5.0	2.5

자료: 한화케미칼 DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	4,222	5,012	4,609	4,433	4,371
현금및현금성자산	805	1,024	762	794	572
매출채권및기타채권	1,712	1,762	1,757	1,698	1,747
재고자산	1,144	1,467	1,414	1,315	1,356
비유동자산	9,427	10,219	10,628	10,887	10,927
유형자산	5,588	6,684	7,107	7,379	7,430
무형자산	422	479	466	453	441
투자자산	2,987	2,790	2,790	2,790	2,790
자산총계	13,649	15,231	15,585	15,668	15,645
유동부채	4,894	5,133	5,078	4,892	4,767
매입채무및기타채무	1,802	1,631	1,717	1,632	1,607
단기차입금및단기차채	2,012	2,239	2,139	2,039	1,939
유동성장기부채	630	655	755	755	755
비유동부채	2,568	3,872	4,072	4,072	3,872
사채및장기차입금	1,776	2,995	3,195	3,195	2,995
부채총계	7,462	9,004	9,150	8,964	8,639
자본금	830	821	813	813	813
자본잉여금	829	857	857	857	857
이익잉여금	4,365	4,497	4,713	4,981	5,284
비지배주주지분	172	137	137	137	137
자본총계	6,187	6,227	6,435	6,704	7,006

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	9,342	9,046	9,389	9,139	9,277
매출원가	7,386	7,459	7,652	7,374	7,417
매출총이익	1,956	1,587	1,737	1,765	1,860
판매비	1,199	1,233	1,299	1,264	1,284
영업이익	756	354	438	500	577
EBITDA	1,192	794	929	1,041	1,137
영업외손익	309	-66	-67	-39	-58
금융손익	-132	-136	-193	-186	-181
투자손익	593	418	249	185	161
기타영업외손익	-152	-348	-123	-38	-38
세전이익	1,066	288	371	462	519
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	835	160	273	342	384
지배주주지분순이익	825	187	273	342	384
비지배주주지분순이익	10	-26	0	0	0
총포괄이익	791	75	273	342	384
증감률(%YoY)					
매출액	0.9	-3.2	3.8	-2.7	1.5
영업이익	-2.9	-53.2	23.7	14.2	15.2
EPS	8.9	-77.2	47.8	25.2	12.3

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

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	916	727	692	959	833
당기순이익	835	160	273	342	384
현금유출이없는비용및수익	200	670	536	664	718
유형및무형자산상각비	436	440	491	541	561
영업관련자산부채변동	-198	-147	-20	74	-134
매출채권및기타채권의감소	-46	667	6	59	-50
재고자산의감소	233	-171	53	99	-42
매입채무및기타채무의증가	132	-550	86	-86	-25
투자활동현금흐름	-403	-435	-547	-563	-482
CAPEX	-492	-720	-900	-800	-600
투자자산의순증	235	615	249	185	161
재무활동현금흐름	-686	-70	-58	-364	-573
사채및차입금의 증가	-389	1,463	200	-100	-300
자본금및자본잉여금의증가	1	20	-8	0	0
배당금지급	-58	-58	-33	-57	-73
기타현금흐름	-35	-3	-348	0	0
현금의증가	-207	219	-262	32	-222
기초현금	1,012	805	1,024	762	794
기말현금	805	1,024	762	794	572

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	5,001	1,139	1,684	2,107	2,367
BPS	36,250	37,081	38,732	40,384	42,245
DPS	350	200	350	450	500
Multiple(배)					
P/E	6.3	17.7	10.8	8.6	7.6
P/B	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.3	10.0	8.7	7.7	6.9
수익성(%)					
영업이익률	8.1	3.9	4.7	5.5	6.2
EBITDA마진	12.8	8.8	9.9	11.4	12.3
순이익률	8.9	1.8	2.9	3.7	4.1
ROE	14.6	3.1	4.4	5.3	5.7
ROA	6.1	1.1	1.8	2.2	2.5
ROIC	8.7	2.6	3.7	4.1	4.6
안정성및기타					
부채비율(%)	120.6	144.6	142.2	133.7	123.3
이자보상배율(배)	5.1	2.2	2.0	2.4	2.9
배당성향(배)	6.8	20.3	20.7	21.3	21.0

자료: 한화케미칼 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

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 투자의견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)

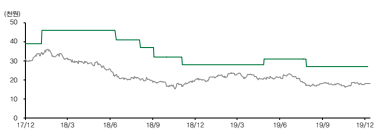
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자의견은 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 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			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