대신증권 Daishin Securities

한화케미칼 (009830)

"3분기 추정실적 견조하나 4분기 실적 개선 효과 희석"

안상희 769.3095
sanghee@daishin.com

BUY

[매수, 유지]

화학업종

현재가 20,100

목표주가 (하향)	24,000

KOSPI	1948.22
시가총액	2,828 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	707 십억원
52주 최고/최저	32,900 원 / 19,350 원
120일 평균거래대금	185 억원
외국인지분율	16.3%
주요주주	한화 외 8 인 42.8%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-4.5	-5.2	-5.6	-24.2
상대수익률	-2.2	-6.3	-11.4	-31.2

투자포인트

- 3분기 추정 영업이익 602억원(+33.4% qoq, -27.3% yoy)으로 견조한 실적 예상
- 3분기 실적개선은 낮은 원재료(납사) 투입에 따른 일회성 효과로 판단
- 4분기 추정 영업이익 543억원(-9% qoq)으로, 신규 비즈니스(바이오시밀러) 성장성 양호

Comment

투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가 24,000 원 하향

동사에 대한 투자의견 매수(Buy) 유지, 목표주가는 24,000원(-11.1%)으로 하향 조정한다. 목표주가 하향은 글로벌 수요부진을 감안한 2013년 동사 영업이익을 기존 추정치 대비 -18.1% 하향한 Valuation 조정 때문이다. 2012년 3분기 견조한 영업실적과 신규사업(바이오시밀러, 2차전지재료 등)의 양호한 성장성을 감안하면 2만원 이하의 긍정적 매수관점은 유지한다.

3 분기 Preview: 영업이익 602 억원(+33.4% qoq)으로 견조, 4 분기 543 억원(-9%)

동사의 2012년 3분기 추정 영업이익은 602억원(+33.4% qoq, -27.3% yoy)으로 컨센서스(730억원) 대비 하회하지만 견조한 실적으로 전망된다. 3분기 실적개선은 낮은 원재료(납사) 투입효과로 가성소다를 비롯한 PVC, PE 제품군의 실적이 전분기 대비 개선된 것이다. 특히 PVC는 역내 공급차질(대만 포모사 등)와 비중국 지역(인도)의 꾸준한 수요회복이 이어졌다. 특히 중국 닝보의 영업실적은 지난 1~2분기 적자 폭이 축소(-90→ -35억원)되는 추세이다. 태양광 사업을 하는 중국 한화솔라원도 3분기 적자(-80억원)는 불가피 하지만 전분기 적자(-170억원) 대비 감소할 것으로 추정된다.

4분기 추정 영업이익은 543억원(-9% qoq, 흑전 yoy)으로 전분기 대비 감소할 것으로 예상된다. 이는 지난 8월 이후 상승한 원재료(납사)의 시차효과에 따른 원재료 부담 때문이다. 최근 납사 투입가격(Lagging 2개월)은 지난 2분기 톤당 1,000달러, 3분기 860달러에서 오는 4분기에는 톤당 960달러로 상승할 것으로 예상된다. 최근 동사 영업실적에 큰 영향을 미치는 한화솔라원의 공장가동률은 약 70%로 전분기(60%) 대비 소폭 상승하였다. 그러나 여전히 적정수준 이상의 재고와 태양광의 시황회복 지연은 부정적이다. 동사는 2013년 5월 목표로 1만톤(Capex 8,000억원 중 2012년 중 6,000억원 집행) 규모의 폴리실리콘 증설을 추진 중이며 2014년초 상업 생산이 가능할 것으로 전망된다. 동사의 바이오시밀러 중 관절염치료제인 엔브렐(HD203)의 임상 제 1,3상 완료 후 품목허가를 신청(9/6일) 이후 2012년말 허가가 예상되고 있는 등 신규 제품의 성장성은 긍정적인 것으로 판단된다.

2012년 3분기 실적 비교 (단위: 십억원, %)

구분	확정치		대신증권 추정치			컨센서스
	3Q11	2Q12	3Q12(F)	YoY	QoQ	3Q12
매출액	2,030	1,712	1,759	-13.3	2.7	1,791
영업이익	83	45	60	-27.3	33.4	73
순이익	64	-13	174	172.0	흑전	54

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	7,022	7,860	6,952	7,550	-1.00	-3.94
영업이익	204	302	192	280	-5.83	-7.20
지배지분순이익	125	246	117	228	-6.75	-7.30
EPS(지배지분순이익)	888	1,861	828	1,621	-6.78	-12.80

자료: 한화케미칼, 대신증권 리서치센터

2. 한화케미칼 Valuation 변동

(단위: 십억원, 원)

	수정 전	수정 후	비고
유화사업(a)	1,290	1,182	
- 영업이익	203	185	
- 감가상각비	12	12	
- EBITDA(배)	215	197	
- EV/EBITDA	6.0	6.0	
화섬사업(b)	2,310	1,980	
- 영업이익	205	205	
- 감가상각비	125	125	
- EBITDA(배)	330	330	
- EV/EBITDA	7.0	6.0	
기타 연결자회사가치(c)	2,995	2,995	
- YNCC	1,511	1,511	
- 기타(한화갤러리, 중국 닝보 PVC 등)	1,484	1,484	
투자지분가치(d)	712	712	
기업가치(e=a+b+c+d)	7,307	6,869	
순차입금(f)	3,471	3,471	
적정시가총액(g=e-f)	3,836	3,398	
발행주식수(천주)	141,406	141,406	
적정주가	27,127	24,030	

자료: 한화케미칼, 대신증권 리서치센터

3. 한화케미칼 부문별 영업실적 전망

(단위: 억원)

	2012F				2013F				Annual		
	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F
매출액	16,946	17,123	17,592	17,857	18,351	18,581	18,987	19,584	79,426	70,219	78,603
- 본사 화학	8,927	9,312	10,209	9,903	9,707	10,141	11,059	10,934	41,371	38,351	41,841
- 한화 솔라원	2,021	2,108	2,311	3,242	3,197	2,296	2,987	3,894	10,651	9,682	12,374
- 한화 닝보	877	915	1,203	2,073	954	996	1,349	996	3,190	5,069	4,295
- 기타	5,121	4,788	3,869	2,639	4,492	5,148	3,592	3,760	24,214	17,117	20,093
영업이익	321	451	602	543	695	792	639	676	3,259	2,036	3,421
- 본사 화학	777	718	818	605	773	680	735	658	6,162	2,918	2,846
- 한화 솔라원	-401	-170	-80	-45	30	55	110	210	-1,775	-696	405
- 한화 닝보	-78	-90	-35	30	45	34	50	45	-422	-173	174
- 기타	23	-7	-101	-47	-153	23	-256	-237	-706	-13	-4

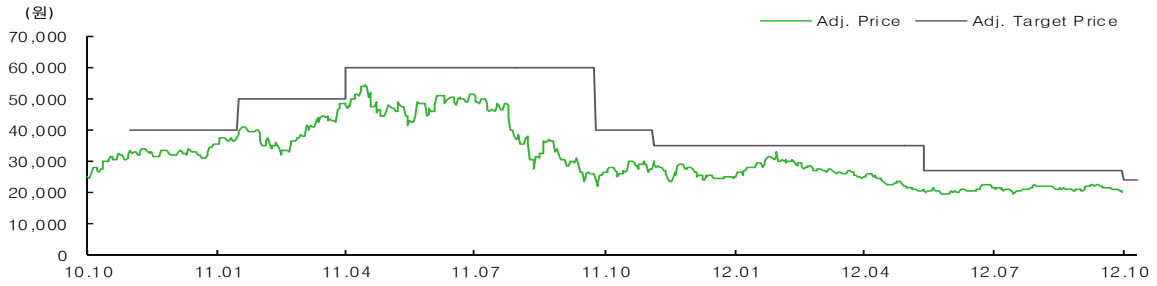
자료: 한화케미칼, 대신증권 리서치센터 전망

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 안상희)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

▶투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.10.11	12.08.11	12.06.22	12.05.23	11.11.21	11.11.14	11.10.04	11.05.31	11.05.18	11.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	24,000	27,000	27,000	27,000	35,000	35,000	40,000	60,000	60,000	60,000
제시일자	11.04.11	11.02.22	11.02.16	11.01.25	10.11.12	10.11.10	10.11.10			
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy			
목표주가	60,000	50,000	50,000	50,000	40,000	40,000	40,000			
제시일자										
투자의견										
목표주가										

▶ 투자등급관련사항

산업 투자의견
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상