화학/에너지 곽진회
Tel. 368-6170
jhkwak@eugenefn.com

EUGENE INVESTMENT & SECURITIES

화학/에너지

한화케미칼(009830.KS)

12 July 2013

탐방노트: 화학과 태양광 부문 개선으로 이익 회복세 확인

■ **2Q13 Preview: 태양광 가동률 상승, 화학 개선으로 흑자전환하며 시장 예상치 부합 전망**

- 2분기 매출액은 1조 8,459억원(+3.7%qoq, +7.8%yoy)을 기록했고, 영업이익은 335억원으로 전년대비 26% 감소하나 전분기대비로는 흑자전환하며 시장 예상치에 부합할 전망
- 화학 사업인 원료부문은 가중평균 스프레드가 2분기 톤당 $359로 전분기대비 14% 개선됨에 따라 1분기 영업이익 24억원에서 205억원으로 증가할 것으로 예상
- 태양광 사업부문은 한화솔라원과 큐셀 가동률이 전분기 75%에서 90%로 상승함에 따라 영업적자폭이 축소되며 -198억원 기록 예상. 화학과 태양광 부문 개선 외에도 한화엘앤씨 이익구조 개선되고, 갤러리아 이익 증가로 연결 영업이익은 전분기대비 개선되며 바닥을 통과하는 실적 기록할 전망. 다만 지분법 손익은 여천NCC의 가동률 조정에 따라 손실 반영 예상

■ **탐방요약: 태양광 부문 판매량 증가로 매출총이익 개선세 예상**

- 태양광 부문은 수요 증가국인 일본으로의 판매량이 견조하고, 마루베니 등 계약 판매 물량 양호해 3분기에도 태양광 부문 적자폭 축소는 이어질 전망. 신규 사업인 태양광용 폴리실리콘은 기계적 준공 마무리 단계로, 2013년 하반기 시험 생산을 통해 2014년부터 상업 생산할 계획
- 견조한 PE 가격은 하반기에도 유지될 것으로 예상되며, 가성소다도 제품 수급 부담이 완화되어 3분기 화학부문 실적도 추가 개선 예상. 사우디에서 신규 가동되는 EVA설비 15만톤도 3분기부터 실적에 반영되어 긍정적

■ **분기별 이익 개선 예상되어 트레이딩 매수 전략 유효**

- 유럽-중국이 폴리실리콘과 셀 반덤핑 소송에 대해 관세를 부과하지 않는 쪽으로 결론을 내고 있어 2013년 하반기 폴리실리콘의 의미 있는 가격 상승은 기대하기 어려움. 이에 따라, 신규 설비인 폴리실리콘 가동 여부는 동사 이익에 주요 변수로 작용할 것으로 예상되어 실적 불확실성은 여전히 존재. 다만, 태양광 제품 판매량 증가에 따라 분기별 이익 개선 이어지고 있고, PBR 관점에서 역사적으로 바닥권이기 때문에 트레이딩 관점에서 매수 접근 전략 제시

시장 Consensus 대비

Above	
In-line	O
Below	

HOLD(유지)

목표주가(12M, 유지)	22,000원
현재주가(7/11)	17,600원

Key Data	(기준일: 2013. 7. 11)
KOSPI(pt)	1,877.6
KOSDAQ(pt)	527.3
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	2,469.0
52주 최고/최저(원)	22,850 / 15,400
52주 일간 Beta	1.07
발행주식수(천주)	140,284
평균거래량(3M,천주)	656
평균거래대금(3M,백만원)	11,232
배당수익률(13F, %)	1.4
외국인 지분율(%)	15.6
주요주주 지분율(%)	
(주)한화외 8인	42.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.4	-3.6	-13.7	-19.1
KOSPI대비상대수익률	0.8	0.1	-7.8	-21.9

Earnings Summary

결산기(12월) (단위: 십억원)	2Q13F 예상치	2Q13F qoq (%,%p)	2Q13F yoy (%,%p)	시장 전망치	3Q13F 예상치	3Q13F qoq (%,%p)	3Q13F yoy (%,%p)	2012	2013F 예상치	2013F yoy (%,%p)	2014F 예상치	2014F yoy (%,%p)
매출액	1,845.9	3.7	7.8	1,900.8	1,945.1	5.4	9.8	6,962.2	7,591.1	9.0	7,981.3	5.1
영업이익	33.5	흑전	-25.8	32.2	43.9	31.0	8.8	5.2	117.7	2,143.8	312.3	165.3
세전이익	-1.1	적전	적지	-6.7	27.8	흑전	28.1	-58.2	93.6	흑전	329.2	251.6
순이익	-0.5	적전	적지	2.2	14.2	흑전	59.3	-112.1	82.2	흑전	167.9	104.2
OP Margin	1.8	2.3	-0.8	1.7	2.3	0.4	0.0	0.1	1.6	1.5	3.9	2.4
NP Margin	0.0	-0.3	1.9	0.1	0.7	0.8	0.2	-1.6	1.1	2.7	2.1	1.0
EPS(원)	-88	적전	적지	16	809	흑전		211	1,273	503.8	2,393	88.0
BPS(원)	25,504	0.1	-25.8	32,369	25,627	0.5		25,208	26,316	4.4	27,555	4.7
ROE(%)	-0.3	-3.2	14.8	0.5	3.2	3.5		-2.7	2.0	4.7	3.9	1.9
PER(X)	na	-	-	1,100.0	21.8	-	-	87.0	13.8	-	7.4	-
PBR(X)	0.7	-	-	0.5	0.7	-	-	0.7	0.7	-	0.6	-

자료: 유진투자증권
주: EPS, ROE는 annualized 기준

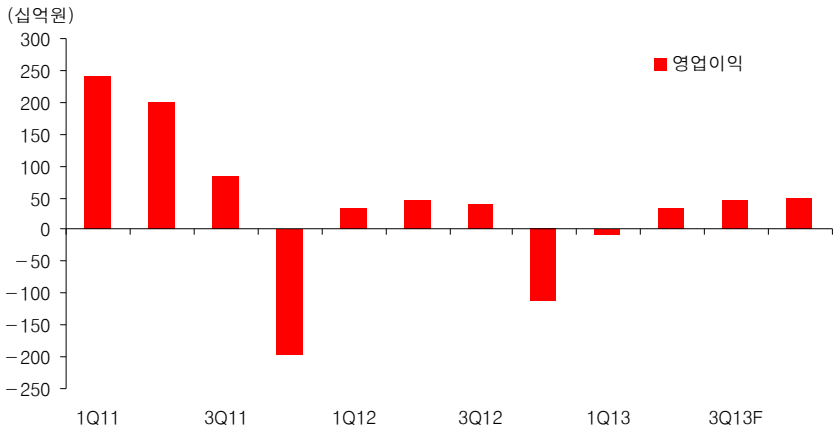
your best partner 유진투자증권

도표 1 한화케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
케미칼 원료										
매출액	985.1	929.9	1,010.9	955.5	906.5	987.2	1,021.6	977.4	3,881.4	3,892.8
영업이익	44.6	34.5	57.6	-20.8	2.4	20.5	27.3	22.9	115.9	73.2
영업이익률	4.5	3.7	5.7	-2.2	0.3	2.1	2.7	2.3	3.0	1.9
태양광										
매출액	144.3	194.5	179.4	221.1	376.0	415.5	480.8	468.6	739.3	1,741.0
영업이익	-41.6	-15.0	-45.3	-149.1	-27.6	-19.8	-16.1	-14.1	-251.0	-77.6
영업이익률	-28.8	-7.7	-25.2	-67.4	-7.3	-4.8	-3.3	-3.0	-33.9	-4.5
연결										
매출액	1,694.6	1,712.3	1,771.0	1,784.3	1,779.7	1,845.9	1,945.1	2,020.4	6,962.2	7,591.1
영업이익	32.1	45.1	40.3	-112.3	-8.5	33.5	43.9	48.9	5.2	117.7
영업이익률	1.9	2.6	2.3	-6.3	-0.5	1.8	2.3	2.4	0.1	1.6

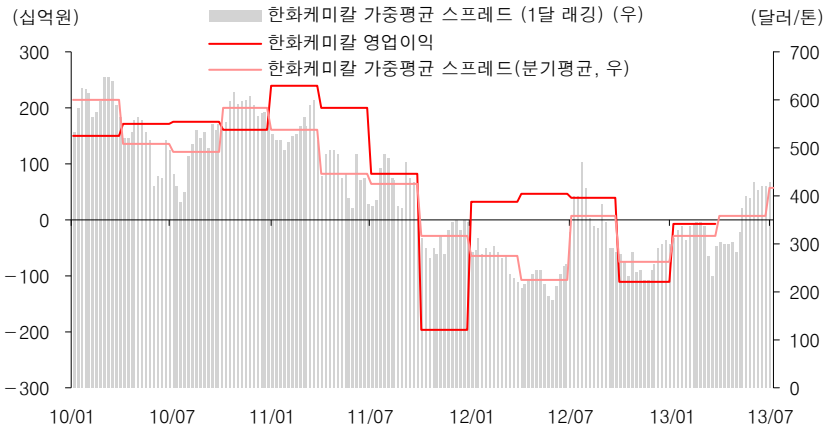
자료: 한화케미칼, 유진투자증권

도표 2 한화케미칼 영업이익 추이 및 전망



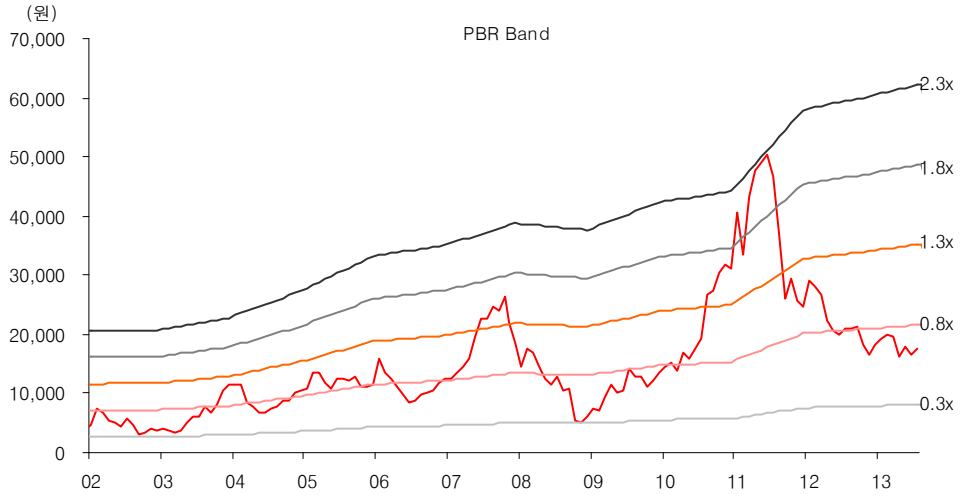
자료: 유진투자증권

도표 3 한화케미칼 가중평균 스프레드



자료: 유진투자증권

도표 4 한화케미칼 PBR Band



자료: 유진투자증권

한화케미칼 (009830.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	**11,853.5**	**12,406.7**	**12,879.3**	**13,173.3**	**13,383.6**
유동자산	3,671.6	3,582.6	3,977.2	4,080.3	4,043.0
현금성자산	1,079.0	713.4	641.9	564.9	494.6
매출채권	1,245.2	1,307.7	1,537.4	1,623.2	1,638.4
재고자산	1,125.8	1,428.3	1,663.5	1,756.3	1,772.8
비유동자산	8,182.0	8,824.1	8,902.1	9,093.0	9,340.6
투자자산	2,403.7	2,387.2	2,346.2	2,441.4	2,540.5
유형자산	5,410.3	5,905.7	6,091.5	6,200.0	6,361.0
기타	368.0	531.2	464.4	451.6	439.1
부채총계	**7,055.8**	**7,841.3**	**8,233.1**	**8,364.6**	**8,418.1**
유동부채	4,109.0	4,249.3	4,433.1	4,534.1	4,555.8
매입채무	1,437.3	1,499.9	1,725.8	1,822.2	1,839.2
유동성이자부채	2,269.9	2,291.0	2,244.3	2,244.3	2,244.3
기타	401.8	458.4	463.0	467.6	472.3
비유동부채	2,946.7	3,591.9	3,799.9	3,830.5	3,862.3
비유동이자부채	2,294.6	2,835.5	3,009.2	3,009.2	3,009.2
기타	652.1	756.4	790.8	821.3	853.1
자본총계	**4,797.8**	**4,565.4**	**4,646.3**	**4,808.7**	**4,965.5**
지배지분	4,173.3	4,095.7	4,185.6	4,348.1	4,504.9
자본금	707.0	707.0	707.0	707.0	707.0
자본잉여금	489.2	488.8	488.7	488.7	488.7
이익잉여금	2,794.5	2,731.5	2,799.0	2,931.4	3,088.2
기타	182.6	168.4	190.9	220.9	220.9
비지배지분	624.5	469.7	460.6	460.6	460.6
자본총계	**4,797.8**	**4,565.4**	**4,646.3**	**4,808.7**	**4,965.5**
총차입금	4,564.5	5,126.5	5,253.5	5,253.5	5,253.5
순차입금	3,485.5	4,413.2	4,611.7	4,688.6	4,758.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**7,942.6**	**6,962.2**	**7,591.1**	**7,981.3**	**8,046.3**
증가율(%)	10.6	(12.3)	9.0	5.1	0.8
매출원가	6,562.5	5,827.3	6,070.5	6,260.0	6,310.9
매출총이익	**1,380.1**	**1,134.9**	**1,520.6**	**1,721.4**	**1,735.4**
판매 및 일반관리비	1,054.3	1,129.7	1,402.9	1,409.0	1,376.3
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**325.9**	**5.2**	**117.7**	**312.3**	**359.1**
증가율(%)	(58.1)	(98.4)	2,143.8	165.3	15.0
EBITDA	**620.5**	**358.6**	**488.4**	**637.6**	**691.6**
증가율(%)	(39.4)	(42.2)	36.2	30.5	8.5
영업외손익	**(44.8)**	**(63.5)**	**(24.1)**	**16.8**	**17.7**
이자수익	18.3	24.8	21.5	24.4	24.8
이자비용	191.8	212.9	190.6	191.2	191.2
지분법손익	94.7	37.6	80.7	127.2	127.2
기타영업손익	34.0	87.0	64.3	56.4	56.9
세전순이익	**281.1**	**(58.2)**	**93.6**	**329.2**	**376.9**
증가율(%)	(62.9)	적전	흑전	251.6	14.5
법인세비용	114.4	53.9	11.4	161.3	184.7
당기순이익	**166.7**	**(112.1)**	**82.2**	**167.9**	**192.2**
증가율(%)	(59.8)	적전	흑전	104.2	14.5
지배주주지분	253.5	29.6	178.6	335.7	384.4
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	503.8	88.0	14.5
비지배지분	(86.9)	(141.6)	(96.4)	(167.9)	(192.2)
EPS	**1,807**	**211**	**1,273**	**2,393**	**2,740**
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	503.8	88.0	14.5
수정 EPS	1,807	211	1,271	2,391	2,738
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	502.6	88.2	14.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	**799.2**	**279.3**	**183.8**	**317.4**	**417.9**
당기순이익	281.1	(58.2)	86.5	167.9	192.2
자산상각비	294.7	353.4	370.7	325.2	332.4
기타비현금성손익	(109.3)	(71.1)	(59.4)	(96.7)	(95.5)
운전자본증감	145.7	(67.9)	(209.1)	(79.1)	(11.2)
매출채권감소(증가)	90.5	(111.3)	(261.9)	(85.8)	(15.2)
재고자산감소(증가)	77.0	(149.3)	(185.9)	(92.9)	(16.4)
매입채무증가(감소)	153.9	46.4	295.7	96.3	17.0
기타	(175.7)	146.2	(57.1)	3.3	3.3
투자현금	**(663.8)**	**(698.2)**	**(286.0)**	**(362.9)**	**(456.9)**
단기투자자산감소	20.1	168.0	(6.1)	(4.0)	(4.1)
장기투자증권감소	(3.1)	(9.2)	146.0	96.2	63.7
설비투자	(826.5)	(824.9)	(450.5)	(420.0)	(480.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(38.0)	(2.4)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
재무현금	**293.4**	**178.9**	**54.1**	**(35.4)**	**(35.4)**
차입금증가	545.2	460.9	113.0	0.0	0.0
자본증가	(84.2)	(64.9)	(1.6)	(35.4)	(35.4)
배당금지급	84.2	64.9	1.6	35.4	35.4
현금 증감	**390.4**	**(254.4)**	**(50.0)**	**(80.9)**	**(74.4)**
기초현금	458.3	848.7	594.3	544.4	463.4
기말현금	848.7	594.3	544.4	463.4	389.1
Gross Cash flow	807.9	452.7	397.8	396.4	429.2
Gross Investment	538.3	934.1	489.0	438.0	464.0
Free Cash Flow	**269.6**	**(481.5)**	**(91.2)**	**(41.6)**	**(34.9)**

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	1,807	211	1,273	2,393	2,738
BPS	26,910	25,208	26,316	27,555	28,753
DPS	450	250	250	250	250
밸류에이션(배,%)					
PER	13.6	87.0	13.8	7.4	6.4
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/ EBITDA	12.2	20.8	15.5	12.0	11.1
배당수익율	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
PCR	4.3	5.7	6.3	6.3	5.8
수익성(%)					
영업이익율	4.1	0.1	1.6	3.9	4.5
EBITDA이익율	7.8	5.2	6.4	8.0	8.6
순이익율	2.1	(1.6)	1.1	2.1	2.4
ROE	4.6	(2.7)	2.0	3.9	4.3
ROIC	3.2	0.1	1.4	2.0	2.3
안정성 (%)					
순차입금/자기자본	72.6	96.7	99.3	97.5	95.8
유동비율	89.4	84.3	89.7	90.0	88.7
이자보상배율	1.9	0.0	0.7	1.9	2.2
활동성 (%)					
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.5	5.5	5.3	5.1	4.9
재고자산회전율	7.8	5.5	4.9	4.7	4.6
매입채무회전율	6.1	4.7	4.7	4.5	4.4

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

Compliance Notice

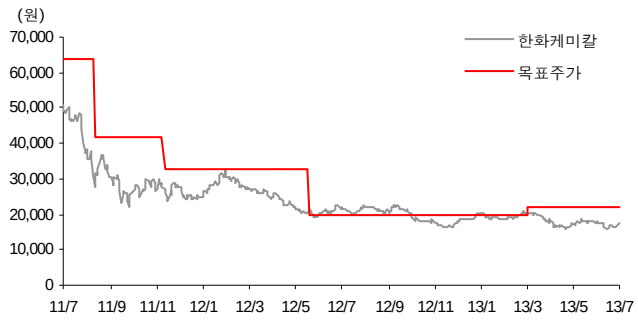
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
11-09-15	BUY	42,000
11-09-21	BUY	42,000
11-11-21	HOLD	33,000
12-01-17	HOLD	33,000
12-05-29	HOLD	20,000
12-06-19	HOLD	20,000
12-10-12	HOLD	20,000
13-01-08	HOLD	20,000
13-02-28	HOLD	20,000
13-03-12	HOLD	22,000
13-03-25	HOLD	22,000
13-05-14	HOLD	22,000
13-07-12	HOLD	22,000

한화케미칼(009830.KS) 주가 및 목표주가 추이