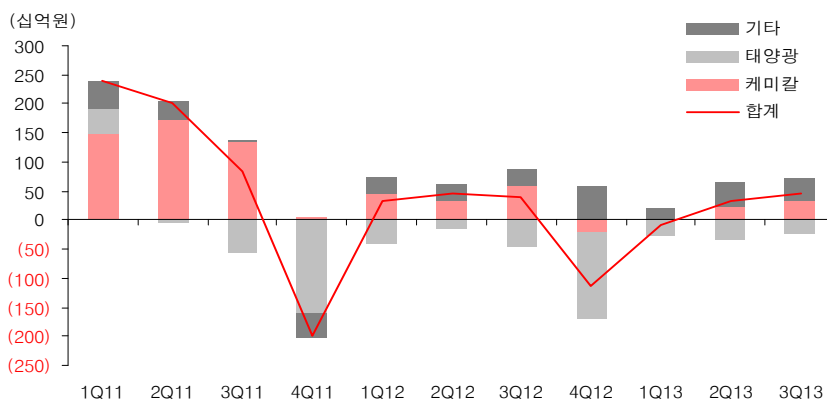


한화케미칼 탐방 노트

* 탐방 취지: 케미칼과 태양광 부문 중심으로 사업 동향 점검

- 케미칼 부문과 태양광 부문의 수익성 개선에 따라 3분기 영업이익은 454억원 기록 예상
 - 동사의 3분기 실적은 케미칼과 태양광 부문의 수익성 개선에 따라 이익 개선세의 흐름을 이어갈 것으로 예상됨. 3분기 영업이익은 전분기대비 43% 개선된 454억원 예상
 - 케미칼 원료 부문에서는 LDPE 스프레드가 납사 1달 래깅 기준으로 2분기 평균 \$517 대비 3분기 현 평균이 \$627로 양호함. 또한, PVC 가격도 전분기 \$982 대비 3분기 현 평균이 \$1,017로 양호한 가격 흐름이 유지되고 있음. 이에 따라, 그 동안 적자를 지속해왔던 동사의 Ningbo PVC 설비가 7월부터 흑자 전환한 것으로 확인되어 케미칼 부문의 수익성 개선 전망. 참고로 동사의 가중평균 스프레드는 2Q 평균 \$359 대비 3Q는 17% 개선된 \$421을 기록중
 - 태양광 부문은 유럽의 중국산 셀모듈업체 규제 확정과 제품 가격 약세에 따라 솔라윈의 적자폭은 유지될 것으로 예상되나, 말레이시아에 생산 설비를 보유한 큐셀은 이에 따른 반사 수혜 예상되고, 판가도 시장 대비 10% 내외의 높은 가격에 판매되고 점진적으로 수익성 개선 예상
- 폴리실리콘 물량 소화 확인 필요해 기존 투자의견 유지, 다만 트레이딩 관점에서 매수 전략 유효
 - 동사 신규 사업 중 하나인 태양광용 폴리실리콘은 현재 기계적 완공 마무리 단계이며 하반기 시험 가동을 통해 2014년 3월부터 상업 생산 예정임. 연간 감가상각비 500억원 증가에 따른 고정비 증가 예상되기 때문에 초기 수율 확보가 2014년 동사 실적에 핵심 변수가 될 전망
 - 또한, 동사는 8/12일자로 염소 12만톤, 가성소다 13만톤 규모의 증설 결정을 발표했는데, 이 제품은 동사 케미칼 부문에서 수익성이 높은 제품들이기 때문에 동 투자는 긍정적으로 판단
 - 동사는 현재 케미칼, 태양광에 걸쳐 대규모 투자를 진행하고 있음. 2014년 신규 폴리실리콘 설비 물량의 정상 소화 여부와 이에 따른 실적 안정성 확인이 필요해 투자의견 HOLD는 유지함. 다만, 트레이딩 관점에서의 매수 접근은 가능한 것으로 판단함. 화학 스프레드 개선에 따라 본업의 수익성 개선되고, 하반기 중국 태양광 설치량 증가에 따라 동사에 긍정적이기 때문

전 부문의 이익 개선세에 따라 바닥을 통과한 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

HOLD(유지)

목표주가(12M, 유지) 22,000원
 현재주가(8/20) 18,300원

Key Data (기준일: 2013. 8. 20)

KOSPI(pt)	1,887.9
KOSDAQ(pt)	537.6
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	2,567.2
52주 최고/최저(원)	22,850 / 15,400
52주 일간 Beta	1.22
발행주식수(천주)	140,284
평균거래량(3M, 천주)	684
평균거래대금(3M, 백만원)	12,279
배당수익률(13F, %)	1.4
외국인 지분율(%)	15.2
주요주주 지분율(%)	
(주)한화외 8인	42.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.9	4.0	-4.9	-17.4
KOSPI대비상대수익률	-3.8	8.7	1.8	-14.4

Financial Data

결산기(12월)	2012	2013F	2014F
매출액(십억원)	6,962.2	7,615.6	7,721.6
영업이익(십억원)	5.2	122.6	308.9
세전계속사업손익(십억원)	(58.2)	72.8	314.4
당기순이익(십억원)	(112.1)	24.3	242.1
EPS(원)	211	714	2,313
증감률(%)	-88.3	238.5	224.1
PER(배)	87.0	25.6	7.9
ROE(%)	-2.7	0.6	5.7
PBR(배)	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	20.8	14.6	9.9

자료: 유진투자증권





도표 1 한화케미칼 2분기 review

(십억원, %, %p)	2Q13P	당사예상치	차이	Consensus	차이	1Q13	2Q12	QoQ	YoY	3Q13F	QoQ
매출액	1,980.5	1,845.9	7.3	1,870.3	5.9	1,779.7	1,712.3	11.3	15.7	1,900.6	-4.0
영업이익	31.7	33.5	-5.4	27.2	16.5	-8.5	45.1	흑전	-29.8	45.4	43.2
순이익	-52.9	-0.5	적지	-2.1	적지	4.5	-32.3	적전	적지	22.7	흑전
영업이익률	1.6	1.8	-0.2	1.5	0.1	-0.5	2.6	2.1	-1.0	2.4	0.8
순이익률	-2.7	0.0	-2.6	-0.1	-2.6	0.3	-1.9	-2.9	-0.8	1.2	3.9

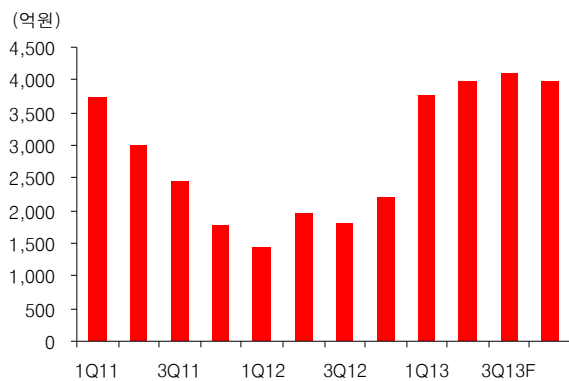
자료: 한화케미칼, 유진투자증권

도표 2 한화케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13P	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
케미칼 원료										
매출액	985.1	929.9	1,010.9	955.5	906.5	1,005.2	1,049.1	977.3	3,881.4	3,938.1
영업이익	44.6	34.5	57.6	-20.8	2.4	21.9	33.1	24.8	115.9	82.2
영업이익률	4.5	3.7	5.7	-2.2	0.3	2.2	3.2	2.5	3.0	2.1
태양광										
매출액	144.3	194.5	179.4	221.1	376.0	398.6	408.7	398.3	739.3	1,581.7
영업이익	-41.6	-15.0	-45.3	-149.1	-27.6	-34.2	-24.5	-21.5	-251.0	-107.9
영업이익률	-28.8	-7.7	-25.2	-67.4	-7.3	-8.6	-6.0	-5.4	-33.9	-6.8
연결										
매출액	1,694.6	1,712.3	1,771.0	1,784.3	1,779.7	1,980.5	1,900.6	1,954.8	6,962.2	7,615.6
영업이익	32.1	45.1	40.3	-112.3	-8.5	31.7	45.4	54.0	5.2	122.6
영업이익률	1.9	2.6	2.3	-6.3	-0.5	1.6	2.4	2.8	0.1	1.6

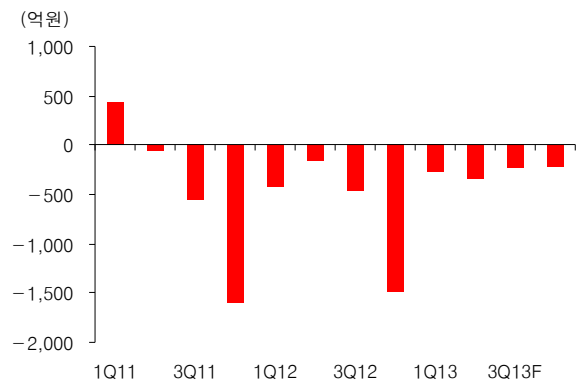
자료: 한화케미칼, 유진투자증권

도표 3 태양광 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

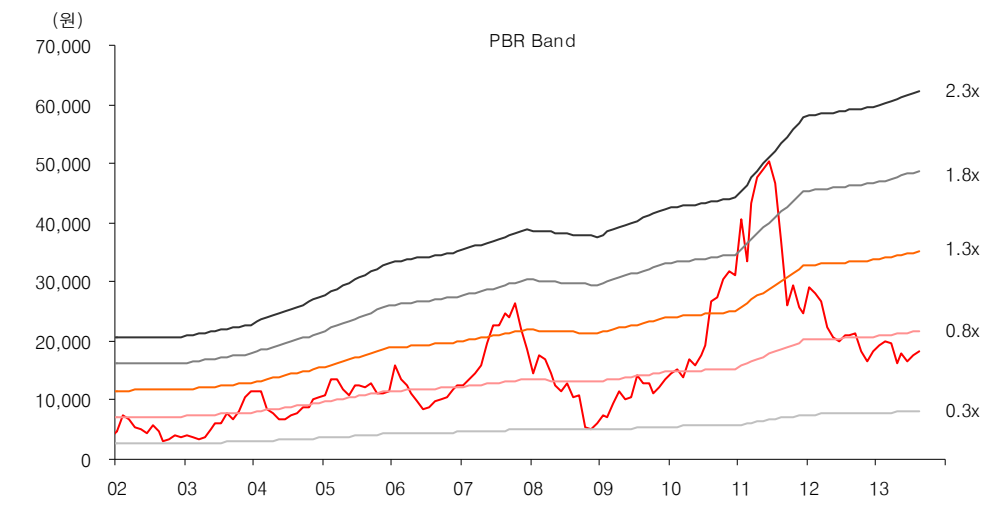
도표 4 태양광 부문 영업이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권



도표 5 한화케미칼 PBR Band



한화케미칼(009830.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	11,853.5	12,406.7	12,765.4	13,135.2	13,422.0
유동자산	3,671.6	3,582.6	3,863.3	4,124.6	4,299.1
현금성자산	1,079.0	713.4	631.9	710.3	853.7
매출채권	1,245.2	1,307.7	1,487.5	1,574.7	1,589.0
재고자산	1,125.8	1,428.3	1,609.5	1,703.8	1,719.2
비유동자산	8,182.0	8,824.1	8,902.1	9,010.6	9,122.9
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	6,117.6	6,143.2
기타	368.0	531.2	464.4	451.6	439.1
부채총계	7,055.8	7,841.3	8,177.1	8,310.1	8,362.6
유동부채	4,109.0	4,249.3	4,377.1	4,479.6	4,500.3
매입채무	1,437.3	1,499.9	1,669.8	1,767.6	1,783.7
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	4,588.4	4,825.1	5,059.4
지배지분	4,173.3	4,095.7	4,127.8	4,364.5	4,598.8
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	2,741.1	2,947.8	3,182.1
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	4,588.4	4,825.1	5,059.4
총차입금	4,564.5	5,126.5	5,253.5	5,253.5	5,253.5
순차입금	3,485.5	4,413.2	4,621.6	4,543.2	4,399.8

현금흐름표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	799.2	279.3	179.3	472.7	631.6
당기순이익	281.1	(58.2)	28.6	242.1	269.7
자산감각비	294.7	353.4	370.7	407.7	467.7
기타비현금성손익	(109.3)	(71.1)	(53.9)	(96.7)	(95.5)
운전자본증감	145.7	(67.9)	(161.2)	(80.3)	(10.4)
매출채권감소(증가)	90.5	(111.3)	(212.0)	(87.2)	(14.3)
재고자산감소(증가)	77.0	(149.3)	(131.8)	(94.3)	(15.5)
매입채무증가(감소)	153.9	46.4	239.7	97.8	16.0
기타	(175.7)	146.2	(57.1)	3.3	3.3
투자현금	(663.8)	(698.2)	(291.4)	(362.9)	(456.9)
단기투자자산감소	20.1	168.0	(6.1)	(4.0)	(4.1)
장기투자증권감소	(3.1)	(9.2)	140.5	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
현금증감	390.4	(254.4)	(59.9)	74.5	139.3
기초현금	458.3	848.7	594.3	534.4	608.9
기말현금	848.7	594.3	534.4	608.9	748.1
Gross Cash flow	807.9	452.7	345.4	553.1	642.0
Gross Investment	538.3	934.1	446.5	439.2	463.2
Free Cash Flow	269.6	(481.5)	(101.2)	113.8	178.8

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	7,942.6	6,962.2	7,615.6	7,721.6	7,789.2
증가율(%)	10.6	(12.3)	9.4	1.4	0.9
매출원가	6,562.5	5,827.3	6,090.5	6,056.2	6,109.2
매출총이익	1,380.1	1,134.9	1,525.2	1,665.4	1,680.0
판매 및 일반관리비	1,054.3	1,129.7	1,402.6	1,356.5	1,315.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	325.9	5.2	122.6	308.9	364.3
증가율(%)	(58.1)	(98.4)	2,236.1	152.0	17.9
EBITDA	620.5	358.6	493.2	716.6	832.0
증가율(%)	(39.4)	(42.2)	37.5	45.3	16.1
영업외손익	(44.8)	(63.5)	(49.8)	5.5	(14.0)
이자수익	18.3	24.8	21.7	23.6	24.0
이자비용	191.8	212.9	190.6	191.2	191.2
지분법손익	94.7	37.6	75.3	127.2	127.2
기타영업외손익	34.0	87.0	43.8	45.8	26.0
세전순이익	281.1	(58.2)	72.8	314.4	350.3
증가율(%)	(62.9)	적전	흑전	332.1	11.4
법인세비용	114.4	53.9	36.2	72.3	80.6
당기순이익	166.7	(112.1)	24.3	242.1	269.7
증가율(%)	(59.8)	적전	흑전	895.2	11.4
지배주주지분	253.5	29.6	100.1	324.5	350.6
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	238.5	224.1	8.0
비지배지분	(86.9)	(141.6)	(75.8)	(82.4)	(80.9)
EPS	1,807	211	714	2,313	2,500
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	238.5	224.1	8.0
수정 EPS	1,807	211	711	2,311	2,497
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	237.4	224.9	8.1

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	1,807	211	711	2,311	2,497
BPS	26,910	25,208	25,906	27,671	29,417
DPS	450	250	250	250	250
밸류에이션(배,%)					
PER	13.6	87.0	25.6	7.9	7.3
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/ EBITDA	12.2	20.8	15.5	10.6	8.9
배당수익률	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
PCR	4.3	5.7	7.5	4.7	4.0
수익성(%)					
영업이익률	4.1	0.1	1.6	4.0	4.7
EBITDA이익률	7.8	5.2	6.5	9.3	10.7
순이익률	2.1	(1.6)	0.3	3.1	3.5
ROE	4.6	(2.7)	0.6	5.7	6.0
ROIC	3.2	0.1	0.8	3.1	3.6
안정성(%)					
순차입금/자기자본	72.6	96.7	100.7	94.2	87.0
유동비율	89.4	84.3	88.3	92.1	95.5
이자보상배율	1.9	0.0	0.7	1.8	2.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.5	5.5	5.4	5.0	4.9
재고자산회전율	7.8	5.5	5.0	4.7	4.6
매입채무회전율	6.1	4.7	4.8	4.5	4.4



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 기관투자자 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 저작물로서 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

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

