한화케미칼(009830)

중립(하향)

1Q14 Preview: 빛바랜 태양광 사업부 흑자 전환

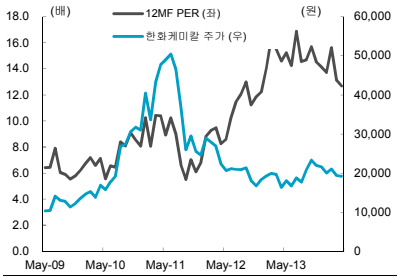
Stock Data

KOSPI(4/11)	1,997
주가(4/11)	19,200
시가총액(십억원)	2,693
발행주식수(백만)	140
52주 최고/최저가(원)	24,200/15,650
일평균거래대금(6개월, 백만원)	21,178
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.3/16.1
주요주주(%) 한화 외 7인	42.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.4)	(12.1)	5.2
상대주가(%p)	(10.1)	(10.8)	2.8

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

1분기 영업이익은 320억원으로 컨센서스를 충족할 전망

한화케미칼의 1분기 매출액은 2.01조원(+13.1% YoY, -0.3% QoQ), 영업이익은 310억원(흑자전환 YoY, -8.0% QoQ)으로 전망한다. 큐셀 해외 법인 간의 세금 이전 관련 비용 100억원의 1분기 환급을 고려하면 우리 기존 추정치와 유사한 수준이다. 태양광 사업부 영업이익 개선에도 전 분기 대비 정체된 영업이익의 주요 배경은 1) 원재료인 에틸렌 가격 상승의 판가 전이가 미미해 원료사업부 영업이익이 전 분기 141억원 대비 65억원으로 감소, 2) 1분기 갤러리아 명품관 리모델링으로 유통 사업부 영업이익은 39% YoY 감소로 추정된다.

GDR 발행 및 자산매각으로 확보할 9천억원의 지출 용도가 확정되어야 리스크 해소

최근 동사의 자금 확보계획이 가속화되고 있다. 2013년 말 기준 동사의 순차입금은 4조원이며, 순이자비용은 2,086억원으로 EBITDA의 40% 수준이라는 점을 고려하면 당연하다. GDR 발행 및 드림파마/한화 L&C 건자재 사업부 매각으로 확보되는 현금은 9천억원으로 동사의 순차입금의 22%에 해당된다. 그러나, 아직 다우케미칼 화학 사업부 인수에 대한 회사의 명확한 결론이 나지 않았고, 그런 관점에서 확보할 9천억원의 현금이 온전히 차입 상환에 쓰일지는 불투명하다. 현재 한화케미칼의 재무구조 상황을 고려하면, 추가적인 신규 사업 진출은 아직 시기 상조라는 판단이다.

태양광 사업부 흑자 지속은 아직 불투명한 상황

1분기 태양광 사업부 예상 영업이익은 92억원으로 흑자전환 시 12분기 만이다. 1) 자회사 솔라원의 가동률이 2013년 하반기 평균 70%에서 90%까지 증가하였고, 2) 큐셀 해외 법인 간의 세금 이전 관련 비용 100억원이 1분기에 환입된 것이 흑자전환의 주요 요인으로 추정된다. 그러나, 추가 수익성 회복은 단기간 내에 쉽지 않을 전망이다. 1) 가동률이 100%에 근접한 상황에서 모듈 가격 상승해야 하는데, 최근 폴리실리콘 가격 하락으로 쉽지 않고, 2) 6월부터 양산할 동사의 폴리실리콘 10,000톤의 all-in cost가 $25/kg으로 현재 조달 비용인 $22/kg 대비 높아 연간 400억원의 추가적인 영업적자가 예상되기 때문이다.

결론 : 투자의견 '중립'으로 하향, 보수적인 투자전략 권고

한화케미칼에 대한 투자의견을 '매수'에서 '중립'으로 하향한다. 1) 2014년 PVC 부진 등으로 전사 영업이익 12% 하향, 2) 향후 진행될 GDR 발행으로 인한 희석효과(기존 발행주식 수 대비 15%)을 반영 시, 적정주가는 20,000원(2014년 BPS에 한화케미칼이 과거 업황 반등기에 받았던 PBR 평균인 0.8배를 적용)으로 현 주가 대비 상승여력이 제한적이기 때문이다. 보수적인 투자전략을 권고한다.

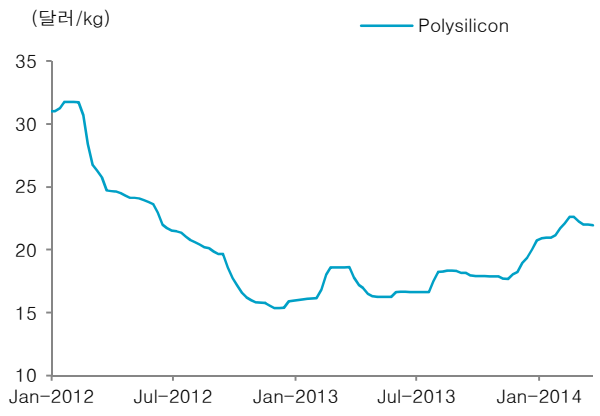
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2012A	6,962	5	(58)	30	209	(88.3)	491	87.8	15.3	0.6	0.7
2013A	7,864	98	(43)	8	58	(72.2)	491	371.6	16.2	0.7	0.2
2014F	8,593	264	212	157	1,112	1,816.6	568	17.3	13.6	0.6	3.8
2015F	9,476	374	376	280	1,976	77.8	598	9.7	13.1	0.6	6.4
2016F	9,940	437	357	265	1,877	(5.0)	437	10.2	18.1	0.6	5.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

양정훈 3276-6174
matthew.yang@truefriend.com

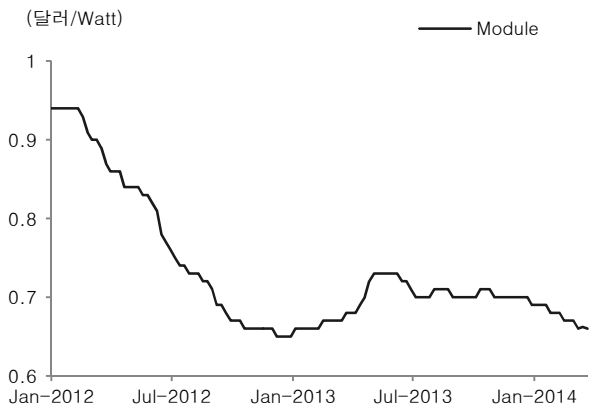
홍보화 3276-6241
bohwa.hong@truefriend.com

[그림 1]] 폴리실리콘 가격 추이



자료: PVinsights, 한국투자증권

[그림 2] 태양광 모듈 가격 추이



자료: PVinsights, 한국투자증권

<표 1> 한화케미칼 GDR 발행 주요 사항

구분	내용
목표 금액	최대 4억달러
상장예정 주식 수	21,360,000 주
발행 목적	1. 재무구조 개선 (차입금 상환) 2. 해외투자자 지분 확대 (투자자 기반 확보)
상장 거래소	싱가폴 증권 거래소
상장 예정일	2014년 05월 09일

자료: 한화케미칼

<표 2> 한화케미칼 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

	1Q14F				2014F			
	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화	기존추정치	신규추정치	변화량	% 변화
매출액	**1,908**	**2,013**	**105**	**6%**	**8,216**	**8,593**	**377**	**5%**
원료	930	953	23	3%	4,220	4,357	137	3%
가공	434	434	0	0%	1,901	1,901	(0)	0%
유통	135	135	(0)	0%	554	554	(0)	0%
태양광	510	485	(26)	-5%	2,135	2,028	(107)	-5%
기타	319	277	(42)	-13%	1,290	1,119	(171)	-13%
영업이익	**19**	**31**	**12**	**63%**	**300**	**264**	**(36)**	**-12%**
영업이익률	1.0%	1.5%			3.7%	3.1%		
세전이익	**(3)**	**19**	**22**	**흑자전환**	**256**	**212**	**(44)**	**-17%**
세전이익률	-0.2%	1.0%			3.1%	2.5%		
지배주주 순이익	**(2)**	**14**	**16**	**흑자전환**	**190**	**157**	**(33)**	**-17%**
순이익률	-0.1%	0.7%			2.3%	1.8%		

자료: 한국투자증권

<표 3> 한화케미칼 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013	2014F
매출액	**1,780**	**1,981**	**2,085**	**2,018**	**2,013**	**2,171**	**2,315**	**2,093**	**6,962**	**7,863**	**8,593**
원료	907	1,005	1,030	1,022	953	1,047	1,179	1,179	3,882	3,964	4,357
가공	363	411	427	448	434	483	482	502	1,476	1,649	1,901
유통	118	121	112	144	135	136	125	158	492	495	554
태양광	376	399	452	510	485	525	500	520	739	1,736	2,028
기타	288	316	327	336	277	272	297	273	1,321	1,268	1,119
매출비중(%)											
원료	50.9%	50.8%	49.4%	50.6%	47.4%	48.2%	50.9%	56.3%	55.8%	50.4%	50.7%
가공	20.4%	20.7%	20.5%	22.2%	21.6%	22.2%	20.8%	24.0%	21.2%	21.0%	22.1%
유통	6.6%	6.1%	5.4%	7.1%	6.7%	6.2%	5.4%	7.6%	7.1%	6.3%	6.4%
태양광	21.1%	20.1%	21.7%	25.3%	24.1%	24.2%	21.6%	24.8%	10.6%	22.1%	23.6%
기타	16.2%	16.0%	15.7%	16.7%	13.8%	12.5%	12.8%	13.0%	19.0%	16.1%	13.0%
영업이익	**(9)**	**32**	**41**	**34**	**31**	**68**	**76**	**89**	**5**	**98**	**264**
원료	2	22	28	14	7	23	37	41	116	67	108
가공	16	23	21	12	17	25	26	23	51	72	91
유통	12	14	4	30	7	14	5	28	60	59	54
태양광	(28)	(34)	(25)	(17)	9	3	3	4	(253)	(104)	19
기타	10	10	9	(5)	(4)	8	5	(6)	35	24	2
영업이익률(%)	**-0.5%**	**1.6%**	**2.0%**	**1.7%**	**1.5%**	**3.1%**	**3.3%**	**4.2%**	**0.1%**	**1.2%**	**3.1%**
원료	0.3%	2.2%	2.7%	1.4%	0.7%	2.2%	3.2%	3.4%	3.0%	1.7%	2.5%
가공	4.5%	5.6%	4.8%	2.7%	3.9%	5.2%	5.3%	4.6%	3.5%	4.4%	4.8%
유통	9.9%	11.2%	3.3%	20.7%	5.3%	10.4%	4.1%	17.6%	12.2%	11.9%	9.8%
태양광	-7.3%	-8.6%	-5.5%	-3.4%	1.9%	0.6%	0.6%	0.7%	-34.2%	-6.0%	0.9%
기타	3.6%	3.1%	2.9%	-1.6%	-1.6%	2.8%	1.6%	-2.3%	2.6%	1.9%	0.2%
세전이익	**9**	**(30)**	**(26)**	**5**	**19**	**58**	**70**	**64**	**(58)**	**(43)**	**212**
세전이익률(%)	0.5%	-1.5%	-1.3%	0.2%	1.0%	2.7%	3.0%	3.1%	-0.8%	-0.6%	2.5%
지배주주 순이익	**25**	**(34)**	**(2)**	**19**	**14**	**43**	**52**	**48**	**30**	**8**	**157**
순이익률(%)	1.4%	-1.7%	-0.1%	0.9%	0.7%	2.0%	2.2%	2.3%	0.4%	0.1%	1.8%

자료: 한화케미칼, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한화케미칼은 PE, PVC, CA 등을 생산하는 종합화학 기업이다. 연결대상 종속회사를 통해 플라스틱제품 제조업(한화엘앤씨, 한화폴리드리머 등), 소매업(한화갤러리아, 한화타임월드 등), 의약품 제조업(드림파마), 부동산업(한화도시개발 등), 태양광사업(한화솔라원 등) 및 기타 사업을 영위하고 있다.

- LDPE: Low Density Polyethylene. 저밀도 폴리에틸렌
- HDPE: High Density Polyethylene. 고밀도 폴리에틸렌
- LLDPE: Linear-LDPE. 선형 저밀도 폴리에틸렌
- PVC: Polyvinyl chloride. 폴리염화비닐
- CA: Chlor-Alkali. 염소알칼리

재무상태표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	3,583	4,470	4,375	4,549	4,621
현금성자산	594	920	548	337	206
매출채권및기타채권	1,309	1,494	1,633	1,801	1,889
재고자산	1,428	1,738	1,899	2,094	2,197
비유동자산	8,824	8,337	8,438	8,607	8,863
투자자산	1,651	1,504	1,504	1,504	1,504
유형자산	5,906	5,994	6,464	6,982	7,551
무형자산	531	471	471	471	471
자산총계	12,407	12,807	12,813	13,156	13,484
유동부채	4,249	4,397	4,424	4,660	4,804
매입채무및기타채무	1,625	1,790	1,913	2,075	2,173
단기차입금및단기사채	1,903	1,774	1,620	1,620	1,620
유동성장기부채	376	439	469	509	533
비유동부채	3,592	3,953	3,769	3,584	3,492
사채	1,296	1,372	1,308	1,244	1,212
장기차입금및금융부채	1,564	1,945	1,855	1,764	1,718
부채총계	7,841	8,350	8,192	8,244	8,296
지배주주지분	4,096	4,057	4,218	4,503	4,774
자본금	707	707	707	707	707
자본잉여금	489	486	486	486	486
자본조정	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
이익잉여금	2,731	2,729	2,889	3,175	3,445
비지배주주지분	470	399	403	408	414
자본총계	4,565	4,457	4,620	4,911	5,188

손익계산서

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	6,962	7,864	8,593	9,476	9,940
매출원가	5,827	6,599	7,054	7,649	8,012
매출총이익	1,135	1,265	1,539	1,827	1,929
판매관리비	1,130	1,167	1,275	1,453	1,491
영업이익	5	98	264	374	437
금융수익	25	17	180	199	210
이자수익	17	14	16	17	20
금융비용	213	223	383	345	325
이자비용	213	223	231	179	150
기타영업외손익	64	12	9	(51)	(200)
관계기업관련손익	61	53	142	201	235
세전계속사업이익	(58)	(43)	212	376	357
법인세비용	54	36	51	91	86
연결당기순이익	(112)	(80)	160	285	271
지배주주지분순이익	30	8	157	280	265
기타포괄이익	(69)	(1)	0	0	0
총포괄이익	(181)	(81)	160	285	271
지배주주지분포괄이익	(13)	1	157	280	265
EBITDA	491	491	568	598	437

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동현금흐름	279	404	426	446	317
당기순이익	(112)	(80)	160	285	271
유형자산감가상각비	337	369	304	224	0
무형자산상각비	16	20	17	12	0
자산부채변동	(68)	(44)	(176)	(202)	(92)
기타	106	139	121	127	138
투자활동현금흐름	(698)	(260)	(182)	(200)	(220)
유형자산투자	(872)	(672)	(470)	(517)	(569)
유형자산매각	47	65	46	50	55
투자자산순증	(44)	108	111	122	135
무형자산순증	(2)	10	7	7	8
기타	173	229	124	138	151
재무활동현금흐름	179	190	(625)	(457)	(227)
자본의증가	11	10	10	10	10
차입금의순증	461	449	(308)	(154)	(77)
배당금지급	(65)	(38)	0	0	0
기타	(228)	(231)	(327)	(313)	(160)
기타현금흐름	(14)	(8)	0	0	0
현금의증가	(254)	326	(381)	(211)	(131)

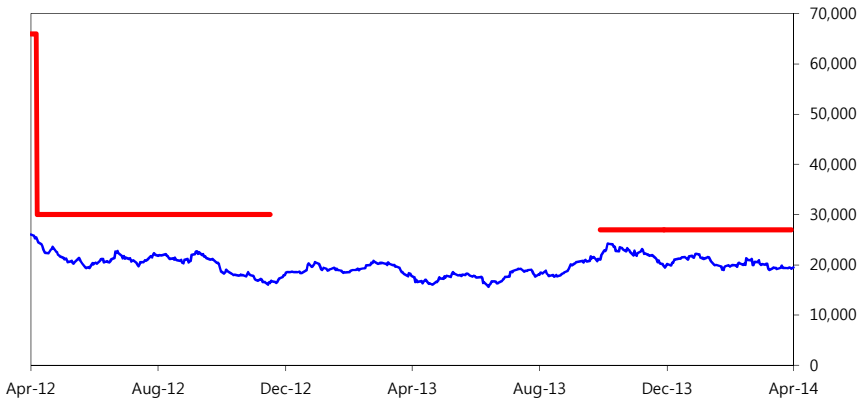
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	209	58	1,112	1,976	1,877
BPS	29,196	29,196	30,066	32,099	33,760
DPS	250	150	150	150	150
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(12.3)	12.9	9.3	10.3	4.9
영업이익증가율	(98.4)	1,765.7	169.5	41.7	16.9
순이익증가율	(88.3)	(72.1)	1,805.6	77.8	(5.0)
EPS증가율	(88.3)	(72.2)	1,816.6	77.8	(5.0)
EBITDA증가율	(35.1)	0.0	15.6	5.4	(26.9)
수익성(%)					
영업이익률	0.1	1.2	3.1	3.9	4.4
순이익률	0.4	0.1	1.8	2.9	2.7
EBITDA Margin	7.1	6.2	6.6	6.3	4.4
ROA	(0.9)	(0.6)	1.3	2.2	2.0
ROE	0.7	0.2	3.8	6.4	5.7
배당수익률	1.4	0.7	0.8	0.8	0.8
안정성					
순차입금(십억원)	4,442	4,503	4,638	4,735	4,813
차입금/자본총계비율(%)	113.1	124.5	114.1	105.0	98.4
Valuation(X)					
PER	87.8	371.6	17.3	9.7	10.2
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	15.3	16.2	13.6	13.1	18.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한화케미칼(009830)	2012.04.19	매수	30,000 원
	2012.11.29	중립	-
	2013.10.10	매수	27,000 원
	2014.04.13	중립	-



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 4월 13일 현재 한화케미칼 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한화케미칼 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.