



## BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(5/13): 24,950원

시가총액: 41,272억원

## 유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(5/12)		1,977.49pt
시가총액		41,272억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,000원	16,000원
등락률	-10.89%	55.94%
수익률	절대	상대
	1M	6.9%
	6M	18.5%
	1Y	53.5%
		7.1%
		19.5%
		62.8%

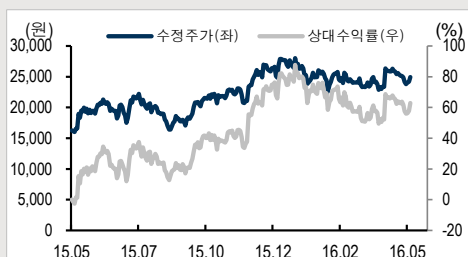
## Company Data

발행주식수	165,933천주
일평균 거래량(3M)	1,214천주
외국인 지분율	21.37%
배당수익률(16E)	0.55%
BPS(16E)	30,395원
주요 주주	(주) 한화
	36.95%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	78,636	80,553	90,771	99,848
보고영업이익	979	1,413	4,879	6,066
핵심영업이익	979	1,413	4,879	6,066
EBITDA	4,876	5,634	9,094	10,505
세전이익	-433	509	4,673	5,867
순이익	-795	114	3,687	4,447
지배주주지분순이익	83	567	3,845	4,638
EPS(원)	58	364	2,340	2,814
증감률(%YoY)	-72.1	523.3	101.4	20.3
PER(배)	369.3	32.4	11.6	9.7
PBR(배)	0.8	0.4	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	-50.8	8.1	9.3	8.2
보고영업이익률(%)	1.2	1.8	5.4	6.1
핵심영업이익률(%)	1.2	1.8	5.4	6.1
ROE(%)	-1.8	0.2	7.2	8.1
순부채비율(%)	100.6	87.3	79.7	76.0

## Price Trend



## 실적 리뷰

## 한화케미칼 (009830)

## 호실적 배경은 원료가격 하락과 기타부문의 개선



1분기 영업이익은 시장의 기대치를 크게 넘어서는 영업이익 1,428억원을 시현하였습니다. 유화 원료가격 하락에 따른 스프레드 확대, 도시개발사업 분양 수익 인식이 개선 배경입니다. 태양광 출하량은 다소 감소한 것으로 보이나, 계절적 영향으로 판단되며, 폴리가격 상승에 따른 수익성 변화도 제한적인 것으로 보입니다. 유화, 자동차, 여행 성수기 진입에 따라 실적 개선이 지속될 것으로 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 스프레드 개선과 분양 수익 인식으로 큰 폭의 개선

1분기 매출액 2조 1,637억원(QoQ -6.1%, YoY 17.8%), 영업이익 1,428억원(QoQ 69.4%, YoY 457.8%), 순이익 1,135억원(QoQ 716%, YoY 흑전)으로 시장 기대치를 크게 상회하는 호실적을 시현하였다.

기초소재, 가공소재, 도시개발 부문이 이번 실적 개선을 견인하였다. 실적 개선 배경은 기초, 가공부문 공히 원료가격 하락으로 인한 제품 스프레드 개선과 김해테크노밸리 등 분양 수익 인식에 따른 결과이다.

태양광부문의 출하량은 가이던스인 850~900MW수준으로 보이며 전분기 990MW 대비 약 10% 감소한 것으로 분석된다. 1분기 폴리실리콘 스팟가격 상승이 있었으나 자체 웨이퍼 생산 비중이 20% 미만이며, 웨이퍼 구입 가격은 다소 하락하여 수익성 변화는 크지 않았던 것으로 확인된다.

리테일 부문은 쇼핑 성수기 종료, 면세점 초기 비용으로 인한 손실로 전년 동기 74억에서 11억원으로 크게 축소되었다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 유화 성수기 진입 효과 기대

통상적으로 2분기는 유화제품 수요가 증가한다. 성수기에 진입함에 따라 기초부문 실적 개선이 이어질 것으로 전망된다.

가공소재 부문 역시 현대, 기아 프로모션 및 신모델 출시 등의 영향이 있을 것으로 보인다.

태양광부문은 음성공장 설비가 한화큐셀로 이관될 예정이나, 연결실적에 미치는 영향을 제한적일 것으로 보인다.

1분기 모듈 출하물량이 다소 감소한 것으로 보이나 태양광 설치가 4분기에 증가하는 계절성에 기인한 것으로 분석하며 하반기 다시 회복될 것으로 예상된다. 최근 폴리실리콘 가격 상승이 진행되고 있으나 웨이퍼 가격 인상으로 이어지지 않고 있어 태양광 모듈사업 수익성에 미치는 영향을 제한적인 상황으로 판단한다. 폴리가격 상승은 중국 웨이퍼 업체 증가에 따른 것으로 확인되며 하반기 폴리가격은 15~16\$/kg 수준으로 전망하고 있어 수익성 변화는 제한적인 수준일 것으로 보인다.

초기 준비기간을 지나고 있는 면세점은 여행성수기 진입에 따라 실적 개선 가능성이 높아 보인다.

목표주가와 주가와 투자의견을 유지한다.

## 한화케미칼 1분기 실적 요약

(단위: 억원)

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16P	QoQ	YoY
매출		19,573	21,039	19,759	20,182	18,369	20,087	18,868	23,046	21,637	-6.1%	17.8%
영업이익		830	219	236	128	256	937	1,333	843	1,428	69.4%	457.8%
세전이익		248	219	230	41	-66	452	1,852	47	1,491	3072.3%	흑전
순이익		64	12	14	23	-187	332	1,520	139	1,135	716.5%	흑전
매출	기초소재	9,366	10,313	10,088	10,023	9,267	9,891	9,922	9,228	8,842	-4.2%	-4.6%
	가공소재	4,064	4,470	3,017	2,394	2,385	2,260	2,254	2,559	2,547	-0.5%	6.8%
	리테일	1,174	1,386	1,416	1,656	1,411	1,434	1,343	1,665	1,587	-4.7%	12.5%
	태양광/기타	7,996	8,136	8,301	9,748	9,120	10,112	10,829	14,473	12,545	-13.3%	37.6%
	연결조정	-3,027	-3,266	-3,063	-3,639	-3,814	-3,611	-5,480	-4,879	-3,884		
영업이익	기초소재	159	-158	-24	-137	229	609	628	200	651	225.5%	184.3%
	가공소재	248	153	49	68	143	72	102	49	162	230.6%	13.3%
	리테일	120	106	93	229	74	9	6	85	11	-87.1%	-85.1%
	태양광/기타	334	117	161	16	-191	291	730	540	889	64.6%	흑전
	연결조정	-31	1	-43	-48	1	-43	-133	-31	-285		
큐셀	shipment(MW)					547	614	805	990	850~900		

자료: 한화케미칼, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	80,553	80,370	90,771	99,848	104,841
매출원가	67,771	65,406	72,798	79,379	83,348
매출총이익	12,782	14,964	17,973	20,469	21,492
판매비및일반관리비	11,369	11,593	13,094	14,403	15,123
영업이익(보고)	1,413	3,370	4,879	6,066	6,369
영업이익(핵심)	1,413	3,370	4,879	6,066	6,369
영업외손익	-904	-1,086	-206	-199	-95
이자수익	172	214	241	265	279
배당금수익	27	40	46	50	53
외환이익	1,319	2,080	1,000	1,000	1,000
이자비용	2,134	1,797	1,797	1,797	1,797
외환손실	1,586	2,797	1,000	1,000	1,000
관계기업지분손익	1,746	1,762	1,500	1,500	1,500
투자및기타자산처분손익	303	-594	120	120	120
금융상품평가및기타금융이익	99	197	-100	-100	0
기타	-850	-191	-215	-237	-249
법인세차감전이익	509	2,284	4,673	5,867	6,274
법인세비용	395	480	986	1,420	1,518
유효법인세율 (%)	77.6%	21.0%	21.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	114	1,804	3,687	4,447	4,756
지배주주지분순이익(억원)	567	1,882	3,845	4,638	4,960
EBITDA	5,634	7,892	9,094	10,505	11,017
현금순이익(Cash Earnings)	4,336	6,326	7,902	8,886	9,404
수정당기순이익	24	2,118	3,671	4,432	4,665
증감율(% YoY)					
매출액	2.4	-0.2	12.9	10.0	5.0
영업이익(보고)	44.3	138.6	44.8	24.3	5.0
영업이익(핵심)	44.3	138.6	44.8	24.3	5.0
EBITDA	15.6	40.1	15.2	15.5	4.9
지배주주지분 당기순이익	587.6	231.6	104.4	20.6	6.9
EPS	522.8	217.1	101.4	20.3	6.9
수정순이익	N/A	8,762.4	73.4	20.7	5.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,594	11,601	5,650	6,635	7,510
당기순이익	509	2,284	3,687	4,447	4,756
감가상각비	4,034	4,352	4,060	4,297	4,518
무형자산상각비	188	169	155	142	130
외환손익	153	844	0	0	0
자산처분손익	353	954	-120	-120	-120
지분법손익	-46	-1,662	-1,500	-1,500	-1,500
영업활동자산부채 증감	-2,048	3,051	-812	-695	-344
기타	452	1,608	181	64	71
투자활동현금흐름	-2,876	-9,523	-8,541	-8,598	-8,529
투자자산의 처분	939	-3,878	-635	-539	-242
유형자산의 처분	86	972	0	0	0
유형자산의 취득	-4,657	-7,592	-7,592	-7,592	-7,592
무형자산의 처분	-75	-51	0	0	0
기타	832	1,026	-314	-467	-694
재무활동현금흐름	-4,462	-1,051	515	457	287
단기차입금의 증가	35	409	0	0	0
장기차입금의 증가	-5,548	444	0	0	0
자본의 증가	3,411	0	0	0	0
배당금지급	-213	-245	-243	-247	-247
기타	-2,147	-1,659	758	704	535
현금및현금성자산의순증가	-3,711	954	-2,376	-1,506	-731
기초현금및현금성자산	9,205	5,494	6,448	4,072	2,566
기말현금및현금성자산	5,494	6,448	4,072	2,566	1,835
Gross Cash Flow	5,642	8,550	6,463	7,330	7,855
Op Free Cash Flow	-2,242	2,592	-340	749	1,539

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	42,728	47,777	50,673	53,725	55,441
현금및현금성자산	5,494	6,448	3,995	2,379	1,527
유동금융자산	2,404	3,745	4,230	4,653	4,886
매출채권및유동채권	16,103	19,328	21,829	24,012	25,213
재고자산	18,727	18,256	20,619	22,681	23,815
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	83,242	90,749	96,342	101,824	107,187
장기매출채권및기타비유동채권	722	712	805	885	929
투자자산	17,022	24,480	26,290	28,071	29,751
무형자산	60,381	60,505	64,037	67,333	70,406
무형자산	4,685	4,408	4,253	4,112	3,982
기타비유동자산	432	643	957	1,423	2,118
자산총계	125,970	138,526	147,015	155,549	162,627
유동부채	44,412	54,206	58,057	61,431	63,325
매입채무및기타유동채무	21,174	28,959	32,706	35,977	37,776
단기차입금	16,362	17,969	17,969	17,969	17,969
유동성장기차입금	5,765	6,284	6,284	6,284	6,284
기타유동부채	1,111	995	1,097	1,201	1,296
비유동부채	33,763	35,008	36,059	37,019	37,695
장기매입채무및비유동채무	310	2,268	2,562	2,818	2,959
사채및장기차입금	27,484	26,158	26,158	26,158	26,158
기타비유동부채	5,970	6,582	7,340	8,044	8,578
부채총계	78,175	89,215	94,116	98,450	101,020
자본금	8,153	8,153	8,297	8,297	8,297
주식발행초과금	4,627	4,627	4,627	4,627	4,627
이익잉여금	27,394	28,869	32,486	36,889	41,613
기타자본	3,566	4,685	4,685	4,685	4,685
지배주주지분자본총계	43,741	46,334	50,094	54,498	59,222
비지배주주지분자본총계	4,054	2,978	2,805	2,601	2,385
자본총계	47,795	49,312	52,899	57,099	61,608
순차입금	41,713	40,218	42,186	43,379	43,998
총차입금	49,611	50,411	50,411	50,411	50,411

## 투자지표

(단위: 원, %, %)

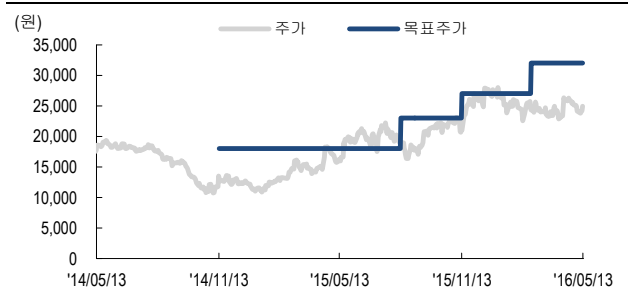
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	366	1,162	2,340	2,814	3,010
BPS	27,010	28,612	30,395	33,067	35,934
주당EBITDA	3,638	4,873	5,533	6,374	6,685
CFPS	2,799	3,906	4,808	5,392	5,706
DPS	150	150	150	150	150
주가배수(배)					
PER	32.2	23.4	11.6	9.7	9.0
PBR	0.4	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.1	10.5	9.3	8.2	7.8
PCFR	4.2	7.0	5.7	5.0	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.8	4.2	5.4	6.1	6.1
영업이익률(핵심)	1.8	4.2	5.4	6.1	6.1
EBITDA margin	7.0	9.8	10.0	10.5	10.5
순이익률	0.1	2.2	4.1	4.5	4.5
자기자본이익률(ROE)	0.2	3.7	7.2	8.1	8.0
투자자본이익률(ROIC)	0.4	3.7	5.5	6.2	6.2
안정성(%)					
부채비율	163.6	180.9	177.9	172.4	164.0
순차입금비용	87.3	81.6	79.7	76.0	71.4
이자보상배율(배)	0.7	1.9	2.7	3.4	3.5
활동성(배)					
매출채권회전율	4.9	4.5	4.4	4.4	4.3
재고자산회전율	4.5	4.3	4.7	4.6	4.5
매입채무회전율	3.8	3.2	2.9	2.9	2.8

- 당사는 5월 12일 현재 '한화케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한화케미칼(009830)	2014/11/26	BUY(Initiate)	18,000원
	2015/02/25	BUY(Maintain)	18,000원
	2015/05/15	Outperform(Downgrade)	18,000원
	2015/08/13	BUY(Upgrade)	23,000원
	2015/11/16	BUY(Maintain)	27,000원
	2016/2/25	BUY(Maintain)	32,000원
	2016/5/13	BUY(Maintain)	32,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%