



BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원

주가(8/11): 26,100원

시가총액: 43,164억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(8/11)		2,048.80pt
시가총액		43,164억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,000원	16,400원
당락률	-6.79%	59.15%
수익률	절대	상대
1M	8.7%	5.6%
6M	7.0%	-2.8%
1Y	36.3%	32.2%

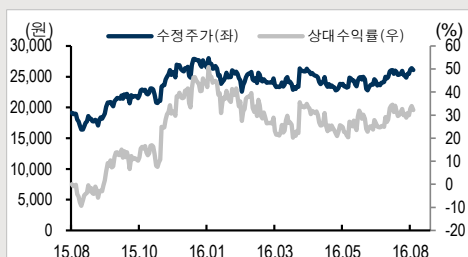
Company Data

발행주식수	165,933천주
일평균 거래량(3M)	989천주
외국인 지분율	24.59%
배당수익률(16E)	0.55%
BPS(16E)	31,906원
주요 주주	(주) 한화 36.95%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	78,636	80,553	91,156	100,272
보고영업이익	979	1,413	7,543	6,593
핵심영업이익	979	1,413	7,543	6,593
EBITDA	4,876	5,634	11,758	11,032
세전이익	-433	509	8,137	6,894
순이익	-795	114	6,420	5,226
지배주주지분순이익	83	567	6,696	5,450
EPS(원)	58	364	4,047	3,285
증감률(%YoY)	-72.1	523.3	248.3	-18.8
PER(배)	369.3	32.4	6.7	8.3
PBR(배)	0.8	0.4	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	-50.8	8.1	7.0	7.6
보고영업이익률(%)	1.2	1.8	8.3	6.6
핵심영업이익률(%)	1.2	1.8	8.3	6.6
ROE(%)	-1.8	0.2	12.2	9.0
순부채비율(%)	100.6	87.3	72.4	68.0

Price Trend



실적 리뷰

한화케미칼 (009830)

스프레드 개선과 태양광 출하 증가로 호실적



스프레드 개선과 태양광 제품 출하 증가로 사상 최대 영업이익인 2,936억원을 실현하며 시장 기대치를 크게 상회하였습니다. 당분간 화학제품 스프레드가 유지될 개연성이 높고, 하반기 태양광 제품 출하가 50% 확대될 것으로 예상됩니다. 태양광 제품가격이 전반적으로 약세를 보이고 있으나, 제품별 가격하락 속도 차이로 인해 수익성은 유지될 수 있을 것으로 예상됩니다.

>>> 스프레드 개선과 태양광 출하 증가로 큰 폭의 개선

동사 2분기 실적은 매출액 2조 3,922억원(QoQ 10.6%, YoY 19.1%), 영업이익 2,936억원(QoQ 105.6%, YoY 213.3%), 순이익 3,102억원(QoQ 173.3%, YoY 834.3%)으로 사상 최대의 영업이익을 올리며 시장 기대치를 크게 상회하였다.

부문별 영업이익은 기초소재 1,429억원, 태양광/기타 1,334억원, 지분법이 1,038억원으로 전분기 대비 크게 증가하며 실적 개선을 견인하였다.

이중 기초소재와 지분법 이익 증가는 화학제품 스프레드 개선 및 원재료 래깅효과가 복합적으로 작용한 것으로 보인다.

태양광 제품가격의 전반적인 안정화 추이에도 불구하고 출하량이 전분기 대비 20% 증가한 1.1GW에(가이던스 기준) 달하고 NextEra향 계약조건이 고정단가인 점등으로 인해 큰 폭의 개선이 진행된 것으로 분석된다.

가공소재는 계절적 영향으로 전분기 대비 둔화되었고, 리테일 부문은 면세점 경쟁심화 및 재산세 납부 적자 전환하였다.

>>> 모듈 출하 증가와 웨이퍼/모듈 스프레드 개선 기대

9월 4~5일 G20 정상회담기간을 전후하여 대기오염 방지를 위해 항저우 인근 지역 석유화학기업 가동중단이 예상되는 점과 11월까지 진행될 역내 설비 정기보수 일정 등으로 화학제품 스프레드는 당분간 견조한 수준을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

2분기 개선세를 보였던 폴리실리콘은 다소 둔화될 것으로 보인다. 폴리실리콘 캐파는 1.3만톤에서 1.5만톤으로 증설이 완료되었으나, 약 20일간의 정기보수, 하계전력요금 효과, 폴리실리콘 가격 하락 등의 영향이 예상된다.

태양광 제품가격이 전반적으로 약세를 보이고 있으나 모듈가격 하락율이 상대적으로 낮은 점과 출하량 증가 전망으로 실적개선이 예상된다.

폴리실리콘 가격이 약세를 보인 5월 중순 이후 태양광 제품별 가격 하락은 폴리실리콘 -8%, 모듈 -12%, 웨이퍼 -17%, 셀 -19%이다. 동사 모듈 출하량 중 80%는 외부 조달 웨이퍼로 생산되는데 웨이퍼 가격 하락이 모듈 가격 하락보다 가파르게 진행되고 있어 전반적인 제품 가격하락에도 불구하고 태양광부문 수익성은 유지될 수 있을 것으로 예상된다. 상반기 약 2GW의 모듈 출하가 있었고, 연간 가이던스가 5GW인 점에 미루어 3분기 이후 출하량은 상반기 보다 50% 증가할 것으로 예상된다.

목표주가와 주가와 투자의견을 유지한다.

한화케미칼 2분기 실적 요약

(단위: 억원)

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16P	QoQ	YoY
매출		19,573	21,039	19,759	20,182	18,369	20,087	18,868	23,046	21,637	23,922	10.6%	19.1%
영업이익		830	219	236	128	256	937	1,333	843	1,428	2,936	105.6%	213.3%
세전이익		248	219	230	41	-66	452	1,852	47	1,491	3,420	129.4%	656.6%
순이익		64	12	14	23	-187	332	1,520	139	1,135	3,102	173.3%	834.3%
매출	기초소재	9,366	10,313	10,088	10,023	9,267	9,891	9,922	9,228	8,842	9,595	8.5%	-3.0%
	가공소재	4,064	4,470	3,017	2,394	2,385	2,260	2,254	2,559	2,547	2,581	1.3%	14.2%
	리테일	1,174	1,386	1,416	1,656	1,411	1,434	1,343	1,665	1,587	1,652	4.1%	15.2%
	태양광/기타	7,996	8,136	8,301	9,748	9,120	10,112	10,829	14,473	12,545	14,668	16.9%	45.1%
	연결조정	-3,027	-3,266	-3,063	-3,639	-3,814	-3,611	-5,480	-4,879	-3,884	-4,574		
영업이익	기초소재	159	-158	-24	-137	229	609	628	200	651	1,429	119.5%	134.6%
	가공소재	248	153	49	68	143	72	102	49	162	125	-22.8%	73.6%
	리테일	120	106	93	229	74	9	6	85	11	-55	적전	적전
	태양광/기타	334	117	161	16	-191	291	730	540	889	1,334	50.1%	358.4%
	연결조정	-31	1	-43	-48	1	-43	-133	-31	-285	103		
큐셀	shipment(MW)					547	614	805	990	850~900	1,080		

자료: 한화케미칼, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	80,553	80,370	91,156	100,272	105,285
매출원가	67,771	65,406	70,464	79,215	83,175
매출총이익	12,782	14,964	20,692	21,057	22,110
판매비및일반관리비	11,369	11,593	13,149	14,464	15,187
영업이익(보고)	1,413	3,370	7,543	6,593	6,922
영업이익(핵심)	1,413	3,370	7,543	6,593	6,922
영업외손익	-904	-1,086	594	302	406
이자수익	172	214	242	266	280
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	2,300	2,000	2,000
투자및기타자산처분손익	303	-594	120	120	120
금융상품평가및기타금융이익	99	197	-100	-100	0
기타	-850	-191	-216	-238	-250
법인세차감전이익	509	2,284	8,137	6,894	7,328
법인세비용	395	480	1,717	1,668	1,773
유효법인세율 (%)	77.6%	21.0%	21.1%	24.2%	24.2%
당기순이익	114	1,804	6,420	5,226	5,555
지배주주지분순이익(억원)	567	1,882	6,696	5,450	5,793
EBITDA	5,634	7,892	11,758	11,032	11,571
현금순이익(Cash Earnings)	4,336	6,326	10,636	9,665	10,203
수정당기순이익	24	2,118	6,405	5,211	5,464
증감율(% YoY)					
매출액	2.4	-0.2	13.4	10.0	5.0
영업이익(보고)	44.3	138.6	123.8	-12.6	5.0
영업이익(핵심)	44.3	138.6	123.8	-12.6	5.0
EBITDA	15.6	40.1	49.0	-6.2	4.9
지배주주지분 당기순이익	587.6	231.6	255.9	-18.6	6.3
EPS	522.8	217.1	248.3	-18.8	6.3
수정순이익	N/A	8,762.4	202.4	-18.6	4.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,594	11,601	7,474	6,801	7,686
당기순이익	509	2,284	6,420	5,226	5,555
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	-2,300	-2,000	-2,000
영업활동자산부채 증감	-2,048	3,051	-845	-698	-346
기타	452	1,608	103	-46	-50
투자활동현금흐름	-2,876	-9,523	-8,569	-8,601	-8,531
투자자산의 처분	939	-3,878	-663	-541	-244
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	529	456	286
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	-245	-249	-249
기타	-2,147	-1,659	774	705	536
현금및현금성자산의순증가	-3,711	954	-566	-1,344	-558
기초현금및현금성자산	9,205	5,494	6,448	5,882	4,538
기말현금및현금성자산	5,494	6,448	5,882	4,538	3,980
Gross Cash Flow	5,642	8,550	8,319	7,499	8,032
Op Free Cash Flow	-2,242	2,592	1,729	1,146	1,957

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	42,728	47,777	52,760	56,106	58,129
현금및현금성자산	5,494	6,448	5,884	4,543	3,987
유동금융자산	2,404	3,745	4,248	4,673	4,906
매출채권및유동채권	16,103	19,328	21,922	24,114	25,320
재고자산	18,727	18,256	20,706	22,777	23,916
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	83,242	90,749	97,156	103,139	109,003
장기매출채권및기타비유동채권	722	712	808	889	933
투자자산	17,022	24,480	27,100	29,382	31,563
유형자산	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	149,916	159,245	167,131
유동부채	44,412	54,206	58,197	61,585	63,487
매입채무및기타유동채무	21,174	28,959	32,845	36,130	37,936
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	1,099	1,203	1,298
비유동부채	33,763	35,008	36,086	37,049	37,726
장기매입채무및비유동채무	310	2,268	2,573	2,830	2,971
사채및장기차입금	27,484	26,158	26,158	26,158	26,158
기타비유동부채	5,970	6,582	7,356	8,061	8,597
부채총계	78,175	89,215	94,283	98,634	101,213
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	35,334	40,547	46,101
기타자본	3,566	4,685	4,685	4,685	4,685
지배주주지분자본총계	43,741	46,334	52,943	58,156	63,710
비지배주주지분자본총계	4,054	2,978	2,687	2,451	2,202
자본총계	47,795	49,312	55,630	60,607	65,912
순차입금	41,713	40,218	40,279	41,195	41,518
총차입금	49,611	50,411	50,411	50,411	50,411

투자지표

(단위: 원, %, %)

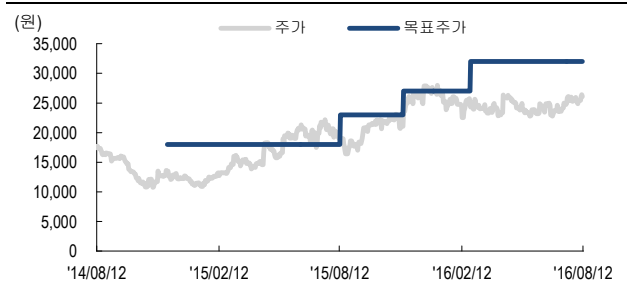
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	366	1,162	4,047	3,285	3,491
BPS	26,824	28,415	31,906	35,048	38,395
주당EBITDA	3,638	4,873	7,106	6,648	6,973
CFPS	2,799	3,906	6,427	5,825	6,149
DPS	150	150	150	150	150
주가배수(배)					
PER	32.2	23.4	6.7	8.3	7.8
PBR	0.4	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.1	10.5	7.0	7.6	7.3
PCFR	4.2	7.0	4.2	4.7	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.8	4.2	8.3	6.6	6.6
영업이익률(핵심)	1.8	4.2	8.3	6.6	6.6
EBITDA margin	7.0	9.8	12.9	11.0	11.0
순이익률	0.1	2.2	7.0	5.2	5.3
자기자본이익률(ROE)	0.2	3.7	12.2	9.0	8.8
투자자본이익률(ROIC)	0.4	3.7	8.4	6.7	6.7
안정성(%)					
부채비율	163.6	180.9	169.5	162.7	153.6
순차입금비율	87.3	81.6	72.4	68.0	63.0
이자보상배율(배)	0.7	1.9	4.2	3.7	3.9
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 8월 11일 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.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	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
	2016/8/12	BUY(Maintain)	32,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%