



## BUY(Maintain)

목표주가: 32,000원 (상향)

주가(2/24): 24,550원

시가총액: 39,908억원

## 유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(2/24)		1,912.53pt
시가총액		39,908억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	28,000원	13,600원
등락률	-12.32%	80.51%
수익률	절대	상대
1M	-1.2%	-2.9%
6M	49.7%	43.2%
1Y	85.3%	91.4%

## Company Data

발행주식수	163,063천주
일평균 거래량(3M)	1,296천주
외국인 지분율	19.51%
배당수익률(15E)	0.55%
BPS(15E)	27,987원
주요 주주	(주) 한화 36.95%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015P	2016E
매출액	78,636	80,553	80,370	89,211
보고영업이익	979	1,413	3,370	5,085
핵심영업이익	979	1,413	3,370	5,085
EBITDA	4,876	5,634	7,325	8,789
세전이익	-433	509	2,285	4,751
순이익	-795	114	1,804	3,748
지배주주지분순이익	83	567	1,804	3,748
EPS(원)	58	364	1,114	2,315
증감률(%YoY)	-72.1	523.3	204.1	107.8
PER(배)	369.3	32.4	24.4	11.8
PBR(배)	0.8	0.4	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	-50.8	8.1	11.2	8.8
보고영업이익률(%)	1.2	1.8	4.2	5.7
핵심영업이익률(%)	1.2	1.8	4.2	5.7
ROE(%)	-1.8	0.2	3.7	7.3
순부채비율(%)	100.6	87.3	76.2	63.0

## Price Trend



## 실적 리뷰

## 한화케미칼 (009830)

## 실적 둔화는 일시적 현상으로 판단



4분기 실적은 시장기대치를 하회하였습니다. 석유화학제품 계절적 효과, 태양전지 부문의 수익성 둔화, 성과급 지급 등에 기인합니다. 그러나 태양광 부문의 둔화는 내재적인 문제보다는 증설에 따른 물량 증가 과정에서 나타난 현상으로 보이며, 램프업과정이 끝나면 수익성이 정상화될 것으로 전망합니다. 2016년 사업부문 전반적인 개선이 있을 것으로 기대합니다.

## &gt;&gt;&gt; 시장기대치 하회 그러나 나쁘지만은 않다

4분기 매출액 2조 3,046억원(QoQ 22.1%, YoY 14.2%), 영업이익 843억원(QoQ -36.8%, YoY 558.6%), 순이익 139억원(QoQ -90.9%, YoY 504.3%)을 시현하였다.

매출증가에도 불구하고 영업이익이 시장 기대치를 하회하였으나 영업이익 감소 배경이 부정적이지 않은 것으로 판단한다. 표면적으로는 기초소재, 가공소재 및 태양광 부문의 영업이익이 전분기 대비 감소하였고, 리테일 사업 부도 4분기 효과가 없었다.

그러나 영업이익 감소 배경은 석유화학 계절적 비수기 효과, 3백억원 규모의 성과급 지급, 투자와 입점이 진행중인 면세점 사업, 태양광 사업의 매출 인식 지연 등과 관련된 것으로 보여 추후 개선될 것으로 보인다. 다만 가격 약세로 인한 폴리실리콘 사업부문의 실적 개선은 다소 시간이 소요될 것으로 전망된다.

순이익이 크게 감소한 원인은 폴리실리콘 부문 5백억원, 바이오 부문 2백억원의 1회성 손상인식에 기인하며 폴리실리콘 부문의 손상은 향후 감가상각 비용 감소로 이어진다는 점에서 부정적이지만은 않다고 분석된다.

## &gt;&gt;&gt; 태양전지와 지분법 이익 개선 지속될 전망

전분기 놀라운 개선을 보인 태양광 영업이익이 5백억원으로 전분기 7백억원에서 다소 감소하였다. 태양전지 모듈 램프업 과정에서의 일반적인 비용 증가 및 매출과 원가인식 시점차이 등의 원인이 복합된 것으로 판단된다. 램프업 및 물량증가 과정에 따른 매출인식이 정상화되면 이전 수익성으로 복귀할 것으로 판단된다.

한편 한화종합화학 관련 이익도 연간 온기로 반영되며 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다. 면세점 관련 투자가 감소되는 리테일 부문의 개선 가능성도 높아 보여 2016년 전반적인 실적 개선이 기대된다.

특히 태양광 투자확대가 진행 중인 인도의 움직임에 따라 폴리실리콘을 포함한 태양광 산업 전반에 긍정적인 개선을 예상한다. 목표주가를 2016년 예상 EPS 2,315원 PE x14를 적용하여 32,000원으로 상향하며 투자 의견을 유지한다.

## 한화케미칼 4분기 실적 요약

(단위: 억원)

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	QoQ	YoY
매출		19,573	21,039	19,759	20,182	18,369	20,087	18,868	23,046	22.1%	14.2%
영업이익		830	219	236	128	256	937	1,333	843	-36.8%	558.6%
세전이익		248	219	230	41	-66	452	1,852	47	-97.5%	14.6%
순이익		64	12	14	23	-187	332	1,520	139	-90.9%	504.3%
매출	기초소재	9,366	10,313	10,088	10,023	9,267	9,891	9,922	9,228	-7.0%	-7.9%
	가공소재	4,064	4,470	3,017	2,394	2,385	2,260	2,254	2,559	13.5%	6.9%
	리테일	1,174	1,386	1,416	1,656	1,411	1,434	1,343	1,665	24.0%	0.5%
	태양광/기타	7,996	8,136	8,301	9,748	9,120	10,112	10,829	14,473	33.7%	48.5%
	연결조정	-3,027	-3,266	-3,063	-3,639	-3,814	-3,611	-5,480	-4,879	-11.0%	34.1%
영업이익	기초소재	159	-158	-24	-137	229	609	628	200	-68.2%	흑전
	가공소재	248	153	49	68	143	72	102	49	-52.0%	-27.9%
	리테일	120	106	93	229	74	9	6	85	1316.7%	-62.9%
	태양광/기타	334	117	161	16	-191	291	730	540	-26.0%	3275%
	연결조정	-31	1	-43	-48	1	-43	-133	-31	-76.7%	-35.4%

자료: 한화케미칼, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	78,636	80,553	80,370	89,211	98,132
매출원가	65,989	67,771	65,105	70,923	78,015
매출총이익	12,646	12,782	15,265	18,288	20,117
판매비및일반관리비	11,667	11,369	11,895	13,203	14,524
영업이익(보고)	979	1,413	3,370	5,085	5,594
영업이익(핵심)	979	1,413	3,370	5,085	5,594
영업외손익	-1,412	-904	-1,085	-334	-406
이자수익	143	172	172	191	210
배당금수익	29	27	27	30	33
외환이익	1,679	1,319	1,000	1,000	1,000
이자비용	2,228	2,134	2,134	2,134	2,134
외환손실	1,576	1,586	0	0	0
관계기업지분손익	423	1,746	1,500	1,500	1,500
투자및기타자산처분손익	176	303	-211	120	120
금융상품평가및기타금융이익	26	99	-591	-100	-100
기타	-83	-850	-849	-942	-1,036
법인세차감전이익	-433	509	2,285	4,751	5,187
법인세비용	362	395	481	1,002	1,255
유효법인세율 (%)	-83.5%	77.6%	21.1%	21.1%	24.2%
당기순이익	-795	114	1,804	3,748	3,932
지배주주지분순이익(억원)	83	567	1,804	3,748	3,932
EBITDA	4,876	5,634	7,325	8,789	9,062
현금순이익(Cash Earnings)	3,102	4,336	5,758	7,452	7,401
수정당기순이익	-1,165	24	2,437	3,732	3,917
증감율(% YoY)					
매출액	12.9	2.4	-0.2	11.0	10.0
영업이익(보고)	1,765.7	44.3	138.6	50.9	10.0
영업이익(핵심)	1,765.7	44.3	138.6	50.9	10.0
EBITDA	36.0	15.6	30.0	20.0	3.1
지배주주지분 당기순이익	-72.1	587.6	217.9	107.8	4.9
EPS	-72.1	522.8	204.1	107.8	4.9
수정순이익	N/A	N/A	10,099.3	53.1	4.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,234	3,594	4,418	4,262	4,199
당기순이익	-433	509	1,804	3,748	3,932
감가상각비	3,693	4,034	3,781	3,544	3,322
무형자산상각비	204	188	173	159	146
외환손익	-173	153	-1,000	-1,000	-1,000
자산처분손익	303	353	211	-120	-120
지분법손익	-525	-46	-1,500	-1,500	-1,500
영업활동자산부채 증감	-1,538	-2,048	-24	-1,542	-1,552
기타	2,704	452	973	973	970
투자활동현금흐름	-2,599	-2,876	-117	-305	-322
투자자산의 처분	2,334	939	-201	-372	-377
유형자산의 처분	652	86	0	0	0
유형자산의 취득	-6,719	-4,657	0	0	0
무형자산의 처분	96	-75	0	0	0
기타	1,038	832	84	68	55
재무활동현금흐름	1,711	-4,462	-198	118	96
단기차입금의 증가	-281	35	0	0	0
장기차입금의 증가	4,493	-5,548	0	0	0
자본의 증가	0	3,411	0	0	0
배당금지급	-381	-229	-243	-243	-243
기타	-2,120	-2,130	45	360	339
현금및현금성자산의순증가	3,262	-3,711	4,104	4,075	3,972
기초현금및현금성자산	5,943	9,205	5,494	9,598	13,672
기말현금및현금성자산	9,205	5,494	9,598	13,672	17,644
Gross Cash Flow	5,772	5,642	4,442	5,804	5,750
Op Free Cash Flow	-2,467	-2,242	6,591	6,173	6,157

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	44,697	42,728	46,747	54,908	63,004
현금및현금성자산	9,205	5,494	9,598	13,672	17,644
유동금융자산	1,168	2,404	2,399	2,662	2,929
매출채권및유동채권	16,945	16,103	16,066	17,833	19,617
재고자산	17,379	18,727	18,685	20,740	22,814
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	83,374	83,242	80,725	78,789	77,106
장기매출채권및기타비유동채권	629	722	720	799	879
투자자산	17,558	17,022	18,544	20,300	22,061
유형자산	59,940	60,381	56,600	53,056	49,733
무형자산	4,710	4,685	4,512	4,353	4,207
기타비유동자산	536	432	348	280	226
자산총계	128,071	125,970	127,472	133,697	140,110
유동부채	43,970	44,412	44,308	46,634	48,985
매입채무및기타유동채무	20,688	21,174	21,126	23,450	25,795
단기차입금	34	63	63	63	63
유동성장기차입금	22,135	22,064	22,064	22,064	22,064
기타유동부채	1,114	1,111	1,055	1,057	1,063
비유동부채	39,533	33,763	33,808	34,202	34,575
장기매입채무및비유동채무	231	310	309	343	377
사채및장기차입금	33,034	27,484	27,484	27,484	27,484
기타비유동부채	6,268	5,970	6,015	6,375	6,714
부채총계	83,503	78,175	78,116	80,836	83,560
자본금	7,070	8,153	8,153	8,153	8,153
주식발행초과금	2,298	4,627	4,627	4,627	4,627
이익잉여금	27,289	27,394	28,976	32,501	36,209
기타자본	3,915	3,566	3,566	3,566	3,566
지배주주지분자본총계	40,573	43,741	45,322	48,847	52,555
비지배주주지분자본총계	3,995	4,054	4,034	4,014	3,995
자본총계	44,567	47,795	49,356	52,861	56,550
순차입금	44,830	41,713	37,615	33,276	29,038
총차입금	55,203	49,611	49,611	49,611	49,611

## 투자지표

(단위: 원, %, %)

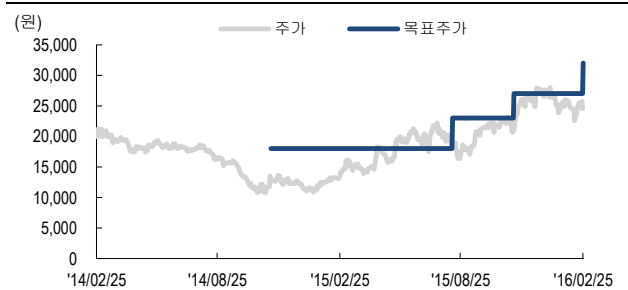
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	59	366	1,114	2,315	2,428
BPS	28,922	27,010	27,987	30,164	32,453
주당EBITDA	3,476	3,638	4,523	5,427	5,596
CFPS	2,211	2,799	3,556	4,602	4,570
DPS	150	150	150	150	150
주가배수(배)					
PER	366.4	32.2	24.4	11.8	11.2
PBR	0.7	0.4	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	-50.8	8.1	11.2	8.8	8.1
PCFR	9.7	4.2	7.6	5.9	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	1.8	4.2	5.7	5.7
영업이익률(핵심)	1.2	1.8	4.2	5.7	5.7
EBITDA margin	6.2	7.0	9.1	9.9	9.2
순이익률	-1.0	0.1	2.2	4.2	4.0
자기자본이익률(ROE)	-1.8	0.2	3.7	7.3	7.2
투자자본이익률(ROIC)	2.5	0.4	3.6	5.7	6.2
안정성(%)					
부채비율	187.4	163.6	158.3	152.9	147.8
순차입금비율	100.6	87.3	76.2	63.0	51.3
이자보상배율(배)	0.4	0.7	1.6	2.4	2.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.9	5.0	5.3	5.2
재고자산회전율	5.0	4.5	4.3	4.5	4.5
매입채무회전율	4.0	3.8	3.8	4.0	4.0

- 당사는 2월 24일 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

## 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%