



BUY(Maintain)

목표주가: 27,000원 (상향)

주가(11/13): 21,050원

시가총액: 34,253억원

유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764

sangku@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(11/13)		1,973.29pt
시가총액		34,253억원
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	23,100원	10,900원
당락률	-8.87%	93.12%
수익률	절대	상대
1M	-2.8%	-0.5%
6M	30.3%	39.6%
1Y	60.7%	59.6%

Company Data

발행주식수	163,063천주
일평균 거래량(3M)	1,129천주
외국인 지분율	15.01%
배당수익률(15E)	0.71%
BPS(15E)	28,285원
주요 주주	(주) 한화 36.95%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	78,636	80,553	57,324	60,190
보고영업이익	979	1,413	3,746	4,146
핵심영업이익	979	1,413	3,746	4,146
EBITDA	4,876	5,634	7,700	7,849
세전이익	-433	509	3,438	4,146
순이익	-795	114	2,606	3,143
지배주주지분순이익	83	567	2,606	3,143
EPS(원)	58	364	1,598	1,927
증감률(%YoY)	-72.1	523.3	339.4	20.6
PER(배)	369.3	32.4	13.2	10.9
PBR(배)	0.8	0.4	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	-50.8	8.1	8.8	8.0
보고영업이익률(%)	1.2	1.8	6.5	6.9
핵심영업이익률(%)	1.2	1.8	6.5	6.9
ROE(%)	-1.8	0.2	5.3	6.1
순부채비율(%)	100.6	87.3	66.2	53.8

Price Trend



실적 리뷰

한화케미칼 (009830)

태양전지 부문의 놀라운 개선



2분기에 이어 3분기에도 영업이익이 크게 개선되었습니다. 개선 배경은 태양전지 부문의 원가 절감에 기인합니다. 폴리실리콘 가격 약세에도 불구하고 셀과 모듈 가격은 견조한 흐름을 보이고 있고 태양전지의 추가적인 실적 개선도 가능할 전망입니다. 리테일 부문 역시 계절적 수익성 개선이 예상, 실적 개선세가 지속될 것으로 예상됩니다. 태양전지부문 원가절감을 목표주가를 상향합니다.

>>> 시장기대치 상회, 태양전지 부문의 놀라운 개선

3분기 매출액 1조 8,868억원(QoQ -6.1%, YoY -4.5%), 영업이익 1,333억원(QoQ 42.3%, YoY 464.8%), 순이익 1,520억원(QoQ 357.8%, YoY 705.2%) 2분기에 이어 큰 폭의 개선세가 이어졌다.

소폭의 매출감소에도 불구하고 큰 폭의 개선을 보였다. 직접적인 개선 배경은 태양전지 부문의 개선에 기인한다. 영업외로는 큐셀관련 소송이 시작됨으로 인해 충당부채 550억원이 환입, 세전이익은 1,852억원을시현하였다.

태양전지 이외에 소재부문이 갤럭시 신제품 출하증가로 수익성이 개선된 반면 리테일 부문의 부진은 3분기도 지속되었다. 폴리실리콘은 판가하락으로 인해 영업손실이 악화된 것으로 파악된다.

한화종합화학 지분법 이익은 2백억원 수준으로 확대되었다.

>>> 4분기 태양전지 및 리테일 부문 개선 예상

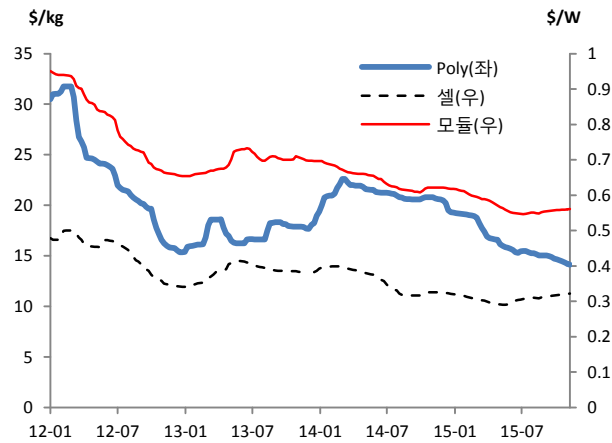
태양전지 부문 개선 배경은 큐셀 말레이시아 이전 후 급속히 하락한 생산원가에 기인한다. 가격 약세가 지속되는 폴리실리콘에 비하여 셀과 모듈 가격은 6월 이후 소폭의 개선세를 보이고 있는 점도 일부 기여를 한 것으로 판단된다. 미국의 중국산 제품 규제와 미국과 일본 지역 판매 비중이 50%를 넘는 점도 복합적으로 영향을 미친 것으로 보인다.

3분기 동사 태양광 모듈 영업이익률은 약 10% 수준인 것으로 파악되며, 4분기 추가적인 모듈 부문 판관비가 축소가 전망된다. 또한 4분기는 계절적으로 태양광 설치가 급증하는 경향이 있어 매출 증가도 기대, 태양광 부문의 추가적인 수익성 개선이 기대된다. 폴리실리콘 부문의 개선은 다소 시간이 소요될 전망이다. 폴리실리콘 가격은 도쿠야마 등의 신규 설비 가동으로 인해 가격 반등에는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상되기 때문이다.

4분기 유화, 소재 부문은 계절적인 둔화가 있을 것으로 예상되나, 성수기에 접어든 리테일과 태양광 부문의 개선세 지속으로 실적 호조가 전망된다.

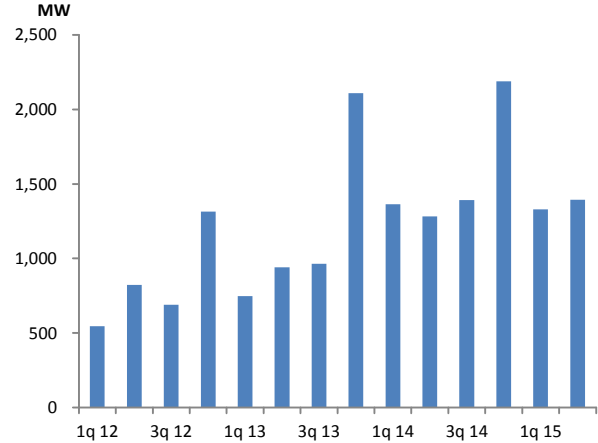
태양전지 부문 수익성 개선에 힘입어 2016년 수익성 개선이 예상된다. 또한 12월 유엔 신기후변화체제의 결과에 따라 신재생 에너지 투자 확대 가능성이 높은 상황이다. 목표주가를 2016년 예상 EPS 1,927원 PE x14를 적용하여 27,000원으로 상향하며 투자 의견을 유지한다.

폴리실리콘 가격 하락, 폴리 - 모듈 스프레드 개선



자료: 블룸버그, 키움증권

미국 태양광 설치 추이, 4분기 설치 증가 예상



자료: SEIA, 키움증권

한화케미칼 3분기 실적 요약, 태양전지 부문 개선이 실적 개선 견인 (단위: 억원)

		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P	QoQ	YoY
매출		19,573	21,039	19,759	20,182	18,369	20,087	18,868	-6.1%	-4.5%
영업이익		830	219	236	128	256	937	1,333	42.3%	464.8%
세전이익		248	219	230	41	-66	452	1,852	309.7%	705.2%
순이익		64	12	14	23	-187	332	1,520	357.8%	1075.1%
매출	유화	9,366	10,313	10,088	10,023	9,267	9,891	9,922	0.3%	-1.6%
	소재	4,064	4,470	3,017	2,394	2,385	2,260	2,254	-0.3%	-25.3%
	리테일	1,174	1,386	1,416	1,656	1,411	1,434	1,343	-6.3%	-5.2%
	태양광/기타	7,996	8,136	8,301	9,748	9,120	10,112	10,829	7.1%	30.5%
	연결조정	-3,027	-3,266	-3,063	-3,639	-3,814	-3,611	-5,480		
영업이익	유화	159	-158	-24	-137	229	609	628	3.1%	흑전
	소재	248	153	49	68	143	72	102	41.7%	108.2%
	리테일	120	106	93	229	74	9	6	-33.3%	-93.5%
	태양광/기타	334	117	161	16	-191	291	730	150.9%	353.4%
	연결조정	-31	1	-43	-48	1	-43	-133		

자료: 한화케미칼, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	78,636	80,553	57,324	60,190	63,200
매출원가	65,989	67,771	45,094	47,136	49,485
매출총이익	12,646	12,782	12,230	13,054	13,714
판매비및일반관리비	11,667	11,369	8,484	8,908	9,354
영업이익(보고)	979	1,413	3,746	4,146	4,361
영업이익(핵심)	979	1,413	3,746	4,146	4,361
영업외손익	-1,412	-904	-308	0	-24
이자수익	143	172	123	129	135
배당금수익	29	27	19	20	21
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	0	0	0
기타	-83	-850	-605	-635	-667
법인세차감전이익	-433	509	3,438	4,146	4,336
법인세비용	362	395	832	1,003	1,049
유효법인세율 (%)	-83.5%	77.6%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	-795	114	2,606	3,143	3,287
지배주주지분순이익(억원)	83	567	2,606	3,143	3,287
EBITDA	4,876	5,634	7,700	7,849	7,830
현금순이익(Cash Earnings)	3,102	4,336	6,560	6,846	6,756
수정당기순이익	-1,165	24	2,766	3,052	3,196
증감율(% YoY)					
매출액	12.9	2.4	-28.8	5.0	5.0
영업이익(보고)	1,765.7	44.3	165.2	10.7	5.2
영업이익(핵심)	1,765.7	44.3	165.2	10.7	5.2
EBITDA	36.0	15.6	36.7	1.9	-0.3
지배주주지분 당기순이익	-72.1	587.6	359.3	20.6	4.6
EPS	-72.1	523.3	339.4	20.6	4.6
수정순이익	N/A	N/A	11,476.4	10.3	4.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,234	3,594	9,110	4,673	4,562
당기순이익	-433	509	2,606	3,143	3,287
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	3,866	-534	-554
기타	2,704	452	973	981	980
투자활동현금흐름	-2,599	-2,876	1,167	28	7
투자자산의 처분	2,334	939	1,083	-40	-48
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	-1,081	-113	-132
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	-245	-245	-245
기타	-2,120	-2,130	-836	132	113
현금및현금성자산의순증가	3,262	-3,711	9,196	4,588	4,436
기초현금및현금성자산	5,943	9,205	5,494	14,690	19,278
기말현금및현금성자산	9,205	5,494	14,690	19,278	23,714
Gross Cash Flow	5,772	5,642	5,244	5,207	5,115
Op Free Cash Flow	-2,467	-2,242	10,660	6,312	6,220

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	44,697	42,728	41,187	47,099	52,927
현금및현금성자산	9,205	5,494	14,690	19,278	23,714
유동금융자산	1,168	2,404	1,711	1,796	1,886
매출채권및유동채권	16,945	16,103	11,459	12,032	12,634
재고자산	17,379	18,727	13,327	13,993	14,693
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	83,374	83,242	79,923	77,771	75,872
장기매출채권및기타비유동채권	629	722	514	539	566
투자자산	17,558	17,022	17,948	19,542	21,140
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	121,109	124,870	128,799
유동부채	43,970	44,412	38,116	38,836	39,598
매입채무및기타유동채무	20,688	21,174	15,068	15,822	16,613
단기차입금	34	63	63	63	63
유동성장기차입금	22,135	22,064	22,064	22,064	22,064
기타유동부채	1,114	1,111	921	887	859
비유동부채	39,533	33,763	32,838	32,981	33,105
장기매입채무및비유동채무	231	310	220	231	243
사채및장기차입금	33,034	27,484	27,484	27,484	27,484
기타비유동부채	6,268	5,970	5,134	5,266	5,378
부채총계	83,503	78,175	70,954	71,817	72,704
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	29,776	32,694	35,754
기타자본	3,915	3,566	3,566	3,566	3,566
지배주주지분자본총계	40,573	43,741	46,122	49,040	52,100
비지배주주지분자본총계	3,995	4,054	4,033	4,014	3,995
자본총계	44,567	47,795	50,156	53,053	56,095
순차입금	44,830	41,713	33,210	28,537	24,011
총차입금	55,203	49,611	49,611	49,611	49,611

투자지표

(단위: 원, %, 배)

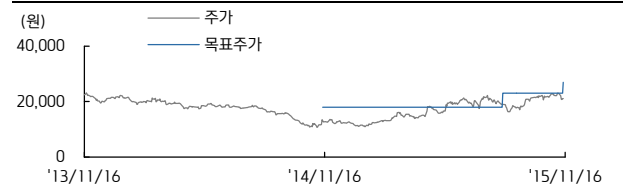
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	58	364	1,598	1,927	2,016
BPS	28,692	26,824	28,285	30,074	31,951
주당EBITDA	3,448	3,612	4,722	4,814	4,802
CFPS	2,193	2,779	4,023	4,198	4,143
DPS	150	150	150	150	150
주가배수(배)					
PER	369.3	32.4	13.2	10.9	10.4
PBR	0.8	0.4	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	-50.8	8.1	8.8	8.0	7.4
PCFR	9.8	4.2	5.2	5.0	5.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.2	1.8	6.5	6.9	6.9
영업이익률(핵심)	1.2	1.8	6.5	6.9	6.9
EBITDA margin	6.2	7.0	13.4	13.0	12.4
순이익률	-1.0	0.1	4.5	5.2	5.2
자기자본이익률(ROE)	-1.8	0.2	5.3	6.1	6.0
투자자본이익률(ROIC)	2.5	0.4	4.0	4.8	5.2
안정성(%)					
부채비율	187.4	163.6	141.5	135.4	129.6
순차입금비율	100.6	87.3	66.2	53.8	42.8
이자보상배율(배)	0.4	0.7	1.8	1.9	2.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.0	4.9	4.2	5.1	5.1
재고자산회전율	5.0	4.5	3.6	4.4	4.4
매입채무회전율	4.0	3.8	3.2	3.9	3.9

- 당사는 11월 13일 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

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 (2014/10/1~2015/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	93.09%
중립	13	6.91%
매도	0	0.00%