



하나금융그룹

2020년 2월 21일 | Equity Research

한화솔루션 (009830)

2020년, 본격적으로 태양광업체의 Identity를 입는다

4Q19 영업이익 컨센 크게 하회하나, 태양광은 서프라이즈

4Q19 영업이익은 300억원(QoQ -80%, YoY 흑전)으로 컨센(852억원)을 65% 하회했다. 지배순익은 -4,944억원으로 대폭 적자였는데, 폴리실리콘 사업중단에 따른 3천억원 등 총 5,320억원의 일회성비용 영향이다. 영업이익 컨센하회는 성과급 등 일회성비용 870억원과 기초소재 정기보수에 따른 기회손실 250억원 영향이다. 특히, 태양광 영업이익은 763억원(QoQ +16%)으로 연중 최대치를 갱신했다. 일회성비용 630억원(성과급 100억원 및 대손상각/충당금 530억원)과 다운스트림 매각이익 200억원 등을 제거한 실질 영업이익은 1,200억원에 육박해 서프라이즈였다. 미국 판매비중 확대에 따른 ASP 상승과 웨이퍼 하락에 따른 마진율 개선 효과다.

1Q20 영업이익 대폭 개선 전망

1Q20 영업이익은 1,138억원(QoQ +279%, YoY +16%)으로 대폭 개선을 전망한다. 전분기 발생한 일회성 비용 약 1,120억원 제거, 기초소재 스프레드 소폭 개선, 태양광 마진 소폭 감소를 가정해도 충분히 가능한 수치다.

2020년, 본격적으로 태양광업체의 Identity를 입는다

TP 2.7만원, Strong BUY를 제시한다. 2020년, 본격적으로 태양광업체로 Identity를 확립하면서 Valuation 재평가가 이뤄질 것이기 때문이다. 1) 2020년 태양광 영업이익은 3,080억원(YoY +38%)으로 전사의 60%를 상회하며 달라진 이익의 질을 확인시켜 줄 것이다. 2) 태양광 중심의 성장을 통해 전사 매출/영업이익은 2019년 9.5조원/0.38조원에서 2025년 18조원/1.6조원으로 큰 폭 성장할 계획이다. 3) 이를 위해, 태양광 사업은 모듈과 ESS 통합 패키지 판매 및 태양광 발전소 개발/건설 등을 2020년부터 본격적으로 확대할 것이다. 이는 셀/모듈 시장의 중장기 경쟁 격화 가능성을 감안해 통합 에너지솔루션을 제공해 수익구조를 고도화하려는 전략의 일환이다. 4) 사외이사진도 미국/일본 등 해외 산업전문가로 꾸려 향후 글로벌 환경변화에 대응할 계획이다. 5) 대외환경도 긍정적이다. 미국 민주당 경선에서 최근 지지율이 급상승한 블룸버그 후보의 친환경정책 강조 등에 따른 미국 등 글로벌 태양광 업체의 주가 급등세가 나타나기 때문이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 27,000원 | CP(2월 20일): 19,750원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,195.50		
52주 최고/최저(원)	23,800/16,150	9,560.2	10,185.2
시가총액(십억원)	3,189.2	432.3	521.0
시가총액비중(%)	0.26	260.8	399.5
발행주식수(천주)	161,479.3		
60일 평균 거래량(천주)	686.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8		
19년 배당금(예상, 원)	200		
19년 배당수익률(예상, %)	1.06		
외국인지분율(%)	22.66		
주요주주 지분율(%)			
한화 외 4 인	37.05		
국민연금공단	10.22		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.5) 15.5 (14.9)		
상대	1.5 3.1 (13.5)		

Stock Price	
(천원)	한화솔루션(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	9,341.8	9,046.0	9,503.2	9,638.0	9,694.5
영업이익	십억원	756.4	354.3	378.4	495.5	540.5
세전이익	십억원	1,065.9	288.3	(217.4)	468.0	561.3
순이익	십억원	824.7	186.7	(237.6)	339.6	407.3
EPS	원	4,970	1,133	(1,457)	2,089	2,505
증감률	%	8.9	(77.2)	적전	흑전	19.9
PER	배	6.36	17.83	N/A	9.46	7.88
PBR	배	0.87	0.54	0.53	0.52	0.49
EV/EBITDA	배	7.30	10.01	9.94	8.62	7.93
ROE	%	14.60	3.08	(3.99)	5.69	6.45
BPS	원	36,250	37,081	35,789	37,678	39,982
DPS	원	350	200	200	200	200



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 손진원

02-3771-3811

jwshon@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 한화솔루션 4Q19 실적 Review

	4Q19	3Q19	4Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	2,451.6	2,441.2	2,407.6	1.8	0.4	2,494.5	-1.7	2,473.7	-0.9
영업이익	30.0	152.5	-95.9	흑전	-80.3	92.0	-67.4	85.2	-64.8
세전이익	-555.1	136.3	-336.5	적확	적전	-39.4	적확	25.5	적전
순이익	-494.4	113.4	-273.2	적확	적전	-26.3	적확	26.3	적전
영업이익률	1.2	6.2	-4.0	5.2	-5.0	3.7	-2.5	3.4	-2.2
세전이익률	-22.6	5.6	-14.0	-8.7	-28.2	-1.6	-21.1	1.0	-23.7
순이익률	-20.2	4.6	-11.3	-8.8	-24.8	-1.1	-19.1	1.1	-21.2

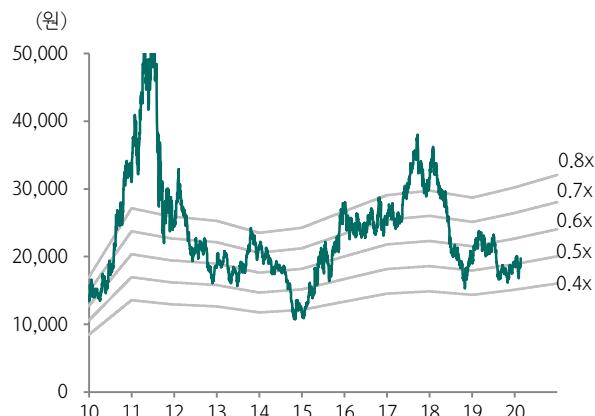
자료: 하나금융투자

표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019P			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	9,503.2	9,546.1	-0.4	9,638.0	9,770.3	-1.4
영업이익	378.4	440.4	-14.1	495.5	570.6	-13.2
세전이익	-217.4	298.2	-172.9	468.0	557.1	-16.0
순이익	-237.6	230.5	-203.1	339.6	430.5	-21.1
영업이익률	4.0	4.6	-0.6	5.1	5.8	-0.7
세전이익률	-2.3	3.1	-5.4	4.9	5.7	-0.8
순이익률	-2.5	2.4	-4.9	3.5	4.4	-0.9

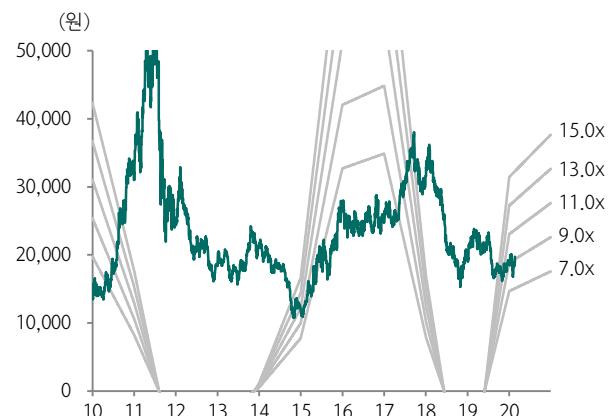
자료: 하나금융투자

그림 1. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY2017	FY2018	FY2019P	FY2020F
매출액	2,236.2	2,374.1	2,441.2	2,451.7	2,435.1	2,456.0	2,380.2	2,366.7	9,341.8	9,046.1	9,503.2	9,638.0
QoQ(%)	-7.1%	6.2%	2.8%	0.4%	-0.7%	0.9%	-3.1%	-0.6%				
YoY(%)	7.7%	5.5%	5.6%	1.8%	8.9%	3.4%	-2.5%	-3.5%	1.3%	-3.2%	5.1%	1.4%
기초소재	845.9	911.1	923.2	846.3	856.5	832.1	830.4	838.6	4,011.8	4,022.2	3,526.5	3,357.7
태양광	794.8	789.1	922.3	1,049.1	1,073.6	1,012.4	1,004.3	1,021.8	2,463.3	2,521.7	3,555.3	4,112.0
가공소재	191.7	212.0	204.0	200.4	197.3	218.3	209.6	205.8	753.4	853.8	808.1	831.0
리테일	161.6	166.4	127.6	138.0	171.4	176.0	133.9	144.9	677.6	663.6	593.6	626.2
기타	242.2	295.6	264.3	217.9	243.6	286.5	260.8	229.1	1,438.9	984.9	1,020.0	1,020.0
연결조정	-65.6	-83.9	-84.7	-101.1	-83.8	-88.4	-89.5	-90.7	-319.0	-354.2	-335.3	-352.5
영업이익	98.3	97.6	152.5	30.0	113.8	121.5	140.4	119.7	756.4	354.3	378.4	495.5
영업이익률(%)	4.4%	4.1%	6.2%	1.2%	4.7%	4.9%	5.9%	5.1%	8.1%	3.9%	4.0%	5.1%
QoQ(%)	흑전	-0.7%	56.2%	-80.3%	279.3%	6.8%	15.5%	-14.7%				
YoY(%)	-42.9%	-47.0%	62.5%	흑전	15.8%	24.5%	-7.9%	299.1%	-2.9%	-53.2%	6.8%	30.9%
기초소재	53.7	50.2	75.6	-4.6	27.0	38.2	43.9	43.9	631.1	367.2	174.9	153.0
영업이익률(%)	6.3%	5.5%	8.2%	-0.5%	3.2%	4.6%	5.3%	5.2%	15.7%	9.1%	5.0%	4.6%
QoQ(%)	흑전	-6.5%	50.6%	적전	흑전	41.6%	15.0%	0.0%				
YoY(%)	-63.8%	-72.4%	-14.0%	적지	-49.8%	-23.9%	-41.9%	흑전	34.0%	-41.8%	-52.4%	-12.5%
태양광	48.9	32.7	65.6	76.3	78.1	76.7	76.1	77.2	14.3	-10.7	223.5	308.0
영업이익률(%)	6.2%	4.1%	7.1%	7.3%	7.3%	7.6%	7.6%	7.6%	0.6%	-0.4%	6.3%	7.5%
QoQ(%)	흑전	-33.1%	100.6%	16.3%	2.3%	-1.8%	-0.8%	1.5%				
YoY(%)	39.7%	흑전	흑전	흑전	59.7%	134.5%	15.9%	1.1%	-93.3%	적전	흑전	37.8%
첨단소재	-7.7	-2.8	-0.6	-19.6	-9.8	-4.9	2.5	2.5	2.2	-13.4	-30.7	-9.8
영업이익률(%)	-4.0%	-1.3%	-0.3%	-9.8%	-5.0%	-2.2%	1.2%	1.2%	0.3%	-1.6%	-3.8%	-1.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	2.0%				
YoY(%)	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	-93.9%	적전	적지	적지
리테일	7.1	-6.7	-0.8	8.0	13.5	-0.5	14.2	8.0	22.9	19.1	7.6	35.2
영업이익률(%)	4.4%	-4.0%	-0.6%	5.8%	7.9%	-0.3%	10.6%	5.5%	3.4%	2.9%	1.3%	5.6%
QoQ(%)	-38.3%	적전	적지	흑전	68.4%	적전	흑전	-43.7%				
YoY(%)	47.9%	적전	적전	-30.4%	89.8%	적지	흑전	0.0%	흑전	-16.6%	-60.2%	362.8%
기타	13.1	20.9	11.7	-5.7	11.8	18.8	10.5	-5.1	75.4	4.6	40.0	36.0
영업이익률(%)	5.4%	7.1%	4.4%	-2.6%	4.8%	6.6%	4.0%	-2.2%	5.2%	0.5%	3.9%	3.5%
QoQ(%)	흑전	59.5%	-44.0%	적전	흑전	59.5%	-44.0%	적전				
YoY(%)	627.8%	190.3%	48.1%	적지	-10.0%	-10.0%	-10.0%	적지	7.1%	-93.9%	769.6%	-10.0%
연결조정	-16.8	3.3	0.9	-24.4	-6.7	-6.7	-6.7	-6.7	10.5	-12.5	-37.0	-26.9
지분법이익	96.5	31.8	81.0	4.5	20.2	31.3	42.5	44.6	593.1	417.8	213.8	138.6
QoQ(%)	375.4%	-67.0%	154.7%	-94.4%	349.2%	54.7%	36.0%	4.8%				
YoY(%)	-25.0%	-76.1%	-40.3%	-77.8%	-79.1%	-1.7%	-47.5%	890.5%	40.1%	-29.6%	-48.8%	-35.2%
당기순이익	119.8	23.0	111.5	-503.1	82.8	87.9	102.0	83.1	834.5	160.4	-248.9	355.7
당기순익률(%)	5.4%	1.0%	4.6%	-20.5%	3.4%	3.6%	4.3%	3.5%	8.9%	1.8%	-2.6%	3.7%
QoQ(%)	흑전	-80.8%	385.3%	적전	흑전	6.1%	16.1%	-18.6%				
YoY(%)	-59.0%	-87.6%	흑전	적지	-30.9%	282.4%	-8.5%	흑전	8.2%	-80.8%	적전	흑전
지배순이익	118.0	25.4	113.4	-494.4	79.0	83.9	97.4	79.3	824.7	186.7	-237.6	339.6

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	9,341.8	9,046.0	9,503.2	9,638.0	9,694.5
매출원가	7,386.3	7,458.6	7,874.8	7,872.5	7,876.0
매출총이익	1,955.5	1,587.4	1,628.4	1,765.5	1,818.5
판관비	1,199.1	1,233.1	1,250.0	1,270.0	1,278.0
영업이익	756.4	354.3	378.4	495.5	540.5
금융순익	(131.8)	(135.6)	(201.3)	(166.0)	(163.6)
종속/관계기업순이익	593.1	417.8	213.8	138.6	184.4
기타영업외순익	(151.9)	(348.2)	(608.3)	0.0	0.0
세전이익	1,065.9	288.3	(217.4)	468.0	561.3
법인세	231.3	127.9	31.4	112.3	134.7
계속사업이익	834.5	160.4	(248.9)	355.7	426.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	834.5	160.4	(248.9)	355.7	426.6
비지배주주지분순이익	9.8	(26.2)	(11.2)	16.1	19.3
지배주주순이익	824.7	186.7	(237.6)	339.6	407.3
지배주주지분포괄이익	787.2	108.1	(357.2)	510.5	612.2
NOPAT	592.2	197.2	433.0	376.5	410.8
EBITDA	1,191.9	794.4	837.9	973.6	1,036.5
성장성(%)					
매출액증가율	0.9	(3.2)	5.1	1.4	0.6
NOPAT증가율	(12.6)	(66.7)	119.6	(13.0)	9.1
EBITDA증가율	(2.7)	(33.4)	5.5	16.2	6.5
영업이익증가율	(2.9)	(53.2)	6.8	30.9	9.1
(지배주주)순익증가율	9.2	(77.4)	적전	흑전	19.9
EPS증가율	8.9	(77.2)	적전	흑전	19.9
수익성(%)					
매출총이익률	20.9	17.5	17.1	18.3	18.8
EBITDA이익률	12.8	8.8	8.8	10.1	10.7
영업이익률	8.1	3.9	4.0	5.1	5.6
계속사업이익률	8.9	1.8	(2.6)	3.7	4.4

투자지표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,970	1,133	(1,457)	2,089	2,505
BPS	36,250	37,081	35,789	37,678	39,982
CFPS	6,234	5,038	606	4,106	4,774
EBITDAPS	7,183	4,820	5,139	5,988	6,374
SPS	56,299	54,892	58,282	59,273	59,621
DPS	350	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	6.4	17.8	N/A	9.5	7.9
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
PCFR	5.1	4.0	31.1	4.8	4.1
EV/EBITDA	7.3	10.0	9.9	8.6	7.9
PSR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	14.6	3.1	(4.0)	5.7	6.5
ROA	6.0	1.3	(1.6)	2.2	2.6
ROIC	8.6	2.5	4.9	4.2	4.4
부채비율	120.6	144.6	154.1	146.9	138.6
순부채비율	53.4	72.3	86.6	80.8	73.1
이자보상배율(배)	5.1	2.2	2.1	2.7	3.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

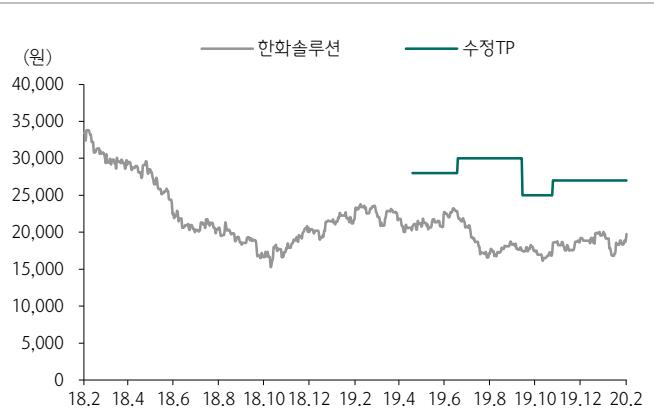
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
유동자산	4,222.5	5,012.5	4,551.4	4,693.7	4,912.2
금융자산	1,170.6	1,435.1	794.9	884.4	1,080.7
현금성자산	805.0	1,024.1	363.2	446.5	640.2
매출채권 등	1,711.7	1,762.4	1,851.5	1,877.7	1,888.8
재고자산	1,143.8	1,467.5	1,541.6	1,563.5	1,572.7
기타유동자산	196.4	347.5	363.4	368.1	370.0
비유동자산	9,427.0	10,219.0	10,546.4	10,768.6	10,959.5
투자자산	2,987.0	2,790.0	2,926.9	2,967.3	2,984.2
금융자산	304.7	87.3	91.7	93.0	93.6
유형자산	5,588.2	6,684.1	6,887.2	7,081.1	7,266.4
무형자산	422.0	479.4	466.6	454.6	443.3
기타비유동자산	429.8	265.5	265.7	265.6	265.6
자산총계	13,649.5	15,231.5	15,097.8	15,462.3	15,871.7
유동부채	4,894.2	5,132.5	5,240.3	5,272.1	5,285.4
금융부채	2,655.0	2,930.4	2,932.3	2,932.8	2,933.1
매입채무 등	1,801.8	1,630.9	1,713.3	1,737.6	1,747.8
기타유동부채	437.4	571.2	594.7	601.7	604.5
비유동부채	2,567.8	3,871.9	3,915.5	3,928.4	3,933.8
금융부채	1,821.0	3,008.4	3,008.4	3,008.4	3,008.4
기타비유동부채	746.8	863.5	907.1	920.0	925.4
부채총계	7,462.0	9,004.4	9,155.8	9,200.4	9,219.2
지배주주지분	6,015.2	6,090.0	5,819.4	6,126.5	6,501.2
자본금	829.7	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	829.0	857.0	857.0	857.0	857.0
자본조정	(3.2)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
기타포괄이익누계액	(5.0)	(81.3)	(81.3)	(81.3)	(81.3)
이익잉여금	4,364.7	4,496.5	4,226.0	4,533.1	4,907.8
비지배주주지분	172.3	137.1	122.6	135.3	151.3
자본총계	6,187.5	6,227.1	5,942.0	6,261.8	6,652.5
순금융부채	3,305.5	4,503.7	5,145.8	5,056.9	4,860.8

현금흐름표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	916.2	726.7	37.8	546.6	637.9
당기순이익	834.5	160.4	(248.9)	355.7	426.6
조정	279.3	713.1	316.3	199.6	215.0
감가상각비	435.5	440.1	459.6	478.2	496.0
외환거래손익	(59.1)	67.3	70.0	0.0	0.0
지분법손익	(593.8)	(358.2)	0.0	0.0	0.0
기타	496.7	563.9	(213.3)	(278.6)	(281.0)
영업활동자산부채변동	(197.6)	(146.8)	(29.6)	(8.7)	(3.7)
투자활동 현금흐름	(403.2)	(434.6)	(415.0)	(248.4)	(229.0)
투자자산감소(증가)	234.9	614.8	(140.3)	(43.7)	(20.3)
유형자산감소(증가)	(468.0)	(664.0)	(650.0)	(660.0)	(670.0)
기타	(170.1)	(385.4)	375.3	455.3	461.3
재무활동 현금흐름	(685.6)	(69.6)	(213.8)	(214.9)	(215.2)
금융부채증가(감소)	(388.8)	1,462.8	1.9	0.6	0.2
자본증가(감소)	0.5	19.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(239.8)	(1,494.4)	(182.8)	(182.9)	(182.8)
배당지급	(57.5)	(57.5)	(32.9)	(32.6)	(32.6)
현금의 증감	(207.3)	219.1	(661.0)	83.3	193.7
Unlevered CFO	1,034.4	830.2	98.9	667.6	776.3
Free Cash Flow	423.9	6.6	(612.2)	(113.4)	(32.1)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.11.14	BUY	27,000		
19.10.4	BUY	25,000	-31.18%	-27.00%
19.7.9	BUY	30,000	-38.19%	-27.00%
19.5.9	BUY	28,000	-22.92%	-16.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.3%	10.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 20일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 02월 21일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.