

한화솔루션

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	29,000원	현재주가(02/25)	18,800원	Up/Downside	+54.3%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 02. 26

성장이 덕목인 시대. 최적의 대안

Comment

태양광 포트폴리오 다변화로 이익의 질 개선(NDR 후기): 태양광 셀/모듈 시장 개선 기대감이 높아진 한화솔루션이 국내 NDR을 통해 강조한 것은 기존 태양광 사업의 이익 체력 증진뿐만 아니라 신규 태양광 downstream 사업 진출을 통한 안정적인 성장이다. 1)미국 테슬라/Sunrun 등이 영위하는 주거용 토탈솔루션(설치/관리) 진출, 2)태양광 발전소 개발/건설, 3)중장기적인 분산형 발전 기반 에너지 판매 등의 downstream 확대는 기존 셀/모듈 판매의 높은 실적 변동성을 상쇄하며 태양광 사업부문의 안정적인 성장 및 이익의 질을 개선시킬 것으로 판단된다. 실적발표에서도 언급되었듯이 셀/모듈 판매와 별개로 20년 태양광 downstream 매출액 가이던스는 6,000억원, 영업이익률은 mid-single이다. 4Q19 발생한 200억원의 발전소 매각 이익을 일회성이라 볼 수 없는 이유다.

셀/모듈 시장 개선 & Downstream 확장 기대감을 높일 시점: 한화솔루션에 따르면 20년 태양광 셀/모듈 생산량은 10.2gw, 외부 출하량은 8.6gw를 전망하고 있다. 1.6gw는 자체 downstream에 사용된다. 기존 사업인 셀/모듈 판매 사업은 1)19년 8.2gw→20년 8.6gw로 5%의 출하량 증가, 2) 저금리 & ITC 인하 전 선수요 발생에 따른 미국 태양광 호조→미국 중심의 판매 mix 개선(4Q19 30%에 육박), 3)top-tier 증설 집중에 따른 웨이퍼 가격 안정화로 계속해서 surprise 기대감을 높일 시점이다. 추가적으로 큐셀 브랜드 파워를 바탕으로 미국/유럽 주거용 태양광 솔루션에 성공적으로 진입할 경우 downstream 사업의 성장 기대감 역시 높아질 수 있음을 주목하자.

Action

성장의 가치가 높아지고 있는 지금, 최적의 대안: 한화큐셀/큐셀코리아 합병으로 복잡한 지분 구조를 정리했으며 19년에 남아있는 부실을 반영했다. 낮아진 제품가격, 저금리 상황에서 태양광 설치 수요 증가는 필연적이며 한화솔루션 태양광 부문의 실적 성장에 대한 가치를 반영할 시점이라 판단한다. 목표주가 2.9만원, 화학 top-picks 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	16,150/23,800원
매출액	9,342	9,046	9,503	9,432	9,614	KOSDAQ /KOSPI	657/2,104pt
(증가율)	0.9	-3.2	5.1	-0.8	1.9	시가총액	30,843억원
영업이익	756	354	378	592	752	60일-평균거래량	755,940
(증가율)	-2.9	-53.2	6.8	56.6	27.0	외국인지분율	23.0%
지배주주순이익	825	187	-238	413	541	60일-외국인지분율변동추이	-0.9%p
EPS	5,001	1,139	-1,469	2,545	3,339	주요주주	한화 외 4인 37.1%
PER (H/L)	7.7/4.8	32.1/12.9	NA	7.5	5.7	(천원)	
PBR (H/L)	1.1/0.7	1.0/0.4	0.5	0.5	0.5	주간상승률	1M 3M 12M
EV/EBITDA (H/L)	8.2/6.3	13.4/9.0	9.2	7.4	6.1	절대기준	-0.3 4.7 -17.3
영업이익률	8.1	3.9	4.0	6.3	7.8	상대기준	7.8 5.8 -11.3
ROE	14.6	3.1	-4.0	6.9	8.5		

도표 1. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	2,236	2,374	2,441	2,452	2,183	2,390	2,442	2,417	9,046	9,503	9,432
%YoY	7.7	5.5	5.6	1.8	-2.4	0.7	0.1	-1.4	-3.2	5.1	-0.8
%QoQ	-7.1	6.2	2.8	0.4	-11.0	9.5	2.2	-1.1			
케미칼	846	911	923	846	727	811	817	802	4,022	3,527	3,156
첨단소재	192	212	204	200	190	210	206	202	854	808	808
리테일	162	166	128	138	117	117	114	137	664	594	485
태양광	795	789	922	1,049	922	985	1,039	1,055	2,522	3,555	4,001
기타	242	296	264	218	228	266	267	220	985	1,020	981
연결 영업이익	98	98	152	30	118	156	177	141	354	378	592
%YoY	-42.9	-47.0	62.5	흑전	19.7	59.8	16.3	3.7	-53.2	6.8	56.6
%QoQ	흑전	-0.7	56.1	-80.3	292.4	32.5	13.6	-20.2			
케미칼	54	50	76	-5	39	62	63	12	367	175	177
첨단소재	-8	-3	-1	-20	-11	-10	-6	-10	-13	-31	-38
리테일	7	-7	-1	8	15	5	10	18	19	8	48
태양광	49	33	66	76	78	95	103	125	-11	224	400
기타	13	21	12	-6	0	8	11	0	5	40	19
영업이익률	4.4	4.1	6.2	1.2	5.4	6.5	7.3	5.9	3.9	4.0	6.3
케미칼	6.3	5.5	8.2	-0.5	5.0	7.1	7.1	1.4	8.4	4.6	5.2
첨단소재	-4.0	-1.3	-0.3	-9.8	-6.0	-5.0	-3.0	-5.0	-1.6	-3.8	-4.7
리테일	4.4	-4.0	-0.6	5.8	13.2	4.0	8.4	13.3	2.9	1.3	9.9
태양광	6.2	4.1	7.1	7.3	8.4	9.6	9.9	11.8	-0.4	6.3	10.0

자료: 한화솔루션, DB금융투자

도표 2. 글로벌 태양광 제품 체인별 밸류에이션 비교

(단위: 백만달러 배 %)

Company	시가총액	NP				P/E				P/B				ROE			
		2018	19E	20E	21E	2018	19E	20E	21E	2018	19E	20E	21E	2018	19E	20E	21E
1. Polysilicon																	
GCL-Poly(중국)	955	-105	-57	88	116	적자	적자	13.0	10.6	0.35	0.31	0.29	0.28	-3.1	-2.2	2.4	3.5
WACKER(독일)	4,041	291	66	131	225	16.0	52.3	27.0	18.7	1.27	1.55	1.54	1.47	7.9	2.8	5.0	9.6
OCI(한국)	1,049	94	-138	2	77	24.4	적자	374.1	13.8	0.74	0.39	0.45	0.44	3.1	-5.0	-0.1	3.3
Daqo(중국)	968	38	30	122	139	4.9	41.6	9.5	8.4	0.59	1.81	1.47	1.19	8.3	5.0	19.2	18.2
2. 중국 수직계열화 태양광																	
Tongwei	10,486	305	408	552	703	15.9	25.4	19.0	14.9	2.18	4.18	3.53	2.93	14.4	16.8	18.6	19.7
Longi	17,970	387	710	899	1,079	18.8	24.8	20.0	16.7	2.96	5.05	4.12	3.36	16.7	21.2	21.1	20.7
3. 셀/모듈																	
Jinko Solar(중국)	1,192	61	125	187	145	5.4	9.7	6.7	8.9	0.34	0.93	0.73	0.65	5.6	9.9	11.7	9.1
Canadian Solar(중국)	1,296	237	121	184	142	4.2	12.1	7.4	9.4	0.68	0.94	0.83	0.76	21.0	9.3	13.7	9.3
Sunpower(미국)	1,674	-811	-45	27	73	적자	적자	적자	21.1	-	-	15.34	9.29	45.8	45.8	84.8	14.8
한화솔루션(한국)	2,506	170	227	292	366	17.8	10.9	8.3	7.0	0.54	0.49	0.49	0.46	3.1	4.5	6.0	6.8
4. 미국 태양광 발전(주거용 위주)																	
Sunrun	2,613	27	-18	33	33	47.3	70.0	32.5	34.8	1.30	2.71	2.64	2.46	2.9	4.1	5.3	7.7
Vivint Solar	1,436	-16	-265	-133	-132	적자	적자	적자	적자	1.59	-	-	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, DB금융투자 / 주: Bloomberg consensus 기준

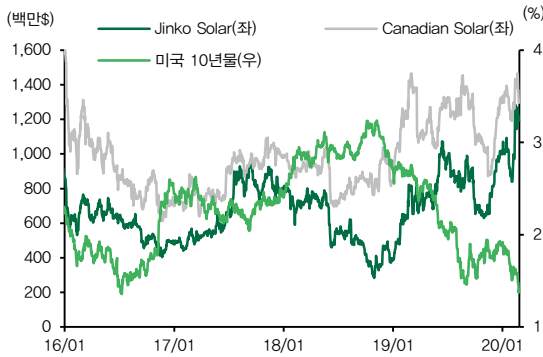
도표 3. 글로벌 셀/모듈 top-tier 3사 실적 추이: 19년 분기 수익성 상승

(단위: 백만달러 십억원 %)

	2015	2016	2017	1H18	2H18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	비고
Jinko Solar 매출액	2,535	3,337	3,949	1,644	2,098	868	1,007	1,047		
Jinko Solar 영업이익	210	257	49	34	62	35	39	89		
Jinko Solar 영업이익률	8.3%	7.7%	1.2%	2.1%	3.0%	4.0%	3.9%	8.5%		
Canadian Solar 매출액	3,468	2,853	3,390	2,076	1,216	469	673	675		2H18부터 MSS사업부 분리 실적 = 모듈 판매 및 EPC 등
Canadian Solar 영업이익	247	93	269	132	90	21	58	87		
Canadian Solar 영업이익률	7.1%	3.3%	7.9%	6.4%	7.4%	4.4%	8.7%	12.8%		
한화 태양광 매출액						795	789	922	1,049	1Q19 부터 연결 조정된 한화 태양광 매출/이익
한화 태양광 영업이익						49	33	66	76	4Q 일회성 이익/비용 제외 시 영업이익률 11%
한화 태양광 영업이익률						6.2%	4.1%	7.1%	7.3%	

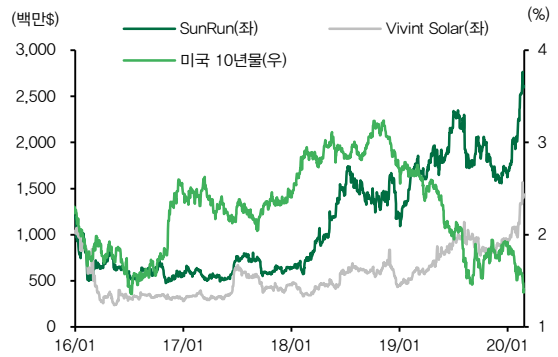
자료: 각 사 DB금융투자

도표 4. Top-tier 셀/모듈 2사 시가총액 & 금리 추이



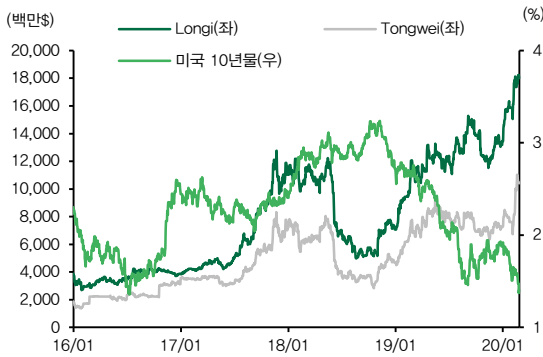
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 5. 미국 태양광 발전(주거용 위주) 시가총액 & 금리 추이



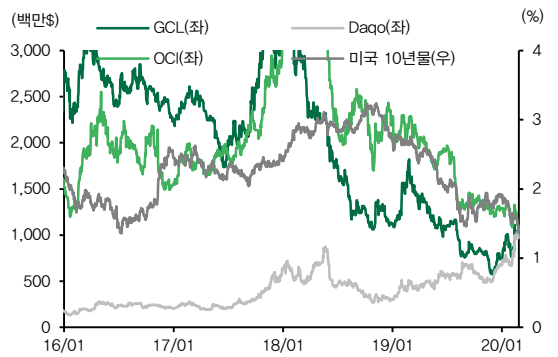
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 6. 중국 수직 계열화 태양광 2사 시가총액 & 금리 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 7. 폴리실리콘 3사 시가총액 & 금리 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	4,222	5,012	4,583	4,371	4,377
현금및현금성자산	805	1,024	699	639	587
매출채권및기타채권	1,712	1,762	1,776	1,749	1,807
재고자산	1,144	1,467	1,431	1,357	1,406
비유동자산	9,427	10,219	10,372	10,545	10,497
유형자산	5,588	6,684	6,851	7,036	7,000
무형자산	422	479	466	453	441
투자자산	2,987	2,790	2,790	2,790	2,790
자산총계	13,649	15,231	15,302	15,263	15,221
유동부채	4,894	5,133	5,093	4,731	4,411
매입채무및기타채무	1,802	1,631	1,733	1,671	1,651
단기차입금및단기차	2,012	2,239	2,139	1,839	1,539
유동성장기부채	630	655	755	755	755
비유동부채	2,568	3,872	4,272	4,272	4,072
사채및장기차입금	1,776	2,995	3,395	3,395	3,195
부채총계	7,462	9,004	9,365	9,003	8,483
자본금	830	821	813	813	813
자본잉여금	829	857	857	857	857
이익잉여금	4,365	4,497	4,226	4,567	5,027
비지배주주지분	172	137	126	139	155
자본총계	6,187	6,227	5,938	6,260	6,738

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	9,342	9,046	9,503	9,432	9,614
매출원가	7,386	7,459	7,824	7,549	7,547
매출총이익	1,956	1,587	1,679	1,883	2,068
판매비	1,199	1,233	1,301	1,291	1,316
영업이익	756	354	378	592	752
EBITDA	1,192	794	925	1,120	1,300
영업외손익	309	-66	-596	-17	2
영업외손익	-132	-136	-198	-191	-179
금융손익	593	418	214	182	189
투자손익	-152	-348	-612	-8	-8
기타영업외손익	1,066	288	-217	575	754
세전이익	0	0	0	0	0
중단사업이익	835	160	-249	425	558
당기순이익	825	187	-238	413	541
지배주주지분순이익	10	-26	-11	13	17
비지배주주지분순이익	791	75	-249	425	558
총포괄이익	0.9	-3.2	5.1	-0.8	1.9
매출액	-2.9	-53.2	6.8	56.6	27.0
영업이익	8.9	-77.2	작전	흑전	31.2
EPS					

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	916	727	567	983	954
당기순이익	835	160	-249	425	558
현금유출이없는비용및수익	200	670	865	689	737
유형및무형자산상각비	436	440	547	527	548
영업관련자산부채변동	-198	-147	-17	18	-145
매출채권및기타채권의감소	-46	667	-14	28	-58
재고자산의감소	233	-171	36	74	-49
매입채무및기타채무의증가	132	-550	102	-62	-20
투자활동현금흐름	-403	-435	-683	-469	-237
CAPEX	-492	-720	-1,000	-700	-500
투자자산의순증	235	615	214	182	189
재무활동현금흐름	-686	-70	138	-573	-769
사채및차입금의 증가	-389	1,463	400	-300	-500
자본금및자본잉여금의증가	1	20	-8	0	0
배당금지급	-58	-58	-33	-33	-73
기타현금흐름	-35	-3	-348	0	0
현금의증가	-207	219	-325	-59	-52
기초현금	1,012	805	1,024	699	639
기말현금	805	1,024	699	639	587

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	5,001	1,139	-1,469	2,545	3,339
BPS	36,250	37,081	35,741	37,646	40,480
DPS	350	200	200	450	500
Multiple(배)					
P/E	6.3	17.7	NA	7.5	5.7
P/B	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.3	10.0	9.2	7.4	6.1
수익성(%)					
영업이익률	8.1	3.9	4.0	6.3	7.8
EBITDA마진	12.8	8.8	9.7	11.9	13.5
순이익률	8.9	1.8	-2.6	4.5	5.8
ROE	14.6	3.1	-4.0	6.9	8.5
ROA	6.1	1.1	-1.6	2.8	3.7
ROIC	8.7	2.6	5.0	5.0	6.3
안정성및기타					
부채비율(%)	120.6	144.6	157.7	143.8	125.9
이자보상배율(배)	5.1	2.2	1.7	2.8	3.8
배당성향(배)	6.8	20.3	-13.0	16.9	14.3

자료: 한화솔루션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

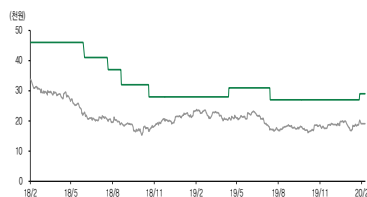
기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화솔루션 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/01/16	Buy	46,000	-35.1	-21.3	20/02/21	Buy	29,000	-	-
18/06/25	Buy	41,000	-49.1	-44.8					
18/08/16	Buy	37,000	-46.0	-42.4					
18/09/14	Buy	32,000	-45.0	-39.7					
18/11/14	Buy	28,000	-24.4	-15.0					
19/05/09	Buy	31,000	-32.0	-25.0					
19/08/08	Buy	27,000	-33.2	-25.7					

주: *표는 담당자 변경