



BUY(Maintain)

목표주가: 25,000원
주가(04/16): 13,700원
시가총액: 22,123억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(04/16)	1,857.07pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	23,250원	9,410원
등락률	-41.1%	45.6%
수익률	절대	상대
1M	7.5%	-0.7%
6M	-24.1%	-14.8%
1Y	-39.4%	-26.6%

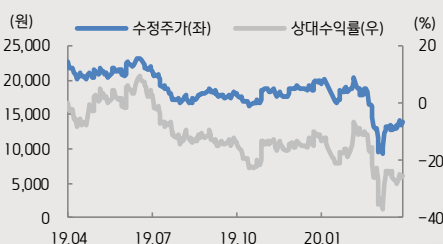
Company Data

발행주식수	161,479천주
일평균 거래량(3M)	1,290천주
외국인 지분율	21.5%
배당수익률(20E)	1.4%
BPS(20E)	36,334원
주요 주주 (주한화(외) 5인)	37.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	9,046.0	9,503.3	10,404.1	11,545.9
영업이익	354.3	378.3	389.8	583.7
EBITDA	794.4	939.5	907.3	1,098.5
세전이익	288.3	-217.4	298.9	499.7
순이익	160.4	-248.9	224.1	374.7
지배주주지분순이익	186.7	-237.6	214.0	357.8
EPS(원)	1,133	-1,457	1,316	2,201
증감률(%YoY)	-77.2	적전	흑전	67.2
PER(배)	17.8	-12.9	10.6	6.3
PBR(배)	0.54	0.54	0.38	0.36
EV/EBITDA(배)	10.0	8.7	8.4	6.9
영업이익률(%)	3.9	4.0	3.7	5.1
ROE(%)	3.1	-4.0	3.7	5.9
순부채비율(%)	72.0	87.4	88.3	82.4

Price Trend



한화솔루션 (009830)

상반기는 케미칼, 하반기는 태양광에 집중하자



한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 920억원으로 시장 기대치에 부합할 전망입니다. 전 분기 발생하였던 케미칼/태양광부문의 일회성 비용이 제거될 것으로 예상되고, 원재료 가격 하락으로 케미칼부문의 스프레드 개선 효과가 나타날 것으로 추정되기 때문입니다. 한편 작년 5,600억원을 상회하던 일회성 비용의 제거로 올해는 추가적인 실적 개선 효과가 예상됩니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 부합 전망

한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 920억원으로 최근 높아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 전 분기 발생하였던 일회성 비용에 따른 케미칼/태양광부문의 기저효과가 발생할 것으로 예상되고, 나프타/에틸렌 가격 하락으로 3월부터 PE/PVC 등의 스프레드 개선이 전망되며, 수출주에 우호적인 환율 효과가 예상되기 때문이다.

한편 2분기는 미국/유럽 등 주력 시장의 코비드19 확산 영향으로 태양광부문의 실적은 전 분기 대비 감소할 전망이다, 유가 급락에 따른 주요 원재료 가격 하락, 폴리실리콘 손실 제한 및 인도 수요 일부 회복 전망 등 케미칼부문의 실적 회복으로 견고한 이익 수준을 유지할 것으로 예상된다. 참고로 원/달러 환율 10원 상승 시 본사 케미칼부문은 연간 약 80억원, 지분법업체인 여천NCC, 한화토탈은 각각 240억원, 720억원의 영업이익 개선 효과가 발생하는 것으로 추정된다.

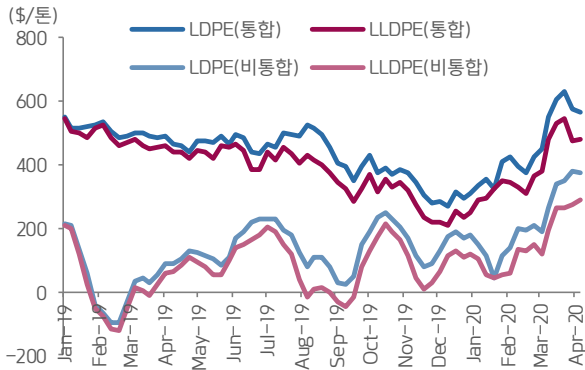
>>> 올해, 일회성 비용 제한에 따른 기계적인 증익 예상

동사는 폴리실리콘 손상차손, 태양광/첨단소재 자산 손상차손 및 리테일 면세점 손상차손 인식으로 작년 5,600억원 이상의 일회성 비용이 발생하였다. 하지만 올해는 이에 따른 기저효과가 나타날 전망이다. 또한 폴리실리콘 영업손실의 급감으로 케미칼부문의 영업이익 개선(+500억원)을 고려하면, 추가적인 순이익 개선은 6,000억원을 상회할 것으로 보인다.

>>> 고부가 제품 비중 확대 추진

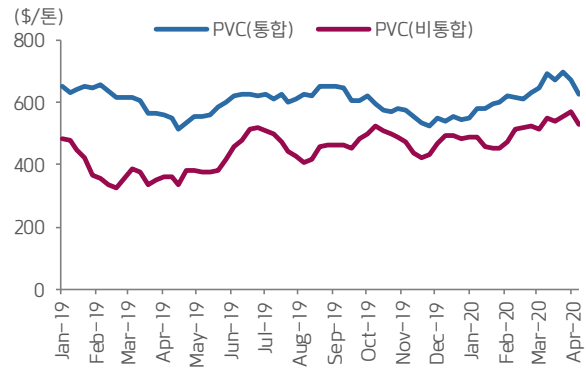
동사는 케미칼부문의 포트폴리오 개선을 위하여, XDI/수첨수지/XLPE/친환경 가소제 등을 신증설할 계획이다. 고굴절 렌즈 등에 사용되는 고순도 XDI(+1.2천톤)는 올해 상반기부터 상업화할 계획이다. 참고로 XDI는 일반 이소시아네이트 대비 가격이 15~20배가 높은 특수 제품이다. 또한 동사는 841억원을 투자하여, 내년 5월까지 일부 범용 LDPE 라인을 특화 제품인 XLPE 라인(+5만톤)으로 전환하며 고부가 제품 비중을 확대할 것으로 보인다. 한편 첨단소재부문도 전장부품 신설 투자 및 수소 고압탱크사업(태광후지킨으로부터 300억원에 인수) 등을 통하여 신성장동력을 확보하였다.

국내 LDPE/LLDPE 스프레드 추이



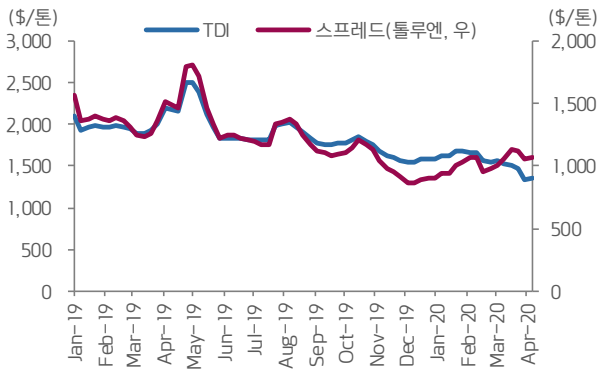
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

2019년 한화솔루션 일회성 비용 현황

구분	계정 구분	금액(십억원)
원료	영업외비용	301
	영업비용	11
	영업비용	57
태양광	영업외비용	50
	영업비용	75
유통	영업외비용	68
합계	영업비용	68
	영업외비용	493
	계	561

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2019				2020				2018	2019	2020E	2021E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE					
매출액	2,236	2,374	2,441	2,452	2,637	2,517	2,603	2,648	9,046	9,503	10,404	11,546	
영업이익	98	98	152	30	92	65	109	124	354	378	390	584	
영업이익률	4.4	4.1	6.2	1.2	3.5	2.6	4.2	4.7	3.9	4.0	3.7	5.1	
케미칼	846	911	923	846	863	572	703	718	4,022	3,527	2,855	3,570	
첨단소재	192	212	204	200	334	350	361	379	854	808	1,424	1,614	
매출액	리테일	162	166	128	138	178	183	140	152	664	594	653	718
태양광	795	789	922	1,049	1,045	1,194	1,181	1,181	2,522	3,555	4,601	4,772	
기타	242	296	264	218	218	218	218	218	985	1,020	872	872	
영업이익	케미칼	54	50	76	-5	17	33	36	38	367	175	124	233
첨단소재	-8	-3	-1	-20	-10	-10	-1	-11	-13	-31	-33	-13	
리테일	7	-7	-1	8	8	-7	-1	10	19	8	9	10	
태양광	49	33	66	76	73	48	71	83	-11	224	274	322	
연결조정	-4	24	13	-30	4	2	4	4	-8	3	15	31	

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046.0	9,503.3	10,404.1	11,545.9	12,123.2
매출원가	7,458.6	7,732.1	8,509.6	9,304.2	9,676.4
매출총이익	1,587.5	1,771.2	1,894.5	2,241.7	2,446.8
판매비	1,233.1	1,392.8	1,504.7	1,658.0	1,730.7
영업이익	354.3	378.3	389.8	583.7	716.1
EBITDA	794.4	939.5	907.3	1,098.5	1,203.8
영업외손익	-66.0	-595.8	-90.9	-84.0	-73.6
이자수익	22.0	25.8	30.4	36.5	45.6
이자비용	160.3	225.9	242.9	253.1	263.3
외환관련이익	258.9	273.7	276.8	280.0	283.3
외환관련손실	336.1	299.3	302.7	306.1	309.7
종속 및 관계기업손익	417.8	213.8	224.4	235.7	247.4
기타	-268.3	-583.9	-76.9	-77.0	-76.9
법인세차감전이익	288.3	-217.4	298.9	499.7	642.5
법인세비용	127.9	31.4	74.7	124.9	160.6
계속사업순이익	160.4	-248.9	224.1	374.7	481.9
당기순이익	160.4	-248.9	224.1	374.7	481.9
지배주주순이익	186.7	-237.6	214.0	357.8	460.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.2	5.1	9.5	11.0	5.0
영업이익 증감율	-53.2	6.8	3.0	49.7	22.7
EBITDA 증감율	-33.4	18.3	-3.4	21.1	9.6
지배주주순이익 증감율	-77.4	-227.3	-190.1	67.2	28.6
EPS 증감율	-77.2	적전	흑전	67.2	28.6
매출총이익율(%)	17.5	18.6	18.2	19.4	20.2
영업이익율(%)	3.9	4.0	3.7	5.1	5.9
EBITDA Margin(%)	8.8	9.9	8.7	9.5	9.9
지배주주순이익율(%)	2.1	-2.5	2.1	3.1	3.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012.5	5,322.6	5,962.2	6,777.9	7,600.2
현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,269.0	1,526.4	1,941.6
단기금융자산	405.0	484.8	580.4	694.9	832.0
매출채권 및 기타채권	1,762.4	1,575.8	1,725.2	1,914.5	2,010.2
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,620.2	1,798.0	1,887.9
기타유동자산	758.5	1,182.4	1,347.8	1,539.0	1,760.5
비유동자산	10,219.0	10,358.5	10,592.3	10,640.1	10,726.8
투자자산	2,788.0	2,832.0	3,083.4	3,346.1	3,620.5
유형자산	6,684.1	6,594.0	6,598.7	6,402.7	6,231.1
무형자산	479.4	421.2	399.0	380.1	364.0
기타비유동자산	267.5	511.3	511.2	511.2	511.2
자산총계	15,231.5	15,681.1	16,554.5	17,418.0	18,327.0
유동부채	5,132.5	5,831.0	6,014.4	6,237.4	6,398.8
매입채무 및 기타채무	1,630.9	1,740.3	1,923.8	2,146.8	2,308.1
단기금융부채	2,907.5	3,451.3	3,451.3	3,451.3	3,451.3
기타유동부채	594.1	639.4	639.3	639.3	639.4
비유동부채	3,871.9	4,044.3	4,544.3	4,844.3	5,144.3
장기금융부채	3,780.3	3,935.2	4,435.2	4,735.2	5,035.2
기타비유동부채	91.6	109.1	109.1	109.1	109.1
부채총계	9,004.4	9,875.3	10,558.7	11,081.7	11,543.1
자본지분	6,090.0	5,728.2	5,908.0	6,231.6	6,657.5
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	857.0	804.5	804.5	804.5	804.5
기타자본	-3.4	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
기타포괄손익누계액	-81.3	-70.5	-72.5	-74.4	-76.4
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,357.7	4,683.3	5,111.1
비지배지분	137.1	77.7	87.8	104.7	126.5
자본총계	6,227.1	5,805.8	5,995.8	6,336.3	6,784.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	726.7	1,206.1	834.2	925.6	1,106.0
당기순이익	0.0	0.0	224.1	374.7	481.9
비현금항목의 가감	669.8	1,347.7	1,290.4	1,330.7	1,328.6
유형자산감가상각비	426.5	528.7	495.4	495.9	471.7
무형자산감가상각비	13.6	32.5	22.2	18.9	16.0
지분법평가손익	-493.6	-271.2	-224.4	-235.7	-247.4
기타	723.3	1,057.7	997.2	1,051.6	1,088.3
영업활동자산부채증감	-146.8	285.4	-175.6	-220.9	-108.7
매출채권및기타채권의감소	667.1	146.6	-149.4	-189.3	-95.7
재고자산의감소	-171.0	38.1	-140.3	-177.8	-89.9
매입채무및기타채무의증가	-550.4	0.4	183.4	223.0	161.4
기타	-92.5	100.3	-69.3	-76.8	-84.5
기타현금흐름	203.7	-427.0	-504.7	-558.9	-595.8
투자활동 현금흐름	-434.6	-1,110.7	-684.5	-503.4	-526.0
유형자산의 취득	-720.1	-1,165.3	-500.0	-300.0	-300.0
유형자산의 처분	56.0	27.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.7	-0.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	616.8	169.7	-27.0	-27.0	-27.0
단기금융자산의감소(증가)	-40.3	-79.9	-95.6	-114.5	-137.0
기타	-347.7	-62.0	-61.9	-61.9	-62.0
재무활동 현금흐름	-69.6	-42.6	114.1	-85.6	-85.6
차입금의 증가(감소)	174.4	380.8	500.0	300.0	300.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-37.2	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-57.5	-32.9	-32.6	-32.2	-32.2
기타	-186.5	-353.3	-353.3	-353.4	-353.4
기타현금흐름	-3.3	7.5	-79.2	-79.2	-79.2
현금 및 현금성자산의 순증가	219.1	60.4	184.5	257.4	415.2
기초현금 및 현금성자산	805.0	1,024.1	1,084.5	1,269.0	1,526.4
기말현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,269.0	1,526.4	1,941.6

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,133	-1,457	1,316	2,201	2,829
BPS	37,081	35,228	36,334	38,324	40,943
CFPS	5,038	6,739	9,314	10,488	11,134
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	17.8	-12.9	10.6	6.3	4.9
PER(최고)	32.3	-16.5	16.0		
PER(최저)	13.0	-10.9	7.1		
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
PBR(최고)	1.0	0.7	0.6		
PBR(최저)	0.4	0.5	0.3		
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PCFR	4.0	2.8	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	10.0	8.7	8.4	6.9	6.1
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	20.3	-13.0	14.3	8.5	6.6
배당수익률(%보통주, 현금)	1.0	1.1	1.4	1.4	1.4
ROA	1.1	-1.6	1.4	2.2	2.7
ROE	3.1	-4.0	3.7	5.9	7.1
ROIC	2.6	3.3	3.3	5.0	6.1
매출채권회전율	5.2	5.7	6.3	6.3	6.2
재고자산회전율	6.9	6.4	6.7	6.8	6.6
부채비율	144.6	170.1	176.1	174.9	170.2
순차입금비율	72.0	87.4	88.3	82.4	73.3
이자보상배율	2.2	1.7	1.6	2.3	2.7
총차입금	5,913.3	6,643.4	7,143.4	7,443.4	7,743.4
순차입금	4,484.2	5,074.1	5,293.9	5,222.1	4,969.8
NOPLAT	794.4	939.5	907.3	1,098.5	1,203.8
FCF	-171.6	-11.3	134.3	431.7	616.1

Compliance Notice

- 당사는 4월 16일 현재 '한화솔루션' 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.

고지사항

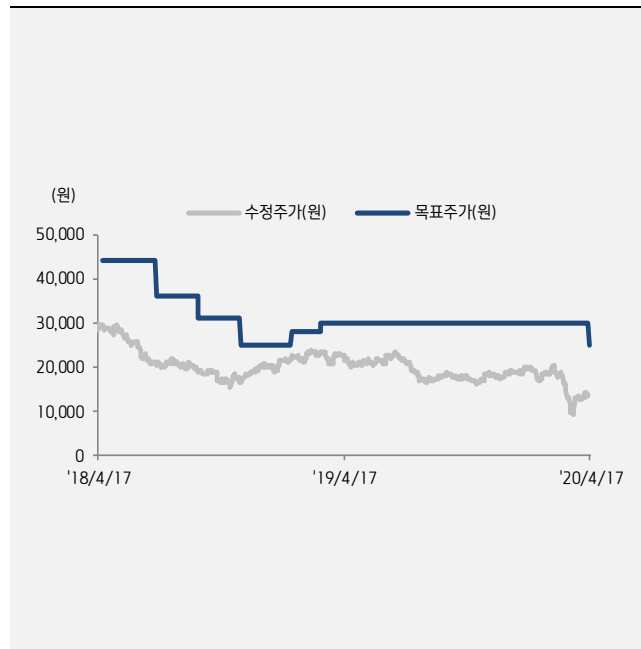
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)						
담당자변경	2018/04/23	Buy(Reinitiate)	44,000원	6개월	-34.48	-33.18
	2018/05/02	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-34.89	-32.73
	2018/05/15	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-36.51	-32.73
	2018/06/05	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-41.66	-32.73
	2018/07/11	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-42.13	-39.58
	2018/08/16	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-43.06	-39.58
	2018/09/12	Buy(Maintain)	31,000원	6개월	-42.35	-37.58
	2018/11/14	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-22.94	-16.80
	2019/01/10	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-21.59	-13.80
	2019/01/21	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-20.81	-12.00
	2019/01/29	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-21.62	-18.93
	2019/02/20	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-19.86	-15.00
	2019/03/04	Buy(Maintain)	28,000원	6개월	-19.45	-15.00
	2019/03/14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-27.19	-21.33
	2019/05/09	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-27.85	-21.33
	2019/05/29	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-31.41	-21.33
	2019/09/23	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-42.08	-38.17
	2019/11/14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-39.96	-33.67
	2020/01/13	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-40.58	-32.33
	2020/04/17	Buy(Maintain)	25,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 초과수익의 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/03/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%