



하나금융그룹

2020년 5월 13일 | Equity Research

한화솔루션 (009830)

실적 서프라이즈. 높아진 태양광의 이익 체력을 입증

1Q20 영업이익 컨센 80% 상회하는 서프라이즈. 태양광 덕

1Q20 영업이익은 1,590억원(QoQ +430%, YoY +62%)으로 컨센(879억원)을 80% 상회했다. 지분법은 -893억원으로 매우 부진했는데, 이는 YNCC/한화토탈에서 총 2천억원에 육박하는 재고관련손실이 영업이익에 반영된 영향이다. 태양광 영업이익은 1,009억원(QoQ +32%)으로 서프라이즈였다. 전분기의 일회성손실 630억원(성과급/대손비용)이 제거되면서 높아진 태양광의 이익 체력이 입증된 셈이다. COVID-19에도 불구 물량은 견조했고, 판가는 소폭 하락했다. 하지만, 수익성 높은 미국 판매 비중 확대가 주효했다. 케미칼 영업이익은 559억원(QoQ 흑전)으로 큰 폭 개선되었다. 낮은 원료가 투입에 따른 스프레드 개선 영향이다. 첨단소재/리테일 모두 COVID-19 영향으로 적자는 지속되었다.

2Q20 영업이익 QoQ 29% 감익 예상. 태양광 영향

2Q20 영업이익은 1,136억원(QoQ -29%, YoY +16%)으로 전분기 대비 감익을 전망한다. 케미칼은 낮은 원료가 투입 및 PVC를 중심으로 한 수요 회복 움직임에 따라 영업이익 746억원(QoQ +33%)으로 개선을 전망한다. 하지만, 태양광의 영업이익은 567억원(QoQ -44%)으로 전분기 대비 감익되는 점이 아쉽다. COVID-19에 따른 글로벌 태양광 설치량 축소에 따른 전반적인 물량 감소와 ASP 하락이 실질적으로 실적에 영향을 미칠 가능성이 매우 높기 때문이다. 첨단소재/리테일 또한 COVID-19 영향이 지속되며 보유세도 반영되기 때문에 적자는 확대될 가능성이 높다.

케미칼 회복과 태양광 Identity 확립으로 Valuation 확장

TP를 2.0만원에서 2.4만원으로 상향한다. 케미칼/태양광을 중심으로 2020~21년 추정치를 상향한 결과다. 1) 케미칼은 저원가 투입효과 및 중국 중심의 산업활동 정상화에 따른 실적 개선에 더해 자회사인 NCC의 경쟁력 확보까지 더해질 것이다. 2) 태양광은 2Q20 부진에도 불구하고, 하반기에는 미국 등을 중심으로 이연된 수요가 재차 회복되면서 2020년 영업이익 2,926억원(YoY +31%)으로 전사의 50%에 육박할 것이다. 이는 태양광업체로서의 Identity 확립을 가속화할 것이고 Valuation 재평가를 견인할 가능성이 높다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 24,000원(상향) | CP(5월 12일): 15,550원

Key Data

		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,922.17		
52주 최고/최저(원)	23,250/9,410	9,732.6	10,338.7
시가총액(십억원)	2,511.0	425.8	539.7
시가총액비중(%)	0.21	262.5	367.3
발행주식수(천주)	161,479.3	EPS(원)	1,609
60일 평균 거래량(천주)	1,588.6	BPS(원)	2,270
60일 평균 거래대금(십억원)	23.6		38,837
20년 배당금(예상,원)	200		
20년 배당수익률(예상,%)	1.29		
외국인지분율(%)	20.92		
주요주주 지분율(%)			
한화 외 5 인	37.05		
국민연금공단	11.30		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.3 (9.6) (26.3)		
상대	6.8 0.7 (19.2)		

Consensus Data

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	9,046.0	9,503.3	9,077.5	9,567.4	9,915.4
영업이익	십억원	354.3	378.3	598.2	666.8	720.7
세전이익	십억원	288.3	(217.4)	466.2	727.8	812.6
순이익	십억원	186.7	(237.6)	347.2	528.1	589.6
EPS	원	1,133	(1,457)	2,135	3,248	3,626
증감률	%	(77.2)	적전	흑전	52.1	11.6
PER	배	17.83	N/A	7.28	4.79	4.29
PBR	배	0.54	0.54	0.42	0.39	0.36
EV/EBITDA	배	10.01	8.75	6.26	5.67	4.96
ROE	%	3.08	(4.02)	5.90	8.40	8.65
BPS	원	37,081	35,228	37,163	40,213	43,641
DPS	원	200	200	200	200	200



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA 손진원

02-3771-3811

jvshon@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 한화솔루션 1Q20 실적 Review

	1Q20	4Q19	1Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	2,248.4	2,451.7	2,236.2	0.5	-8.3	2,491.1	-9.7	2,399.2	-6.3
영업이익	159.0	30.0	98.3	61.7	430.0	94.1	69.0	87.9	80.9
세전이익	51.2	-555.1	156.8	-67.3	109.2	62.4	-17.9	59.5	-13.9
순이익	64.8	-494.4	118.0	-45.1	113.1	45.3	43.0	53.1	22.0
영업이익률	7.1	1.2	4.4	2.7	5.8	3.8	3.3	3.7	3.4
세전이익률	2.3	-22.6	7.0	-4.7	24.9	2.5	-0.2	2.5	-0.2
순이익률	2.9	-20.2	5.3	-2.4	23.0	1.8	1.1	2.2	0.7

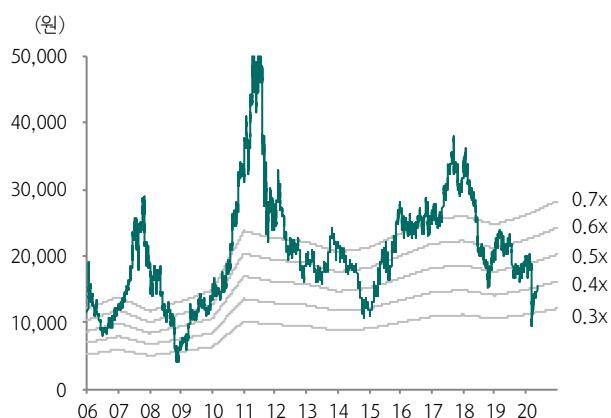
자료: 하나금융투자

표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

	2020F	2021F
매출액	변경후 9,077.5	변경전 9,652.2
영업이익	598.2	424.0
세전이익	466.2	290.1
순이익	347.2	210.5
영업이익률	6.6	4.4
세전이익률	5.1	3.0
순이익률	3.8	2.2
차이	-6.0	41.1
변경후	9,567.4	9,650.4
변경전	727.8	483.3
차이	64.9	350.7
	528.1	50.6
	7.0	1.6
	2.1	2.6
	1.6	1.9

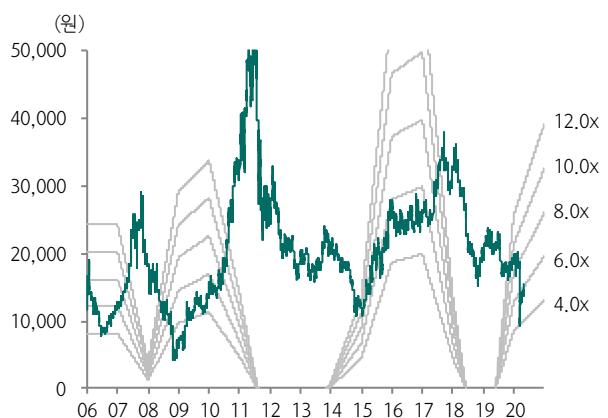
자료: 하나금융투자

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	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
매출액	2,236.2	2,374.1	2,441.2	2,451.7	2,248.4	2,094.0	2,396.2	2,338.9	9,046.1	9,503.2	9,077.5	9,567.4
QoQ(%)	-7.1%	6.2%	2.8%	0.4%	-8.3%	-6.9%	14.4%	-2.4%				
YoY(%)	7.7%	5.5%	5.6%	1.8%	0.5%	-11.8%	-1.8%	-4.6%	-3.2%	5.1%	-4.5%	5.4%
케미칼	911.5	994.9	1,007.7	925.6	900.3	871.6	898.8	867.8	4,372.2	3,839.7	3,538.6	3,737.0
태양광	1,264.8	1,394.5	1,638.4	1,852.6	1,739.7	1,491.1	1,754.3	1,717.0	3,622.8	6,150.3	6,702.2	6,794.5
가공소재	232.1	252.4	248.2	244.7	216.0	204.3	217.7	216.0	1,047.6	977.4	854.0	880.8
리테일	171.5	175.5	135.3	148.9	103.4	140.4	142.1	156.3	704.2	631.2	542.2	569.3
기타	253.1	301.9	269.3	227.2	232.5	243.0	234.2	236.6	1,023.6	1,051.5	946.3	948.1
연결조정	-596.8	-745.0	-857.7	-858.6	-859.4	-860.3	-861.1	-862.0	-1,724.4	-3,058.1	-3,442.8	-3,456.6
영업이익	98.3	97.6	152.5	30.0	159.0	113.6	168.2	157.3	354.3	378.4	598.2	666.8
영업이익률(%)	4.4%	4.1%	6.2%	1.2%	7.1%	5.4%	7.0%	6.7%	3.9%	4.0%	6.6%	7.0%
QoQ(%)	흑전	-0.7%	56.2%	-80.3%	430.0%	-28.5%	48.0%	-6.5%				
YoY(%)	-42.9%	-47.0%	62.5%	흑전	61.7%	16.4%	10.3%	424.4%	-53.2%	6.8%	58.1%	11.5%
케미칼	53.7	50.2	75.6	-4.6	55.9	74.6	75.7	75.7	367.2	174.9	281.9	344.1
영업이익률(%)	5.9%	5.0%	7.5%	-0.5%	6.2%	8.6%	8.4%	8.7%	8.4%	4.6%	8.0%	9.2%
QoQ(%)	흑전	-6.5%	50.6%	적전	흑전	33.4%	1.6%	0.0%				
YoY(%)	-63.8%	-72.4%	-14.0%	적지	4.1%	48.5%	0.2%	흑전	-41.8%	-52.4%	61.2%	22.0%
태양광	48.9	32.7	65.6	76.3	100.9	56.7	68.4	66.6	-10.7	223.5	292.6	272.1
영업이익률(%)	3.9%	2.3%	4.0%	4.1%	5.8%	3.8%	3.9%	3.9%	-0.3%	3.6%	4.4%	4.0%
QoQ(%)	흑전	-33.1%	100.6%	16.3%	32.2%	-43.8%	20.7%	-2.6%				
YoY(%)	39.7%	흑전	흑전	흑전	106.3%	73.3%	4.3%	-12.7%	적전	흑전	30.9%	-7.0%
첨단소재	-7.7	-2.8	-0.6	-19.6	-5.7	-8.6	4.3	4.4	-13.4	-30.7	-5.6	18.3
영업이익률(%)	-3.3%	-1.1%	-0.2%	-8.0%	-2.6%	-4.2%	2.0%	2.0%	-1.3%	-3.1%	-0.7%	2.1%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	2.0%				
YoY(%)	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지	흑전
리테일	7.1	-6.7	-0.8	8.0	-5.1	-8.7	14.2	8.0	19.1	7.6	8.4	13.6
영업이익률(%)	4.1%	-3.8%	-0.6%	5.4%	-4.9%	-6.2%	10.0%	5.1%	2.7%	1.2%	1.6%	2.4%
QoQ(%)	-38.3%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	-43.7%				
YoY(%)	47.9%	적전	적전	-30.4%	적전	적지	흑전	0.0%	-16.6%	-60.2%	10.9%	61.3%
기타	13.1	20.9	11.7	-5.7	7.4	5.9	5.9	5.9	4.6	40.0	25.2	27.7
영업이익률(%)	5.2%	6.9%	4.3%	-2.5%	3.2%	2.4%	2.5%	2.5%	0.4%	3.8%	2.7%	2.9%
QoQ(%)	흑전	59.5%	-44.0%	적전	흑전	-20.0%	0.0%	0.0%				
YoY(%)	627.8%	190.3%	48.1%	적지	-43.5%	-71.7%	-49.4%	흑전	-93.9%	769.6%	-37.1%	10.0%
연결조정	-16.8	3.3	0.9	-24.4	5.6	-6.3	-0.3	-3.3	-12.5	-37.0	-4.3	-9.0
지분법이익	96.5	31.8	81.0	4.5	-89.3	47.0	61.0	73.7	417.8	213.8	92.4	312.0
QoQ(%)	375.4%	-67.0%	154.7%	-94.4%	적전	흑전	29.8%	20.7%				
YoY(%)	-25.0%	-76.1%	-40.3%	-77.8%	적전	47.9%	-24.7%	1536.7%	-29.6%	-48.8%	-56.8%	237.6%
당기순이익	119.8	23.0	111.5	-503.1	64.1	72.8	126.0	100.7	160.4	-248.9	363.6	553.1
당기순이익률(%)	5.4%	1.0%	4.6%	-20.5%	2.8%	3.5%	5.3%	4.3%	1.8%	-2.6%	4.0%	5.8%
QoQ(%)	흑전	-80.8%	385.3%	적전	흑전	13.7%	73.1%	-20.1%				
YoY(%)	-59.0%	-87.6%	흑전	적지	-46.5%	216.9%	13.0%	흑전	-80.8%	적전	흑전	52.1%
지배순이익	118.0	25.4	113.4	-494.4	64.8	69.5	120.3	92.6	186.7	-237.6	347.2	528.1

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	9,046.0	9,503.3	9,077.5	9,567.4	9,915.4
매출원가	7,458.6	7,732.1	7,016.3	7,317.0	7,480.5
매출총이익	1,587.4	1,771.2	2,061.2	2,250.4	2,434.9
판관비	1,233.1	1,392.8	1,463.0	1,583.6	1,714.1
영업이익	354.3	378.3	598.2	666.8	720.7
금융순이익	(135.6)	(198.2)	(206.6)	(201.0)	(190.3)
종속/관계기업순이익	417.8	213.8	92.4	312.0	332.1
기타영업외순이익	(348.2)	(611.4)	(17.8)	(50.0)	(50.0)
세전이익	288.3	(217.4)	466.2	727.8	812.6
법인세	127.9	31.4	102.6	174.7	195.0
계속사업이익	160.4	(248.9)	363.6	553.1	617.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	160.4	(248.9)	363.6	553.1	617.5
비지배주주지분순이익	(26.2)	(11.2)	16.4	25.0	27.9
지배주주순이익	186.7	(237.6)	347.2	528.1	589.6
지배주주지분포괄이익	108.1	(230.2)	333.7	507.6	566.8
NOPAT	197.2	433.0	466.6	506.8	547.8
EBITDA	794.4	939.5	1,168.8	1,247.4	1,232.1
성장성(%)					
매출액증가율	(3.2)	5.1	(4.5)	5.4	3.6
NOPAT증가율	(66.7)	119.6	7.8	8.6	8.1
EBITDA증가율	(33.4)	18.3	24.4	6.7	(1.2)
영업이익증가율	(53.2)	6.8	58.1	11.5	8.1
(지배주주)순익증가율	(77.4)	적전	흑전	52.1	11.6
EPS증가율	(77.2)	적전	흑전	52.1	11.6
수익성(%)					
매출총이익률	17.5	18.6	22.7	23.5	24.6
EBITDA이익률	8.8	9.9	12.9	13.0	12.4
영업이익률	3.9	4.0	6.6	7.0	7.3
계속사업이익률	1.8	(2.6)	4.0	5.8	6.2

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,133	(1,457)	2,135	3,248	3,626
BPS	37,081	35,228	37,163	40,213	43,641
CFPS	5,038	6,739	7,108	8,744	8,774
EBITDAPS	4,820	5,762	7,188	7,671	7,578
SPS	54,892	58,283	55,826	58,839	60,979
DPS	200	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	17.8	N/A	7.3	4.8	4.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCFR	4.0	2.8	2.2	1.8	1.8
EV/EBITDA	10.0	8.7	6.3	5.7	5.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	3.1	(4.0)	5.9	8.4	8.6
ROA	1.3	(1.5)	2.2	3.3	3.5
ROIC	2.5	5.1	5.5	5.9	6.5
부채비율	144.6	170.1	158.6	148.7	138.3
순부채비율	72.3	87.5	76.7	66.6	47.6
이자보상배율(배)	2.2	1.7	2.5	2.8	3.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

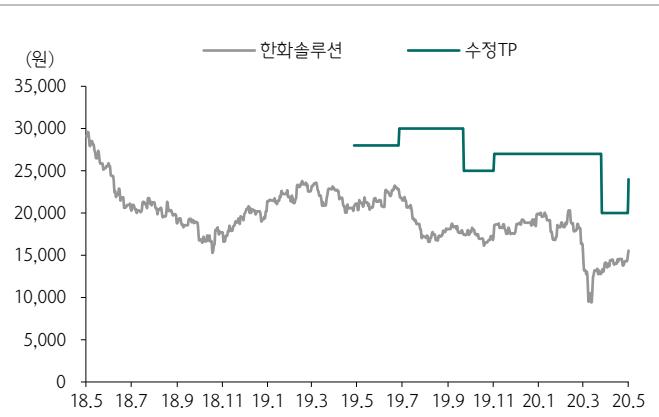
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,012.5	5,322.6	5,543.3	5,996.5	7,108.4
금융자산	1,435.1	1,575.5	1,949.7	2,226.3	3,212.7
현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,480.6	1,732.0	2,700.5
매출채권 등	1,762.4	1,575.8	1,505.2	1,586.4	1,644.1
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,413.6	1,489.9	1,544.1
기타유동자산	347.5	691.4	674.8	693.9	707.5
비유동자산	10,219.0	10,358.5	10,322.5	10,556.1	10,147.1
투자자산	2,790.0	2,845.3	2,720.0	2,864.1	2,966.5
금융자산	87.3	75.7	72.3	76.2	79.0
유형자산	6,684.1	6,594.0	6,710.0	6,821.3	6,327.8
무형자산	479.4	421.2	394.5	372.7	354.8
기타비유동자산	265.5	498.0	498.0	498.0	498.0
자산총계	15,231.5	15,681.1	15,865.8	16,552.6	17,255.5
유동부채	5,132.5	5,831.0	5,723.5	5,847.2	5,935.0
금융부채	2,930.4	3,454.3	3,451.1	3,454.7	3,457.3
매입채무 등	1,630.9	1,740.3	1,662.4	1,752.1	1,815.8
기타유동부채	571.2	636.4	610.0	640.4	661.9
비유동부채	3,871.9	4,044.3	4,006.6	4,049.9	4,080.8
금융부채	3,008.4	3,202.9	3,202.9	3,202.9	3,202.9
기타비유동부채	863.5	841.4	803.7	847.0	877.9
부채총계	9,004.4	9,875.3	9,730.1	9,897.2	10,015.8
지배주주지분	6,090.0	5,728.1	6,042.8	6,538.7	7,096.2
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	857.0	804.5	804.5	804.5	804.5
자본조정	(3.4)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
기타포괄이익누계액	(81.3)	(70.5)	(70.5)	(70.5)	(70.5)
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,490.5	4,986.5	5,544.0
비지배주주지분	137.1	77.7	92.9	116.8	143.5
자본총계	6,227.1	5,805.8	6,135.7	6,655.5	7,239.7
순금융부채	4,503.7	5,081.6	4,704.3	4,431.3	3,447.5

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	726.7	1,206.1	1,064.7	1,233.9	1,222.3
당기순이익	160.4	(248.9)	363.6	553.1	617.5
조정	713.1	1,169.6	689.7	694.0	614.1
감가상각비	440.1	561.2	570.7	580.6	511.4
외환거래손익	67.3	13.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(175.2)	0.0	0.0	0.0
기타	563.9	770.5	119.0	113.4	102.7
영업활동자산부채변동	(146.8)	285.4	11.4	(13.2)	(9.3)
투자활동 현금흐름	(434.6)	(1,110.7)	(394.2)	(715.3)	14.6
투자자산감소(증가)	614.8	158.5	124.1	(145.3)	(103.5)
유형자산감소(증가)	(664.0)	(1,138.0)	(660.0)	(670.0)	0.0
기타	(385.4)	(131.2)	141.7	100.0	118.1
재무활동 현금흐름	(69.6)	(42.6)	(274.4)	(267.3)	(268.4)
금융부채증가(감소)	1,462.8	718.3	(3.1)	3.6	2.6
자본증가(감소)	19.5	(52.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,494.4)	(675.5)	(238.7)	(238.7)	(238.8)
배당지급	(57.5)	(32.9)	(32.6)	(32.2)	(32.2)
현금의 증감	219.1	60.4	396.1	251.3	968.5
Unlevered CFO	830.2	1,098.8	1,155.8	1,421.8	1,426.7
Free Cash Flow	6.6	40.8	404.7	563.9	1,222.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.5.13	BUY	24,000		
20.4.7	BUY	20,000	-29.77%	-25.25%
19.11.14	BUY	27,000	-35.52%	-24.81%
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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 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	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 12일

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 05월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 05월 13일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.