

한화솔루션

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지)

22,000원

현재주가(05/12)

15,550원

Up/Downside

+41.5%

2020. 05. 13

우려가 없으면 기회도 없다

News

1Q20 영업이익 1,590억원 surprise, 세전은 부합: 한화솔루션의 1Q 영업이익은 1,590억원(QoQ +430%/YoY+62%)으로 케미칼/태양광 호조에 따라 시장 컨센서스 879억원, DB 추정치 865억원을 큰 폭으로 상회했다. 우선 케미칼은 투입 원재료(에틸렌/납사) 하락으로 559억원을 시현했다. 태양광은 출하량이 4Q와 유사했으며 ASP는 하락했지만 4Q 일회성 비용 제거 영향으로 1,009억원을 시현했다. 4Q19 430억원의 일회성 비용에도 불구하고 영업이익 763억원(영업이익률 7.3%)를 시현하며 surprise를 시현한 태양광 부문은 코로나 19 영향에도 불구하고 2개 분기 연속 추정치를 큰 폭으로 상회했으며 태양광의 높아진 이익 체력을 재확인했음을 주목하자. 다만 YNCC/토탈/한화호텔엔드리조트 부진으로 지분법손익이 -893억원으로 극도로 부진함에 따라 세전이익은 추정치와 유사했다.

Comment

코로나 19 영향으로 2Q 부진 예상되나 하반기 반등에 주목: 2Q 영업이익은 1,020억원(QoQ-36%/YoY+4.5%)으로 QoQ 둔화가 예상된다. 코로나 19여파에 따른 미국/유럽의 이동제한 조치가 본격화되면서 태양광 출하량이 하락할 수 밖에 없는 환경이며 수요 부진에 따른 ASP 하락으로 태양광 영업이익은 479억원을 예상한다.(다소 보수적인 가정 적용, 출하량 QoQ -20%) 다만 미국 관세 인하, ITC 축소 전 선수요 발생 등에 따른 수혜는 여전하기에 하반기로 갈 수록 이익 반등 폭이 커질 것으로 판단한다. 케미칼은 저가 원재료 투입에 따른 spread 개선 효과가 지속될 것으로 예상하며 이는 인도 PVC 수요 개선이 예상되는 3Q까지 이어질 것으로 전망한다.

Action

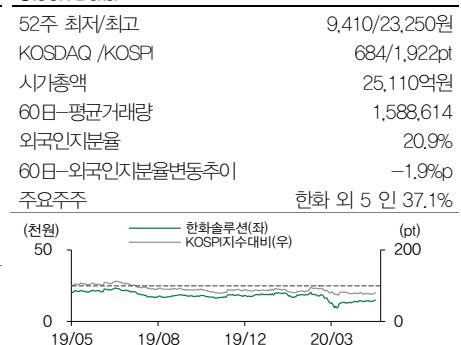
우려가 없으면 기회도 없다: 1Q surprise를 통해 태양광의 높은 수익성을 재확인했으며 2Q 부진을 감안해도 연간 영업이익 레벨이 높아진 것을 부인할 수 없다. 2Q 태양광 수요 우려로 상대적으로 주가 반등 속도가 더뎠지만 태양광 발전단가 하락, 글로벌 친환경 정책 강화 등의 우호적인 환경은 바뀐 게 없다. 우려가 클 때가 기회다. 목표주가 2.2만원, 화학 top-picks 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046	9,503	9,113	9,754	9,888
(증가율)	-3.2	5.1	-4.1	7.0	1.4
영업이익	354	378	555	737	637
(증가율)	-53.2	6.8	46.6	32.9	-13.6
자배주주순이익	187	-238	299	520	489
EPS	1,139	-1,467	1,845	3,210	3,018
PER (H/L)	32.1/12.9	NA/NA	8.4	4.8	5.2
PBR (H/L)	1.0/0.4	0.7/0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	13.4/9.0	9.6/8.4	7.7	6.5	6.4
영업이익률	3.9	4.0	6.1	7.6	6.4
ROE	3.1	-4.0	5.1	8.4	7.4

Stock Data



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	10.3	-17.7	-26.3
상대기준	6.8	-4.2	-19.2

도표 1. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	2,236	2,374	2,441	2,452	2,248	2,123	2,327	2,415	9,503	9,113	9,754
%YoY	7.7	5.5	5.6	1.8	0.5	-10.6	-4.7	-1.5	5.1	-4.1	7.0
%QoQ	-7.1	6.2	2.8	0.4	-8.3	-5.6	9.6	3.8			
케미칼	846	911	923	846	830	742	824	821	3,527	3,218	3,533
첨단소재	192	212	204	200	191	206	206	202	808	805	813
리테일	162	166	128	138	96	108	114	139	594	457	487
태양광	795	789	922	1,049	906	801	916	1,032	3,555	3,655	3,932
기타	242	296	264	218	226	266	267	220	1,020	979	989
연결 영업이익	98	98	152	30	159	102	151	143	378	555	737
%YoY	-42.9	-47.0	62.5	흑전	61.7	4.5	-0.9	3.8	6.8	46.6	32.9
%QoQ	흑전	-0.7	56.1	-80.3	430.0	-35.8	48.1	-5.7			
케미칼	54	50	76	-5	56	68	86	29	175	239	346
첨단소재	-8	-3	-1	-20	-6	-14	-10	-10	-31	-41	-38
리테일	7	-7	-1	8	-5	-7	8	16	8	12	37
태양광	49	33	66	76	101	48	61	108	224	318	374
기타	13	21	12	-6	7	7	7	0	40	21	19
영업이익률	4.4	4.1	6.2	1.2	7.1	4.8	6.5	5.9	4.0	6.1	7.6
케미칼	6.3	5.5	8.2	-0.5	6.6	9.1	10.2	3.5	4.6	7.3	9.6
첨단소재	-4.0	-1.3	-0.3	-9.8	-3.0	-7.0	-5.0	-5.0	-3.8	-5.0	-4.7
리테일	4.4	-4.0	-0.6	5.8	-5.3	-6.1	6.9	11.6	1.3	2.7	7.6
태양광	6.2	4.1	7.1	7.3	11.1	6.0	6.7	10.4	6.3	8.7	9.5
기타	5.4	7.1	4.4	-2.6	3.3	2.5	2.5	0.0	3.9	2.1	1.9

자료: 한화솔루션 DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012	5,323	4,982	4,887	5,158
현금및현금성자산	1,024	1,085	931	659	968
매출채권및기타채권	1,762	1,576	1,628	1,753	1,739
재고자산	1,467	1,480	1,323	1,444	1,477
비유동자산	10,219	10,358	10,891	11,002	10,887
유형자산	6,684	6,594	7,159	7,295	7,200
무형자산	479	421	389	363	344
투자자산	2,790	2,845	2,845	2,845	2,845
자산총계	15,231	15,681	16,564	16,581	16,736
유동부채	5,133	5,831	5,699	5,459	5,491
매입채무및기타채무	1,631	1,740	1,698	1,758	1,790
단기应付및당기차채	2,239	2,675	2,675	2,375	2,375
유동성장기부채	655	709	709	709	709
비유동부채	3,872	4,044	4,844	4,644	4,344
사채및장기차입금	2,995	2,984	3,784	3,584	3,284
부채총계	9,004	9,875	10,543	10,104	9,835
자본금	821	821	821	821	821
자본잉여금	857	805	805	805	805
이익잉여금	4,497	4,176	4,419	4,859	5,267
비자매주자분	137	78	81	97	112
자본총계	6,227	5,806	6,021	6,477	6,901

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	727	1,206	1,018	908	1,054
당기순이익	160	-249	302	536	505
현금유동이없는비용및수익	670	1,348	782	752	710
유형및무형자산상각비	440	561	568	589	615
영업관련자산부채변동	-147	285	-50	-229	-1
매출채권및기타채권의감소	667	147	-53	-124	13
재고자산의감소	-171	38	157	-121	-33
매입채무및기타채무의증가	-550	0	-43	60	32
투자활동현금흐름	-435	-1,111	-1,016	-385	-140
CAPEX	-720	-1,165	-1,100	-700	-500
투자자산의순증	615	158	10	206	270
재무활동현금흐름	-70	-43	537	-794	-605
사채및자본의증가	1,463	718	800	-500	-300
자본금및자본잉여금의증가	20	-52	0	0	0
배당금지급	-58	-33	0	-56	-81
기타현금흐름	-3	8	-693	0	0
현금의증가	219	60	-154	-271	309
기초현금	805	1,024	1,085	931	659
기말현금	1,024	1,085	931	659	968

자료: 한화솔루션 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046	9,503	9,113	9,754	9,888
매출원가	7,459	7,732	7,223	7,587	7,802
매출총이익	1,587	1,771	1,890	2,167	2,086
판관비	1,233	1,393	1,336	1,430	1,449
영업이익	354	378	555	737	637
EBITDA	794	940	1,122	1,326	1,252
영업외손익	-66	-595	-236	-49	27
금융순익	-136	-198	-206	-215	-203
투자순익	418	214	10	206	270
기타영업외손익	-348	-611	-40	-40	-40
세전이익	288	-217	319	688	664
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	-249	302	536	505
자비주주지분순이익	187	-238	299	520	489
비자매주주지분순이익	-26	-11	3	16	15
총포괄이익	75	-251	302	536	505
증감률(%YoY)					
매출액	-3.2	5.1	-4.1	7.0	1.4
영업이익	-53.2	6.8	46.6	32.9	-13.6
EPS	-7.72	적전	흑전	73.9	-60

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,139	-1,467	1,845	3,210	3,018
BPS	37,081	35,228	36,534	39,239	41,753
DPS	200	0	350	500	500
Multiple(배)					
P/E	17.7	NA	8.4	4.8	5.2
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	10.0	8.7	7.7	6.5	6.4
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.0	6.1	7.6	6.4
EBITDA마진	8.8	9.9	12.3	13.6	12.7
순이익률	1.8	-2.6	3.3	5.5	5.1
ROE	3.1	-4.0	5.1	8.4	7.4
ROA	1.1	-1.6	1.9	3.2	3.0
ROI	2.6	5.0	5.9	6.2	5.1
안정성및기타					
부채비율(%)	144.6	170.1	175.1	156.0	142.5
이자보상배율(배)	2.2	1.7	2.4	3.1	2.8
배당성향(배)	20.3	0.0	18.5	14.9	15.8

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 별간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인인 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리시저센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하위없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주가와 권리율은 수정주가를 기준으로 신작되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

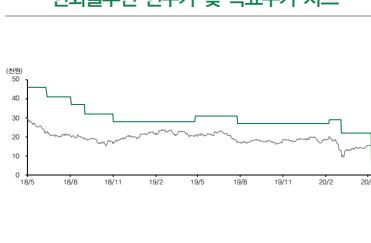
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

한화솔루션 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		
			평균				평균		
			최고/최저				최고/최저		
18/01/16	Buy	46,000	-35.1	-21.3	20/02/21	Buy	29,000	-41.7	-34.1
18/06/25	Buy	41,000	-49.1	-44.8	20/03/18	Buy	22,000	-	-
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