

2020. 7. 15



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**
02. 6454-4883
jungwon.wee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 25,000 원

현재주가 (7.14) 22,800 원

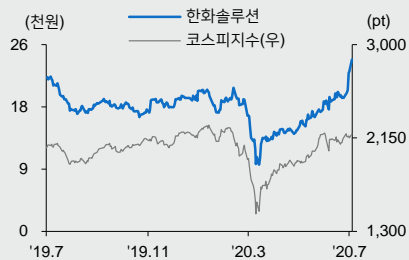
상승여력 9.6%

| | |
|------------|----------------|
| KOSPI | 2,183.61pt |
| 시가총액 | 36,449억원 |
| 발행주식수 | 15,986만주 |
| 유동주식비율 | 62.33% |
| 외국인비중 | 20.18% |
| 52주 최고/최저가 | 24,300원/9,410원 |
| 평균거래대금 | 480.3억원 |

| | |
|----------------|-------|
| 주요주주(%) | |
| 한화 외 4 인 | 37.42 |
| 국민연금공단 | 11.06 |

| | | | |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대주가 | 23.2 | 14.0 | 6.0 |
| 상대주가 | 20.3 | 16.9 | 1.3 |

주가그래프



한화솔루션 009830

2Q20 Preview: 우려 대비 양호한 실적

- ✓ 2Q20 Preview 영업이익 1,050억원 추정, 시장 예상치를 +10.5% 상회 전망
- ✓ 태양광 Covid-19 영향으로 단기 둔화, 연간 태양광 설치 수요 가이드선 부합 전망
- ✓ 강화되는 친환경 정책 수혜: EU의 2050년 탄소제로 목표와 한국의 그린뉴딜 정책 한국 정부의 태양광/풍력 발전 계획: 20년 12.7Gw, 22년 43.3Gw, 25년 113Gw 확대
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가는 2.5만원 유지

2Q20 Preview: Covid-19 영향에 따른 태양광 부진을 기초소재가 상쇄

당분기 영업이익은 1,050억원(-34% QoQ)을 추정, 이는 시장 예상치(951억원)에 부합하겠다. 기초소재 이익 호조가 태양광 영업이익 부진(-42% QoQ)을 상쇄했다. 사업부별 흐름은 (1) 기초소재: 유화부문은 투입원가 하락과 전방 패키징 수요 증가가 수익성 개선을 견인, 화성부문은 PVC/가성소다 하반기 반등 가능성을 확인, 반면 TDI 부진은 지속, (2) 태양광: Covid-19 부작용으로 출하량/판가 동반 하락, (3) 리테일: 종부세 반영으로 이익 부진하나, 갤러리아 광고점 이익 개선 중, (4) 첨단소재: 전방 수요가 위축되며 적자폭 확대이다. 지분법 이익은 509억원을 추정, (1) 화학 자회사: 유가 하락에 따른 긍정적 레깅효과 발생, (2) 기타: 호텔/리조트는 Covid-19 영향으로 영업적자 지속이다.

3Q20 태양광부문 수요 정상화에 기댄 매수 전략 유지

3Q20 영업이익은 1,401억원, 태양광부문은 1,040억원(+77% QoQ)의 이익 기여도가 전망된다. Covid-19 영향으로 태양광 업황 불확실성은 단기적 영향에 그칠 전망이다. 글로벌 태양광 설치 수요는 기존 전망(120~130Gw)이 유지되겠다. 이는 국가별 신재생 에너지 정책 전환에 따른 수요 지지 효과이다. (1) EU의 2050년 탄소제로 정책, (2) 한국의 그린 뉴딜 정책(신재생에너지 투자 일환으로 2020년 태양광/풍력 설치량이 12.7Gw가 2025년 113Gw까지 확대) 등 확대되는 친환경 정책으로 동사의 태양광부문 성장에 유리한 환경이 마련되겠다.

동사에 대해 투자의견 Buy와 적정주가는 2.5만원을 유지

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|----------|
| 2018 | 9,046.0 | 354.4 | 186.7 | 1,139 | -80.7 | 37,081 | 17.7 | 0.5 | 10.0 | 3.1 | 144.6 |
| 2019 | 9,503.3 | 378.3 | -237.6 | -1,469 | -257.2 | 35,228 | -12.8 | 0.5 | 8.7 | -4.0 | 170.1 |
| 2020E | 8,489.0 | 499.1 | 282.5 | 1,760 | -231.1 | 36,847 | 13.8 | 0.7 | 8.3 | 4.8 | 181.0 |
| 2021E | 9,097.9 | 569.1 | 414.7 | 2,593 | 49.6 | 39,224 | 9.4 | 0.6 | 7.4 | 6.8 | 171.0 |
| 2022E | 9,376.4 | 592.8 | 413.3 | 2,584 | 0.5 | 41,591 | 9.4 | 0.6 | 7.1 | 6.4 | 161.3 |

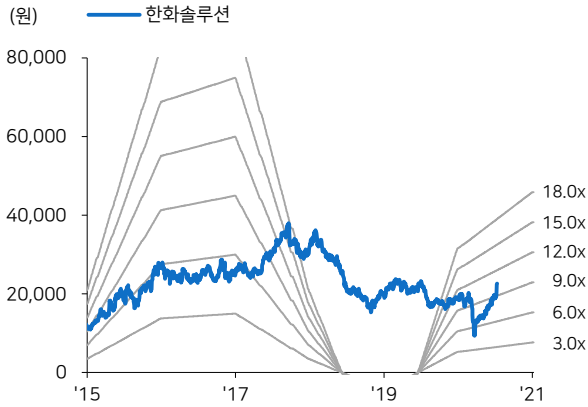
| (십억원) | 2Q20E | 2Q19 | (% YoY) | 1Q20 | (% QoQ) | 컨센서스 | (% diff.) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 매출액 | 1,867.1 | 2,374.1 | -21.4 | 2,248.4 | -17.0 | 2,078.1 | -10.2 |
| 영업이익 | 105.0 | 97.5 | 7.7 | 159.0 | -34.0 | 95.1 | 10.5 |
| 세전이익 | 121.6 | 44.0 | 176.4 | 51.2 | 137.5 | 68.9 | 76.6 |
| 순이익(지배주주) | 87.5 | 25.4 | 244.5 | 64.8 | 35.0 | 48.2 | 81.5 |
| 영업이익률(%) | 5.6 | 4.1 | | 7.1 | | 4.6 | |
| 순이익률(%) | 4.7 | 1.1 | | 2.9 | | 2.3 | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

| (십억원) | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,236.2 | 2,374.1 | 2,441.2 | 2,451.7 | 2,248.4 | 1,867.1 | 2,176.7 | 2,196.8 | 9,503.2 | 8,489.0 | 9,097.8 |
| 기초소재 | 845.9 | 911.1 | 923.2 | 846.3 | 830.4 | 906.2 | 1,017.4 | 989.2 | 3,526.5 | 3,743.2 | 4,107.9 |
| 첨단소재 | 191.7 | 212.0 | 204.0 | 200.4 | 190.5 | 169.6 | 187.7 | 184.4 | 808.1 | 732.2 | 748.4 |
| 리테일 | 161.6 | 166.4 | 127.6 | 138.0 | 95.9 | 99.8 | 160.9 | 171.3 | 593.6 | 527.9 | 709.7 |
| 태양광 | 794.8 | 789.1 | 922.3 | 1,049.1 | 905.7 | 815.1 | 945.6 | 992.8 | 3,555.3 | 3,659.2 | 4,076.7 |
| 기타 | 242.2 | 295.6 | 264.3 | 217.9 | 225.9 | 250.9 | 239.8 | 233.6 | 1,020.0 | 950.2 | 953.3 |
| 영업이익 | 98.3 | 97.5 | 152.5 | 30.0 | 159.0 | 105.0 | 140.1 | 95.0 | 378.3 | 499.1 | 569.1 |
| %OP | 4.4% | 4.1% | 6.2% | 1.2% | 7.1% | 5.6% | 6.4% | 4.3% | 4.0% | 5.9% | 6.3% |
| 기초소재 | 53.7 | 50.2 | 75.6 | -4.6 | 55.9 | 61.9 | 42.3 | 13.2 | 174.9 | 173.3 | 175.5 |
| 첨단소재 | -7.7 | -2.8 | -0.6 | -19.6 | -5.7 | -11.9 | -7.5 | -5.5 | -30.7 | -30.6 | -9.6 |
| 리테일 | 7.1 | -6.7 | -0.8 | 8.0 | -5.1 | -8.2 | -4.8 | 10.3 | 7.6 | -7.8 | -6.9 |
| 태양광 | 48.9 | 32.7 | 65.6 | 76.3 | 100.9 | 58.7 | 104.0 | 89.4 | 223.5 | 353.0 | 407.7 |
| 기타 | 13.1 | 20.9 | 10.5 | -5.7 | 7.4 | 8.1 | 11.5 | -5.4 | 38.8 | 21.6 | 19.2 |
| 세전이익 | 157.0 | 44.0 | 136.0 | -555.0 | 51.2 | 121.6 | 109.0 | 94.1 | -218.0 | 375.9 | 603.4 |
| 순이익(지배주주) | 118.0 | 25.4 | 113.4 | -494.4 | 64.8 | 87.5 | 69.9 | 60.4 | -237.6 | 282.6 | 414.7 |
| %YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 7.7 | 5.5 | 5.6 | 1.8 | 0.5 | -21.4 | -10.8 | -10.4 | 5.1 | -10.7 | 7.2 |
| 영업이익 | -42.9 | -47.1 | 62.6 | 흑전 | 61.7 | 7.7 | -8.1 | 216.7 | 6.7 | 31.9 | 14.0 |
| 세전이익 | -57.2 | -83.1 | 흑전 | 적지 | -67.4 | 176.4 | -19.9 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 60.5 |
| 순이익(지배) | -60.2 | -86.3 | 흑전 | 적지 | -45.1 | 244.5 | -38.4 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 46.7 |
| %QoQ | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | -7.1 | 6.2 | 2.8 | 0.4 | -8.3 | -17.0 | 16.6 | 0.9 | | | |
| 영업이익 | 흑전 | -0.8 | 56.4 | -80.3 | 430.0 | -34.0 | 33.4 | -32.2 | | | |
| 세전이익 | 흑전 | -72.0 | 209.1 | 적전 | 흑전 | 137.5 | -10.4 | -13.7 | | | |
| 순이익(지배주주) | 흑전 | -78.5 | 346.5 | 적전 | 흑전 | 35.0 | -20.1 | -13.6 | | | |

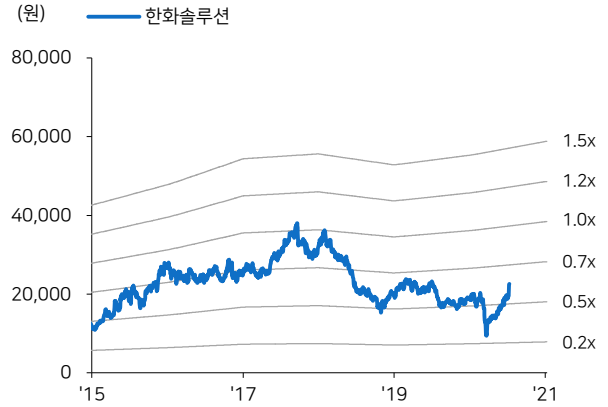
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



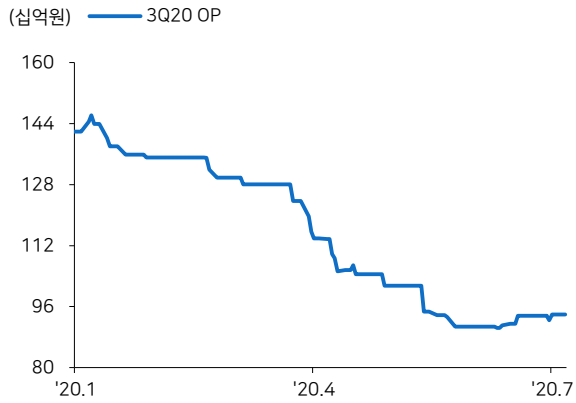
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



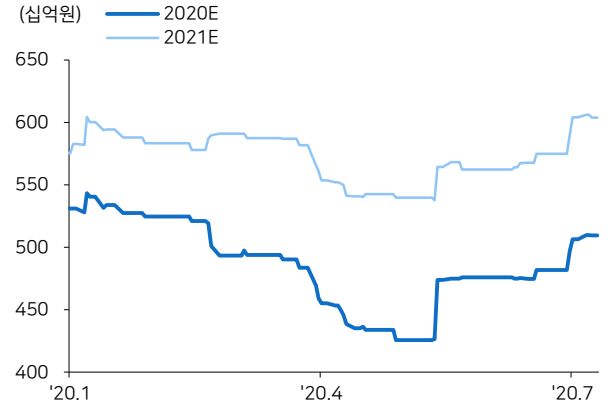
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화솔루션 3Q20 영업이익 컨센서스 흐름



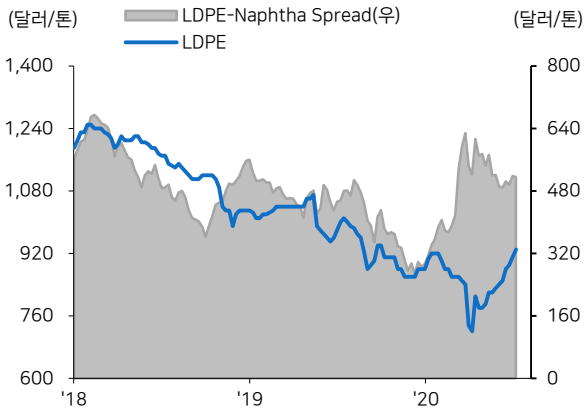
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화솔루션 연간 영업이익 컨센서스 흐름



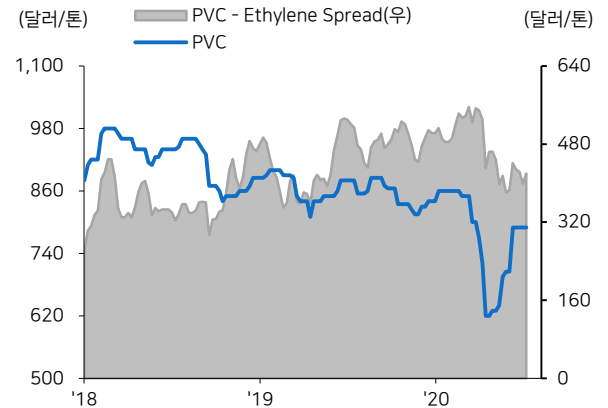
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 LDPE 가격 및 스프레드 추이



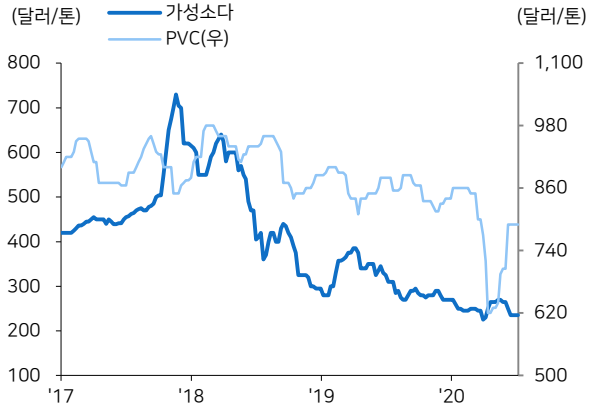
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 PVC 가격 및 스프레드 추이



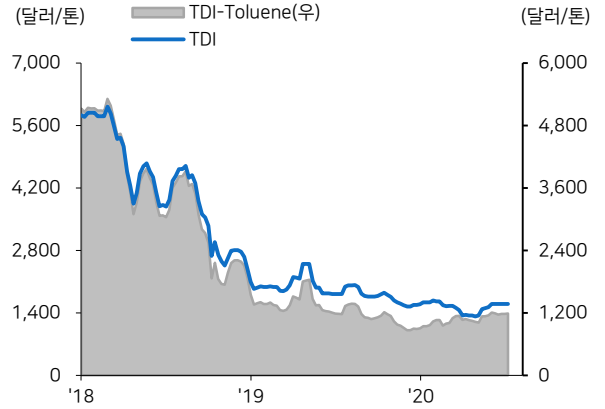
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 PVC / 가성소다 가격 추이



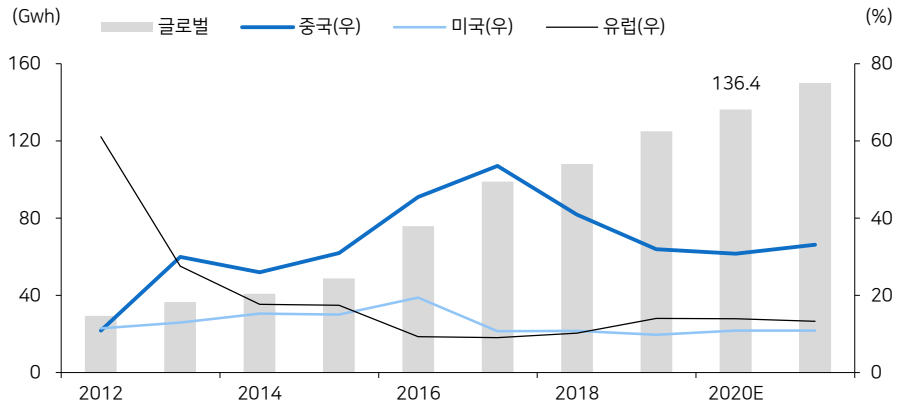
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 TDI 가격 및 스프레드 추이



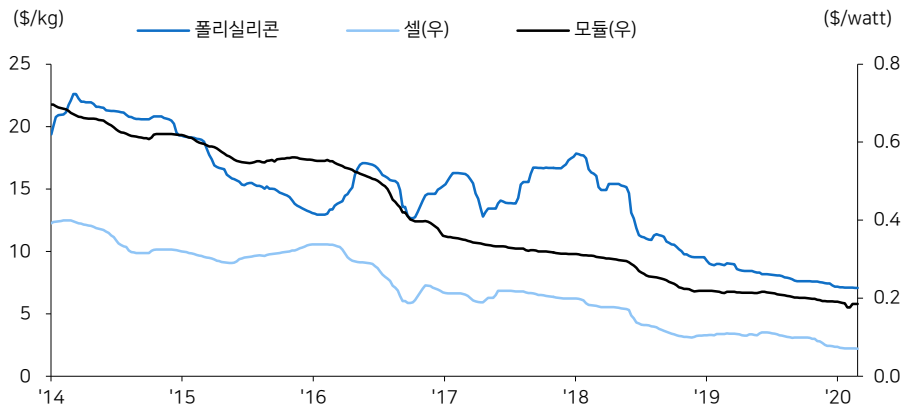
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 태양광 설치 수요



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 태양광 소재 가격 흐름



자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

Income Statement

| (십억원) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 9,046.0 | 9,503.3 | 8,489.0 | 9,097.9 | 9,376.4 |
| 매출액증가율 (%) | -3.2 | 5.1 | -10.7 | 7.2 | 3.1 |
| 매출원가 | 7,458.6 | 7,732.1 | 6,787.1 | 7,223.6 | 7,438.4 |
| 매출총이익 | 1,587.5 | 1,771.2 | 1,702.0 | 1,874.3 | 1,938.0 |
| 판매관리비 | 1,233.1 | 1,392.8 | 1,202.9 | 1,305.2 | 1,345.1 |
| 영업이익 | 354.4 | 378.3 | 499.1 | 569.1 | 592.8 |
| 영업이익률 | 3.9 | 4.0 | 5.9 | 6.3 | 6.3 |
| 금융손익 | -135.6 | -198.2 | -211.0 | -218.6 | -218.1 |
| 중속/관계기업손익 | 417.8 | 213.8 | 59.9 | 213.7 | 233.3 |
| 기타영업외손익 | -348.2 | -611.4 | 29.2 | 41.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 288.3 | -217.4 | 375.9 | 603.4 | 608.1 |
| 법인세비용 | 127.9 | 31.4 | 52.1 | 120.7 | 121.2 |
| 당기순이익 | 160.4 | -248.9 | 323.8 | 482.7 | 485.0 |
| 지배주주지분 손이익 | 186.7 | -237.6 | 282.5 | 414.7 | 413.3 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 유동자산 | 5,012.5 | 5,322.7 | 6,224.3 | 6,433.8 | 6,631.6 |
| 현금및현금성자산 | 1,024.1 | 1,084.5 | 2,205.3 | 2,279.6 | 2,363.5 |
| 매출채권 | 1,651.9 | 1,504.5 | 1,457.9 | 1,514.2 | 1,561.6 |
| 재고자산 | 1,467.5 | 1,479.9 | 1,614.6 | 1,676.9 | 1,729.4 |
| 비유동자산 | 10,219.0 | 10,358.5 | 10,740.6 | 11,148.5 | 11,502.0 |
| 유형자산 | 6,684.1 | 6,594.0 | 7,134.7 | 7,455.0 | 7,735.6 |
| 무형자산 | 479.4 | 421.2 | 421.6 | 412.3 | 403.6 |
| 투자자산 | 2,790.0 | 2,845.3 | 2,546.0 | 2,642.8 | 2,724.5 |
| 자산총계 | 15,231.5 | 15,681.1 | 16,964.9 | 17,582.3 | 18,133.6 |
| 유동부채 | 5,132.5 | 5,831.0 | 6,390.6 | 6,474.8 | 6,545.8 |
| 매입채무 | 1,158.9 | 1,207.3 | 1,140.2 | 1,184.2 | 1,221.2 |
| 단기차입금 | 2,238.7 | 2,675.3 | 3,329.3 | 3,329.3 | 3,329.3 |
| 유동성장기부채 | 654.8 | 709.3 | 878.6 | 878.6 | 878.6 |
| 비유동부채 | 3,871.9 | 4,044.3 | 4,537.9 | 4,620.6 | 4,648.1 |
| 사채 | 1,122.8 | 1,330.1 | 1,532.6 | 1,732.6 | 1,832.6 |
| 장기차입금 | 1,872.2 | 1,654.0 | 1,824.1 | 1,674.1 | 1,574.1 |
| 부채총계 | 9,004.4 | 9,875.3 | 10,928.5 | 11,095.4 | 11,193.9 |
| 자본금 | 821.2 | 821.2 | 821.2 | 821.2 | 821.2 |
| 자본잉여금 | 857.0 | 804.5 | 788.4 | 788.4 | 788.4 |
| 기타포괄이익누계액 | -81.3 | -70.5 | -50.2 | -50.2 | -50.2 |
| 이익잉여금 | 4,496.5 | 4,175.9 | 4,393.9 | 4,776.5 | 5,157.6 |
| 비지배주주지분 | 137.1 | 77.7 | 104.4 | 172.3 | 244.0 |
| 자본총계 | 6,227.1 | 5,805.9 | 6,036.4 | 6,486.9 | 6,939.7 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|---------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|
| 영업활동 현금흐름 | 726.7 | 1,206.1 | 699.3 | 1,156.8 | 1,181.5 |
| 당기순이익(손실) | 160.4 | -248.9 | 323.8 | 482.7 | 485.0 |
| 유형자산상각비 | 426.5 | 528.7 | 608.0 | 679.6 | 719.4 |
| 무형자산상각비 | 13.6 | 32.5 | 14.6 | 9.3 | 8.7 |
| 운전자본의 증감 | -146.8 | 285.4 | -391.6 | -21.6 | -18.2 |
| 투자활동 현금흐름 | -434.6 | -1,110.7 | -336.8 | -853.4 | -817.8 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -720.1 | -1,165.3 | -1,104.3 | -1,000.0 | -1,000.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 614.8 | 158.5 | 359.2 | 116.8 | 151.7 |
| 재무활동 현금흐름 | -69.6 | -42.6 | 743.6 | -229.1 | -279.9 |
| 차입금의 증감 | 1,462.8 | 718.3 | 1,326.4 | 53.3 | 2.8 |
| 자본의 증가 | 19.5 | -52.5 | -16.1 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 219.1 | 60.4 | 1,120.8 | 74.3 | 83.9 |
| 기초현금 | 805.0 | 1,024.1 | 1,084.5 | 2,205.3 | 2,279.6 |
| 기말현금 | 1,024.1 | 1,084.5 | 2,205.3 | 2,279.6 | 2,363.5 |

Key Financial Data

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 55,269 | 58,687 | 52,928 | 56,910 | 58,652 |
| EPS(지배주주) | 1,139 | -1,469 | 1,760 | 2,593 | 2,584 |
| CFPS | 5,073 | 6,786 | 7,411 | 8,126 | 8,263 |
| EBITDAPS | 4,854 | 5,802 | 6,994 | 7,870 | 8,263 |
| BPS | 37,081 | 35,228 | 36,847 | 39,224 | 41,591 |
| DPS | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 배당수익률(%) | 1.0 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 17.7 | -12.8 | 13.8 | 9.4 | 9.4 |
| PCR | 4.0 | 2.8 | 3.3 | 3.0 | 2.9 |
| PSR | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| EBITDA | 794.4 | 939.5 | 1,121.7 | 1,258.1 | 1,321.0 |
| EV/EBITDA | 10.0 | 8.7 | 8.3 | 7.4 | 7.1 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 3.1 | -4.0 | 4.8 | 6.8 | 6.4 |
| EBITDA 이익률 | 8.8 | 9.9 | 13.2 | 13.8 | 14.1 |
| 부채비율 | 144.6 | 170.1 | 181.0 | 171.0 | 161.3 |
| 금융비용부담률 | 1.8 | 2.4 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |
| 이자보상배율(x) | 2.2 | 1.7 | 2.1 | 2.3 | 2.4 |
| 매출채권회전율(x) | 5.5 | 6.0 | 5.7 | 6.1 | 6.1 |
| 재고자산회전율(x) | 6.9 | 6.4 | 5.5 | 5.5 | 5.5 |

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------------------|--|--|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|------|-------|
| 매수 | 78.8% |
| 중립 | 21.2% |
| 매도 | 0.0% |

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

