



△ 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



# 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 가이던스 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 광교점 이익 개선 중, (4) 첨단 소재: 전방 수요가 위축되며 적자폭 확대이다. 지분법 이익은 509억원을 추정, (1) 화학 자회사: 유가 하락에 따른 긍정적 래깅효과 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 기준 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/풍력의 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

표1 한화솔루션 2Q20 실적 Preview

(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	

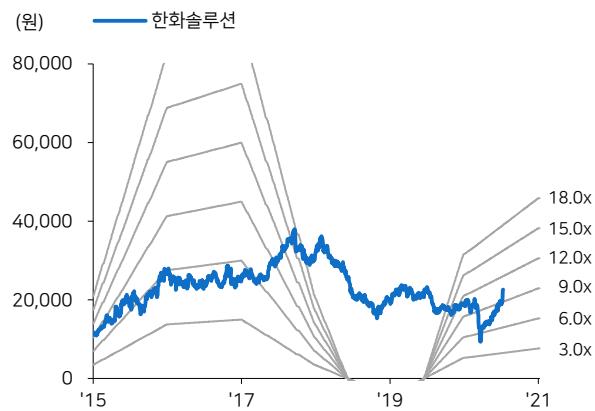
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 한화솔루션 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	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
<b>영업이익</b>	<b>98.3</b>	<b>97.5</b>	<b>152.5</b>	<b>30.0</b>	<b>159.0</b>	<b>105.0</b>	<b>140.1</b>	<b>95.0</b>	<b>378.3</b>	<b>499.1</b>	<b>569.1</b>
%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
<b>세전이익</b>	<b>157.0</b>	<b>44.0</b>	<b>136.0</b>	<b>-555.0</b>	<b>51.2</b>	<b>121.6</b>	<b>109.0</b>	<b>94.1</b>	<b>-218.0</b>	<b>375.9</b>	<b>603.4</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>118.0</b>	<b>25.4</b>	<b>113.4</b>	<b>-494.4</b>	<b>64.8</b>	<b>87.5</b>	<b>69.9</b>	<b>60.4</b>	<b>-237.6</b>	<b>282.6</b>	<b>414.7</b>
%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			

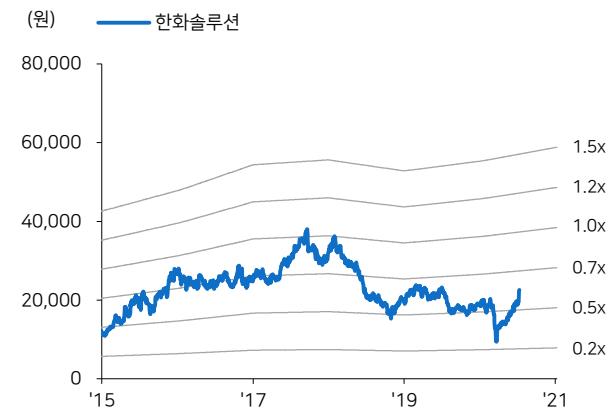
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



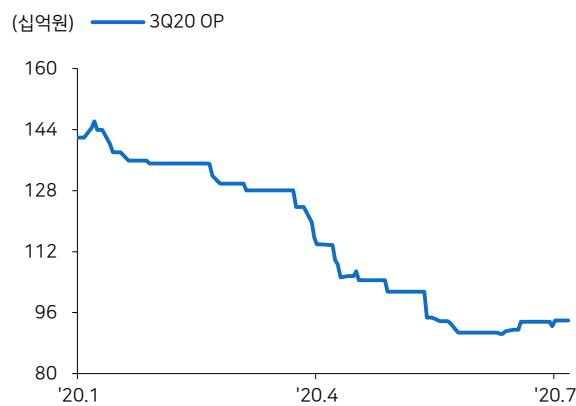
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



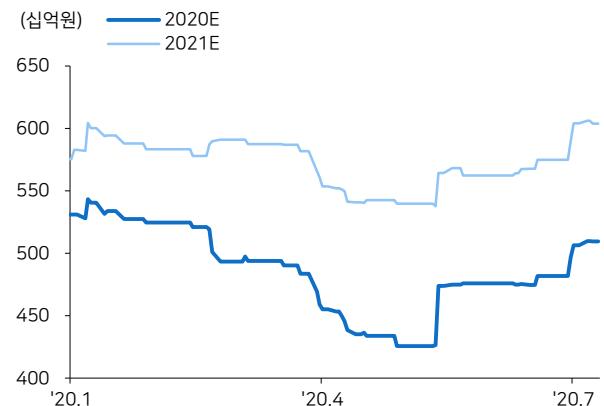
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화솔루션 3Q20 영업이익 컨센서스 흐름



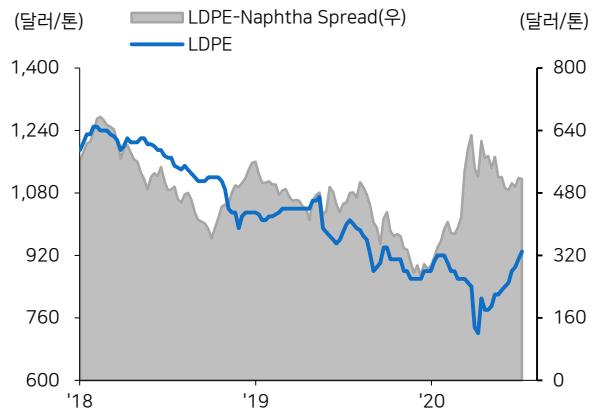
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화솔루션 연간 영업이익 컨센서스 흐름



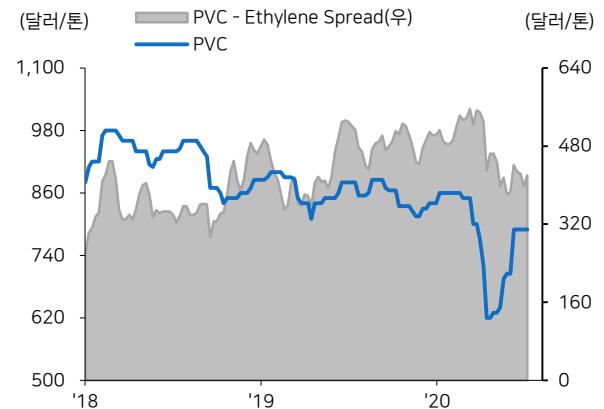
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 LDPE 가격 및 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 PVC 가격 및 스프레드 추이



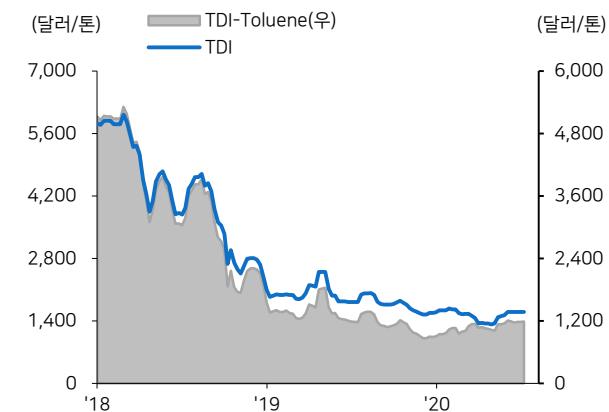
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 PVC / 가성소다 가격 추이



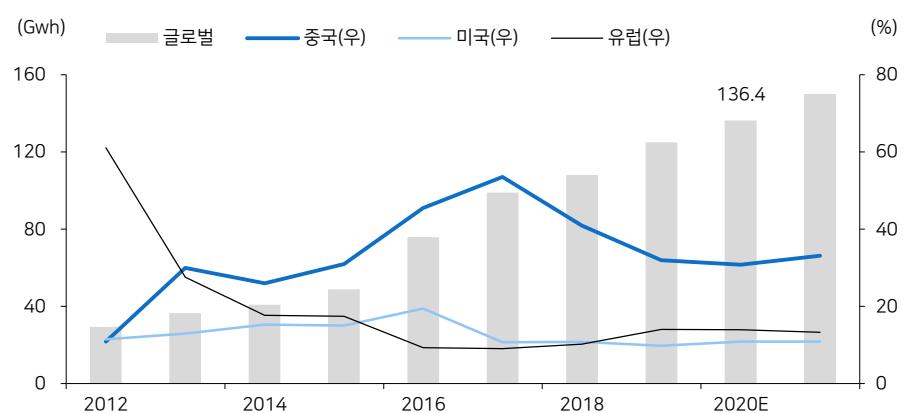
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 태양광 설치 수요



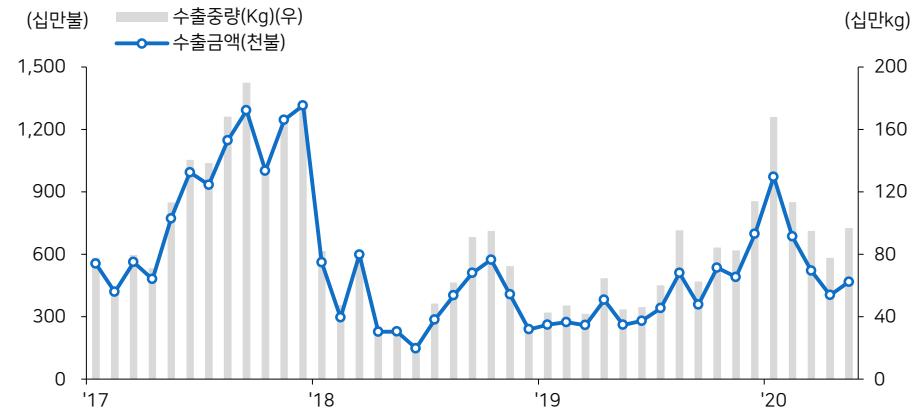
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 태양광 소재 가격 흐름



자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국향 태양광 모듈 수출 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 「한국판 뉴딜」 종합계획 중 그린뉴딜 내용 요약

## ▼ 그린 뉴딜 정책: '25년까지 총 사업비 42.7조원을 투자해 탄소 중립을 지향하고 경제 기반을 저탄소, 친환경으로 전환

구분	~'25년 총 투자비(조원)	하위 계획	투자비(조원, 국비기준)		내용
			'20~22	'20~25	
도시, 공간, 생활 인프라 녹색 전환	12.1	그린 리모델링	1.8	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>공공 건물에 신재생 에너지설비, 고성능 단열재 등을 사용하여 친환경, 에너지 고효율 건물 신축 및 리모델링</li> <li>노후 건축물: 15년 이상 공공임대주택과 어린이집, 보건소, 의료기관 대상 태양광 설치 및 고성능 단열재 교체</li> <li>신축 건축물: 고효율 에너지 기자재, 친환경 소재 등을 활용한 국공립 어린이집, 국민체육센터 신축</li> </ul>
		그린스마트 스쿨	1.1	3.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>친환경, 디지털 교육환경을 조성하기 위해 태양광, 친환경 단열재 설치 및 전체 교실 와이파이 구축</li> <li>리모델링: 노후학교(약 2890동) 대상 태양광 발전시설 설치 및 친환경단열재 보강공사 등 에너지 효율성 제고</li> </ul>
저탄소, 분산형 에너지 확산	24.3	신재생 에너지 확산 기반 구축 및 공정한 전환 지원	3.7	9.2	<ul style="list-style-type: none"> <li>풍력: 대규모 해상풍력단지 입지발굴을 위해 최대 13개 권역의 풍황계측, 타당성 조사 지원 및 배후, 실증단지 단계적 구축 추진</li> <li>태양광: 주민참여형 이익공유 사업 도입, 농촌 및 산단 융자지원 확대, 주택 및 상가 등 자가용 신재생설비 설치비 지원(20만가구)</li> <li>수소: 생산부터 활용까지 전 주기 원천기술 개발 및 수소 도시 조성(20~22년까지 울산, 전주+완주, 안산 조성, 25년까지 3개 도시 추가조성)</li> <li>공정전환: 석탄발전 등 사업축소가 예상되는 위기지역 대상 신재생에너지 업종전환 지원</li> </ul>
		전기차, 수소차 등 그린 모빌리티 보급 확대	5.6	13.1	<ul style="list-style-type: none"> <li>전기차: 승용(택시포함), 버스, 화물 등 전기자동차 113만대 보급, 충전 인프라 확충</li> <li>수소차: 승용, 버스, 화물 등 수소차 20만대 보급, 충전인프라 450대 설치 및 수소 생산기지 등 수소 유통기반 구축</li> <li>노후차량: 노후 경유차의 LPG, 전기차 전환 및 조기 폐차 지원</li> </ul>
녹색 산업 혁신 생태계 구축	6.3	녹색 선도 유망기업 육성 및 저탄소, 녹색 산단 조성 R&D, 금융 등 녹색 혁신 기반 조성			

주: 음영 표시 영역은 10대 대표과제에 선정된 계획

자료: 관계부처 합동, 메리츠증권 리서치센터

## 한화솔루션 (009830)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>9,046.0</b>	<b>9,503.3</b>	<b>8,489.0</b>	<b>9,097.9</b>	<b>9,376.4</b>
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
<b>영업이익</b>	<b>354.4</b>	<b>378.3</b>	<b>499.1</b>	<b>569.1</b>	<b>592.8</b>
영업이익률	3.9	4.0	5.9	6.3	6.3
금융손익	-135.6	-198.2	-211.0	-218.6	-218.1
증속/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
<b>당기순이익</b>	<b>160.4</b>	<b>-248.9</b>	<b>323.8</b>	<b>482.7</b>	<b>485.0</b>
지배주주지분 순이익	186.7	-237.6	282.5	414.7	413.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>726.7</b>	<b>1,206.1</b>	<b>699.3</b>	<b>1,156.8</b>	<b>1,181.5</b>
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
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-434.6</b>	<b>-1,110.7</b>	<b>-336.8</b>	<b>-853.4</b>	<b>-817.8</b>
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
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-69.6</b>	<b>-42.6</b>	<b>743.6</b>	<b>-229.1</b>	<b>-279.9</b>
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

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>5,012.5</b>	<b>5,322.7</b>	<b>6,224.3</b>	<b>6,433.8</b>	<b>6,631.6</b>
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
<b>비유동자산</b>	<b>10,219.0</b>	<b>10,358.5</b>	<b>10,740.6</b>	<b>11,148.5</b>	<b>11,502.0</b>
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
<b>자산총계</b>	<b>15,231.5</b>	<b>15,681.1</b>	<b>16,964.9</b>	<b>17,582.3</b>	<b>18,133.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,132.5</b>	<b>5,831.0</b>	<b>6,390.6</b>	<b>6,474.8</b>	<b>6,545.8</b>
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
<b>비유동부채</b>	<b>3,871.9</b>	<b>4,044.3</b>	<b>4,537.9</b>	<b>4,620.6</b>	<b>4,648.1</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>9,004.4</b>	<b>9,875.3</b>	<b>10,928.5</b>	<b>11,095.4</b>	<b>11,193.9</b>
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
<b>자본총계</b>	<b>6,227.1</b>	<b>5,805.9</b>	<b>6,036.4</b>	<b>6,486.9</b>	<b>6,939.7</b>

## Key Financial Data

(원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
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
<b>Valuation(Multiple)</b>					
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
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
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 간접 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**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

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.13	산업분석	Buy	25,000	노우호	-19.2	-7.2	
2019.02.21	기업브리프	Buy	28,000	노우호	-22.7	-15.0	
2019.08.07	기업브리프	Buy	24,000	노우호	-26.9	-21.9	
2019.10.31	산업분석	Buy	22,000	노우호	-16.7	-9.1	
2020.01.20	기업브리프	Buy	25,000	노우호	-	-	