



BUY(Maintain)

목표주가: 41,000원

주가(08/11): 32,050원

시가총액: 51,237억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(08/11)	2,418.67pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	32,050원	9,410원
등락률	0.0%	240.6%
수익률	절대	상대
1M	41.8%	26.1%
6M	70.9%	57.1%
1Y	80.8%	46.8%

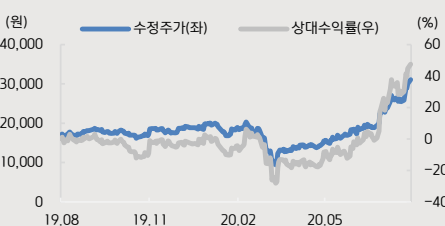
Company Data

발행주식수	159,864천주
일평균 거래량(3M)	3,186천주
외국인 지분율	19.8%
배당수익률(20E)	0.6%
BPS(20E)	37,684원
주요 주주	(주)한화(외 5인) 37.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	9,046.0	9,503.3	8,556.8	10,443.4
영업이익	354.3	378.3	613.9	829.4
EBITDA	794.4	939.5	1,131.4	1,344.2
세전이익	288.3	-217.4	531.6	754.7
순이익	160.4	-248.9	398.7	566.1
지배주주지분순이익	186.7	-237.6	380.7	540.5
EPS(원)	1,133	-1,457	2,357	3,357
증감률(%YoY)	-77.2	적전	흑전	42.4
PER(배)	17.8	-12.9	13.2	9.3
PBR(배)	0.54	0.54	0.83	0.76
EV/EBITDA(배)	10.0	8.7	8.7	7.3
영업이익률(%)	3.9	4.0	7.2	7.9
ROE(%)	3.1	-4.0	6.5	8.6
순부채비율(%)	72.0	87.4	77.4	69.5

Price Trend



한화솔루션 (009830)

전 분기에 이어 어닝 서프라이즈 기록



한화솔루션의 올해 2분기 영업이익은 1,285억원으로 시장 기대치를 상회하였습니다. 태양광부문이 코로나19 관련 부정적인 효과가 나타났지만, 원재료 가격 하락으로 케미칼부문의 스프레드 개선 효과가 발생하였기 때문입니다. 한편 방향족/부타디엔 가격 급락에도 불구하고, 니콜라 상장 효과로 2분기 지분법손익은 전 분기 대비 2천억원 이상 증가하였습니다. 실적 개선을 고려하여, 목표주가를 상향조정합니다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 상회

한화솔루션의 올해 2분기 영업이익은 1,285억원으로 시장 기대치(1,012억원)를 상회하였다. 태양광부문은 코로나19 영향이 있었으나, 화학 제품 스프레드 개선 등에 기인한다. 1) 케미칼부문 영업이익은 928억원으로 전 분기 대비 45.9% 증가하였다. 코로나19 및 일부 플랜트 정기보수에 따른 물량 감소에도 불구하고, 원재료 가격 하락에 따른 주요 제품들(PE/PVC)의 스프레드가 개선되었기 때문이다. 2) 태양광부문 영업이익은 전 분기 대비 49.9% 감소한 524억원을 기록하였다. 코로나19 영향으로 주력 시장에 대한 판매량이 감소하였고, 전 분기 발생하였던 일회성 이익(다운스트림 매각)이 제거되었기 때문이다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 -82억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 고객사의 가동 차질로 인한 판매량/가동률 축소에 기인한다. 4) 리테일 부문 영업이익은 -38억원으로 전 분기 대비 적자를 축소하였다. 보유세가 반영되었지만, 코로나19 관련 회복세가 일부 발생하였기 때문이다. 한편 올해 2분기 지분법손익은 1,232억원으로 전 분기 대비 2,125억원이 증가하였다. 원재료 가격 하락 및 니콜라 주가 상승에 따른 평가이익(970억원)이 발생하였기 때문이다. 내년 실적 개선을 고려하여, 목표주가를 4.1만원으로 상향조정한다.

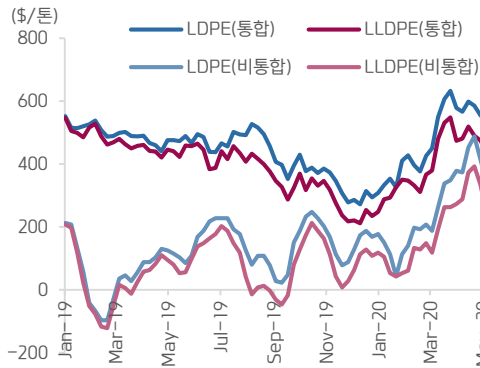
>>> 내년, TDI 수급 개선 전망

현재 TDI 가격 및 스프레드는 공급 과잉 지속 및 코로나19로 인한 수요 둔화로 2007년 이후 가장 낮은 수준을 기록하고 있으나, 내년은 코로나19 완화로 인한 폴리우레탄 수요 개선 및 추가적인 증설 제한으로 업황이 올해 대비 개선될 것으로 예상된다. 참고로 세계 TDI 가동률은 올해 63%에서 내년 67%로 4%p 상승할 것으로 보인다.

>>> 고부가 제품 비중 확대 추진

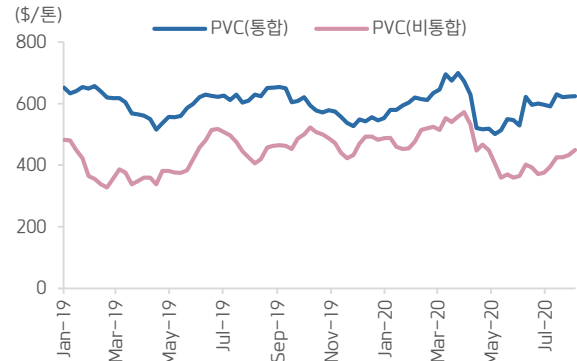
동사는 케미칼부문의 포트폴리오 개선을 위하여, XDI/수첨수지/XLPE/친환경 가소제 등을 신증설할 계획이다. 고굴절 렌즈 등에 사용되는 고순도 XDI(+1.2천톤)는 올해 상반기부터 상업화하였다. 참고로 XDI는 일반 이소시아나이트 대비 가격이 15~20배가 높은 특수 제품이다. 또한 동사는 841억원을 투자하여, 내년 6월까지 일부 범용 LDPE 라인을 특화 제품인 XLPE 라인(+5만톤)으로 전환하며 고부가 제품 비중을 확대할 것으로 보인다.

국내 LDPE/LLDPE 스프레드 추이



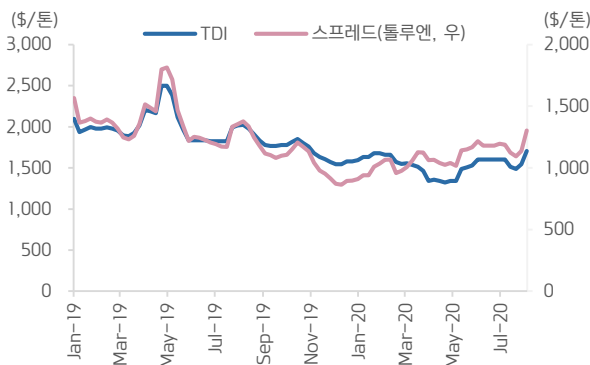
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

국내 PVC 스프레드 추이



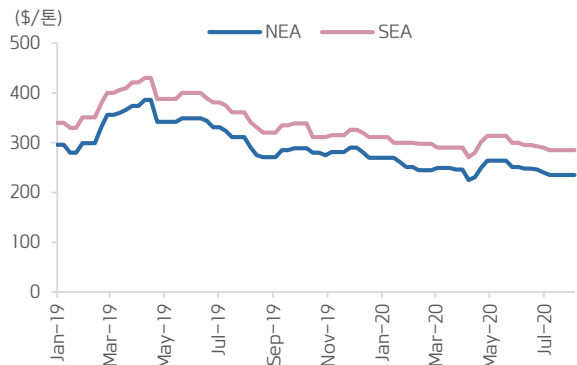
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

역내 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

역내 가성소다 가격 추이



자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

한화솔루션 실적 전망(연결조정 금액 사업부문별 귀속 후)

(십억원, %)	2019				2020				2018	2019	2020E	2021E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual				
매출액	2,233	2,364	2,426	2,435	2,248	1,956	2,102	2,250	9,046	9,457	8,557	3,570	
영업이익	121	119	172	47	167	129	148	179	354	459	622	829	
영업이익률	5.4	5.0	7.1	1.9	7.4	6.6	7.0	7.9	3.9	4.9	7.3	7.9	
매출액	케미칼	843	901	908	829	830	781	703	718	4,022	3,481	3,032	3,570
	첨단소재	192	212	204	200	191	149	204	214	854	808	758	868
	리테일	162	166	128	138	96	110	140	152	664	594	498	548
	태양광	765	789	922	1,049	906	743	881	993	2,522	3,555	3,523	4,763
	기타	242	296	264	218	226	174	174	174	985	1,020	746	694
영업이익	케미칼	79	72	95	12	64	93	75	79	370	258	310	406
	첨단소재	-8	-2	-1	-19	-4	-8	-1	-6	-11	-30	-20	-7
	리테일	7	-7	-1	8	-5	-4	-1	8	19	8	-3	7
	태양광	30	31	68	53	105	52	71	94	-37	181	322	397
	기타	13	25	11	-7	8	-4	4	4	13	42	12	27

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046.0	9,503.3	8,556.8	10,443.4	10,965.6
매출원가	7,458.6	7,732.1	6,688.3	8,105.3	8,429.5
매출총이익	1,587.5	1,771.2	1,868.5	2,338.1	2,536.1
판매비	1,233.1	1,392.8	1,254.7	1,508.8	1,574.0
영업이익	354.3	378.3	613.9	829.4	962.1
EBITDA	794.4	939.5	1,131.4	1,344.2	1,449.8
영업외손익	-66.0	-595.8	-82.3	-74.6	-60.9
이자수익	22.0	25.8	39.0	45.9	58.3
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	531.6	754.7	901.2
법인세비용	127.9	31.4	132.9	188.7	225.3
계속사업순이익	160.4	-248.9	398.7	566.1	675.9
당기순이익	160.4	-248.9	398.7	566.1	675.9
지배주주순이익	186.7	-237.6	380.7	540.5	645.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.2	5.1	-10.0	22.0	5.0
영업이익 증감율	-53.2	6.8	62.3	35.1	16.0
EBITDA 증감율	-33.4	18.3	20.4	18.8	7.9
지배주주순이익 증감율	-77.4	-227.3	-260.2	42.0	19.4
EPS 증감율	-77.2	적전	흑전	42.4	19.4
매출총이익률(%)	17.5	18.6	21.8	22.4	23.1
영업이익률(%)	3.9	4.0	7.2	7.9	8.8
EBITDA Margin(%)	8.8	9.9	13.2	12.9	13.2
지배주주순이익률(%)	2.1	-2.5	4.4	5.2	5.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012.5	5,322.6	5,894.1	6,995.8	8,005.2
현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,794.9	2,098.8	2,718.8
단기금융자산	405.0	484.8	580.4	694.9	832.0
매출채권 및 기타채권	1,762.4	1,575.8	1,418.9	1,731.7	1,818.3
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,332.5	1,626.3	1,707.6
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	16,486.4	17,635.9	18,732.0
유동부채	5,132.5	5,831.0	5,779.8	6,097.4	6,251.7
매입채무 및 기타채무	1,630.9	1,740.3	1,689.1	2,006.7	2,161.1
단기금융부채	2,907.5	3,451.3	3,451.3	3,451.3	3,451.3
기타유동부채	594.1	639.4	639.4	639.4	639.3
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	10,324.0	10,941.6	11,396.0
지배지분	6,090.0	5,728.2	6,066.6	6,573.0	7,184.2
자본금	821.2	821.2	813.1	813.1	813.1
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	4,524.4	5,032.7	5,645.9
비지배지분	137.1	77.7	95.7	121.3	151.8
자본총계	6,227.1	5,805.8	6,162.3	6,694.3	7,336.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	726.7	1,206.1	1,368.1	972.0	1,310.8
당기순이익	0.0	0.0	398.7	566.1	675.9
비현금항목의 가감	669.8	1,347.7	1,339.9	1,385.0	1,380.5
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	1,046.7	1,105.9	1,140.2
영업활동자산부채증감	-146.8	285.4	183.7	-365.8	-98.0
매출채권및기타채권의감소	667.1	146.6	156.9	-312.8	-86.6
재고자산의감소	-171.0	38.1	147.4	-293.8	-81.3
매입채무및기타채무의증가	-550.4	0.4	-51.2	317.6	154.4
기타	-92.5	100.3	-69.4	-76.8	-84.5
기타현금흐름	203.7	-427.0	-554.2	-613.3	-647.6
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	106.0	-85.5	-85.5
차입금의 증가(감소)	174.4	380.8	500.0	300.0	300.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-8.1	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	-353.3	-353.3
기타현금흐름	-3.3	7.5	-79.2	-79.2	-79.2
현금 및 현금성자산의 순증가	219.1	60.4	710.4	303.9	620.1
기초현금 및 현금성자산	805.0	1,024.1	1,084.5	1,794.9	2,098.8
기말현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,794.9	2,098.8	2,718.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,133	-1,457	2,357	3,357	4,009
BPS	37,081	35,228	37,684	40,829	44,626
CFPS	5,038	6,739	10,765	12,120	12,774
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	17.8	-12.9	13.2	9.3	7.8
PER(최고)	32.3	-16.5	13.9		
PER(최저)	13.0	-10.9	4.0		
PBR	0.5	0.5	0.8	0.8	0.7
PBR(최고)	1.0	0.7	0.9		
PBR(최저)	0.4	0.5	0.2		
PSR	0.4	0.3	0.6	0.5	0.5
PCFR	4.0	2.8	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	10.0	8.7	8.7	7.3	6.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	20.3	-13.0	8.0	5.6	4.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	1.1	0.6	0.6	0.6
ROA	1.1	-1.6	2.5	3.3	3.7
ROE	3.1	-4.0	6.5	8.6	9.4
ROIC	2.6	3.3	5.4	7.3	8.4
매출채권회전율	5.2	5.7	5.7	6.6	6.2
재고자산회전율	6.9	6.4	6.1	7.1	6.6
부채비율	144.6	170.1	167.5	163.4	155.3
순차입금비율	72.0	87.4	77.4	69.5	57.2
이자보상배율	2.2	1.7	2.5	3.3	3.7
총차입금	5,913.3	6,643.4	7,143.4	7,443.4	7,743.4
순차입금	4,484.2	5,074.1	4,768.1	4,649.7	4,192.6
NOPLAT	794.4	939.5	1,131.4	1,344.2	1,449.8
FCF	-171.6	-11.3	661.7	471.1	811.3

Compliance Notice

- 당사는 8월 11일 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

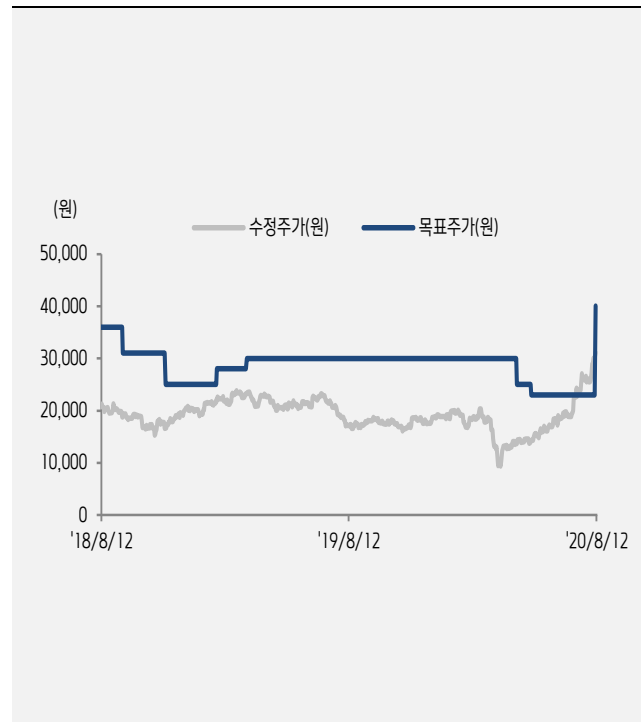
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2018/08/16	Buy(Maintain)	36,000원	6개월	-44.30	-40.83
	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	-42.85	-40.20
	2020/05/12	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-9.99	39.35
	2020/08/12	Buy(Maintain)	41,000원	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 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%