

한화솔루션 (009830)

석유화학의 턴어라운드 데 더해질 그린에너지

석유화학 턴어라운드와 그린에너지의 성장성 견비

팬데믹에도 불구하고 글로벌 석유화학 수요는 의외로 강하다. 개인위생 및 식품포장 관련 플라스틱 패키징 수요뿐 아니라, 밀집된 도시를 떠나는 사람이 늘어나면서 신규 건축관련 수요도 개선되고 있는 것으로 판단된다. LDPE, PVC, TDI 등 핵심 제품의 시황이 개선되는 근거다. 반면, 위기 상황에서 재무건전성 확보 등을 위한 글로벌 업체들의 Capex는 줄어들면서 공급적인 부담은 축소되는 국면에 진입했다. 즉, 수요-공급 밸런스는 점진적인 회복세에 접어들고 있다. 또한 기후변화에 대한 공감대 형성에 따라 그린뉴딜 정책 등 글로벌 국제 공조 및 정책이 강화되고 있다. 이에 따라 발전단가 측면에서 경쟁력이 확보된 태양광 산업의 중장기 성장성은 매우 밝아졌으며, 이는 밸류에이션 확장으로 이어질 것으로 예상된다. 이에 더해, 자회사 한화종합화학은 니콜라지분 6.13%를 보유해 계열사를 통한 수소사업 확장도 가능하다. 큐셀/케미칼은 수소 생산, 첨단소재는 저장 및 운송용 고압용기 개발 등 수소 Value Chain 전반에 계열사 시너지를 보유하고 있다는 점도 긍정적이다.

2020년 영업이익 YoY +86%, 2021년 사상 최대 실적 전망

3Q20 영업이익은 2,096억원(QoQ +63%, YoY +38%)로 3년래 최대 실적을 전망한다. 태양광의 아쉬움을 석유화학이 큰 폭 개선으로 상쇄할 것이기 때문이다. 이로 인해, 2020년 영업이익은 7,052억원(YoY +86%)으로 전년 대비 큰 폭의 개선을 예상한다. 2021년 영업이익은 8,832억원(YoY +25%)으로 사상 최대 실적을 전망한다. PE/PVC/TDI 등을 중심으로 석유화학 업황 개선세가 뚜렷한 가운데, 태양광 또한 그린뉴딜 등 글로벌 정책 강화로 설치 수요 회복이 나타날 것이기 때문이다.

향후 2~3년 간 기업가치 상승 구간 진입. 목표주가 상향

목표주가를 4.6만원으로 상향한다. 2021년 석유화학/태양광이 동시에 호조를 보일 것으로 예상됨에 따라 이를 밸류에이션에 반영했다. 기초소재의 EV 4조원, 가공소재+유통 EV 6천억원, 태양광 EV 5조원(Jinko Solar의 EV/EBITDA 12배를 20% 할인 적용)에 순차입금 4.3조원을 차감해 총 기업가치를 7.5조원으로 제시한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 46,000원(상향) | CP(8월 26일): 34,800원

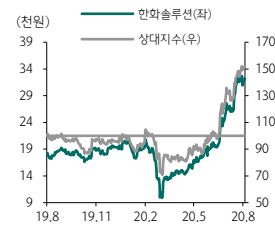
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,369.32
52주 최고/최저(원)	35,350/9,410
시가총액(십억원)	5,563.3
시가총액비중(%)	0.46
발행주식수(천주)	159,864.5
60일 평균 거래량(천주)	3,606.4
60일 평균 거래대금(십억원)	90.2
20년 배당금(예상, 원)	200
20년 배당수익률(예상, %)	0.57
외국인지분율(%)	20.60
주요주주 지분율(%)	
한화 외 4인	37.42
국민연금공단	11.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	34.1 85.6 107.1
상대	24.5 62.7 67.5

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	8,892.6	9,758.4
영업이익(십억원)	603.3	722.4
순이익(십억원)	392.6	520.8
EPS(원)	2,377	3,141
BPS(원)	37,615	40,449

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	9,046.0	9,503.3	8,350.8	9,140.5	9,370.0
영업이익	십억원	354.3	378.3	705.2	883.2	905.1
세전이익	십억원	288.3	(217.4)	681.1	1,006.3	1,056.3
순이익	십억원	186.7	(237.6)	507.3	730.2	766.5
EPS	원	1,133	(1,457)	3,141	4,536	4,761
증감률	%	(77.2)	적전	흑전	44.4	5.0
PER	배	17.83	N/A	11.08	7.67	7.31
PBR	배	0.54	0.54	0.90	0.81	0.73
EV/EBITDA	배	10.01	8.75	7.84	6.59	5.98
ROE	%	3.08	(4.02)	8.50	11.15	10.55
BPS	원	37,081	35,228	38,530	42,866	47,428
DPS	원	200	200	200	200	200



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA 손진원
02-3771-3811
jwshon@hanafn.com

표 1. 한화솔루션 3Q20 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q20F	2Q20	3Q19	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,084.3	1,956.4	2,441.2	-14.6	6.5	2,261.9	-7.9
영업이익	209.6	136.6	152.5	37.4	53.4	169.4	23.7
세전이익	217.8	211.3	136.3	59.8	3.1	180.8	20.5
순이익	162.2	148.1	113.4	43.0	9.5	130.5	24.3
영업이익률	10.1	7.0	6.2	3.8	3.1	7.5	2.6
세전이익률	10.4	10.8	5.6	4.9	-0.4	8.0	2.5
순이익률	7.8	7.6	4.6	3.1	0.2	5.8	2.0

자료: 하나금융투자

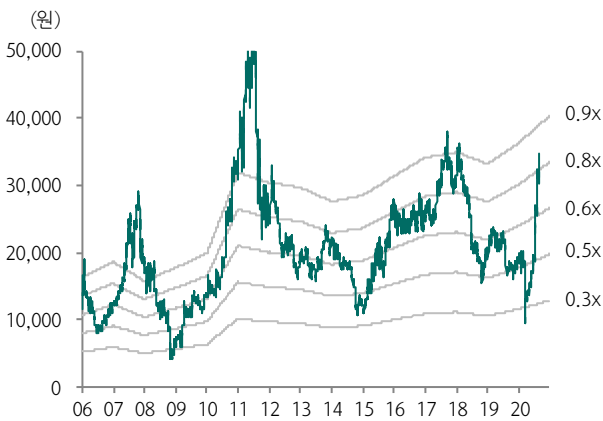
표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	8,350.8	9,151.0	-8.7	9,140.5	9,629.4	-5.1
영업이익	705.2	595.2	18.5	883.2	634.2	39.3
세전이익	681.1	279.5	143.7	1,006.3	542.6	85.5
순이익	507.3	208.2	143.7	730.2	393.8	85.4
영업이익률	8.4	6.5	1.9	9.7	6.6	3.1
세전이익률	8.2	3.1	5.1	11.0	5.6	5.4
순이익률	6.1	2.3	3.8	8.0	4.1	3.9

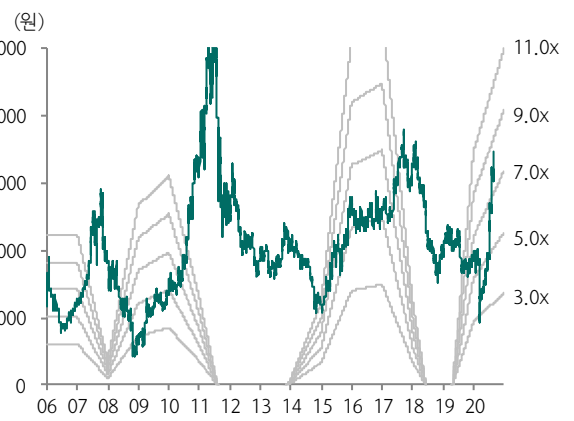
자료: 하나금융투자

그림 1. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 한화솔루션 Valuation

	영업이익(21F)	감가상각비	EBITDA(21F)	Multiple	가치	비고
기초소재	579	235	813	5.0	4,067	21F Peer 대비
가공소재	17	37	54	5.0	271	21F Peer 대비
유통	12	56	68	5.0	342	21F Peer 대비
태양광	286	233	519	9.6	4,979	21F Jinko Solar EV/EBITDA 12배 20% 할인
영업가치					9,659	
관계기업투자자산	2,720			80%	2,176	비상장사 장부가액 20% 할인
투자자산가치					2,176	
순차입금					4,303	2020년 말 추정
총기업가치					7,532	
주식수(천 주)					161,479	
주당 NAV(원)					46,641	
목표주가					46,000	
현재 주가(08/26)					34,800	
Upside					32.2%	

자료: 하나금융투자

표 3. 한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
매출액	2,236.2	2,374.1	2,441.2	2,451.7	2,248.4	1,956.4	2,084.3	2,061.7	9,046.1	9,503.2	8,350.8	9,140.5
QoQ(%)	-7.1%	6.2%	2.8%	0.4%	-8.3%	-13.0%	6.5%	-1.1%				
YoY(%)	7.7%	5.5%	5.6%	1.8%	0.5%	-17.6%	-14.6%	-15.9%	-3.2%	5.1%	-12.1%	9.5%
케미칼	911.5	994.9	1,007.7	925.6	900.3	853.2	905.5	893.7	4,372.2	3,839.7	3,552.8	3,798.9
태양광	1,264.8	1,394.5	1,638.4	1,852.6	1,739.7	1,378.1	1,401.4	1,383.2	3,622.8	6,150.3	5,902.4	6,295.3
가공소재	232.1	252.4	248.2	244.7	216.0	168.2	217.7	216.0	1,047.6	977.4	818.0	880.8
리테일	171.5	175.5	135.3	148.9	103.4	117.6	142.1	156.3	704.2	631.2	519.4	545.4
기타	253.1	301.9	269.3	227.2	232.5	178.8	212.8	208.0	1,023.6	1,051.5	832.2	815.7
연결조정	-596.8	-745.0	-857.7	-858.6	-859.4	-739.5	-740.2	-741.0	-1,724.4	-3,058.1	-3,080.1	-2,971.3
영업이익	98.3	97.6	152.5	30.0	159.0	128.5	209.6	208.1	354.3	378.4	705.2	883.2
영업이익률(%)	4.4%	4.1%	6.2%	1.2%	7.1%	6.6%	10.1%	10.1%	3.9%	4.0%	8.4%	9.7%
QoQ(%)	흑전	-0.7%	56.2%	-80.3%	430.0%	-19.2%	63.1%	-0.7%				
YoY(%)	-42.9%	-47.0%	62.5%	흑전	61.7%	31.7%	37.5%	593.5%	-53.2%	6.8%	86.4%	25.2%
케미칼	53.7	50.2	75.6	-4.6	55.9	92.3	138.4	141.3	367.2	174.9	427.9	578.7
영업이익률(%)	5.9%	5.0%	7.5%	-0.5%	6.2%	10.8%	15.3%	15.8%	8.4%	4.6%	12.0%	15.2%
QoQ(%)	흑전	-6.5%	50.6%	적전	흑전	65.1%	49.9%	2.1%				
YoY(%)	-63.8%	-72.4%	-14.0%	적지	4.1%	83.9%	83.0%	흑전	-41.8%	-52.4%	144.6%	35.2%
태양광	48.9	32.7	65.6	76.3	100.9	57.0	62.2	61.1	-10.7	223.5	281.2	285.9
영업이익률(%)	3.9%	2.3%	4.0%	4.1%	5.8%	4.1%	4.4%	4.4%	-0.3%	3.6%	4.8%	4.5%
QoQ(%)	흑전	-33.1%	100.6%	16.3%	32.2%	-43.5%	9.1%	-1.7%				
YoY(%)	39.7%	흑전	흑전	흑전	106.3%	74.3%	-5.2%	-19.9%	적전	흑전	25.8%	1.7%
첨단소재	-7.7	-2.8	-0.6	-19.6	-5.7	-7.9	4.0	4.0	-13.4	-30.7	-5.6	16.9
영업이익률(%)	-3.3%	-1.1%	-0.2%	-8.0%	-2.6%	-4.7%	1.8%	1.9%	-1.3%	-3.1%	-0.7%	1.9%
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	-3.8	8.8	8.0	19.1	7.6	7.9	12.5
영업이익률(%)	4.1%	-3.8%	-0.6%	5.4%	-4.9%	-3.2%	6.2%	5.1%	2.7%	1.2%	1.5%	2.3%
QoQ(%)	-38.3%	적전	적지	흑전	적전	적지	흑전	-8.6%				
YoY(%)	47.9%	적전	적전	-30.4%	적전	적지	흑전	0.0%	-16.6%	-60.2%	3.4%	58.8%
기타	13.1	20.9	11.7	-5.7	7.4	-3.8	-3.8	-3.8	4.6	40.0	-4.0	-4.4
영업이익률(%)	5.2%	6.9%	4.3%	-2.5%	3.2%	-2.1%	-1.8%	-1.8%	0.4%	3.8%	-0.5%	-0.5%
QoQ(%)	흑전	59.5%	-44.0%	적전	흑전	적전	적지	적지				
YoY(%)	627.8%	190.3%	48.1%	적지	-43.5%	적전	적전	적지	-93.9%	769.6%	적전	적지
연결조정	-16.8	3.3	0.9	-24.4	5.6	-5.3	0.2	-2.6	-12.5	-37.0	-2.1	-6.4
지분법이익	96.5	31.8	81.0	4.5	-89.3	123.2	75.0	88.0	417.8	213.8	196.9	366.2
QoQ(%)	375.4%	-67.0%	154.7%	-94.4%	적전	흑전	-39.1%	17.3%				
YoY(%)	-25.0%	-76.1%	-40.3%	-77.8%	적전	287.4%	-7.4%	1854.7%	-29.6%	-48.8%	-7.9%	86.0%
당기순이익	119.8	23.0	111.5	-503.1	64.0	147.3	169.9	150.0	160.4	-248.9	531.3	764.8
당기순이익률(%)	5.4%	1.0%	4.6%	-20.5%	2.8%	7.5%	8.2%	7.3%	1.8%	-2.6%	6.4%	8.4%
QoQ(%)	흑전	-80.8%	385.3%	적전	흑전	129.9%	15.4%	-11.7%				
YoY(%)	-59.0%	-87.6%	흑전	적지	-46.5%	541.0%	52.4%	흑전	-80.8%	적전	흑전	44.0%
지배순이익	118.0	25.4	113.4	-494.4	64.8	148.1	162.2	132.2	186.7	-237.6	507.3	730.2

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

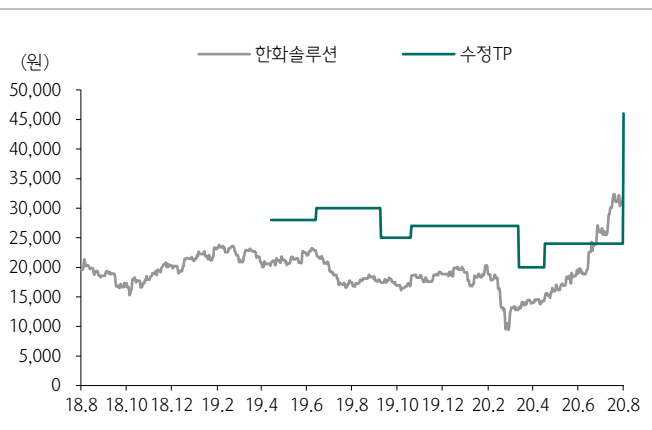
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	9,046.0	9,503.3	8,350.8	9,140.5	9,370.0	
매출원가	7,458.6	7,732.1	6,182.7	6,673.7	6,750.8	
매출총이익	1,587.4	1,771.2	2,168.1	2,466.8	2,619.2	
판매비	1,233.1	1,392.8	1,463.0	1,583.6	1,714.1	
영업이익	354.3	378.3	705.2	883.2	905.1	
금융손익	(135.6)	(198.2)	(203.1)	(193.1)	(179.5)	
중속/관계기업손익	417.8	213.8	196.9	366.2	380.8	
기타영업외손익	(348.2)	(611.4)	(17.8)	(50.0)	(50.0)	
세전이익	288.3	(217.4)	681.1	1,006.3	1,056.3	
법인세	127.9	31.4	149.8	241.5	253.5	
계속사업이익	160.4	(248.9)	531.3	764.8	802.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	160.4	(248.9)	531.3	764.8	802.8	
비배주주지분순이익	(26.2)	(11.2)	24.0	34.5	36.3	
지배주주순이익	186.7	(237.6)	507.3	730.2	766.5	
지배주주지분포괄이익	108.1	(230.2)	487.6	701.9	736.8	
NOPAT	197.2	433.0	550.0	671.2	687.8	
EBITDA	794.4	939.5	1,275.8	1,463.8	1,416.5	
성장성(%)						
매출액증가율	(3.2)	5.1	(12.1)	9.5	2.5	
NOPAT증가율	(66.7)	119.6	27.0	22.0	2.5	
EBITDA증가율	(33.4)	18.3	35.8	14.7	(3.2)	
영업이익증가율	(53.2)	6.8	86.4	25.2	2.5	
(지배주주)순이익증가율	(77.4)	적전	흑전	43.9	5.0	
EPS증가율	(77.2)	적전	흑전	44.4	5.0	
수익성(%)						
매출총이익률	17.5	18.6	26.0	27.0	28.0	
EBITDA이익률	8.8	9.9	15.3	16.0	15.1	
영업이익률	3.9	4.0	8.4	9.7	9.7	
계속사업이익률	1.8	(2.6)	6.4	8.4	8.6	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	1,133	(1,457)	3,141	4,536	4,761	
BPS	37,081	35,228	38,530	42,866	47,428	
CFPS	5,038	6,739	8,466	10,512	10,309	
EBITDAPS	4,820	5,762	7,899	9,092	8,798	
SPS	54,892	58,283	51,705	56,777	58,203	
DPS	200	200	200	200	200	
주가지표(배)						
PER	17.8	N/A	11.1	7.7	7.3	
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7	
PCFR	4.0	2.8	4.1	3.3	3.4	
EV/EBITDA	10.0	8.7	7.8	6.6	6.0	
PSR	0.4	0.3	0.7	0.6	0.6	
재무비율(%)						
ROE	3.1	(4.0)	8.5	11.1	10.5	
ROA	1.3	(1.5)	3.2	4.5	4.5	
ROIC	2.5	5.1	6.5	7.9	8.3	
부채비율	144.6	170.1	150.4	138.6	126.0	
순부채비율	72.3	87.5	68.3	55.6	34.7	
이자보상배율(배)	2.2	1.7	3.0	3.7	3.8	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	5,012.5	5,322.6	5,677.0	6,355.9	7,647.5	
금융자산	1,435.1	1,575.5	2,345.4	2,739.6	3,948.5	
현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,913.8	2,267.3	3,464.3	
매출채권 등	1,762.4	1,575.8	1,384.7	1,515.6	1,553.7	
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,300.4	1,423.4	1,459.1	
기타유동자산	347.5	691.4	646.5	677.3	686.2	
비유동자산	10,219.0	10,358.5	10,108.7	10,430.4	9,986.6	
투자자산	2,790.0	2,845.3	2,506.1	2,738.5	2,806.0	
금융자산	87.3	75.7	66.5	72.8	74.7	
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	498.1	497.9	498.0	
자산총계	15,231.5	15,681.1	15,785.7	16,786.4	17,634.1	
유동부채	5,132.5	5,831.0	5,540.1	5,739.4	5,797.4	
금융부채	2,930.4	3,454.3	3,445.8	3,451.6	3,453.3	
매입채무 등	1,630.9	1,740.3	1,529.3	1,673.9	1,715.9	
기타유동부채	571.2	636.4	565.0	613.9	628.2	
비유동부채	3,871.9	4,044.3	3,942.2	4,012.1	4,032.5	
금융부채	3,008.4	3,202.9	3,202.9	3,202.9	3,202.9	
기타비유동부채	863.5	841.4	739.3	809.2	829.6	
부채총계	9,004.4	9,875.3	9,482.3	9,751.6	9,829.8	
지배주주지분	6,090.0	5,728.1	6,202.9	6,900.9	7,635.3	
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	4,650.6	5,348.7	6,083.1	
비지배주주지분	137.1	77.7	100.5	133.9	169.0	
자본총계	6,227.1	5,805.8	6,303.4	7,034.8	7,804.3	
순금융부채	4,503.7	5,081.6	4,303.3	3,914.9	2,707.7	
현금흐름표						
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	726.7	1,206.1	1,248.4	1,429.6	1,399.9	
당기순이익	160.4	(248.9)	531.3	764.8	802.8	
조정	713.1	1,169.6	686.1	686.0	603.3	
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	115.4	105.4	91.9	
영업활동자산부채변동	(146.8)	285.4	31.0	(21.2)	(6.2)	
투자활동 현금흐름	(434.6)	(1,110.7)	(139.5)	(811.1)	66.3	
투자자산감소(증가)	614.8	158.5	338.0	(233.5)	(68.7)	
유형자산감소(증가)	(664.0)	(1,138.0)	(660.0)	(670.0)	0.0	
기타	(385.4)	(131.2)	182.5	92.4	135.0	
재무활동 현금흐름	(69.6)	(42.6)	(279.6)	(264.9)	(269.2)	
금융부채증가(감소)	1,462.8	718.3	(8.5)	5.8	1.7	
자본증가(감소)	19.5	(52.5)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(1,494.4)	(675.5)	(238.5)	(238.5)	(238.7)	
배당지급	(57.5)	(32.9)	(32.6)	(32.2)	(32.2)	
현금의 증감	219.1	60.4	829.3	353.5	1,197.0	
Unlevered CFO	830.2	1,098.8	1,367.3	1,692.4	1,659.6	
Free Cash Flow	6.6	40.8	588.4	759.6	1,399.9	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.26	BUY	46,000		
20.5.12	BUY	24,000	-8.70%	34.79%
20.4.7	BUY	20,000	-30.00%	-27.25%
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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	92.2%	7.8%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 08월 27일 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.