

한화솔루션

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

| | | | | | |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|
| 목표주가(유지) | 50,000원 | 현재주가(09/21) | 39,400원 | Up/Downside | +26.9% |
|----------|---------|-------------|---------|-------------|--------|

2020. 09. 22

니콜라가 무너져도 펀더멘털은 덮을 수 없다

News

니콜라 사태로 주가 급락: 헌터버그 리서치의 니콜라에 대한 매도/사기 보고서 발간, 트레버 밀턴의 사임까지 니콜라 사태가 일파만파 커지며 니콜라의 주가는 약 10일만에 35% 급락했다. 동기간 한화솔루션의 주가 역시 18% 급락했다. 급락의 사유는 한화에너지(3.1%)/한화종합화학(3.1%)이 보유한 니콜라 지분 가치 하락과 추후 니콜라향 수소총전소 운영권, 관련 태양광 발전 매출 발생 등에 대한 기대감이 크게 약화되었기 때문이다. 다만 니콜라의 최악의 상황을 가정한다 해도 23년, 24년 이후 니콜라향 매출에 대한 기대감이 사라지는 것이며 지금 니콜라 시총이 추가적으로 50% 하락한다 해도 종합화학의 지분 가치는 \$1.6억이다.(\$0.5억 투자) 과도한 조정이라 판단한다.

Comment

추가로 개선되고 있는 케미칼, 구조적인 태양광 수요 개선은 바뀐게 없다: 3Q 영업이익은 케미칼/태양광의 동반 개선에 힘입어 1,946억원(QoQ+52%/YoY+28%)으로 시장 컨센서스 1,759억원을 상회할 것으로 전망한다. 9월 들어 PVC/LDPE의 spread 개선세가 더 가팔라지고 있기에 추가적인 surprise 가능성 역시 배제할 수 없다. 태양광은 코로나 회복이 더딘 상황이지만 출하량이 점진적으로 개선되며 2Q를 저점으로 반등세가 이어질 것으로 예상된다.

Action

니콜라발 조정은 비중 확대 기회로: 여전히 한화솔루션 태양광은 밸류에이션 리레이팅 국면에 있다고 판단(9/1, 그레이에서 그린으로 보고서 참조)하며 미국 수요 개선과 함께 태양광 부문의 21년, 22년 실적은 surprise 가능성이 열려있다. 또한 PVC를 중심으로 케미칼의 이익 개선 폭도 커지면서 전사 이익 체력 역시 강화되고 있는 상황임을 고려하자. 23년 이후의 니콜라향 매출 기대감이 약화되었다고 22년까지의 구조적인 사항 개선 추세까지 덮을 순 없다. 단기 조정은 아쉽지만 이를 비중 확대의 기회로 삼을 필요가 있다. 화학 top-picks 의견을 유지한다.

| Investment Fundamentals (IFRS연결) | | | | | | Stock Data | | | |
|----------------------------------|-----------|---------|-------|-------|--------|----------------|---------------|-------|-------|
| (단위: 십억원 원 배 %) | | | | | | | | | |
| FYE Dec | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 52주 최저/최고 | 9,410/49,250원 | | |
| 매출액 | 9,046 | 9,503 | 8,875 | 9,585 | 10,039 | KOSDAQ /KOSPI | 867/2,389pt | | |
| (증가율) | -3.2 | 5.1 | -6.6 | 8.0 | 4.7 | 시가총액 | 62,987억원 | | |
| 영업이익 | 354 | 378 | 640 | 832 | 936 | 60일-평균거래량 | 5,329,039 | | |
| (증가율) | -53.2 | 6.8 | 69.1 | 30.0 | 12.6 | 외국인지분율 | 19.0% | | |
| 지배주주순이익 | 187 | -238 | 438 | 641 | 748 | 60일-외국인지분율변동추이 | -1.0%p | | |
| EPS | 1,139 | -1,467 | 2,701 | 3,954 | 4,615 | 주요주주 | 한화 외 4인 37.4% | | |
| PER (H/L) | 32.1/12.9 | NA/NA | 14.6 | 10.0 | 8.5 | (천원) | 100 | | |
| PBR (H/L) | 1.0/0.4 | 0.7/0.5 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | (pt) | 500 | | |
| EV/EBITDA (H/L) | 13.4/9.0 | 9.6/8.4 | 10.2 | 8.5 | 7.4 | 19/09 | 20/01 | | |
| 영업이익률 | 3.9 | 4.0 | 7.2 | 8.7 | 9.3 | 20/04 | 20/07 | | |
| ROE | 3.1 | -4.0 | 7.4 | 10.1 | 10.7 | 주식상승률 | 1M | 3M | 12M |
| | | | | | | 절대기준 | 27.5 | 112.4 | 114.1 |
| | | | | | | 상대기준 | 23.0 | 90.3 | 87.4 |

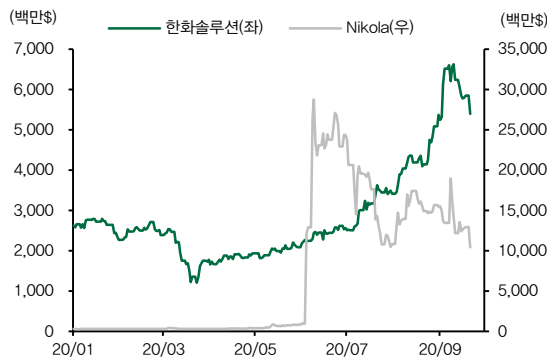
도표 1. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 연결 매출액 | 2,236 | 2,374 | 2,441 | 2,452 | 2,248 | 1,956 | 2,296 | 2,374 | 9,503 | 8,875 | 9,585 |
| %YoY | 7.7 | 5.5 | 5.6 | 1.8 | 0.5 | -17.6 | -5.9 | -3.2 | 5.1 | -6.6 | 8.0 |
| %QoQ | -7.1 | 6.2 | 2.8 | 0.4 | -8.3 | -13.0 | 17.4 | 3.4 | | | |
| 케미칼 | 846 | 911 | 923 | 846 | 830 | 781 | 942 | 905 | 3,527 | 3,459 | 3,758 |
| 첨단소재 | 192 | 212 | 204 | 200 | 191 | 149 | 169 | 170 | 808 | 679 | 770 |
| 리테일 | 162 | 166 | 128 | 138 | 96 | 110 | 116 | 142 | 594 | 463 | 496 |
| 태양광 | 795 | 789 | 922 | 1,049 | 906 | 743 | 857 | 961 | 3,555 | 3,467 | 3,754 |
| 기타 | 242 | 296 | 264 | 218 | 226 | 174 | 211 | 196 | 1,020 | 807 | 808 |
| 연결 영업이익 | 98 | 98 | 152 | 30 | 167 | 129 | 195 | 149 | 378 | 640 | 832 |
| %YoY | -42.9 | -47.0 | 62.5 | 흑전 | 70.0 | 31.7 | 27.7 | 4.0 | 6.8 | 69.1 | 30.0 |
| %QoQ | 흑전 | -0.7 | 56.1 | -80.3 | 457.0 | -23.1 | 51.5 | -23.2 | | | |
| 케미칼 | 54 | 50 | 76 | -5 | 64 | 93 | 127 | 49 | 175 | 332 | 410 |
| 첨단소재 | -8 | -3 | -1 | -20 | -4 | -8 | -7 | -9 | -31 | -28 | -37 |
| 리테일 | 7 | -7 | -1 | 8 | -5 | -4 | 8 | 16 | 8 | 15 | 40 |
| 태양광 | 49 | 33 | 66 | 76 | 105 | 52 | 67 | 93 | 224 | 316 | 418 |
| 기타 | 13 | 21 | 12 | -6 | 8 | -5 | 0 | 0 | 40 | 4 | 0 |
| 영업이익률 | 4.4 | 4.1 | 6.2 | 1.2 | 7.4 | 6.6 | 8.5 | 6.3 | 4.0 | 7.2 | 8.7 |
| 케미칼 | 6.3 | 5.5 | 8.2 | -0.5 | 7.5 | 11.9 | 13.5 | 5.5 | 4.6 | 9.6 | 11.0 |
| 첨단소재 | -4.0 | -1.3 | -0.3 | -9.8 | -2.2 | -5.5 | -4.0 | -5.0 | -3.8 | -4.1 | -4.7 |
| 리테일 | 4.4 | -4.0 | -0.6 | 5.8 | -5.3 | -3.4 | 6.7 | 11.4 | 1.3 | 3.3 | 8.1 |
| 태양광 | 6.2 | 4.1 | 7.1 | 7.3 | 11.5 | 7.1 | 7.8 | 9.6 | 6.3 | 9.1 | 11.1 |
| 기타 | 5.4 | 7.1 | 4.4 | -2.6 | 3.6 | -2.7 | 0.0 | 0.0 | 3.9 | 0.4 | 0.0 |

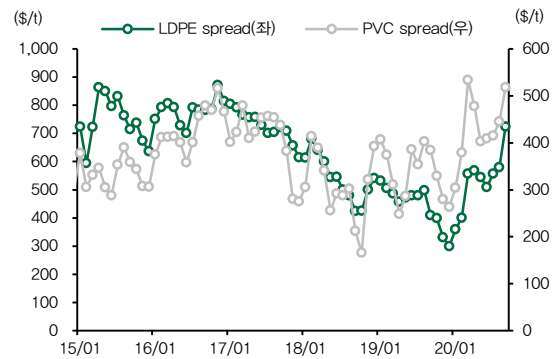
자료: 한화솔루션, DB 금융투자

도표 2. 한화솔루션 & 니콜라 시가총액 추이



자료: Bloomberg, DB 금융투자

도표 3. 급격히 개선되고 있는 PVC/LDPE spread



자료: Bloomberg, Platts, DB 금융투자

대차대조표

Table with 6 columns: Year (2018, 2019, 2020E, 2021E, 2022E) and rows for assets and liabilities like 12월 결산(십억원), 유동자산, 현금및현금성자산, etc.

손익계산서

Table with 6 columns: Year (2018, 2019, 2020E, 2021E, 2022E) and rows for income and expenses like 12월 결산(십억원), 매출액, 매출원가, etc.

현금흐름표

Table with 6 columns: Year (2018, 2019, 2020E, 2021E, 2022E) and rows for cash flows like 12월 결산(십억원), 영업활동현금흐름, 투자활동현금흐름, etc.

주요 투자지표

Table with 6 columns: Year (2018, 2019, 2020E, 2021E, 2022E) and rows for key metrics like 주당이익(원), EPS, BPS, DPS, etc.

자료: 한화솔루션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

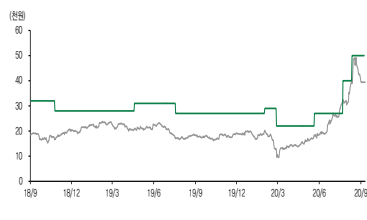
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무 수행한 사실이 없습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

- 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
Buy: 초과 상승률 10%p 이상
Hold: 초과 상승률 -10~10%p
Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로
Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한화솔루션 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

Table with 8 columns: Date, Recommendation, Target Price, Avg, High/Low, Date, Recommendation, Target Price, Avg, High/Low

주: *표는 담당자 변경