



# BUY(Maintain)

목표주가: 63,000원  
주가(11/10): 51,800원  
시가총액: 82,810억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com  
RA 권준수  
02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(11/10)	2,360.81pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	52,200원	9,410원
등락률	-0.8%	450.5%
수익률	절대	상대
1M	6.0%	7.4%
6M	262.2%	198.6%
1Y	200.3%	161.7%

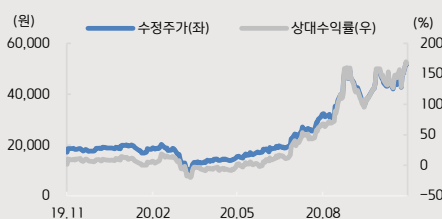
### Company Data

발행주식수	159,864천주
일평균 거래량(3M)	7,285천주
외국인 지분율	19.1%
배당수익률(20E)	0.4%
BPS(20E)	38,058원
주요 주주 (한화(외) 5인)	37.4%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	9,046.0	9,503.3	9,047.8	11,066.8
영업이익	354.3	378.3	698.4	888.2
EBITDA	794.4	939.5	1,216.0	1,403.1
세전이익	288.3	-217.4	615.6	813.4
순이익	160.4	-248.9	461.7	610.0
지배주주지분순이익	186.7	-237.6	440.9	582.5
EPS(원)	1,133	-1,457	2,730	3,618
증감률(%YoY)	-77.2	적전	흑전	32.5
PER(배)	17.8	-12.9	19.0	14.3
PBR(배)	0.54	0.54	1.36	1.25
EV/EBITDA(배)	10.0	8.7	10.9	9.4
영업이익률(%)	3.9	4.0	7.7	8.0
ROE(%)	3.1	-4.0	7.4	9.1
순부채비율(%)	72.0	87.4	77.1	68.6

### Price Trend



# 한화솔루션 (009830)

## 최근 높아진 시장 기대치를 상회



한화솔루션의 올해 3분기 영업이익은 2,322억원으로 시장 기대치를 상회하였습니다. 태양광부문은 원재료 가격 상승에 따른 제조원가 부담이 발생하였지만, 케미칼부문의 주요 제품 스프레드가 큰 폭으로 개선되었고, 도시개발 자회사의 토지분양 관련 수익이 인식되었기 때문입니다.

### >>> 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 상회

한화솔루션의 올해 3분기 영업이익은 2,332억원으로 전 분기 대비 81.5% 증가하며, 최근 높아진 시장 기대치(1,946억원)를 크게 상회하였다. 태양광부문의 원가 상승 영향이 있었지만, 주력 화학 제품의 스프레드가 개선되었고, 도시개발 자회사의 토지분양 관련 수익이 인식되었기 때문이다.

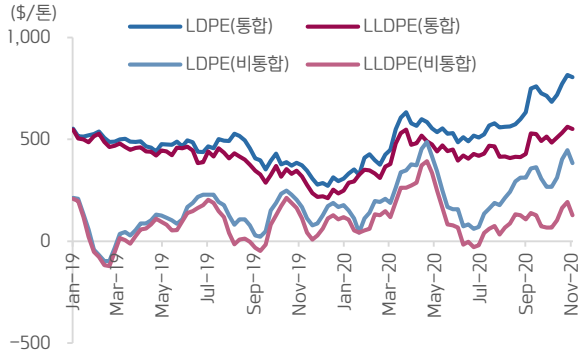
부문별로는 1) 케미칼부문 영업이익은 1,588억원으로 전 분기 대비 71.1% 증가하였다. 주요 제품인 LDPE/PVC/EVA 등이 역내의 높은 수요로 견고한 스프레드가 유지되었고, TDI는 역외 물량의 섀다운으로 반사수혜가 발생하였기 때문이다. 2) 태양광부문 영업이익은 전 분기 대비 31.7% 감소한 358억원을 기록하였다. 출하량은 전 분기 대비 회복하였지만, 폴리실리콘이 사고 여파로 가격이 급등하는 가운데, 동사 태양광의 주요 원재료인 웨이퍼 가격이 동반 상승하였기 때문이다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 76억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 주요 고객사의 가동률 개선으로 인한 판매량 증가에 기인한다. 4) 리테일부문 영업이익은 13억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 전 분기 발생하였던 일회성 비용이 제거되었기 때문이다.

한편 올해 3분기 지분법손익은 작년 3분기 대비 122억원 증가한 932억원을 기록하였다. 저유가 지속으로 저가 원료가 투입되며 여천NCC/한화토탈 등의 실적이 호조세를 유지하였기 때문이다.

### >>> LDPE/EVA, 높은 마진율 기록 중

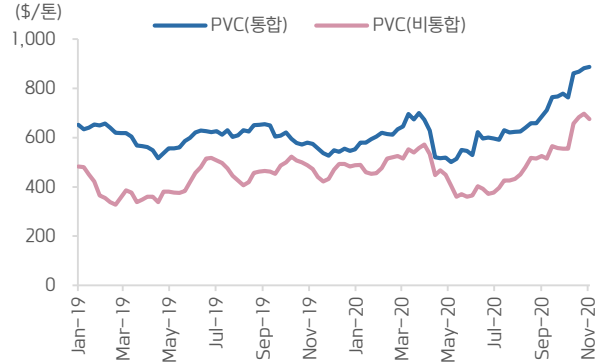
동사 케미칼부문의 주요 제품 중 하나인 LDPE/EVA가 최근 가격/스프레드가 높은 수준을 유지하고 있다. 원재료 가격이 하향 안정화되는 가운데, 코비드 19로 인하여 오히려 포장용 수요가 늘고 있고, 미국의 제재로 이란 수출 물량이 감소하고 있으며, 동남아시아/중국에서는 올해 LDPE 증설이 거의 없었고, 7월 이후 중국의 태양광 시장 반등으로 태양광용 수요도 최근 급등하고 있기 때문이다. 내년도 타 PE 제품 대비 공급이 제한되는 상황에서 태양광 설치량 증가, 중국 자급률 부족 등으로 추가적인 업황 개선이 예상된다. 동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 실적 개선을 고려하여 목표주가는 기존 대비 5% 상향 조정한다.

국내 LDPE/LLDPE 스프레드 추이



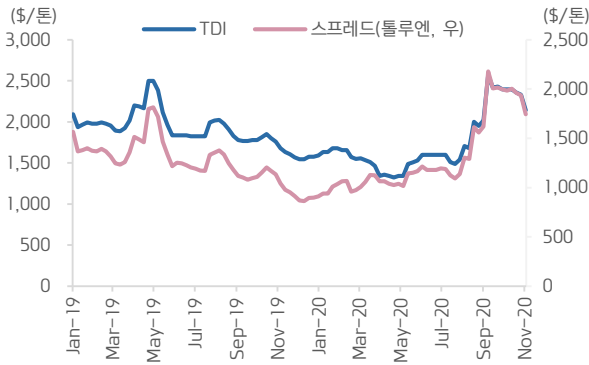
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

국내 PVC 스프레드 추이



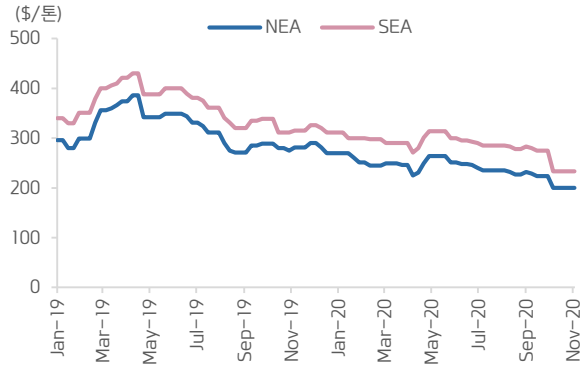
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

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	3QP	4QE					
매출액	2,233	2,364	2,426	2,435	2,248	1,956	2,428	2,415	9,046	9,457	9,048	11,067	
영업이익	121	119	172	47	167	129	233	170	354	459	698	888	
영업이익률	5.4	5.0	7.1	1.9	7.4	6.6	9.6	7.0	3.9	4.9	7.7	8.0	
케미칼	843	901	908	829	830	781	883	718	4,022	3,481	3,212	3,570	
첨단소재	192	212	204	200	191	149	207	214	854	808	761	868	
매출액	리테일	162	166	128	138	96	110	109	152	664	594	467	513
태양광	765	789	922	1,049	906	743	891	993	2,522	3,555	3,533	4,763	
기타	242	296	264	218	226	174	338	338	985	1,020	1,075	1,352	
케미칼	79	72	95	12	64	93	159	102	370	258	417	520	
첨단소재	-8	-2	-1	-19	-4	-8	8	-6	-11	-30	-11	-7	
영업이익	리테일	7	-7	-1	8	-5	-4	1	8	19	8	-1	7
태양광	30	31	68	53	105	52	36	60	-37	181	252	320	
기타	13	25	11	-7	8	-4	30	7	13	42	41	47	

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	9,046.0	9,503.3	9,047.8	11,066.8	11,620.2
매출원가	7,458.6	7,732.1	7,028.2	8,585.4	8,928.9
매출총이익	1,587.5	1,771.2	2,019.6	2,481.4	2,691.3
판매비	1,233.1	1,392.8	1,321.1	1,593.2	1,662.6
<b>영업이익</b>	354.3	378.3	698.4	888.2	1,028.7
<b>EBITDA</b>	794.4	939.5	1,216.0	1,403.1	1,516.4
영업외손익	-66.0	-595.8	-82.8	-74.9	-60.4
이자수익	22.0	25.8	38.5	45.7	58.8
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	-77.1	-76.9
<b>법인세차감전이익</b>	288.3	-217.4	615.6	813.4	968.3
법인세비용	127.9	31.4	153.9	203.3	242.1
계속사업순이익	160.4	-248.9	461.7	610.0	726.2
<b>당기순이익</b>	160.4	-248.9	461.7	610.0	726.2
<b>지배주주순이익</b>	186.7	-237.6	440.9	582.5	693.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-3.2	5.1	-4.8	22.3	5.0
영업이익 증감율	-53.2	6.8	84.6	27.2	15.8
EBITDA 증감율	-33.4	18.3	29.4	15.4	8.1
지배주주순이익 증감율	-77.4	-227.3	-285.6	32.1	19.0
EPS 증감율	-77.2	적전	흑전	32.5	19.0
매출총이익율(%)	17.5	18.6	22.3	22.4	23.2
영업이익률(%)	3.9	4.0	7.7	8.0	8.9
EBITDA Margin(%)	8.8	9.9	13.4	12.7	13.0
지배주주순이익률(%)	2.1	-2.5	4.9	5.3	6.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	5,012.5	5,322.6	6,019.5	7,182.0	8,245.7
현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,762.4	2,084.5	2,748.9
단기금융자산	405.0	484.8	580.4	694.9	832.0
매출채권 및 기타채권	1,762.4	1,575.8	1,500.3	1,835.1	1,926.8
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,409.0	1,723.4	1,809.5
기타유동자산	758.5	1,182.4	1,347.8	1,539.0	1,760.5
<b>비유동자산</b>	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
<b>자산총계</b>	15,231.5	15,681.1	16,611.8	17,822.1	18,972.6
<b>유동부채</b>	5,132.5	5,831.0	5,842.1	6,176.6	6,334.9
매입채무 및 기타채무	1,630.9	1,740.3	1,751.5	2,085.9	2,244.2
단기금융부채	2,907.5	3,451.3	3,451.3	3,451.3	3,451.3
기타유동부채	594.1	639.4	639.3	639.4	639.4
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	9,004.4	9,875.3	10,386.4	11,020.8	11,479.2
<b>자본지분</b>	6,090.0	5,728.2	6,126.8	6,675.2	7,334.5
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	4,584.6	5,134.9	5,796.2
비지배지분	137.1	77.7	98.5	126.1	158.9
<b>자본총계</b>	6,227.1	5,805.8	6,225.4	6,801.3	7,493.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	726.7	1,206.1	1,335.7	990.2	1,355.1
당기순이익	0.0	0.0	461.7	610.0	726.2
비현금항목의 가감	669.8	1,347.7	1,361.5	1,399.9	1,396.8
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	1,068.3	1,120.8	1,156.5
영업활동자산부채증감	-146.8	285.4	88.2	-391.5	-104.0
매출채권및기타채권의감소	667.1	146.6	75.5	-334.8	-91.8
재고자산의감소	-171.0	38.1	70.9	-314.4	-86.2
매입채무및기타채무의증가	-550.4	0.4	11.1	334.4	158.3
기타	-92.5	100.3	-69.3	-76.7	-84.3
기타현금흐름	203.7	-427.0	-575.7	-628.2	-663.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	-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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	219.1	60.4	677.9	322.1	664.3
기초현금 및 현금성자산	805.0	1,024.1	1,084.5	1,762.4	2,084.5
기말현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,762.4	2,084.5	2,748.9

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,133	-1,457	2,730	3,618	4,307
BPS	37,081	35,228	38,058	41,464	45,559
CFPS	5,038	6,739	11,288	12,485	13,188
DPS	200	200	200	200	200
<b>주가배수(배)</b>					
PER	17.8	-12.9	19.0	14.3	12.0
PER(최고)	32.3	-16.5	19.8		
PER(최저)	13.0	-10.9	3.4		
PBR	0.5	0.5	1.4	1.2	1.1
PBR(최고)	1.0	0.7	1.4		
PBR(최저)	0.4	0.5	0.2		
PSR	0.4	0.3	0.9	0.8	0.7
PCFR	4.0	2.8	4.6	4.1	3.9
EV/EBITDA	10.0	8.7	10.9	9.4	8.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%보통주, 현금)	20.3	-13.0	6.9	5.2	4.4
배당수익률(%보통주, 현금)	1.0	1.1	0.4	0.4	0.4
ROA	1.1	-1.6	2.9	3.5	3.9
ROE	3.1	-4.0	7.4	9.1	9.9
ROIC	2.6	3.3	6.1	7.7	8.9
매출채권회전율	5.2	5.7	5.9	6.6	6.2
재고자산회전율	6.9	6.4	6.3	7.1	6.6
부채비율	144.6	170.1	166.8	162.0	153.2
순차입금비율	72.0	87.4	77.1	68.6	55.6
이자보상배율	2.2	1.7	2.9	3.5	3.9
총차입금	5,913.3	6,643.4	7,143.4	7,443.4	7,743.4
순차입금	4,484.2	5,074.1	4,800.5	4,664.0	4,162.6
NOPLAT	794.4	939.5	1,216.0	1,403.1	1,516.4
FCF	-171.6	-11.3	629.7	489.5	855.2

Compliance Notice

- 당사는 11월 10일 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

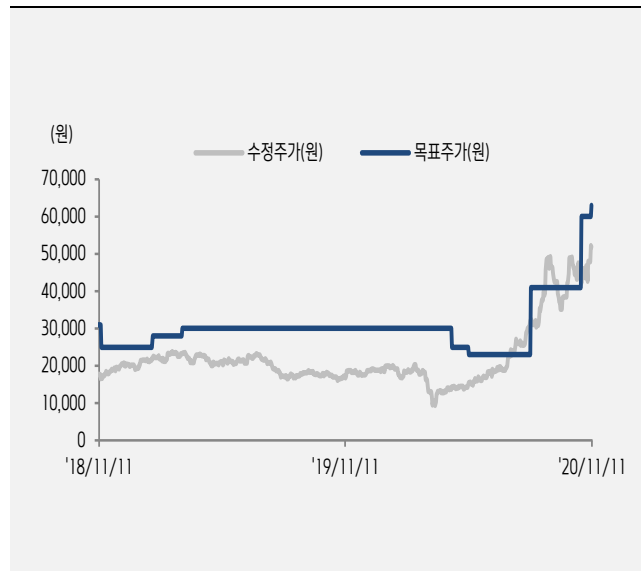
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하 여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	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	-0.68	20.12
	2020/09/26	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-22.82	-13.00
	2020/11/11	Buy(Maintain)	63,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%