

# 한화솔루션

# BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(상향)	64,000원	현재주가(11/10)	51,800원	Up/Downside	+23.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2020. 11. 11

## 여전히 꿈을 크게 가져도 좋다

### News

**3Q20 영업이익 2,332억원, 시장 기대치 큰 폭 상회:** 한화솔루션의 3Q 영업이익은 2,332억원(QoQ +82%/YoY+36%)으로 시장 컨센서스 1,946억원을 큰 폭 상회했다. Surprise의 원인은 케미칼 호조/매출액 개선에 따른 첨단소재 흑자전환/기타 도시개발 수익 발생(297억원) 때문이다. 케미칼 영업이익률 18%는 연결 실적 산출 이래 최대치이며 유화/화성/닝보 모두 큰 폭의 수익성 개선이 나타났다. 반면 태양광은 매출은 QoQ+20% 증가했으나 원부자재 가격 급등으로 수익성이 하락했다.

### Comment

**21년 케미칼/태양광 동반 실적 성장 예상:** 4Q 영업이익은 1,777억원(QoQ-24%/YoY+278%)을 전망한다. 케미칼은 spread는 강세를 유지하고 있지만 정기보수, 성과급(350억원 가정) 반영 등으로 둔화를 예상한다. 반면 태양광은 코로나 재확산으로 여전히 주거용/상업용 판매는 부진할 것으로 예상되지만 유틸리티향 출하량 증가가 지속되며 수익성이 반등할 것으로 전망한다. 21년 태양광 시황은 코로나/20년 하반기 태양광 원부자재 가격 급등으로 지연되었던 설치 수요가 집중되고 미국 ITC 종료 전 선수요 발생 등으로 미국 중심의 가파른 수요 개선이 예상된다. 따라서 mixed ASP/출하량 동반 상승에 따른 실적 개선 기대감을 높여야 한다. 케미칼 역시 주력제품인 PVC는 고무와 더불어 가장 공급 부담이 적은 제품으로 시황 강세가 이어질 것으로 예상된다. 21년 전사 영업이익을 9,288억원(YoY+31.5%)으로 전망하며 사상 최대치를 경신할 것으로 판단한다.

### Action

**여전히 꿈을 크게 가져도 좋다:** 바이든 후보가 당선 확정되면서 태양광 시황의 가장 큰 불확실성이 완화되었다. 바이든 당선인의 공약이 계획대로 추진된다면 미국 태양광 시장은 가치 폭발적인 성장(매년 46GW 이상의 설치 수요 필요)이 기대되며 한화솔루션의 미국 내 시장 지위를 고려할 때 최대 수혜를 볼 가능성이 높다. 목표주가를 6.4만원으로 상향하며 화학 top-picks 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	9,410/52,200원
매출액	9,046	9,503	9,055	9,749	10,304	KOSDAQ /KOSPI	841/2,453pt
(증가율)	-3.2	5.1	-4.7	7.7	5.7	시가총액	82,810억원
영업이익	354	378	707	929	1,049	60일-평균거래량	7,282,918
(증가율)	-53.2	6.8	86.7	31.5	12.9	외국인지분율	19.4%
지배주주순이익	187	-238	545	758	910	60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
EPS	1,139	-1,467	3,366	4,678	5,614	주요주주	한화 외 5 인 37.4%
PER (H/L)	32.1/12.9	NA/NA	15.4	11.1	9.2	(천원)	
PBR (H/L)	1.0/0.4	0.7/0.5	1.4	1.2	1.1	주가상승률	1M 3M 12M
EV/EBITDA (H/L)	13.4/9.0	9.6/8.4	11.2	9.2	7.9	절대기준	6.0 66.6 200.3
영업이익률	3.9	4.0	7.8	9.5	10.2	상대기준	3.4 62.0 161.7
ROE	3.1	-4.0	9.1	11.6	12.5		

도표 1. 한화솔루션 목표주가 산정내역

(단위: 십억원 배, 천주, 원)

	21E 순이익	Target P/E	적정가치	비고
태양광 세후 영업이익	273	20.0	5,457	First Solar 21E P/E 10% 할인
태양광 외 지배순이익	485	10.0	4,852	
한화솔루션 지배순이익	758			
		합계	10,309	
주식수(천주)			159,864	
목표주가(원)			64,487	

자료: 한화솔루션 DB금융투자

도표 2. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	2,233	2,364	2,426	2,435	2,248	1,956	2,428	2,422	9,457	9,055	9,749
%YoY	7.6	5.0	4.9	1.1	0.7	-17.2	0.1	-0.5	4.5	-4.3	7.7
%QoQ	-7.2	5.9	2.6	0.4	-7.6	-13.0	24.1	-0.3			
케미칼	843	901	908	829	830	781	883	942	3,481	3,437	3,718
첨단소재	192	212	204	200	191	149	207	190	808	737	800
리테일	162	166	128	138	96	110	109	134	594	449	479
태양광	795	789	922	1,049	906	743	891	959	3,555	3,499	3,890
기타	242	296	264	218	226	174	338	196	1,020	933	863
연결 영업이익	121	119	172	47	167	129	233	178	459	707	929
%YoY	-29.6	-35.4	83.3	흑전	37.9	7.9	35.7	2.8	29.6	53.9	31.5
%QoQ	흑전	-1.7	44.3	-72.7	255.5	-23.1	81.5	-23.8			
케미칼	79	72	95	12	64	93	159	114	258	429	463
첨단소재	-8	-2	-1	-19	-4	-8	8	-2	-30	-7	0
리테일	7	-7	-1	8	-5	-4	1	5	8	-3	27
태양광	30	31	68	53	105	52	36	61	181	253	419
기타	13	25	11	-7	8	-5	30	0	42	33	20
영업이익률	5.4	5.0	7.1	1.9	7.4	6.6	9.6	7.3	4.9	7.8	9.5
케미칼	9.4	7.9	10.5	1.4	7.7	11.9	18.0	12.1	6.9	12.5	12.4
첨단소재	-3.9	-0.9	-0.5	-9.7	-2.2	-5.5	3.7	-1.0	-3.7	-0.9	0.0
리테일	4.3	-4.0	-0.5	5.8	-5.3	-3.4	1.2	3.7	1.3	-0.6	5.7
태양광	3.7	3.9	7.3	5.0	11.5	7.1	4.0	6.3	5.1	7.2	10.8
기타	5.3	8.5	4.1	-3.2	3.6	-2.7	8.8	0.0	4.1	3.6	2.3

자료: 한화솔루션 DB금융투자

**대차대조표**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
유동자산	5,012	5,323	5,531	5,565	6,079
현금및현금성자산	1,024	1,085	1,498	1,338	1,756
매출채권및기타채권	1,762	1,576	1,618	1,752	1,810
재고자산	1,467	1,480	1,315	1,443	1,539
비유동자산	10,219	10,358	10,891	11,002	10,887
유형자산	6,684	6,594	7,159	7,295	7,200
무형자산	479	421	389	363	344
투자자산	2,790	2,845	2,845	2,845	2,845
<b>자산총계</b>	<b>15,231</b>	<b>15,681</b>	<b>17,113</b>	<b>17,259</b>	<b>17,657</b>
유동부채	5,133	5,831	5,991	5,659	5,545
매입채무및기타채무	1,631	1,740	1,690	1,758	1,843
단기차입금및단기차채	2,239	2,675	2,975	2,575	2,375
유동성장기부채	655	709	709	709	709
비유동부채	3,872	4,044	4,844	4,644	4,344
사채및장기차입금	2,995	2,984	3,784	3,784	3,284
<b>부채총계</b>	<b>9,004</b>	<b>9,875</b>	<b>10,835</b>	<b>10,303</b>	<b>9,889</b>
자본금	821	821	821	821	821
자본잉여금	857	805	805	805	805
이익잉여금	4,497	4,176	4,673	5,351	6,164
비지배주주지분	137	78	83	83	83
<b>자본총계</b>	<b>6,227</b>	<b>5,806</b>	<b>6,278</b>	<b>6,956</b>	<b>7,769</b>

**손익계산서**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
매출액	9,046	9,503	9,055	9,749	10,304
매출원가	7,459	7,732	7,018	7,388	7,741
매출총이익	1,587	1,771	2,037	2,361	2,563
판매비	1,233	1,393	1,330	1,433	1,514
영업이익	354	378	707	929	1,049
EBITDA	794	940	1,274	1,518	1,664
영업외손익	-66	-595	18	68	148
금융손익	-136	-198	-206	-213	-194
투자손익	418	214	200	297	358
기타영업외손익	-348	-611	24	-16	-16
세전이익	288	-217	725	997	1,197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	160	-249	551	758	910
자배주주지분순이익	187	-238	545	758	910
비지배주주지분순이익	-26	-11	6	0	0
총포괄이익	75	-251	551	758	910
증감률(%YoY)					
매출액	-3.2	5.1	-4.7	7.7	5.7
영업이익	-53.2	6.8	86.7	31.5	12.9
EPS	-77.2	적전	흑전	39.0	20.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

**현금흐름표**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	727	1,206	1,095	1,018	1,266
당기순이익	160	-249	551	758	910
현금유출이없는비용및수익	670	1,348	749	746	741
유형및무형자산상각비	440	561	568	589	615
영업관련자산부채변동	-147	285	-31	-247	-97
매출채권및기타채권의감소	667	147	-43	-134	-58
재고자산의감소	-171	38	165	-129	-95
매입채무및기타채무의증가	-550	0	-50	68	86
투자활동현금흐름	-435	-1,111	-821	-283	-39
CAPEX	-720	-1,165	-1,100	-700	-500
투자자산의순증	615	158	200	297	358
재무활동현금흐름	-70	-43	832	-894	-808
사채및차입금의 증가	1,463	718	1,100	-600	-500
자본금및자본잉여금의증가	20	-52	0	0	0
배당금지급	-58	-33	0	-48	-81
기타현금흐름	-3	8	-693	0	0
현금의증가	219	60	414	-160	418
기초현금	805	1,024	1,085	1,498	1,338
기말현금	1,024	1,085	1,498	1,338	1,756

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당이익(원)	1,139	-1,467	3,366	4,678	5,614
BPS	37,081	35,228	38,098	42,264	47,265
DPS	200	0	300	500	600
Multiple(배)					
P/E	17.7	NA	15.4	11.1	9.2
P/B	0.5	0.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	10.0	8.7	11.2	9.2	7.9
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.0	7.8	9.5	10.2
EBITDA마진	8.8	9.9	14.1	15.6	16.2
순이익률	1.8	-2.6	6.1	7.8	8.8
ROE	3.1	-4.0	9.1	11.6	12.5
ROA	1.1	-1.6	3.4	4.4	5.2
ROC	2.6	5.0	6.0	7.6	8.4
안정성및기타					
부채비율(%)	144.6	170.1	172.6	148.1	127.3
이자보상배율(배)	2.2	1.7	3.0	3.8	4.6
배당성향(배)	20.3	0.0	8.7	10.5	10.5

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 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)**

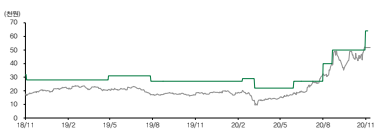
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 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 현재주 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/09/14	Buy	32,000	-45.0	-39.7	20/08/12	Buy	40,000	-15.8	-0.1
18/11/14	Buy	28,000	-24.4	-15.0	20/09/01	Buy	50,000	-11.1	4.4
19/05/09	Buy	31,000	-32.0	-25.0	20/11/11	Buy	64,000	-	-
19/08/08	Buy	27,000	-33.2	-25.7					
20/02/21	Buy	29,000	-41.7	-34.1					
20/03/18	Buy	22,000	-34.3	-16.6					
20/06/10	Buy	27,000	-15.2	18.7					

주: \*표는 담당자 변경