

# 한화솔루션

**BUY(유지)**

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	69,000원	현재주가(02/18)	51,300원	Up/Downside	+34.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2021. 02. 18

## 그래도 밝은 미래가 있기에

### News

**4Q20 영업이익 654억원, 일회성 비용 반영 등으로 shock:** 한화솔루션의 4Q 영업이익은 654억원 (QoQ-72%/YoY+39%)으로 시장 컨센서스 1,464억원을 큰 폭 하회했다. 전사 성과급 약 600억원 (태양광 200억원, 케미칼 360억원), 케미칼 정기보수에 따른 기회비용 약 250억원, YNCC 정기보수에 따른 에틸렌 외부 구매량 증가로 인한 손실 등이 영업단에 반영되었으며 영업외로는 자산손상차손 약 1,300억원(태양광 900억원) 등이 반영되며 순이익은 적자 전환했다.

### Comment

**1Q21E 영업이익 2,107억원, 케미칼이 이끄는 실적 개선:** 사우디 대규모 감산 지속으로 여전히 타이트한 역내 화학 제품 수급, 미국 한파에 따른 공급 차질 등으로 2월 이후 PE/PVC 시황이 재차 강세를 보이고 있다. 또한 4Q 케미칼/YNCC 정기보수 종료로 판매 물량 증가 및 원가 개선이 예상되기에 1Q21 케미칼 영업이익은 큰 폭 개선된 1,907억원을 전망한다. 태양광은 미국/유럽 코로나 확진자 수가 정점을 지나 하락하고 있지만 여전히 주거/상업용 태양광 설치량이 정상화되기까지는 시간이 필요하며 원부자재 가격 부담이 이어지고 있기에 1Q21까지는 부진할 것으로 판단된다. 다만 연말로 갈수록 mixed-ASP 반등 및 원가 반락이 예상되기에 점진적인 수익성 반등을 예상한다.

### Action

**코로나 정상화와 함께 급 반등할 태양광 이익 체력:** 큐셀은 非중국 top-tier 태양광 모듈업체로 미국/유럽 주거용/상업용 모듈에 프리미엄을 가지고 있지만 코로나로 인해 주요 타겟 시장이 크게 위축되었다. 다만 이는 코로나 정상화 과정에서 큰 폭으로 반등할 수 밖에 없으며 태양광 부문 실적은 단기 저점을 통과하고 있다. 중장기 미국 태양광 시장 성장의 가장 큰 수혜 업체로서 밸류에이션 리레이팅이 지속될 것이라 예상하며 목표주가 6.9만원, 화학 top-picks 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	9,121/57,200원
매출액	9,046	9,503	9,195	10,804	11,342	KOSDAQ /KOSPI	967/3,087pt
(증가율)	-3.2	5.1	-3.2	17.5	5.0	시가총액	82,010억원
영업이익	354	378	594	886	1,061	60일-평균거래량	3,542,220
(증가율)	-53.2	6.8	57.1	49.0	19.8	외국인지분율	18.6%
자배주주순이익	187	-238	309	665	860	60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p
EPS	1,139	-1,467	1,906	4,101	5,304	주요주주	한화 외 5 인 36.2%
PER (H/L)	32.1/12.9	NA/NA	25.1	12.5	9.7	(천원)	
PBR (H/L)	1.0/0.4	0.7/0.5	1.3	1.1	1.0	한화솔루션(좌)	(pt)
EV/EBITDA (H/L)	13.4/9.0	9.6/8.4	12.0	8.9	7.5	KOSPI지수대비(우)	
영업이익률	3.9	4.0	6.5	8.2	9.4		
ROE	3.1	-4.0	5.3	9.6	10.3		
						주가상승률	
						1M	3M
						12M	
						절대기준	-1.2
						상대기준	6.5
							183.8
							103.1

도표 1. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
연결 매출액	2,248	1,956	2,428	2,562	2,573	2,528	2,736	2,967	9,457	9,195	10,804
%YoY	0.7	-17.2	0.1	5.2	14.4	29.2	12.7	15.8	4.5	-2.8	17.5
%QoQ	-7.6	-13.0	24.1	5.5	0.4	-1.7	8.2	8.4			
케미칼	830	781	883	832	1,143	1,141	1,059	963	3,481	3,327	4,306
첨단소재	191	149	207	205	196	187	217	216	808	752	816
리테일	96	110	109	138	129	118	115	141	594	453	504
태양광	906	743	891	1,162	901	891	1,074	1,420	3,555	3,702	4,287
기타	226	174	338	224	203	191	270	227	1,020	962	891
연결 영업이익	167	129	233	65	211	209	255	211	459	594	886
%YoY	37.9	7.9	35.7	0.4	26.1	62.5	9.3	2.2	29.6	29.4	49.0
%QoQ	255.5	-23.1	81.5	-72.0	222.2	-0.9	22.0	-17.2			
케미칼	64	93	159	66	191	173	172	79	258	381	614
첨단소재	-4	-8	8	-3	0	4	4	-4	-30	-8	4
리테일	-5	-4	1	10	12	-1	6	15	8	3	32
태양광	105	52	36	-2	8	33	73	122	181	190	236
기타	8	-5	30	-6	0	0	0	0	42	27	0
영업이익률	7.4	6.6	9.6	2.6	8.2	8.3	9.3	7.1	4.9	6.5	8.2
케미칼	7.7	11.9	18.0	7.9	16.7	15.1	16.2	8.2	6.9	11.5	14.3
첨단소재	-2.2	-5.5	3.7	-1.4	0.0	2.0	2.0	-2.0	-3.7	-1.0	0.5
리테일	-5.3	-3.4	1.2	7.6	9.1	-0.4	5.1	10.5	1.3	0.6	6.3
태양광	11.5	7.1	4.0	-0.2	0.9	3.7	6.8	8.6	5.1	5.1	5.5
기타	3.6	-2.7	8.8	-2.6	0.0	0.0	0.0	0.0	4.1	2.8	0.0

자료: 한화솔루션 DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	5,012	5,323	5,415	6,384	5,907
현금및현금성자산	1,024	1,085	1,338	1,819	1,253
매출채권및기타채권	1,762	1,576	1,642	1,934	1,987
재고자산	1,467	1,480	1,335	1,599	1,694
<b>비유동자산</b>	<b>10,219</b>	<b>10,358</b>	<b>10,776</b>	<b>11,371</b>	<b>11,876</b>
유형자산	6,684	6,594	7,044	7,665	8,189
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>16,883</b>	<b>18,447</b>	<b>18,475</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,133</b>	<b>5,831</b>	<b>6,010</b>	<b>5,795</b>	<b>5,379</b>
매입채무및기타채무	1,631	1,740	1,709	1,894	1,978
단기应付금및당기차채	2,239	2,675	2,975	2,575	2,075
유동성장기부채	655	709	709	709	709
<b>비유동부채</b>	<b>3,872</b>	<b>4,044</b>	<b>4,844</b>	<b>4,644</b>	<b>4,344</b>
사채및장기차입금	2,995	2,984	3,784	3,584	3,284
<b>부채총계</b>	<b>9,004</b>	<b>9,875</b>	<b>10,854</b>	<b>10,439</b>	<b>9,723</b>
자본금	821	821	821	978	978
자본잉여금	857	805	805	2,058	2,058
이익잉여금	4,497	4,176	4,437	5,005	5,749
비자매주자분	137	78	70	70	70
<b>자본총계</b>	<b>6,227</b>	<b>5,806</b>	<b>6,029</b>	<b>8,008</b>	<b>8,752</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>727</b>	<b>1,206</b>	<b>976</b>	<b>778</b>	<b>1,326</b>
당기순이익	160	-249	302	665	860
현금유동이없는비용및수익	670	1,348	881	762	833
유형및무형자산상각비	440	561	552	605	695
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-147</b>	<b>285</b>	<b>-57</b>	<b>-439</b>	<b>-95</b>
매출채권및기타채권의감소	667	147	-67	-292	-52
재고자산의감소	-171	38	145	-264	-94
매입채무및기타채무의증가	-550	0	-32	185	84
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-435</b>	<b>-1,111</b>	<b>-862</b>	<b>-813</b>	<b>-772</b>
CAPEX	-720	-1,165	-1,100	-1,200	-1,200
투자자산의순증	615	158	160	265	325
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-70</b>	<b>-43</b>	<b>832</b>	<b>516</b>	<b>-1,119</b>
사채및자본의증가	1,463	718	1,100	-600	-800
자본금및자본잉여금의증가	20	-52	0	1,410	0
배당금지급	-58	-33	0	-48	-96
기타현금흐름	-3	8	-693	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>219</b>	<b>60</b>	<b>253</b>	<b>481</b>	<b>-566</b>
기초현금	805	1,024	1,085	1,338	1,819
기말현금	1,024	1,085	1,338	1,819	1,253

자료: 한화솔루션 DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>9,046</b>	<b>9,503</b>	<b>9,195</b>	<b>10,804</b>	<b>11,342</b>
매출원가	7,459	7,732	7,250	8,331	8,615
<b>매출총이익</b>	<b>1,587</b>	<b>1,771</b>	<b>1,945</b>	<b>2,473</b>	<b>2,727</b>
판관비	1,233	1,393	1,351	1,587	1,667
영업이익	354	378	594	886	1,061
EBITDA	794	940	1,146	1,491	1,756
<b>영업외손익</b>	<b>-66</b>	<b>-595</b>	<b>-143</b>	<b>-11</b>	<b>70</b>
금융순익	-136	-198	-207	-210	-189
투자순익	418	214	160	265	325
기타영업외손익	-348	-611	-96	-66	-66
<b>세전이익</b>	<b>288</b>	<b>-217</b>	<b>451</b>	<b>875</b>	<b>1,131</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>160</b>	<b>-249</b>	<b>302</b>	<b>665</b>	<b>860</b>
자비주주지분순이익	187	-238	309	665	860
비자비주주지분순이익	-26	-11	-7	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>75</b>	<b>-251</b>	<b>302</b>	<b>665</b>	<b>860</b>
증감률(%YoY)					
매출액	-3.2	5.1	-3.2	17.5	5.0
영업이익	-53.2	6.8	57.1	49.0	19.8
EPS	-7.72	적전	흑전	115.1	29.3

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

## 주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,139	-1,467	1,906	4,101	5,304
BPS	37,081	35,228	36,644	48,815	53,391
DPS	200	0	300	500	600
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	17.7	NA	25.1	12.5	9.7
P/B	0.5	0.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.0	8.7	12.0	8.9	7.5
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	3.9	4.0	6.5	8.2	9.4
EBITDA마진	8.8	9.9	12.5	13.8	15.5
순이익률	1.8	-2.6	3.3	6.2	7.6
ROE	3.1	-4.0	5.3	9.6	10.3
ROA	1.1	-1.6	1.9	3.8	4.7
ROIC	2.6	5.0	4.5	7.0	7.8
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	144.6	170.1	180.0	130.4	111.1
이자보상배율(배)	22	1.7	2.5	3.6	4.8
배당성향(배)	20.3	0.0	15.9	14.4	13.4

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 별간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 별간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인인 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당시의 리시저센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에는 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임 소재자의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하위없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2021-01~06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

## 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

## 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 한화솔루션 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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	-22.0	-7.8
19/08/08	Buy	27,000	-33.2	-25.7	21/01/25	Buy	69,000	-	-
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					
20/08/12	Buy	40,000	-15.8	-0.1					

주: \*표는 담당자 변경