



BUY(Maintain)

목표주가: 68,000원
주가(3/24): 45,000원
시가총액: 86,075억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkudud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(3/24)	2,996.35pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,200원	10,032원
등락률	-21.3%	348.5%
수익률	절대	상대
1M	-0.4%	-0.5%
6M	25.1%	-5.1%
1Y	348.5%	141.0%

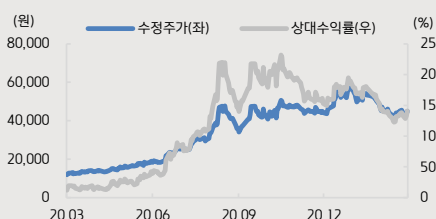
Company Data

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	2,870천주
외국인 지분율	17.0%
배당수익률(20A)	0.0%
BPS(20A)	35,468원
주요 주주 (한화(외 5인))	36.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	9,046.0	9,457.4	9,195.0	11,246.7
영업이익	354.3	459.2	594.2	1,021.5
EBITDA	794.4	1,020.3	1,189.5	1,644.4
세전이익	288.3	168.0	451.5	1,065.6
순이익	160.4	-248.9	301.7	831.1
지배주주지분순이익	186.7	-237.6	309.1	851.4
EPS(원)	1,091	-1,403	1,843	4,015
증감률(%YoY)	-77.2	적전	흑전	117.9
PER(배)	17.9	-13.0	25.2	11.2
PBR(배)	0.55	0.54	1.31	1.23
EV/EBITDA(배)	10.0	8.0	10.5	7.3
영업이익률(%)	3.9	4.9	6.5	9.1
ROE(%)	3.1	-4.0	5.3	12.1
순부채비율(%)	72.0	87.4	78.4	40.1

Price Trend



한화솔루션 (009830)

PVC/LDPE, 역대 최대 실적 기록 중



한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 2,500억원으로 전 분기 대비 282.2% 증가하며, 어닝 서프라이즈를 기록할 전망이다. 태양광부문의 원가 부담 및 보조금 미확정에 따른 수요 지연에도 불구하고, 케미칼부문의 실적 급증 전망에 기인합니다. 한편 PVC/LDPE는 증설 제한으로 중기적으로도 수급 타이트 현상이 지속될 것으로 전망됩니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 어닝 서프라이즈 전망

한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 2,500억원으로 전 분기 대비 282.2% 증가하며, 시장 기대치(1,892억원)를 크게 상회할 전망이다. 태양광부문의 원가 상승이 예상되지만, 주력 석유화학 제품들의 스프레드가 급격히 개선될 것으로 예상되기 때문이다.

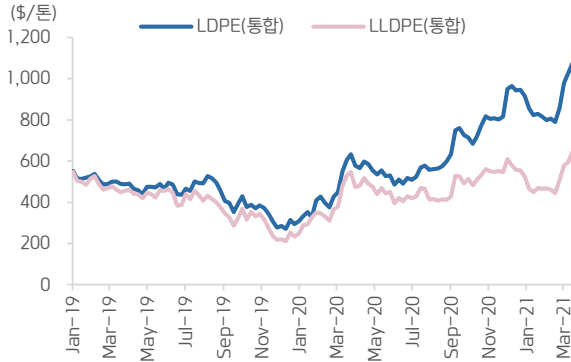
1) 케미칼부문 영업이익은 2,296억원으로 전 분기 대비 247.9% 증가할 전망이다. 운송비 급등이 제품가격 강세에 영향을 주고 있고, 주요 제품인 LDPE/PVC/EVA 등의 역외 공급 차질이 발생하는 가운데, 역내의 높은 수요로 스프레드가 급격히 상승하였고, TDI/가성소다도 전 분기 대비 가격이 개선되고 있기 때문이다. 2) 큐셀부문 영업이익은 전 분기 대비 흑자 전환한 10억원을 기록할 전망이다. 폴리실리콘 가격이 급등하는 가운데, 동사 태양광의 원/부재료 가격 상승세가 유지되고 있기 때문이다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 41억원으로 전 분기 대비 흑자 전환할 전망이다. 전 분기 발생하였던 일회성 비용의 기저 효과가 예상되는 가운데, 전방 자동차 업황 턴어라운드에 기인한다. 4) 갤러리아부문 영업이익은 74억원으로 전 분기 대비 29.0% 감소할 전망이다. 사회적 거리두기 완화로 작년 동기 대비는 실적이 크게 개선될 것으로 보인다. 한편 지분법업체인 한화토탈과 여천NCC는 올해 1~2분기에 NCC 및 폴리머 설비를 증설 완료한다. 추가적인 물량 증가 효과가 예상된다.

>>> PVC, 2025년까지 업사이클 연장

IHS에 따르면 강한 수요 및 제한된 신증설로 PVC는 업사이클이 예상된다. 작년 2%의 수요 감소가 있었으나, 2025년까지 연평균 4.5%의 수요 증가가 전망되는 가운데, 신규 프로젝트 제한으로 공급은 2025년까지 연평균 1.8% 증가에 불과할 것으로 보이기 때문이다. 작년 코비드19로 세계 PVC 가동률은 78%로 감소하였지만, 올해는 81%, 2025년에는 90% 수준으로 가파르게 상승할 전망이다. 참고로 동사의 연결(중국 법인 포함) PVC 생산능력은 113만 톤으로 세계 12위권 PVC 업체이다.

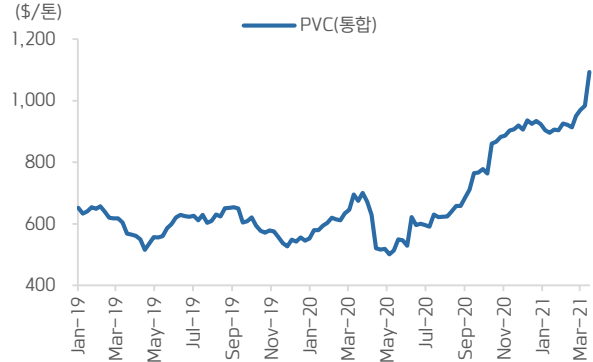
한편 LDPE 또한 병산품인 EVA의 수급이 타이트한 가운데, 대규모 증설 제한으로 보수적으로도 내년까지는 현재의 강력한 업황이 유지될 가능성이 크다.

국내 LDPE/LLDPE 스프레드 추이



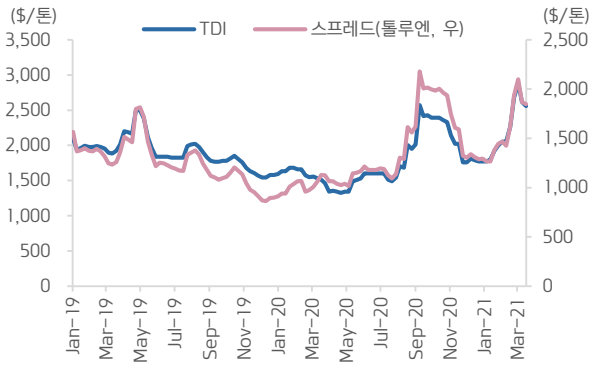
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 PVC 스프레드 추이



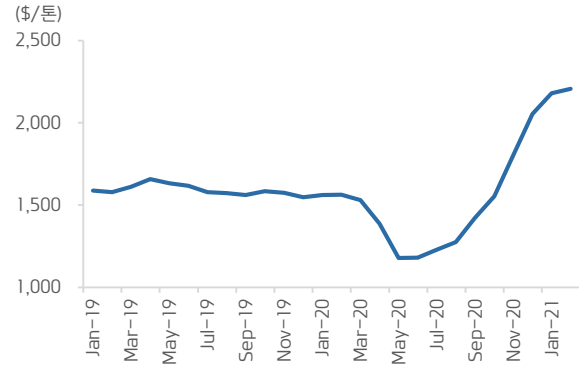
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

역내 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 EVA 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2020				2021				2018	2019	2020	2021E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE					
매출액	2,248	1,956	2,428	2,562	2,563	2,776	2,979	2,929	9,046	9,457	9,195	11,247	
영업이익	167	129	233	65	250	259	259	253	354	459	594	1,021	
영업이익률	7.4	6.6	9.6	2.6	9.8	9.3	8.7	8.6	3.9%	4.9%	6.5%	9.1%	
매출액	케미칼	830	781	883	832	1,027	1,143	1,197	1,049	4,022	3,481	3,327	4,415
	첨단소재	191	149	207	205	205	215	219	230	854	808	752	868
	갤러리아	96	110	109	138	105	121	120	151	664	594	453	498
	큐셀	906	743	891	1,162	1,001	1,073	1,219	1,275	2,522	3,555	3,702	4,568
영업이익	기타	226	174	338	224	224	224	224	224	985	1,020	962	898
	케미칼	64	93	159	66	230	241	209	162	370	258	381	842
	첨단소재	-4	-8	8	-3	4	4	7	9	-11	-30	-8	24
	갤러리아	-5	-4	1	10	7	-5	-1	10	19	8	3	12
기타	큐셀	105	52	36	2	1	11	37	64	-37	181	190	112
	기타	8	-5	30	-6	8	8	8	8	13	42	27	31

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	9,046.0	9,457.4	9,195.0	11,246.7	12,113.3
매출원가	7,458.6	7,607.3	7,269.1	8,618.1	9,271.8
매출총이익	1,587.5	1,850.1	1,925.9	2,628.6	2,841.4
판매비	1,233.1	1,391.0	1,331.7	1,607.1	1,725.4
영업이익	354.3	459.2	594.2	1,021.5	1,116.1
EBITDA	794.4	1,020.3	1,189.5	1,644.4	1,762.4
영업외손익	-66.0	-291.1	-142.6	44.1	45.4
이자수익	22.0	25.8	24.6	63.6	81.2
이자비용	160.3	224.5	205.3	232.4	259.5
외환관련이익	258.9	273.4	387.6	391.0	394.5
외환관련손실	336.1	298.9	355.8	359.7	363.6
종속 및 관계기업손익	417.8	213.8	160.2	224.2	235.4
기타	-268.3	-280.7	-153.9	-42.6	-42.6
법인세차감전이익	288.3	168.0	451.5	1,065.6	1,161.5
법인세비용	127.9	77.8	112.0	234.4	255.5
계속사업순이익	160.4	90.2	339.6	831.1	905.9
당기순이익	160.4	-248.9	301.7	831.1	905.9
지배주주순이익	186.7	-237.6	309.1	851.4	928.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.2	4.5	-2.8	22.3	7.7
영업이익 증감율	-53.2	29.6	29.4	71.9	9.3
EBITDA 증감율	-33.4	28.4	16.6	38.2	7.2
지배주주순이익 증감율	-77.4	-227.3	-230.1	175.4	9.0
EPS 증감율	-77.2	적전	흑전	117.9	3.3
매출총이익율(%)	17.5	19.6	20.9	23.4	23.5
영업이익률(%)	3.9	4.9	6.5	9.1	9.2
EBITDA Margin(%)	8.8	10.8	12.9	14.6	14.5
지배주주순이익률(%)	2.1	-2.5	3.4	7.6	7.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	5,012.5	5,322.6	4,958.4	7,827.7	9,126.1
현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,380.8	4,361.2
단기금융자산	484.8	181.4	190.5	200.0	210.0
매출채권 및 기타채권	1,762.4	1,575.8	1,458.7	1,784.2	1,921.6
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,431.6	1,751.0	1,885.9
기타유동자산	758.5	1,182.4	868.3	911.7	957.4
비유동자산	10,219.0	10,358.5	10,179.0	10,611.0	11,030.8
투자자산	2,832.0	2,797.7	3,052.7	3,318.9	3,596.9
유형자산	6,684.1	6,594.0	6,416.5	6,618.3	6,791.7
무형자산	479.4	421.2	413.9	389.1	369.4
기타비유동자산	223.5	545.6	295.9	284.7	272.8
자산총계	15,231.5	15,681.1	15,137.3	18,438.7	20,156.9
유동부채	5,132.5	5,831.0	5,251.1	5,510.5	5,615.1
매입채무 및 기타채무	1,630.9	1,740.3	1,726.2	1,985.6	2,090.2
단기금융부채	3,451.3	3,041.0	3,041.0	3,041.0	3,041.0
기타유동부채	50.3	1,049.7	483.9	483.9	483.9
비유동부채	3,871.9	4,044.3	3,918.5	4,718.5	5,518.5
장기금융부채	3,935.2	3,727.4	4,527.4	5,327.4	6,127.4
기타비유동부채	-63.3	316.9	-608.9	-608.9	-608.9
부채총계	9,004.4	9,875.3	9,169.6	10,229.0	11,133.6
자본지분	6,090.0	5,728.2	5,929.1	8,191.3	9,027.0
자본금	821.2	821.2	821.2	1,135.3	1,135.3
자본잉여금	857.0	804.5	798.5	1,987.5	1,987.5
기타자본	-3.4	-2.9	-10.3	-10.3	-10.3
기타포괄손익누계액	-81.3	-70.5	-110.0	-157.6	-205.2
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,429.8	5,236.5	6,119.7
비지배지분	137.1	77.7	38.6	18.4	-3.7
자본총계	6,227.1	5,805.8	5,967.7	8,209.7	9,023.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	726.7	1,206.1	1,069.5	1,348.9	1,696.7
당기순이익	160.4	-248.9	301.7	831.1	905.9
비현금항목의 가감	669.8	1,347.7	872.3	987.2	1,030.0
유형자산감가상각비	426.5	528.7	565.0	598.1	626.7
무형자산감가상각비	13.6	32.5	30.4	24.8	19.7
지분법평가손익	-493.6	-271.2	-199.0	-224.2	-235.4
기타	723.3	1,057.7	475.9	588.5	619.0
영업활동자산부채증감	-146.8	285.4	-129.1	-464.6	-203.9
매출채권및기타채권의감소	667.1	146.6	111.0	-325.5	-137.5
재고자산의감소	-171.0	38.1	-26.2	-319.4	-134.9
매입채무및기타채무의증가	-550.4	0.4	11.8	259.4	104.6
기타	-92.5	100.3	-225.7	-79.1	-36.1
기타현금흐름	43.3	-178.1	24.6	-4.8	-35.3
투자활동 현금흐름	-434.6	-1,110.7	-42.7	-523.3	-523.7
유형자산의 취득	-720.1	-1,165.3	-883.8	-800.0	-800.0
유형자산의 처분	56.0	27.4	18.7	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.7	-0.6	7.9	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	616.8	169.7	194.5	-30.8	-30.8
단기금융자산의감소(증가)	-40.3	-79.9	303.4	-9.1	-9.5
기타	-347.7	-62.0	316.6	316.6	316.6
재무활동 현금흐름	-69.6	-42.6	-886.8	2,048.9	501.0
차입금의 증가(감소)	174.4	380.8	-571.0	800.0	800.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	1,503.2	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-37.2	-29.0	0.0	0.0
배당금지급	-57.5	-32.9	-32.6	0.0	-44.7
기타	-186.5	-353.3	-254.2	-254.3	-254.3
기타현금흐름	-3.3	7.5	-24.6	-693.5	-693.5
현금 및 현금성자산의 순증가	219.1	60.4	115.3	2,181.0	980.4
기초현금 및 현금성자산	805.0	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,380.8
기말현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,380.8	4,361.2

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,091	-1,403	1,843	4,015	4,146
BPS	35,711	33,926	35,468	36,598	40,332
CFPS	4,852	6,490	7,001	8,575	8,650
DPS	200	200	0	200	200
주가배수(배)					
PER	17.9	-13.0	25.2	11.2	10.9
PER(최고)	32.5	-16.6	28.4		
PER(최저)	13.1	-11.0	4.9		
PBR	0.5	0.5	1.3	1.2	1.1
PBR(최고)	1.0	0.7	1.5		
PBR(최저)	0.4	0.5	0.3		
PSR	0.4	0.3	0.8	0.8	0.8
PCFR	4.0	2.8	6.6	5.2	5.2
EV/EBITDA	10.0	8.0	10.5	7.3	6.7
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	20.3	-13.0	0.0	5.3	4.9
배당수익률(%보통주, 현금)	1.0	1.1	0.0	0.4	0.4
ROA	1.1	-1.6	2.0	5.0	4.7
ROE	3.1	-4.0	5.3	12.1	10.8
ROIC	2.6	1.7	4.3	9.0	9.4
매출채권회전율	5.2	5.7	6.1	6.9	6.5
재고자산회전율	6.9	6.4	6.3	7.1	6.7
부채비율	144.6	170.1	153.7	124.6	123.4
순차입금비율	72.0	87.4	78.4	40.1	34.3
이자보상배율	2.2	2.0	2.9	4.4	4.3
총차입금	5,913.3	6,643.4	6,059.9	6,859.9	7,659.9
순차입금	4,484.2	5,074.1	4,678.6	3,288.6	3,098.6
NOPLAT	794.4	1,020.3	1,189.5	1,644.4	1,762.4
FCF	-171.6	-143.2	-22.1	155.1	513.1

Compliance Notice

- 당사는 3월 24일 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

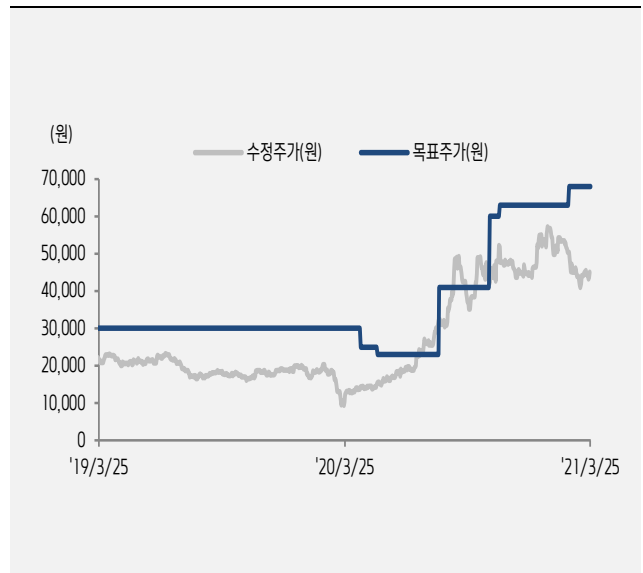
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2019/05/09	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-29.73	-27.22
	2019/05/29	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-33.66	-22.55
	2019/09/23	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-35.83	-22.55
	2019/11/14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-38.17	-33.71
	2020/01/13	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-42.70	-32.38
	2020/04/17	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-42.89	-40.24
	2020/05/12	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-10.06	39.25
	2020/08/12	Buy(Maintain)	41,000원	6개월	-0.75	20.04
	2020/09/26	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-22.87	-13.06
	2020/11/11	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-19.18	-6.40
	2021/02/23	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.72	-30.66
	2021/03/25	Buy(Maintain)	68,000원	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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%