



BUY(Maintain)

목표주가: 68,000원
주가(3/29): 48,700원
시가총액: 93,153억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(3/29)	3,036.04pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,200원	12,310원
등락률	-14.9%	295.6%
수익률	절대	상대
1M	8.1%	7.3%
6M	30.7%	0.2%
1Y	287.5%	114.9%

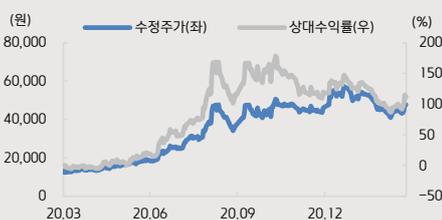
Company Data

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	2,936천주
외국인 지분율	17.1%
배당수익률(20A)	0.0%
BPS(20A)	35,468원
주요 주주 (주한화(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	11.9
PBR(배)	0.55	0.54	1.31	1.30
EV/EBITDA(배)	10.0	8.0	10.5	7.6
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



기업브리프

한화솔루션 (009830)

사람이 독해졌다



주주 입장에서는 반가운 일입니다. 한화솔루션은 케미칼부문의 사업 경쟁력 강화를 위하여 BASF/Mitsui Chemical처럼 고부가 제품 비중을 공격적으로 확대하고 있습니다. 또한 동사의 중장기 실적 변화 움직임을 고려할 필요가 있어 보입니다. 전 사업부문의 R&D 투자가 확대되고 있기 때문입니다. 참고로 동사는 국내 화학/정유사 중 LG화학, SK이노베이션에 이어 3번째로 많은 연구개발비를 투자하고 있습니다.

>>> 케미칼부문, BASF/Mitsui Chemical화 진행 중

한화솔루션은 케미칼부문의 사업 경쟁력 강화 및 포트폴리오 다변화를 위하여 Health Care & Fine Chemical부문을 확대하고 있다. 동 부문의 매출액 규모는 2019년 200억원, 작년 600~700억원, 올해는 1천억원을 상회할 전망이다. XDI/수첨석유수지의 가동률/판매량 개선 및 XDPE C6(5만톤) 증설분 가동 등에 기인한다. 또한 동사는 고순도 Cresol 사업 진출을 통하여 2030년까지 Health Care & Fine Chemical부문의 매출액 규모를 1조원으로 확대할 계획이다. BASF 등 글로벌 화학 업체들이 영양제의 원료인 뉴트리션 사업을 적극적으로 육성하고 있는 것도 합성 정제로 요약되는 화학 기술력이 곧 헬스케어 소재 사업의 역량과 직결되기 때문이다. 한편 여천NCC를 통한 크래커 통합 효과가 지속되고 있는 가운데, 타 제품들의 원재료 통합도 지속적으로 검토 중에 있는 것으로 보인다.

>>> R&D, 광폭 행보

우리는 동사의 단기 실적뿐만 아니라 중장기 실적도 긍정적으로 전망하고 있다. 연구개발비 투자 확대에 기인한다. 동사의 작년 연구개발비는 1,249억원(매출액 대비 2.2%)으로 당사 화학/정유 커버리지 15개사 중 3위를 기록하고 있다. 또한 유상증자를 통한 자금 확보로 동사의 연구개발비는 올해/내년에도 추가적으로 증가할 전망이다. 수전해(AEM)/고부가 화학제품/차세대 태양광 제품(페로브스카이트 텐덤 전지 등)에 대한 연구개발비 증가는 2~3년 후 동사 사업 체질을 크게 변화시킬 기폭제로 작용할 것으로 보인다.

>>> 2030년, 수소 등 저장 탱크 세계 1위 업체 목표

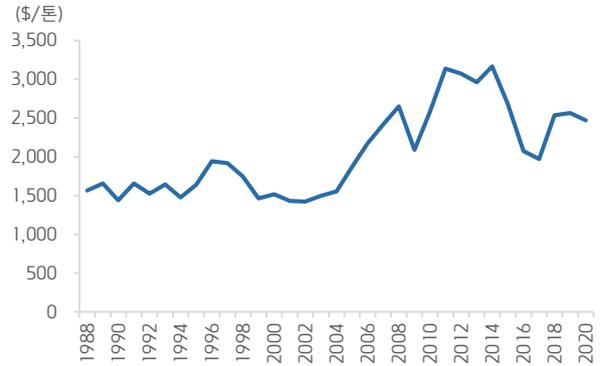
동사는 재작년 12월 국내 업체인 태광후지킨의 수소 탱크 사업을 인수하며 수소 기반 드론/승용차 등에 적용되는 탱크를 생산하고 있고, 미국 시마론 인수를 통하여 대형 수소 운송용 트레일러/충전소용 탱크를 생산해 수소 시장을 공략할 계획이다. 또한 동사는 시마론이 보유한 항공우주용 탱크 기술을 활용하여 UAM, 항공우주, 선박용 액화가스 탱크 분야까지 시장을 확대한다는 목표를 가지고 있다. 동사는 탱크 기술을 더욱 고도화해, 2030년까지 저장 탱크 시장에서 세계 1위 기업으로 도약할 계획이다. 또한 저장 탱크 사업은 중장기적으로 한화시스템의 UAM과 동사 충전소 사업과도 시너지가 발생할 가능성이 크다.

한화솔루션 헬스케어 및 정밀화학 사업



자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

국내 Cresol 가격 추이



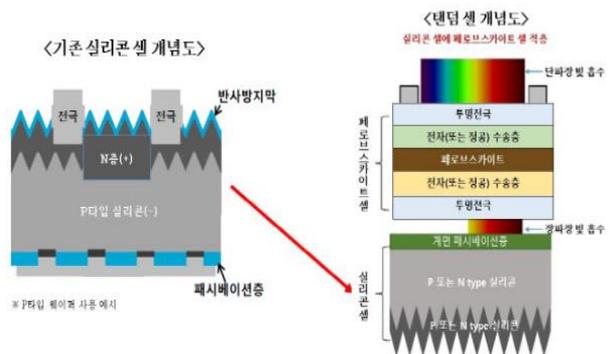
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 화학/정유 업체(당사 커버리지) 연구개발비 현황

구분	R&D(십억원)	R&D/Sales
LG 화학	1,136	3.8%
SK 이노베이션	254	0.7%
한화솔루션	125	2.2%
코오롱인더	101	2.5%
롯데케미칼	80	0.7%
SKC	63	2.3%
금호석유	49	1.0%
효성첨단소재	28	1.2%
효성화학	20	1.1%
효성티앤씨	15	0.3%
롯데정밀화학	12	1.0%
S-Oil	11	0.1%
대한유화	10	0.5%
코오롱플라스틱	3	1.0%
휴켄스	2	0.3%

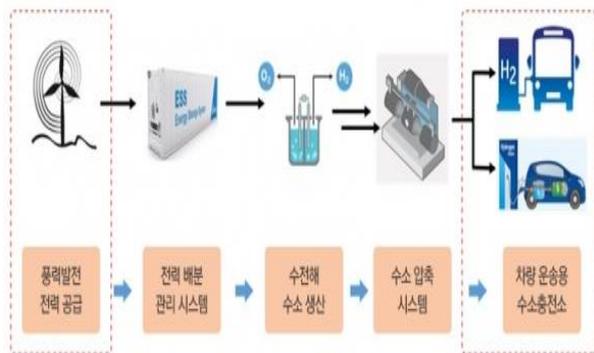
자료: 각사, 키움증권 리서치

기존 실리콘 셀/탠덤 셀 개념도 비교



자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

한화솔루션 그린 수소 사업 구조도



자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

Hydrogen Aircraft Developments

YEAR ANNOUNCED	POWER	DESCRIPTION	STORAGE SYSTEM	RANGE [KM]	STATUS
HY4	Hydrogen fuel cells and electric batteries	Four seat fixed wing aircraft, single propeller, twin fuselage	Gas	1,000	Flown
HES Element One	Hydrogen fuel cells	Four seat, fixed wing aircraft, 14 propellers	Gas/Liquid	500-5,000	Under development
Alaka'iSkai	Hydrogen fuel cells	Five seat futuristic "air-taxi" rotorcraft, six rotors	Liquid	640	
Apus i-2	Hydrogen fuel cells	Four seat fixed wing aircraft, two propellers	Gas	1,000	
NASA CHEETA	Hydrogen fuel cells	Blended wing-body large commercial aircraft	Liquid	n/a	
Pipistrel E-STOL	Hydrogen fuel cells	19 seat, fixed wing aircraft	n/a	n/a	
ZeroAvia ^a	Hydrogen fuel cells	10-20 seat fixed wing aircraft, two propellers	Gas	800	Feasibility study
Airbus Cryoplane	Hydrogen combustion	Large commercial aircraft	Liquid	n/a	
NASA Concept B	Hydrogen fuel cells	Blended wing-body large commercial aircraft	Liquid	6,500	

자료: CW, 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	11.9	11.5
PER(최고)	32.5	-16.6	28.4		
PER(최저)	13.1	-11.0	4.9		
PBR	0.5	0.5	1.3	1.3	1.2
PBR(최고)	1.0	0.7	1.5		
PBR(최저)	0.4	0.5	0.3		
PSR	0.4	0.3	0.8	0.9	0.9
PCFR	4.0	2.8	6.6	5.6	5.5
EV/EBITDA	10.0	8.0	10.5	7.6	7.0
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 29일 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

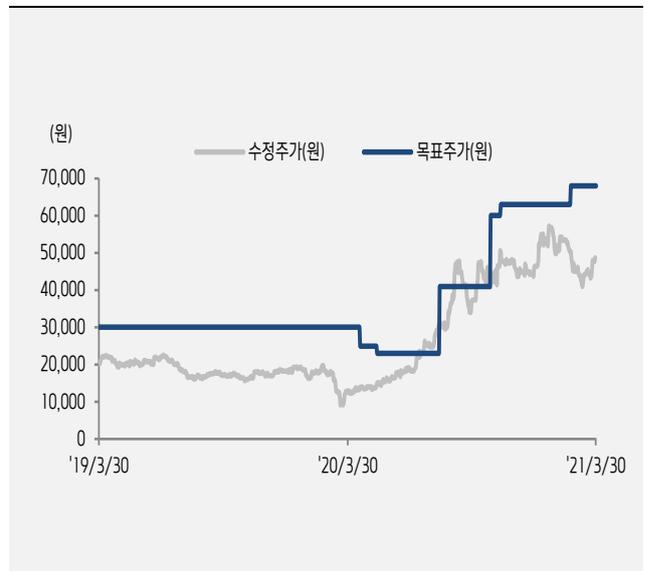
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-33.97	-28.38
	2021/03/30	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%