



BUY(Maintain)

목표주가: 68,000원
주가(5/11): 45,800원
시가총액: 87,606억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(5/11)	3,209.43pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,200원	13,861원
등락률	-19.9%	230.4%
수익률	절대	상대
1M	-4.9%	-7.2%
6M	-3.9%	-25.5%
1Y	216.1%	90.6%

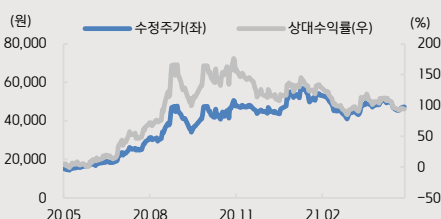
Company Data

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	1,796천주
외국인 지분율	17.4%
배당수익률(20A)	0.0%
BPS(20A)	35,468원
주요 주주 (한화(외 3인))	36.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	9,046.0	9,457.4	9,195.0	11,059.7
영업이익	354.3	459.2	594.2	1,039.7
EBITDA	794.4	1,020.3	1,189.5	1,662.6
세전이익	288.3	168.0	451.5	1,084.6
순이익	160.4	-248.9	301.7	846.0
지배주주지분순이익	186.7	-237.6	309.1	866.6
EPS(원)	1,091	-1,403	1,843	4,087
증감률(%YoY)	-77.2	적전	흑전	121.7
PER(배)	17.9	-13.0	25.2	11.6
PBR(배)	0.55	0.54	1.31	1.29
EV/EBITDA(배)	10.0	8.0	10.5	7.4
영업이익률(%)	3.9	4.9	6.5	9.4
ROE(%)	3.1	-4.0	5.3	12.3
순부채비율(%)	72.0	87.4	78.4	39.4

Price Trend



한화솔루션 (009830)

올해 1분기 당기순이익, 작년 연간 수치 상회



한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 2,546억원으로 최근 급격히 높아진 시장 기대치를 크게 상회하였습니다. 큐셀이 원가 부담이 존재하였지만, 케미칼부문의 주요 제품들의 스프레드 급등에 기인합니다. 또한 당사는 부산사업장과 인수한 시마론을 통하여 향후 성장성이 큰 수소저장용기 시장에 적극적으로 진출할 계획입니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 크게 상회

한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 2,546억원으로 작년 동기 대비 52.4% 증가하며, 최근 급격히 높아진 시장 기대치(2,291원)를 크게 상회하였다. 큐셀의 원가 상승에도 불구하고, 주력 석유화학 제품들의 스프레드가 급격히 개선되었기 때문이다.

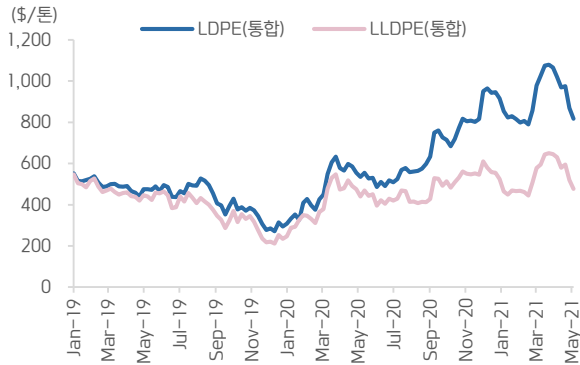
1) 케미칼부문 영업이익은 2,548억원으로 작년 동기 대비 300.6% 증가하였다. 운송비 급등이 제품가격 강세에 영향을 주었고, 주요 제품인 LDPE/PVC/EVA 등의 역외 공급 차질이 발생한 가운데, 역내의 높은 수요로 스프레드가 급격히 상승하였으며, TDI/가성소다도 전 분기 대비 가격이 개선되었기 때문이다. 2) 큐셀 영업이익은 작년 동기 대비 적자전환한 -149억원을 기록하였다. 폴리실리콘 가격이 급등한 가운데, 동사 태양광의 원/부재료(웨이퍼/유리) 가격 상승세가 유지되었고, 비수기로 수요 개선이 제한되었기 때문이다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 72억원으로 작년 동기 대비 흑자전환하였다. 전 분기 발생하였던 일회성 비용의 기저 효과가 나타난 가운데, 전방 자동차 업황 턴어라운드로 판가가 개선되었기 때문이다. 4) 갤러리아 영업이익은 121억원으로 작년 동기 대비 흑자전환하였다. 사회적 거리 두기 완화 등 소비심리의 일부 회복에 기인한다.

한편 올해 1분기 지분법이익은 1,226억원으로 작년 동기(-893억원) 대비 대 규모 흑자전환을 하였다. 지분법업체인 한화종합화학(한화토탈)과 여천NCC의 증설 효과가 발생하였고, 역내/외 수급 타이트로 주요 화학제품 시황이 개선되었기 때문이다. 또한 영업이익 및 지분법이익 증가로 올해 1분기 당기순이익은 3,852억원으로 작년 연간 수치(3,017억원)를 상회하였다.

>>> 수소저장용기 시장, 진출 가속화

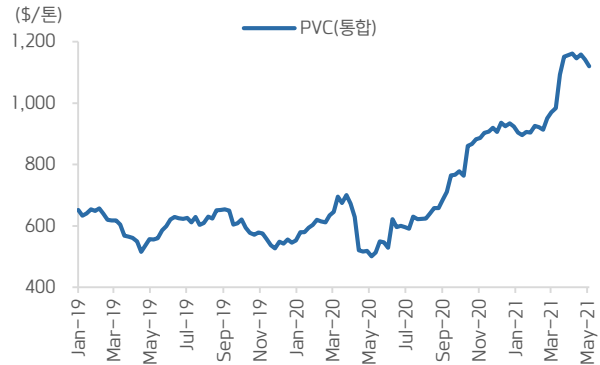
동사는 인수한 시마론을 통하여 대형 수소 운송용 트레일러/충전소용 탱크를 생산하며, 미국 등의 수소 시장을 공략할 계획이다. 또한 동사는 시마론이 보유한 항공우주용 탱크 기술을 활용하여 UAM, 항공우주, 선박용 액화가스 탱크 분야까지 확대한다는 목표를 가지고 있다. 해외 수소탱크 업체들을 고려하면, 점진적으로 밸류에이션 추가 할증 요인으로 작용할 것으로 보인다.

국내 LDPE/LLDPE 스프레드 추이



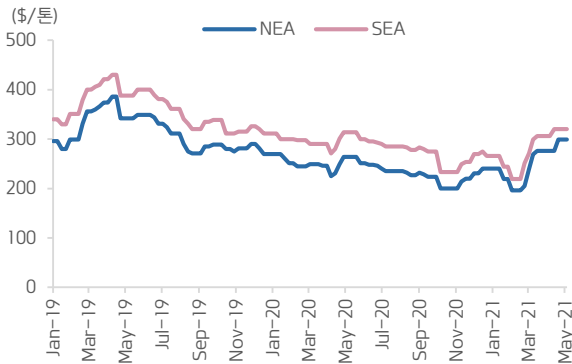
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 PVC 스프레드 추이



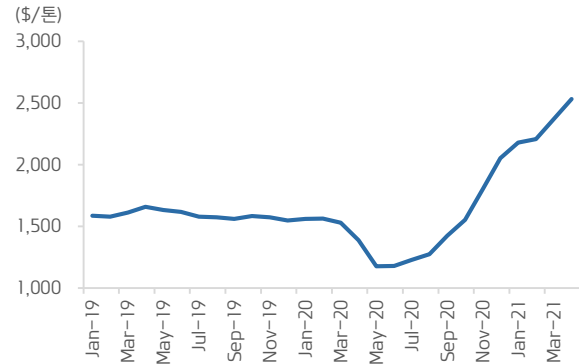
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

역내 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 EVA 가격 추이



자료: KITA 등, 키움증권 리서치

한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2020				2021				2018	2019	2020	2021E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE					
매출액	2,248	1,956	2,428	2,562	2,404	2,768	2,978	2,909	9,046	9,457	9,195	11,060	
영업이익	167	129	233	65	255	264	265	257	354	459	594	1,040	
영업이익률	7.4	6.6	9.6	2.6	10.6	9.5	8.9	8.8	3.9	4.9	6.5	9.4	
매출액	케미칼	830	781	883	832	1,248	1,296	1,356	1,188	4,022	3,481	3,327	5,089
	첨단소재	191	149	207	205	226	215	219	230	854	808	752	888
	갤러리아	96	110	109	138	121	121	120	151	664	594	453	514
	큐셀	906	743	891	1,162	745	1,073	1,219	1,275	2,522	3,555	3,702	4,311
영업이익	기타	226	174	338	224	64	64	64	64	985	1,020	962	258
	케미칼	64	93	159	66	255	251	220	172	370	258	381	898
	첨단소재	-4	-8	8	-3	7	4	7	9	-11	-30	-8	27
	갤러리아	-5	-4	1	10	12	-5	-1	10	19	8	3	16
영업이익	큐셀	105	52	36	2	-15	11	37	64	-37	181	190	96
	기타	8	-5	30	-6	-5	2	2	2	13	42	27	2

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	11,059.7	12,087.8
매출원가	7,458.6	7,607.3	7,269.1	8,437.6	9,220.9
매출총이익	1,587.5	1,850.1	1,925.9	2,622.1	2,866.9
판매비	1,233.1	1,391.0	1,331.7	1,582.4	1,722.0
영업이익	354.3	459.2	594.2	1,039.7	1,144.9
EBITDA	794.4	1,020.3	1,189.5	1,662.6	1,791.2
영업외손익	-66.0	-291.1	-142.6	45.0	46.1
이자수익	22.0	25.8	24.6	64.4	81.9
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	-42.5	-42.6
법인세차감전이익	288.3	168.0	451.5	1,084.6	1,191.0
법인세비용	127.9	77.8	112.0	238.6	262.0
계속사업순이익	160.4	90.2	339.6	846.0	929.0
당기순이익	160.4	-248.9	301.7	846.0	929.0
지배주주순이익	186.7	-237.6	309.1	866.6	951.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-3.2	4.5	-2.8	20.3	9.3
영업이익 증감율	-53.2	29.6	29.4	75.0	10.1
EBITDA 증감율	-33.4	28.4	16.6	39.8	7.7
지배주주순이익 증감율	-77.4	-227.3	-230.1	180.4	9.8
EPS 증감율	-77.2	적전	흑전	121.7	4.0
매출총이익율(%)	17.5	19.6	20.9	23.7	23.7
영업이익률(%)	3.9	4.9	6.5	9.4	9.5
EBITDA Margin(%)	8.8	10.8	12.9	15.0	14.8
지배주주순이익률(%)	2.1	-2.5	3.4	7.8	7.9

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	5,012.5	5,322.6	4,958.4	7,818.1	9,160.7
현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,430.0	4,403.9
단기금융자산	484.8	181.4	190.5	200.0	210.0
매출채권 및 기타채권	1,762.4	1,575.8	1,458.7	1,754.5	1,917.6
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,431.6	1,721.9	1,882.0
기타유동자산	758.5	1,182.4	868.3	911.7	957.2
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	18,429.1	20,191.6
유동부채	5,132.5	5,831.0	5,251.1	5,486.1	5,611.8
매입채무 및 기타채무	1,630.9	1,740.3	1,726.2	1,961.2	2,086.9
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	10,204.5	11,130.3
지배지분	6,090.0	5,728.2	5,929.1	8,206.6	9,065.9
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	5,251.7	6,158.7
비지배지분	137.1	77.7	38.6	18.0	-4.6
자본총계	6,227.1	5,805.8	5,967.7	8,224.6	9,061.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	726.7	1,206.1	1,069.5	1,398.1	1,690.1
당기순이익	160.4	-248.9	301.7	846.0	929.0
비현금항목의 가감	669.8	1,347.7	872.3	990.5	1,035.7
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	591.8	624.7
영업활동자산부채증감	-146.8	285.4	-129.1	-430.2	-233.5
매출채권및기타채권의감소	667.1	146.6	111.0	-295.8	-163.1
재고자산의감소	-171.0	38.1	-26.2	-290.3	-160.1
매입채무및기타채무의증가	-550.4	0.4	11.8	234.9	125.7
기타	-92.5	100.3	-225.7	-79.0	-36.0
기타현금흐름	43.3	-178.1	24.6	-8.2	-41.1
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	2,230.2	973.9
기초현금 및 현금성자산	805.0	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,430.1
기말현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,430.1	4,403.9

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	4,087	4,252
BPS	35,711	33,926	35,468	36,667	40,506
CFPS	4,852	6,490	7,001	8,660	8,778
DPS	200	200	0	200	200
주가배수(배)					
PER	17.9	-13.0	25.2	11.6	11.1
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	5.5	5.4
EV/EBITDA	10.0	8.0	10.5	7.4	6.8
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	20.3	-13.0	0.0	5.2	4.8
배당수익률(%보통주, 현금)	1.0	1.1	0.0	0.4	0.4
ROA	1.1	-1.6	2.0	5.0	4.8
ROE	3.1	-4.0	5.3	12.3	11.0
ROIC	2.6	1.7	4.3	9.2	9.6
매출채권회전율	5.2	5.7	6.1	6.9	6.6
재고자산회전율	6.9	6.4	6.3	7.0	6.7
부채비율	144.6	170.1	153.7	124.1	122.8
순차입금비율	72.0	87.4	78.4	39.4	33.7
이자보상배율	2.2	2.0	2.9	4.5	4.4
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	3,239.4	3,055.9
NOPLAT	794.4	1,020.3	1,189.5	1,662.6	1,791.2
FCF	-171.6	-143.2	-22.1	203.7	505.9

Compliance Notice

- 당사는 5월 11일 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

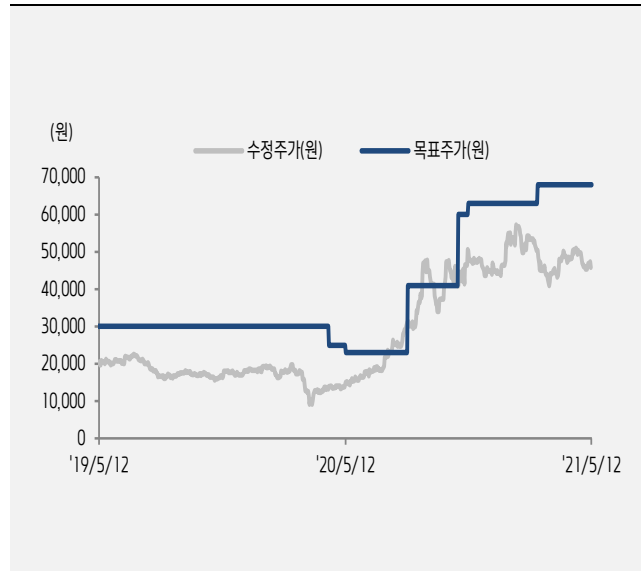
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2019/05/29	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-34.34	-22.55
	2019/09/23	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-36.73	-22.55
	2019/11/14	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-36.88	-22.55
	2020/01/13	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-45.56	-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	-31.24	-25.15
	2021/05/12	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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%