



# 한화솔루션

## BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	50.000원	현재주가(09/21)	39.400원	Up/Downside	+26.9%
—— 1 · 1(11 · 1)	00,000 🗀		00, 100	Op/ Dominorate	0,070

#### 2020, 09, 22

### 니콜라가 무너져도 펀더멘털은 덮을 수 없다

#### News

나콜라 사태로 주가 급락: 힌덴버그 리서치의 니콜라에 대한 매도/사기 보고서 발간, 트레버 밀턴의 사임까지 니콜라 사태가 일파만파 커지며 니콜라의 주가는 약 10일만에 35% 급락했다. 동기간 한화솔루션의 주가 역시 18% 급락했다. 급락의 사유는 한화에너지(3.1%)/한화종합화학(3.1%)이 보유한 니콜라 지분 가치 하락과 추후 니콜라향 수소충전소 운영권, 관련 태양광 발전 매출 발생 등에 대한 기대감이 크게 약화되었기 때문이다. 다만 니콜라의 최악의 상황을 가정한다 해도 23년, 24년 이후 니콜라향 매출에 대한 기대감이 사라지는 것이며 지금 니콜라 시총이 추가적으로 50% 하락한다 해도 종합화학의 지분 가치는 \$1.6억이다.(\$0.5억 투자) 과도한 조정이라 판단한다.

#### Comment

추가로 개선되고 있는 케미칼, 구조적인 태양광 수요 개선은 바뀐게 없다: 3Q 영업이익은 케미칼/ 태양광의 동반 개선에 힘입어 1,946억원(QoQ+52%/YoY+28%)으로 시장 컨센서스 1,759억원을 상회할 것으로 전망한다. 9월 들어 PVC/LDPE의 spread 개선세가 더 가팔라지고 있기에 추가적인 surprise 가능성 역시 배제할 수 없다. 태양광은 코로나 회복이 더딘 상황이지만 출하량이 점진적으로 개선되며 2Q를 저점으로 반등세가 이어질 것으로 예상한다.

#### Action

니콜라발 조정은 비중확대 기회로: 여전히 한회솔루션 태양광은 밸류에이션 리레이팅 국면에 있다고 판단(9/1, 그레이에서 그린으로 보고서 참조)하며 미국 수요 개선과 함께 태양광 부문의 21년 22년 실적은 surprise 가능성이 열려있다. 또한 PVC를 중심으로 케미칼의 이익 개선 폭도 커지면서 전사 이익 체력 역시 강화되고 있는 상황임을 고려하자. 23년 이후의 니콜라향 매출 기대감이 약화되었다고 22년까지의 구조적인 시황 개선 추세까지 덮을 순 없다. 단기 조정은 이쉽지만 이를 비중확대의 기회로 삼을 필요가 있다. 화학 top—picks 의견을 유지한다.

Investment Fundar	Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원 원 배 %)										
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
매출액	9,046	9,503	8,875	9,585	10,039						
(증기율)	-3,2	5.1	-6.6	8.0	4.7						
영업이익	354	378	640	832	936						
(증기율)	-53,2	6.8	69.1	30.0	12.6						
지배 <del>주주</del> 순이익	187	-238	438	641	748						
EPS	1,139	-1,467	2,701	3,954	4,615						
PER (H/L)	32.1/12.9	NA/NA	14.6	10.0	8.5						
PBR (H/L)	1.0/0.4	0.7/0.5	1.1	1.0	0.9						
EV/EBITDA (H/L)	13.4/9.0	9.6/8.4	10.2	8.5	7.4						
영업이익률	3.9	4.0	7.2	8.7	9.3						
ROE	3.1	-4.0	7.4	10.1	10.7						

, %)	Stock Data	1			
2E	52주 최저/최	17		9,410/	/49,250원
39	KOSDAQ/K	OSPI		86	7/2,389pt
	시가총액			62	2,987억원
4.7	60日-평균가	내량		5	5,329,039
36	외국인지분율	<u> </u>			19.0%
2,6	60日-외국인	지분율변	동추이		-1.0%p
48	주요주주			한화 외 4	인 37.4%
	(천원)		한화솔루션(좌) KOSPI지수대비(의	2)	(pt)
15	100		1001 IVIT-4 101(1	F)	500
3.5				^	,
0.9	0				1 <sub>0</sub>
7.4	19/09	20/01	20/04	20/07	
7.4	주기상 <del>승</del> 률		1M	3M	12M
9.3	절대기준		27.5	112.4	114.1
0.7	상대기준		23.0	90.3	87.4

도표 1. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원,%)

	16166	2710	" '							(11)	
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	2,236	2,374	2,441	2,452	2,248	1,956	2,296	2,374	9,503	8,875	9,585
%YoY	7.7	5.5	5.6	1.8	0.5	-17.6	-5.9	-3.2	5.1	-6.6	8.0
%QoQ	-7.1	6.2	2.8	0.4	-8.3	-13.0	17.4	3.4			
케미칼	846	911	923	846	830	781	942	905	3,527	3,459	3,758
첨단소재	192	212	204	200	191	149	169	170	808	679	770
리테일	162	166	128	138	96	110	116	142	594	463	496
태양광	795	789	922	1,049	906	743	857	961	3,555	3,467	3,754
기타	242	296	264	218	226	174	211	196	1,020	807	808
연결 영업이익	98	98	152	30	167	129	195	149	378	640	832
%YoY	-42.9	-47.0	62.5	흑전	70.0	31.7	27.7	4.0	6.8	69.1	30.0
%Q0Q	흑전	-0.7	56.1	-80.3	457.0	-23.1	51.5	-23.2			
케미칼	54	50	76	-5	64	93	127	49	175	332	410
첨단소재	-8	-3	-1	-20	-4	-8	-7	-9	-31	-28	-37
리테일	7	-7	-1	8	-5	-4	8	16	8	15	40
태양광	49	33	66	76	105	52	67	93	224	316	418
기타	13	21	12	-6	8	-5	0	0	40	4	0
영업이익률	4.4	4.1	6.2	1.2	7.4	6.6	8.5	6.3	4.0	7.2	8.7
케미칼	6.3	5.5	8.2	-0.5	7.5	11.9	13.5	5.5	4.6	9.6	11.0
첨단소재	-4.0	-1.3	-0.3	-9.8	-2.2	-5.5	-4.0	-5.0	-3.8	-4.1	-4.7
리테일	4.4	-4.0	-0.6	5.8	-5.3	-3.4	6.7	11.4	1.3	3.3	8.1
태양광	6.2	4.1	7.1	7.3	11.5	7.1	7.8	9.6	6.3	9.1	11.1
기타	5.4	7.1	4.4	-2.6	3.6	-2.7	0.0	0.0	3.9	0.4	0.0

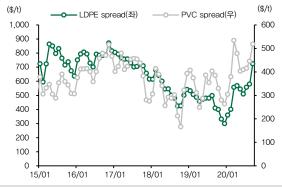
자료: 한화솔루션 DB 금융투자

도표 2. 한화솔루션 & 니콜라 시가총액 추이



자료: Bloomberg, DB 금융투자

도표 3. 급격히 개선되고 있는 PVC/LDPE spread



자료: Bloomberg, Platts, DB 금융투자

대차대조표						손익계산서					
12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012	5,323	5,399	5,331	5,694	매출액	9,046	9,503	8,875	9,585	10,039
현금및현금성자산	1,024	1,085	1,423	1,157	1,455	매출원가	7,459	7,732	7,021	7,442	7,728
매출채권및기타채권	1,762	1,576	1,588	1,724	1,765	매출총이익	1,587	1,771	1,854	2,144	2,310
재고자산	1,467	1,480	1,289	1,419	1,499	판관비	1,233	1,393	1,215	1,312	1,374
비유동자산	10,219	10,358	10,891	11,002	10,887	영업이익	354	378	640	832	936
유형자산	6,684	6,594	7,159	7,295	7,200	EBITDA	794	940	1,207	1,421	1,552
무형자산	479	421	389	363	344	영업외손익	-66	-595	-73	-4	40
투자자산	2,790	2,845	2,845	2,845	2,845	금융손익	-136	-198	-206	-215	-198
자산총계	15,231	15,681	16,981	17,025	17,272	투자손익	418	214	173	251	278
유동부채	5,133	5,831	5,968	5,638	5,510	기타영업외손익	-348	-611	-40	-40	-40
매입채무및기타채무	1,631	1,740	1,666	1,737	1,809	세전이익	288	-217	567	828	976
단기차입금및단기사채	2,239	2,675	2,975	2,575	2,375	중단시업이익	0	0	0	0	0
유동성장기부채	655	709	709	709	709	당기순이익	160	-249	442	654	771
비유동부채	3,872	4,044	4,844	4,644	4,344	지배주주지분순이익	187	-238	438	641	748
사채및장기치입금	2,995	2,984	3,784	3,584	3,284	비지배주주지분순이익	-26	-11	4	13	23
부채총계	9,004	9,875	10,812	10,282	9,855	총포괄이익	75	-251	442	654	771
지본금	821	821	821	821	821	증감률(%YoY)					
자본잉여금	857	805	805	805	805	매출액	-3.2	5.1	-6.6	8.0	4.7
이익잉여금	4,497	4,176	4,565	5,126	5,777	영업이익	-53,2	6.8	69.1	30.0	12,6
뷬지 <del>주주</del> 베지비	137	78	82	95	118	EPS	-77.2	적전	흑전	46.4	16.7
자본총계	6,227	5,806	6,169	6,743	7,417	주: K-IFRS 회계기준 개정으	로 기존의 기타영	합수익/비용	항목은 제외됨		
현금흐름표						표지자루 요주					
12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12월 결산(원, %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	727	1,206	1,047	961	1,231	주당지표(원)					
당기순이익	160	-249	442	654	771	EPS	1,139	-1,467	2,701	3,954	4,615
현금유출이없는비용및수익	670	1,348	727	729	743	BPS	37,081	35,228	37,436	40,882	44,888
유형및무형자산상각비	440	561	568	589	615	DPS	200	0	300	500	600
영업관련자산부채변동	-147	285	2	-248	-78	Multiple(비)					
매출채권및기타채권의감소	667	147	-12	-136	-41	P/E	17.7	NA	14.6	10.0	8,5
재고자산의감소	-171	38	191	-130	-80	P/B	0.5	0.5	1,1	1.0	0.9
매입채무및기타채무의증가	-550	0	-74	70	73	EV/EBITDA	10.0	8.7	10,2	8.5	7.4
투자활동현금흐름	-435	-1,111	-848	-332	-124	수익성(%)					
CAPEX	-720	-1,165	-1,100	-700	-500	영업이익률	3.9	4.0	7.2	8.7	9.3
투자자산의순증	615	158	173	251	278	EBITDA마진	8.8	9.9	13,6	14.8	15.5
재무활동현금흐름	-70	-43	832	-894	-808	순이익률	1.8	-2,6	5.0	6.8	7.7
사채및차입금의 증가	1,463	718	1,100	-600	-500	ROE	3.1	-4.0	7.4	10.1	10.7
자본금및자본잉여금의증가	20	-52	0	0	0	ROA	1,1	-1.6	2,7	3.8	4.5
배당금지급	-58	-33	0	-48	-81	ROIC	2,6	5.0	5.6	7.1	7.8
기타현금흐름	-3	8	-693	0	0	안정성및기타			.== 0		
현금의증가	219	60	338	-266	298	부채비율(%)	144.6	170.1	175.3	152,5	132,9
기초현금 기말현금	805	1,024	1,085	1,423	1,157	0 [자보상배율(배)	2,2	1.7	2,7	3.4	4.1
	1,024	1,085	1,423	1,157	1,455	배당성향(배)	20.3	0.0	10.8	12,2	12,4

자료: 한화솔루션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

#### Compliance Notice

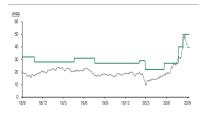
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조시분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 자료 할건할 언제 는 자료할 약정한 소시문격검정시되고 매구시는 예정중속되 세안적 이에면게 F 없습니다.
  당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당시는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 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, 당시의 리사차/센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 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 목표주기와 괴리율은 수정주기를 기준으로 산출하였습니다.

#### **■ 1년간 투자의견 비율** (2020–06–30 기준) – 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

- ▮ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
  - Buy: 초과 상승률 10%p 이상
  - Hold: 초과 상승률 -10~10%p
  - Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

- 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
  Neutral: 초과 상승률 −10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

#### 한화솔루션 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경										
일자	투자의견	목표주가	괴 평균	리율(%) 최고/최저	괴i 평균	리율(%) 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	_	-	
19/05/09	Buy	31,000	-32,0	-25.0						
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 담	당자 변경									