



BUY(Maintain)

목표주가: 60,000원

주가(10/18): 43,800원

시가총액: 83,780억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(10/18)	3,006.68pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,200원	36,050원
등락률	-23.4%	21.5%
수익률	절대	상대
1M	4.0%	8.7%
6M	-13.4%	-7.9%
1Y	1.7%	-20.8%

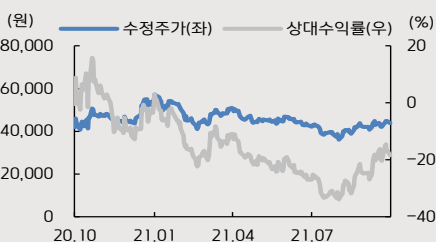
Company Data

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	1,601천주
외국인 지분율	19.5%
배당수익률(21E)	0.4%
BPS(21E)	34,704원
주요 주주	한화 외 3인 36.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	9,457.4	9,195.0	10,646.6	11,119.3
영업이익	459.2	594.2	827.2	915.3
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,450.1	1,575.8
세전이익	168.0	451.5	847.3	933.2
순이익	-248.9	301.7	660.9	727.9
지배주주지분순이익	-237.6	309.1	677.0	745.7
EPS(원)	-1,403	1,843	3,615	3,876
증감률(%YoY)	적전	흑전	96.2	7.2
PER(배)	-13.0	25.2	12.4	11.5
PBR(배)	0.54	1.31	1.29	1.17
EV/EBITDA(배)	8.0	10.5	9.2	8.6
영업이익률(%)	4.9	6.5	7.8	8.2
ROE(%)	-4.0	5.3	10.7	10.6
순부채비율(%)	87.4	78.4	71.5	66.5

Price Trend



기업브리프

한화솔루션 (009830)

변화하고 있는 첨단소재부문



중국 전력난 이슈 및 역내/외 플랜트 가동 차질 등으로 PVC/가성소다 가격이 강세를 지속하고 있습니다. 이에 동 제품 비중이 큰 한화솔루션은 올해 하반기에 타 석유화학 업체 대비 차별화된 수익성을 기록할 전망입니다. 한편 당사는 첨단소재부문 밸류업을 위하여 수소저장용기, OLED 소재, 통신모듈 등의 전 방위적인 M&A 등을 진행하고 있습니다.

>>> PVC 가격 상승의 최대 수혜주

금주 국내 PVC 가격은 톤당 \$1,700로 전년 동기 대비 60% 이상 높게 형성되어 있다. 중국 전력난 발생에 따른 석탄/카바이드 가격 급등으로 경쟁 전석법의 가동을 축소가 발생한 가운데, 미국/유럽 생산자들의 생산차질로 공급 측면의 타이트 현상이 나타나고 있기 때문이다. 역내/외 PVC 가격은 공급이 부족한 가운데, 전기료/물류비 상승 및 유럽/미국/인도 등의 수요 증가로 향후 3~4개월 동안 추가적인 상승이 예상된다. 참고로 유럽/미국/인도의 PVC 가격은 국내 가격 대비 30~40% 할증 거래되고 있는 상황이다. 한편 최근 언론 보도 등에 따르면 한화솔루션은 투자 유치 등을 통하여 전체 PVC 생산능력의 32% 수준인 중국 Ningbo 법인 생산능력을 확대할 계획이다. 인근 Wanhua Ningbo의 MDI 증설 계획(1/2차) 등을 고려할 경우 대규모 전해조/발전 설비 투자가 필요하지 않은 무수염산을 활용한 공정을 적용하여, 프로젝트 경제성을 확보할 것으로 추정된다.

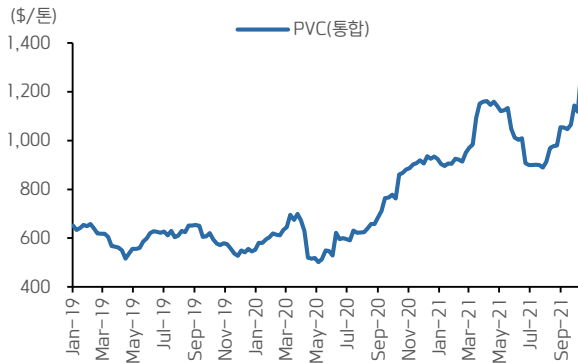
>>> 가성소다 가격, 재차 급등세 기록

금주 역내 가성소다 가격이 재차 급등하였다. 공급이 타이트한 가운데, 시장 분위기가 더욱 강세를 보인데 따른 것이다. 중국의 에너지 통제가 이어지고, 난방용 에너지 수요 상승으로 올해 4분기에도 중국 가성소다 가동률은 저조할 것으로 예상되는 가운데, SEA의 신규 다운스트림 설비(인도네시아 신규 알루미늄 등) 가동으로 추가적인 가격 상승이 예상된다. 한편 미국은 최소 7개의 클로르알카리 플랜트의 섯다운이 지속되고 있고, 천연가스 상승으로 인한 전력비 상승으로 스팟 가용성이 제한된 상황으로 보인다.

>>> 첨단소재 사업 강화 움직임

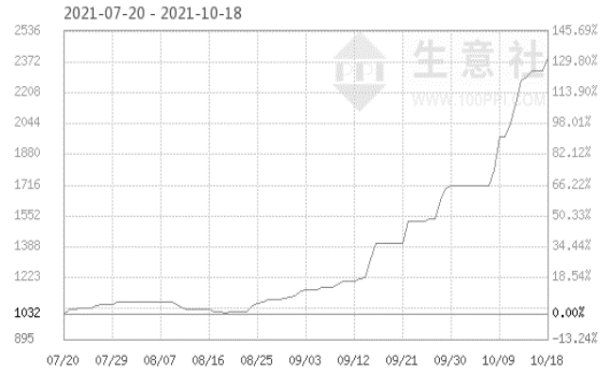
동사 첨단소재부문의 변화 움직임을 감지할 필요가 있다. 당사는 한화시마론에 2025년까지 \$1.3억(1/2차)를 투자하여 수소 등 고압 탱크 생산능력을 확충할 계획이다. 또한 당사는 향후 UAM 시장을 장악하기 위하여 Type 5 수소 탱크 기술을 확보하고, 연구/개발을 진행 중에 있다. 한편 당사는 고부가 전자 소재 사업 강화를 위하여 OLED 패널 제조의 핵심 소재인 FMM(파인메탈마스크) 관련 기술을 보유한 더블유오에스를 600억원에 인수하기로 결정하였다. 당사는 내년 FMM 양산 체제를 구축하고 향후 수 천억원 대 투자를 검토 중에 있다.

국내 PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

중국 석탄 가격 추이



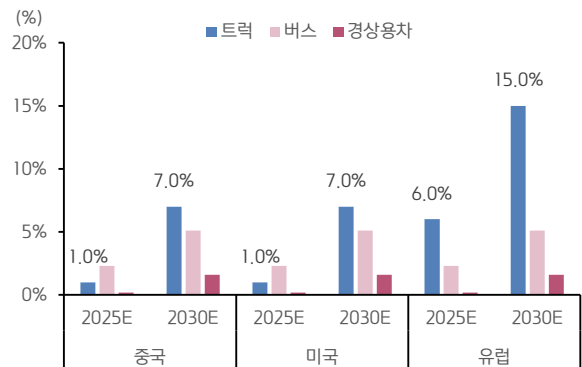
자료: SS, 키움증권 리서치

FMM 제조 방식 비교

항목	식각방식	전주도금 방식	비고
Stick 두께	고해상도(600ppi 이상) 어려움 (압인 인바 Stick 두께 한계: 18um)	고해상도(1,000ppi 이상) 가능 (Stick 두께 5~6um 까지 가능)	Stick 두께가 얇을수록 고해상도 구현 유리
개구부 형상	둥근 형태라면 구현 가능	패터닝으로 다각형 구현 용이	* 정확한 다각형의 패턴형성 - 개구물 극대화: 수명/효율유리 - UDC를 특이 패턴 형성 용이 (Under Display Camera)
Taper 형상	문턱 존재 (≠ 양면 예칭) Glass Stick단면 도표면 문턱 증착결과	문턱 미발생 (≠ 도금패터닝) Glass Stick 단면 도표면 증착결과	문턱이 없으면 필요면적 전체 증착 가능하므로 마스크의 수명 및 구현되는 화질 유리 (DNP) (디블유오에스)
CTE (중장기)	CTE -1.5 수준	FHD: CTE 4~5 CTE 1x ← 증착 후	CTE개선을 위한 기술 확보 → 균일한 성분분포 개선으로 해결
외형 Uniformity (Curl, Wave)	↑ X/Y방향 균일도 100um 이내	Hight 80um 이내 Wave 2um 이내 Uniformity 확보	일정 CTE이하(5.0 이하)에서 증착수율에 절대적 영향 Uniformity(균일도) CTE 4 수준에서도 QHD 수율분 DNP사 등질 수조적보가능
관련업체	Dai Nippon Printing(DNP) Toppan LG이노텍 광원정밀	디블유오에스 Hitachi Maxwell 트로닉스	

자료: 디블유오에스, 키움증권 리서치

상용차 Segment별 수소차 침투율 전망(주요 국가별)



자료: Hexagon Purus, 키움증권 리서치

한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2020				2021				2018	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual			
매출액	2,248	1,956	2,428	2,562	2,404	2,778	2,764	2,701	9,046	9,457	9,195	10,647
영업이익	167	129	233	65	255	221	182	169	354	459	594	827
영업이익률	7.4	6.6	9.6	2.6	10.6	8.0	6.6	6.3	3.9	4.9	6.5	7.8
매출액	케미칼	830	781	883	832	1,248	1,333	1,277	1,114	4,022	3,481	4,973
	첨단소재	191	149	207	205	226	224	219	230	854	808	898
	갤러리아	96	110	109	138	121	127	120	151	664	594	520
	큐셀	906	743	891	1,162	745	1,007	1,061	1,119	2,522	3,555	3,931
영업이익	기타	226	174	338	224	64	87	87	87	985	1,020	325
	케미칼	64	93	159	66	255	293	244	192	370	258	983
	첨단소재	-4	-8	8	-3	7	2	7	9	-11	-30	25
	갤러리아	-5	-4	1	10	12	2	-1	10	19	8	23
영업이익	큐셀	105	52	36	2	-15	-65	-69	-45	-37	181	-193
	기타	8	-5	30	-6	-5	-12	2	3	13	42	-12

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457.4	9,195.0	10,646.6	11,119.3	11,372.9
매출원가	7,607.3	7,269.1	8,291.5	8,607.1	8,550.3
매출총이익	1,850.1	1,925.9	2,355.1	2,512.2	2,822.6
판매비	1,391.0	1,331.7	1,527.9	1,596.9	1,638.9
영업이익	459.2	594.2	827.2	915.3	1,183.7
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,450.1	1,575.8	1,890.9
영업외손익	-291.1	-142.6	20.1	18.0	27.3
이자수익	25.8	24.6	33.8	44.6	61.6
이자비용	224.5	205.3	226.6	250.3	269.3
외환관련이익	273.4	387.6	391.0	394.5	398.1
외환관련손실	298.9	355.8	359.7	363.6	367.6
종속 및 관계기업손익	213.8	160.2	224.2	235.4	247.2
기타	-280.7	-153.9	-42.6	-42.6	-42.7
법인세차감전이익	168.0	451.5	847.3	933.2	1,211.0
법인세비용	77.8	112.0	186.4	205.3	266.4
계속사업순이익	90.2	339.6	660.9	727.9	944.6
당기순이익	-248.9	301.7	660.9	727.9	944.6
지배주주순이익	-237.6	309.1	677.0	745.7	967.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.5	-2.8	15.8	4.4	2.3
영업이익 증감율	29.6	29.4	39.2	10.7	29.3
EBITDA 증감율	28.4	16.6	21.9	8.7	20.0
지배주주순이익 증감율	-227.3	-230.1	119.0	10.1	29.8
EPS 증감율	적전	흑전	96.2	7.2	29.8
매출총이익률(%)	19.6	20.9	22.1	22.6	24.8
영업이익률(%)	4.9	6.5	7.8	8.2	10.4
EBITDA Margin(%)	10.8	12.9	13.6	14.2	16.6
지배주주순이익률(%)	-2.5	3.4	6.4	6.7	8.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,322.6	4,958.4	5,969.3	6,758.6	7,831.1
현금 및 현금성자산	1,084.5	1,199.8	1,711.1	2,306.3	3,251.1
단기금융자산	484.8	181.4	190.5	200.0	210.0
매출채권 및 기타채권	1,575.8	1,458.7	1,689.0	1,764.0	1,804.2
재고자산	1,479.9	1,431.6	1,657.6	1,731.2	1,770.7
기타유동자산	1,182.4	868.3	911.6	957.1	1,005.1
비유동자산	10,358.5	10,179.0	10,711.0	11,316.7	11,687.4
투자자산	2,832.0	2,797.7	3,052.7	3,318.9	3,596.9
유형자산	6,594.0	6,416.5	6,718.3	7,077.5	7,186.0
무형자산	421.2	413.9	389.1	369.4	353.7
기타비유동자산	511.3	550.9	550.9	550.9	550.8
자산총계	15,681.1	15,137.3	16,680.3	18,075.3	19,518.5
유동부채	5,831.0	5,251.1	5,432.1	5,485.2	5,509.8
매입채무 및 기타채무	1,740.3	1,726.2	1,907.1	1,960.2	1,984.9
단기금융부채	3,451.3	3,041.0	3,041.0	3,041.0	3,041.0
기타유동부채	639.4	483.9	484.0	484.0	483.9
비유동부채	4,044.3	3,918.5	4,548.5	5,248.5	5,808.5
장기금융부채	3,935.2	3,727.4	4,357.4	5,057.4	5,617.4
기타비유동부채	109.1	191.1	191.1	191.1	191.1
부채총계	9,875.3	9,169.6	9,980.5	10,733.6	11,318.3
지배지분	5,728.2	5,929.1	6,677.2	7,336.8	8,218.4
자본금	821.2	821.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	804.5	798.5	798.5	798.5	798.5
기타자본	-2.9	-10.3	-10.3	-10.3	-10.3
기타포괄손익누계액	-70.5	-110.0	-157.6	-205.2	-252.8
이익잉여금	4,175.9	4,429.8	5,068.4	5,775.7	6,704.9
비지배지분	77.7	38.6	22.5	4.8	-18.3
자본총계	5,805.8	5,967.7	6,699.7	7,341.6	8,200.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,206.1	1,069.5	1,295.2	1,605.1	1,895.3
당기순이익	-248.9	301.7	660.9	727.9	944.6
비현금항목의 가감	1,347.7	872.3	963.1	1,021.3	1,119.4
유형자산감가상각비	528.7	565.0	598.1	640.8	691.6
무형자산감가상각비	32.5	30.4	24.8	19.7	15.7
지분법평가손익	-271.2	-199.0	-224.2	-235.4	-247.2
기타	1,057.7	475.9	564.4	596.2	659.3
영업활동자산부채증감	285.4	-129.1	-348.1	-131.5	-93.0
매출채권및기타채권의감소	146.6	111.0	-230.3	-75.0	-40.2
재고자산의감소	38.1	-26.2	-226.0	-73.6	-39.5
매입채무및기타채무의증가	0.4	11.8	180.9	53.1	24.6
기타	100.3	-225.7	-72.7	-36.0	-37.9
기타현금흐름	-178.1	24.6	19.3	-12.6	-75.7
투자활동 현금흐름	-1,110.7	-42.7	-623.3	-723.7	-524.2
유형자산의 취득	-1,165.3	-883.8	-900.0	-1,000.0	-800.0
유형자산의 처분	27.4	18.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	7.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	169.7	194.5	-30.8	-30.8	-30.8
단기금융자산의감소(증가)	-79.9	303.4	-9.1	-9.5	-10.0
기타	-62.0	316.6	316.6	316.6	316.6
재무활동 현금흐름	-42.6	-886.8	532.8	407.3	267.3
차입금의 증가(감소)	380.8	-571.0	630.0	700.0	560.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	157.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-37.2	-29.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.9	-32.6	0.0	-38.4	-38.4
기타	-353.3	-254.2	-254.3	-254.3	-254.3
기타현금흐름	7.5	-24.6	-693.5	-693.5	-693.5
현금 및 현금성자산의 순증가	60.4	115.3	511.2	595.2	944.9
기초현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,199.8	1,711.0	2,306.2
기말현금 및 현금성자산	1,084.5	1,199.8	1,711.0	2,306.2	3,251.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	-1,403	1,843	3,615	3,876	5,029
BPS	33,926	35,468	34,704	38,133	42,715
CFPS	6,490	7,001	8,672	9,092	10,727
DPS	200	0	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-13.0	25.2	12.4	11.5	8.9
PER(최고)	-16.6	28.4	16.2		
PER(최저)	-11.0	4.9	10.0		
PBR	0.5	1.3	1.3	1.2	1.0
PBR(최고)	0.7	1.5	1.7		
PBR(최저)	0.5	0.3	1.0		
PSR	0.3	0.8	0.8	0.8	0.8
PCFR	2.8	6.6	5.1	4.9	4.2
EV/EBITDA	8.0	10.5	9.2	8.6	6.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-13.0	0.0	5.8	5.2	4.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	0.0	0.4	0.4	0.4
ROA	-1.6	2.0	4.2	4.2	5.0
ROE	-4.0	5.3	10.7	10.6	12.4
ROIC	1.7	4.3	7.3	7.6	9.5
매출채권회전율	5.7	6.1	6.8	6.4	6.4
재고자산회전율	6.4	6.3	6.9	6.6	6.5
부채비율	170.1	153.7	149.0	146.2	138.0
순차입금비율	87.4	78.4	71.5	66.5	54.7
이자보상배율	2.0	2.9	3.7	3.7	4.4
총차입금	6,643.4	6,059.9	6,689.9	7,389.9	7,949.9
순차입금	5,074.1	4,678.6	4,788.3	4,883.6	4,488.7
NOPLAT	1,020.3	1,189.5	1,450.1	1,575.8	1,890.9
FCF	-143.2	-22.1	20.1	242.9	737.5

Compliance Notice

- 당사는 10월 18일 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

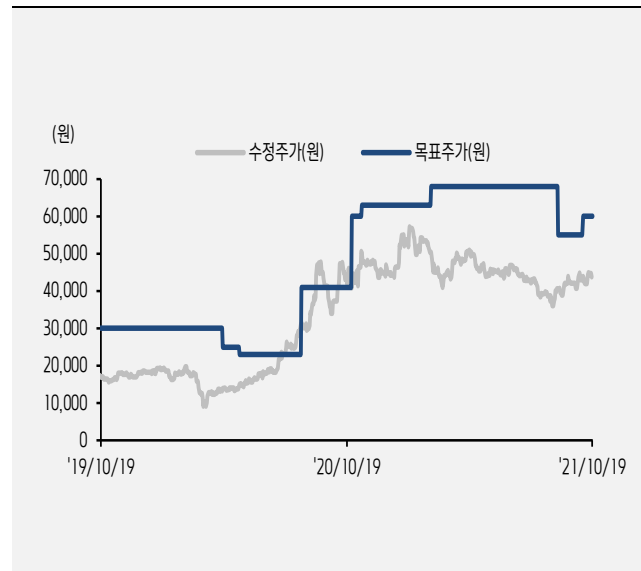
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2019/11/14	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	-31.24	-25.15
	2021/05/12	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.95	-25.15
	2021/06/08	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.33	-25.15
	2021/08/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.96	-18.55
	2021/10/05	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.52	-25.17
	2021/10/19	Buy(Maintain)	60,000원	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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%