

## 한화솔루션 (009830)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	63,000 원(유지)
증가(2021/10/06)	43,450 원
상승여력	45.0 %

Stock Indicator	
자본금	821 십억원
발행주식수	19,128만주
시가총액	8,311 십억원
외국인지분율	18.6%
52 주 주가	36,050~57,200 원
60 일평균거래량	1,447,644 주
60 일평균거래대금	60.1 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.0	-1.9	-7.8	6.0
상대수익률	16.2	10.1	-0.9	-17.0



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	9,195	11,191	13,882	15,298
영업이익(십억원)	594	840	1,172	1,338
순이익(십억원)	309	672	908	1,120
EPS(원)	1,843	3,155	4,059	5,005
BPS(원)	36,829	35,801	39,448	44,042
PER(배)	25.2	13.8	10.7	8.7
PBR(배)	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	5.3	9.6	10.8	12.0
배당수익률(%)		0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.9	7.9	6.8	6.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학] 전유진  
(2122-9193) yujinjin@hi-ib.com

## 글로벌 태양광 수요 증가의 계기가 될 ‘그린플레이션’

### 3Q21 영업이익 1,852 억원: 컨센서스(1,803 억원) 부합 전망

동사 3 분기 영업이익은 1,852 억원(-16.3%QoQ, -20.6%YoY)으로 시장 컨센서스 1,803 억원 부합할 전망이다. 부문별 이익은 전반적으로 전 분기 대비 축소되었지만, 케미칼은 PVC/가성소다 강세로 상대적인 이익 방어가 가능할 것으로 예상된다.

케미칼 영업이익은 2,558 억원(-12.7%QoQ)으로 전망한다. LDPE 와 TDI 스프레드는 축소되었으나, PVC/가성소다가 이를 일부 상쇄시켜줄 전망이다. 최근 염소계열 시장 호조는 단순 공급 차질에 따른 것이 아니라, 인도 중심으로 수요는 회복되고 있는 반면 탄소배출 감축 및 중국을 중심으로 한 지정학적 이슈가 야기한 석탄가격 강세에 따른 것이다. 결국 구조적인 이슈로 수급이 타이트해지고 있는 만큼 단기 내 해소될 가능성은 낮다고 판단되며, 적어도 동절기가 종료되는 내년 초까지는 PVC, 가성소다 호시황이 지속되어 동사 케미칼 부문 이익에 긍정적으로 기여할 것으로 전망한다.

태양광(큐셀) 부문 영업이익은 -814 억원으로 전분기 대비 적자규모 확대가 예상된다. 2 분기 반영된 발전사업 매각에 따른 영업이익 220 억을 제외하면 실제 모듈적자는 유사한 수준이다. 이는 당초 웨이퍼와 EVA Sheet, 유리 등의 가격 안정화로 3 분기 적자규모 축소를 기대했으나, 예상과 달리 주요 원부자재 강세가 지속된 영향이다.

첨단소재 부문은 차량용 반도체 수급차질 지속에 따른 고객사 출하량 감소와 원재료 가격 상승에 따른 부담으로 영업이익은 전 분기 대비 소폭 감소할 전망이다.

### 석탄가격 상승의 수혜 + 느리지만 점차 축소되는 태양광 적자

최근 석탄/천연가스 강세로 인한 중국의 산업용 전력수요 감축은 주요 화학설비들의 가동률을 낮추고 있다. 특히 PVC 는 중국 내 생산설비의 절반 이상이 카바이드(석탄) 기반인 만큼 생산타격이 클 것으로 예상되는데, 이는 PVC 와 그 부산물인 가성소다 강세를 지지해주는 주요 요인이 되겠다. PVC/가성소다는 동사 케미칼 부문 매출액의 약 40% 달해 국내 화학업체 중 석탄 강세의 수혜 레버리지가 클 것으로 기대된다.

태양광은 모듈 출하량 증가와 ASP 상승에 힘입어 더디지만, 적자규모는 점차 축소될 전망이다. 중국 전력난이 신장지역 내 폴리실리콘 업체들의 생산 차질 야기하며 최근 폴리실리콘 강세를 야기하고 있는 점은 부담이지만, 동사의 구매 원료인 웨이퍼 대비 모듈 가격이 더 높은 수준으로 상승하고 있음은 긍정적이다.

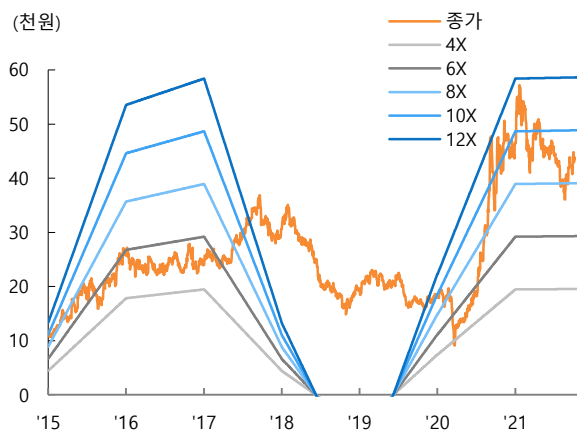
탈탄소로 전환하는 과도기에서 나타난 최근의 에너지 가격상승은 오히려 재생에너지 투자 확대 필요성을 인지시키는 계기가 될 것으로 판단된다. 이는 향후 글로벌 태양광 수요전망을 상향시키며 모듈 약세에 따른 실적둔화 우려를 상쇄시키는 요인이 될 수 있다. 3 분기 모듈 적자규모에 대한 일회일비하기 보다는 향후 태양광 수요 확대에 대한 기대와 예상보다 높아진 케미칼 부문의 이익 체력으로 초점을 이동시킬 필요가 있다. 동사에 대한 목표주가 63,000 원과 투자 의견 매수를 유지한다.

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020A	2021F	2022F
<b>합계</b>											
매출액	2,248.4	1,956.4	2,428.4	2,561.8	2,404.3	2,777.5	2,863.6	3,145.7	9,195.0	11,191.1	13,881.7
영업이익	167.1	128.5	233.2	65.4	254.6	221.1	185.2	179.0	594.2	839.9	1,171.7
영업이익률	7.4%	6.6%	9.6%	2.6%	10.6%	8.0%	6.5%	5.7%	6.5%	7.5%	8.4%
<b>케미칼</b>											
매출액	830.4	781.1	883.1	831.9	1,248.4	1,333.1	1,358.6	1,304.3	3,326.5	5,244.4	5,898.4
영업이익	63.6	92.8	158.8	66.0	254.8	293.0	255.8	217.8	381.2	1,021.4	963.6
영업이익률	7.7%	11.9%	18.0%	7.9%	20.4%	22.0%	18.8%	16.7%	11.5%	19.5%	16.3%
<b>태양광</b>											
매출액	905.8	742.8	891.3	1,162.4	744.7	1,006.5	904.9	1,300.5	3,702.3	3,956.6	5,774.3
영업이익	104.6	52.4	35.8	-2.4	-14.9	-64.6	-81.4	-45.6	190.4	-206.6	167.8
영업이익률	11.5%	7.1%	4.0%	-0.2%	-2.0%	-6.4%	-9.0%	-3.5%	5.1%	-5.2%	2.9%
<b>가공소재</b>											
매출액	190.5	149.2	206.8	205.4	225.5	224.3	218.2	200.4	751.9	868.3	842.3
영업이익	-4.2	-8.2	7.6	-2.8	7.2	2.2	1.8	-0.7	-7.6	10.4	10.7
영업이익률	-2.2%	-5.5%	3.7%	-1.4%	3.2%	1.0%	0.8%	-0.4%	-1.0%	1.2%	1.3%
<b>리테일</b>											
매출액	95.9	109.8	109.3	137.7	121.3	126.6	105.2	123.8	452.7	476.9	447.9
영업이익	-5.2	-3.8	1.3	10.4	12.1	2.2	3.5	5.6	2.8	23.4	12.5
영업이익률	-5.4%	-3.5%	1.2%	7.6%	10.0%	1.7%	3.3%	4.5%	0.6%	4.9%	2.8%
<b>기타</b>											
매출액	225.8	173.5	337.9	224.4	64.4	87.0	276.7	216.7	961.6	644.8	918.8
영업이익	8.2	-4.7	29.7	-5.8	-4.6	-11.7	5.5	2.0	27.4	-8.7	17.1
영업이익률	3.6%	-2.7%	8.8%	-2.6%	-7.1%	-13.4%	2.0%	0.9%	2.8%	-1.4%	1.9%

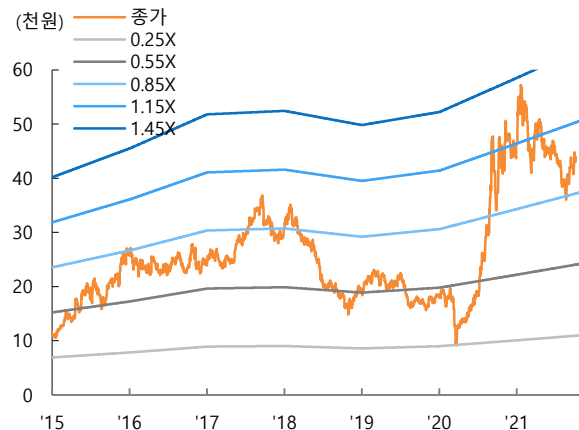
자료: 하이투자증권

그림1. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



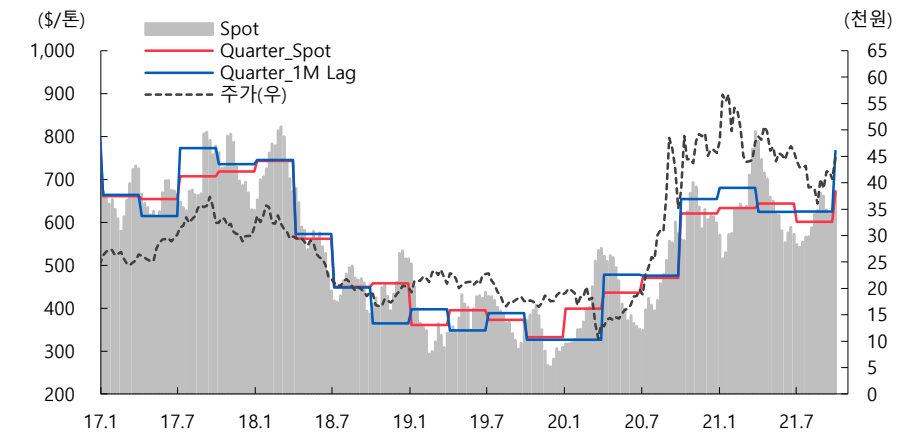
자료:하이투자증권

그림2. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



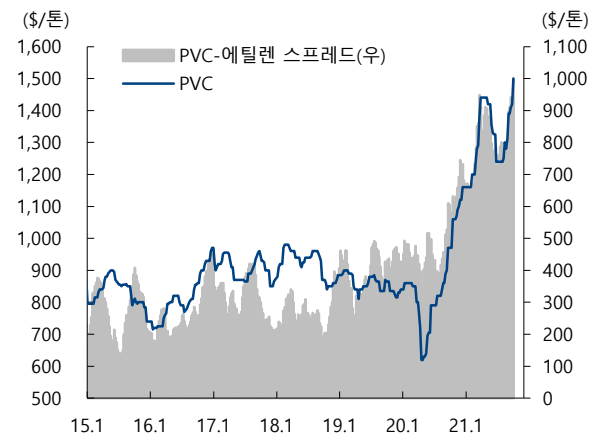
자료:하이투자증권

그림3. 한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드



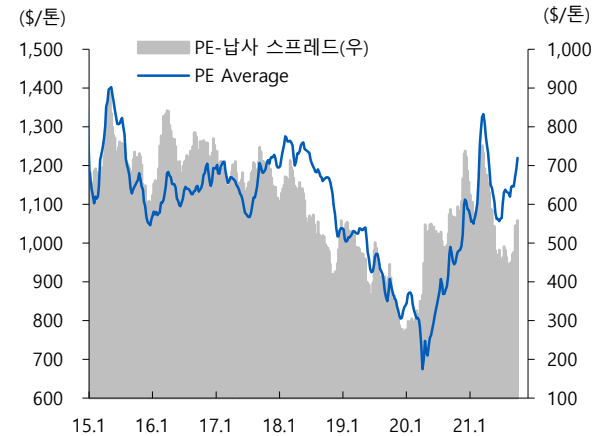
자료:하이투자증권

그림4. PVC 가격 및 스프레드 추이



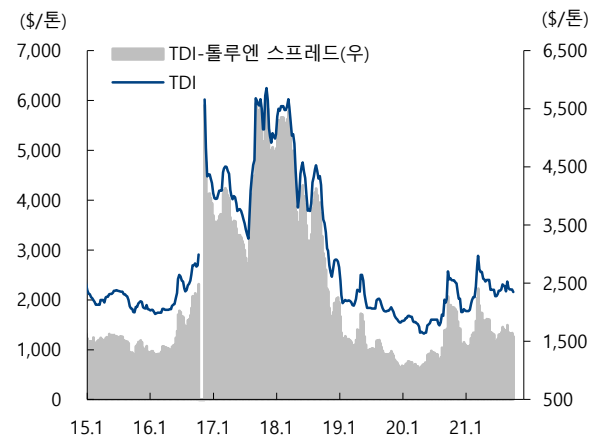
자료: 시스켈, 하이투자증권

그림5. PE 가격 및 스프레드 추이



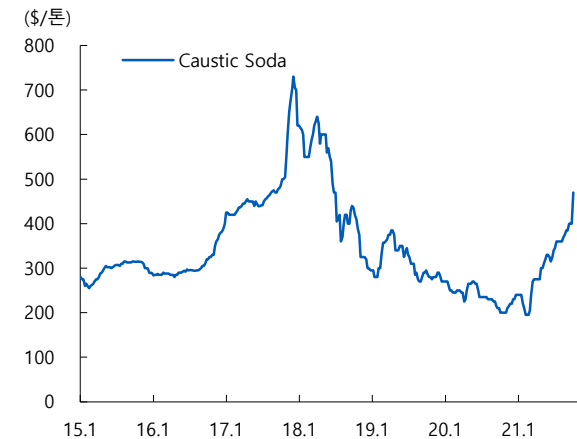
자료: 시스켈, 하이투자증권

그림6. TDI 가격 및 스프레드 추이



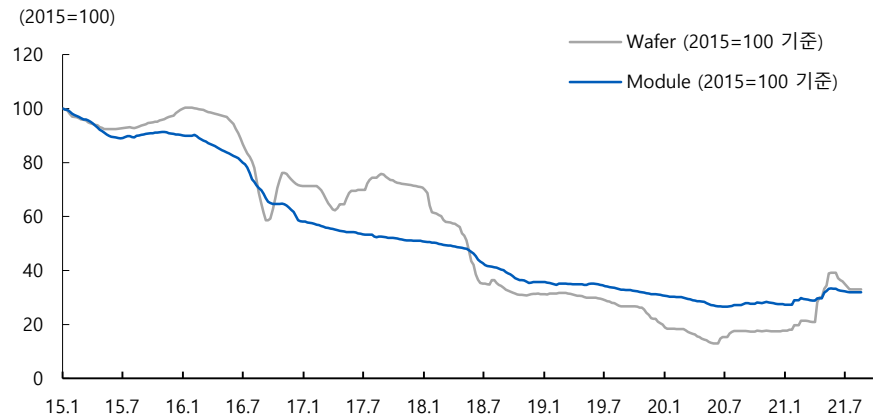
자료: 시스켈, 하이투자증권

그림7. 가성소다 가격 추이



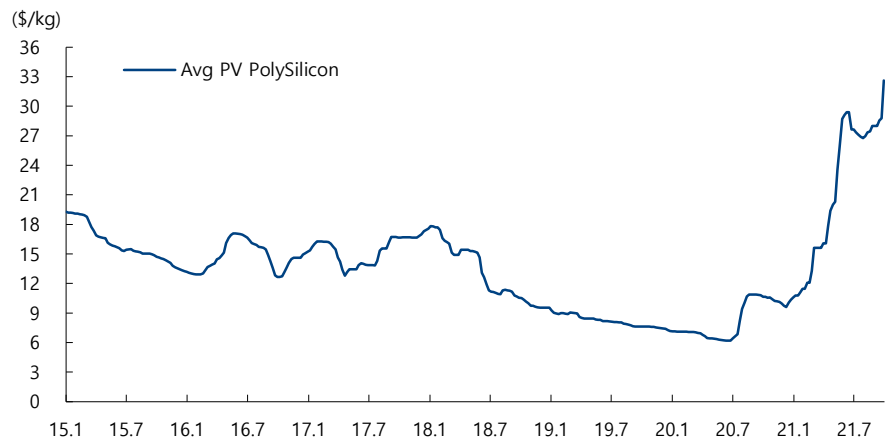
자료: 시스켈, 하이투자증권

그림8. 웨이퍼 및 모듈 가격 추이 (2015년 100 기준)



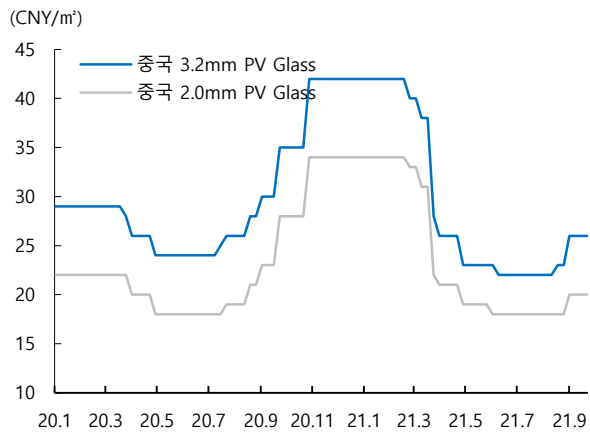
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림9. 폴리실리콘 가격 추이



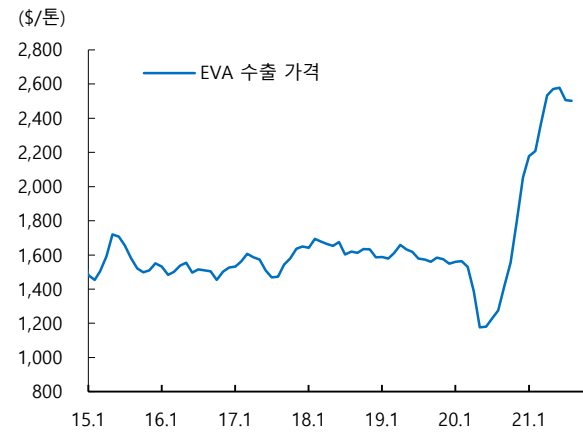
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림10. 태양광 주요 원부자재 가격(1): 유리



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림11. 태양광 주요 원부자재 가격(2): EVA 시트



자료: Kita, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	4,958	6,370	7,121	7,504
현금 및 현금성자산	1,200	2,116	2,083	2,053
단기금융자산	192	75	29	11
매출채권	1,463	1,779	2,206	2,431
재고자산	1,432	1,742	2,161	2,382
비유동자산	10,179	10,852	11,414	12,074
유형자산	6,416	6,738	6,929	7,117
무형자산	414	389	369	354
자산총계	15,137	17,222	18,535	19,578
유동부채	5,251	5,353	5,796	5,773
매입채무	1,202	1,463	1,815	2,000
단기차입금	2,576	2,426	2,526	2,326
유동성장기부채	396	396	396	396
비유동부채	3,918	3,833	3,908	3,973
사채	1,552	1,567	1,592	1,607
장기차입금	1,165	1,065	1,115	1,165
부채총계	9,170	9,187	9,705	9,746
자배주주지분	5,929	8,013	8,829	9,857
자본금	821	1,135	1,135	1,135
자본잉여금	798	1,987	1,987	1,987
이익잉여금	4,430	5,058	5,922	6,998
기타자본항목	-120	-168	-216	-263
비자배주주지분	39	23	1	-26
자본총계	5,968	8,035	8,830	9,832

## 포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,195	11,191	13,882	15,298
증가율(%)	-2.8	21.7	24.0	10.2
매출원가	7,269	8,737	10,679	11,736
매출총이익	1,926	2,454	3,203	3,562
판매비와관리비	1,332	1,615	2,031	2,224
연구개발비	104	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	594	840	1,172	1,338
증가율(%)	29.4	41.4	39.5	14.2
영업이익률(%)	6.5	7.5	8.4	8.7
이자수익	25	39	37	36
이자비용	205	197	203	199
지분법이익(손실)	160	396	359	458
기타영업외손익	-123	-205	-187	-180
세전계속사업이익	452	873	1,179	1,454
법인세비용	112	216	292	361
세전계속이익률(%)	4.9	7.8	8.5	9.5
당기순이익	302	656	887	1,094
순이익률(%)	3.3	5.9	6.4	7.1
자배주주귀속 순이익	309	672	908	1,120
기타포괄이익	-48	-48	-48	-48
총포괄이익	254	609	839	1,046
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

## 현금흐름표

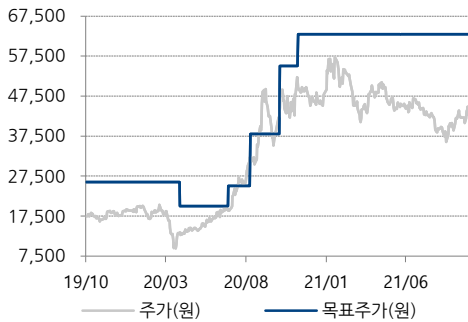
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,070	1,126	1,245	1,538
당기순이익	302	656	887	1,094
유형자산감가상각비	565	598	559	522
무형자산상각비	30	25	20	16
지분법관련손실(이익)	160	396	359	458
투자활동 현금흐름	-43	-475	-427	-415
유형자산의 처분(취득)	-865	-920	-750	-710
무형자산의 처분(취득)	8	-	-	-
금융상품의 증감	208	20	-31	-31
재무활동 현금흐름	-887	1,014	-124	-434
단기금융부채의증감	-	-150	100	-200
장기금융부채의증감	-571	-85	75	65
자본의증감	-	1,503	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	115	916	-34	-30
기초현금및현금성자산	1,085	1,200	2,116	2,083
기말현금및현금성자산	1,200	2,116	2,083	2,053

## 주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	1,843	3,155	4,059	5,005
BPS	36,829	35,801	39,448	44,042
CFPS	5,393	6,077	6,644	7,408
DPS	-	200	200	200
Valuation(배)				
PER	25.2	13.8	10.7	8.7
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0
PCR	8.6	7.2	6.5	5.9
EV/EBITDA	9.9	7.9	6.8	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.3	9.6	10.8	12.0
EBITDA 이익률	12.9	13.1	12.6	12.3
부채비율	153.7	114.3	109.9	99.1
순부채비율	72.0	40.6	39.8	34.9
매출채권회전율(x)	6.0	6.9	7.0	6.6
재고자산회전율(x)	6.3	7.1	7.1	6.7

자료 : 한화솔루션, 하이투자증권 리서치본부

한화솔루션  
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 추가대비	최고(최저) 추가대비
2020-03-31	Buy	20,000	1년	-22.8%	-4.3%
2020-07-01	Buy	25,000	1년	-3.0%	24.3%
2020-08-12	Buy	38,000	1년	0.5%	25.6%
2020-10-07	Buy	55,000	1년	-18.5%	-8.0%
2020-11-11	Buy	63,000	1년	-23.7%	-9.2%
2021-05-26(담당자변경)	Buy	63,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 전 유 진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	94.6%	5.4%	-