

3Q21 Preview

한화솔루션
(009830)

한상원 sangwon.han@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

55,000

하향

현재주가

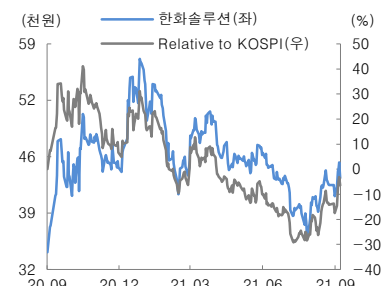
(21.10.01)

42,950

화학업종

KOSPI	3019.18
시가총액	8,265십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	1,130십억원
52주 최고/최저	57,200원 / 36,050원
120일 평균거래대금	638억원
외국인지분율	18.50%
주요주주	한화 외 3 인 36.47% 국민연금공단 7.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.5	-3.5	-13.9	15.2
상대수익률	15.2	4.9	-12.0	-11.1



단기 실적 부진에도 매력적인 이유

투자 의견 매수 유지, 목표주가 55,000원으로 8% 하향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출 vs. 12MF PER 11배에 해당
: 부문별로는 태양광 6.0조원, 케미칼 3.9조원, 첨단소재/리테일 0.8조원 등
- 예상보다 더딘 태양광 셀/모듈 사업의 수익성 회복(원재료 가격 강세 국면 지속)에 따른 실적 추정 변경을 반영하여 목표주가를 하향
- 최근 주가 부진의 결정적인 이유가 태양광 사업의 수익성 악화된 점을 감안하면 주가 반등을 위해서는 태양광 수익성 개선에 대한 확인이 필요
- 다만 태양광 사업에 대한 회사의 성장 전략(단순 셀/모듈 제조업→발전/플랫폼 영역 확장을 감안하면 긴 호흡에서 매력적인 투자 기회라고 판단
- 계획하고 있는 다운스트림(발전소) 매각만 감안하더라도 향후 태양광 사업에서 큰 폭의 매출 성장을 충분히 기대할 수 있기 때문

3Q21 영업이익 1,781억원(-20% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 3분기 영업이익은 전분기 대비 19.5% 감소한 1,781억원을 기록하며 시장 기대치(1,802억원)에 부합할 전망
- 케미칼(OP -14% QoQ)은 유화(LDPE 등), 화성(PVC/가성소다 등) 사업부 모두 전분기 대비 수익성 악화 추정. 전반적인 화학 시장 둔화 영향
- 최근 석탄 가격 급등 및 전력난 등에 따른 중국발 가동 차질 이슈는 향후의 관련 포인트로 제시(4분기 실적이 기대보다 빠르게 개선될 수 있기 때문)
- 태양광(OP 적지 QoQ)의 경우 전분기 다운스트림 매각 이익(2.2백억원) 소멸 등으로 적자 확대 예상 vs. 셀/모듈 제조업의 수익성은 전분기 대비 개선은 되겠으나 여전히 원재료 가격 강세에 따른 부담이 이어지고 있어 당장의 유의미한 개선은 기대하기 어려운 상황
- 다만 상반기와 달리 하반기에는 모듈(제품) 가격의 판가 인상이 나타나고 있는 점은 긍정적이며, 웨이퍼(원재료)의 가격 진정 이외에도 연말 수요 집중 현상에 따른 가격 상승 시 예상보다 빠른 수익성 개선도 기대 가능

(단위: 십억원 %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21(F)				4Q21		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY
매출액	2,428	2,777	2,657	2,663	9.6	-4.1	2,704	3,034	18.4
영업이익	233	221	180	178	-23.6	-19.5	180	170	160.5
순이익	191	223	61	59	-68.8	-73.3	153	104	흑전

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	9,457	9,195	10,878	13,094	13,297
영업이익	459	594	824	1,213	1,339
세전순이익	168	452	1,021	1,304	1,532
총당기순이익	-249	302	775	987	1,158
지배지분순이익	-238	309	773	989	1,179
EPS	-1,469	1,932	4,165	5,190	6,185
PER	NA	24.8	10.3	8.3	6.9
BPS	33,832	35,354	43,623	47,265	53,180
PBR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
ROE	-4.0	5.3	11.0	11.5	12.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	10,873	13,088	10,878	13,094	0.1	0.0
판매비와 관리비	1,523	1,863	1,524	1,864	0.1	0.0
영업이익	875	1,403	824	1,213	-5.8	-13.6
영업이익률	8.0	10.7	7.6	9.3	-0.5	-1.5
영업외손익	197	92	197	92	0.0	-0.1
세전순이익	1,072	1,495	1,021	1,304	-4.8	-12.7
지배지분순이익	811	1,132	773	989	-4.7	-12.6
순이익률	7.5	8.6	7.1	7.5	-0.4	-1.1
EPS(지배지분순이익)	4,371	5,941	4,165	5,190	-4.7	-12.6

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

한화솔루션 목표주가 산출(SOTPs)

(단위: 십억원, 배)

	EBITDA	배수	가치	비고
영업가치	1,643	6.5	10,679	
케미칼	1,243	3.2	3,918	한국 석유화학 업체 평균
태양광	393	15.2	5,993	글로벌 셀/모듈 업체 평균
첨단소재	66	3.2	207	한국 석유화학 업체 평균
리테일	92	6.1	561	현대백화점과 동일
지분가치			3,501	
순차입금			3,549	2021년 말 예상 기준
비지배 지분			59	
우선주			50	10월 1일 기준 시가총액
목표 시가총액			10,522	
목표주가			55,000	

주1: 태양광 사업부 가치는 단기 수익성 부진을 감안하여 2022F 실적으로 산출

주2: 글로벌 태양광 셀/모듈 업체는 Longi, FirstSolar, JinkoSolar 등

주3: 지분가치는 YNCC(PBR 0.9배), 한화종합화학(PBR 0.9배) 등의 합산 기준

자료: 대신증권 Research Center

한화솔루션 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	전체	2,248	1,956	2,428	2,562	2,404	2,777	2,663	3,034	9,457	9,195	10,878	13,094
	케미칼	830	781	883	832	1,248	1,333	1,327	1,239	3,481	3,327	5,148	5,067
	태양광	906	743	891	1,162	745	1,007	873	1,315	3,555	3,702	3,939	5,715
	첨단소재	191	149	207	205	226	224	231	248	808	752	929	1,129
	리테일	96	110	109	138	121	127	132	152	594	453	532	588
영업이익	전체	167	128	233	65	255	221	178	170	459	594	824	1,213
	케미칼	64	93	159	66	255	293	252	189	258	381	989	978
	태양광	105	52	36	-2	-15	-65	-75	-44	181	190	-198	143
	첨단소재	-4	-8	8	-3	7	2	2	6	-30	-8	18	31
	리테일	-5	-4	1	10	12	2	13	18	8	3	45	39
세전이익		51	211	265	-76	539	288	77	117	168	452	1,021	1,304
순이익		65	148	191	-94	386	223	59	104	-238	309	773	989
-지분법		-89	123	93	33	123	75	52	47	214	160	296	361
영업이익률	전체	7.4	6.6	9.6	2.6	10.6	8.0	6.7	5.6	4.9	6.5	7.6	9.3
	케미칼	7.7	11.9	18.0	7.9	20.4	22.0	19.0	15.2	7.4	11.5	19.2	19.3
	태양광	11.5	7.1	4.0	-0.2	-2.0	-6.4	-8.5	-3.4	5.1	5.1	-5.0	2.5
	첨단소재	-2.2	-5.5	3.7	-1.4	3.2	1.0	1.0	2.6	-3.7	-1.0	2.0	2.7
	리테일	-5.3	-3.5	1.2	7.6	10.0	1.7	9.8	11.5	1.3	0.6	8.4	6.7

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	9,457	9,195	10,878	13,094	13,297
매출원가	7,607	7,269	8,531	10,017	10,064
매출총이익	1,850	1,926	2,348	3,076	3,232
판매비와판매비	1,391	1,332	1,524	1,864	1,894
영업이익	459	594	824	1,213	1,339
영업외수익	49	6.5	7.6	9.3	10.1
EBITDA	1,020	1,190	1,434	1,908	2,066
영업외손익	-291	-143	197	92	193
관계기업손익	214	160	296	361	371
금융수익	28	25	26	26	26
외환평가이익	273	388	172	163	246
금융비용	-225	-205	-213	-219	-215
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-308	-123	87	-77	11
법인세비용차감전순이익	168	452	1,021	1,304	1,532
법인세비용	-78	-112	-246	-317	-374
계속사업순이익	90	340	775	987	1,158
중단사업순이익	-339	-38	0	0	0
당기순이익	-249	302	775	987	1,158
당기순이익률	-2.6	3.3	7.1	7.5	8.7
비재계분순이익	-11	-7	2	-2	-21
재계분순이익	-238	309	773	989	1,179
매트기능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-5	0	-3	-2
포괄순이익	-251	254	771	961	1,143
비재계분포괄이익	-21	-14	2	-2	-21
재계분포괄이익	-230	268	769	963	1,164

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-1,469	1,932	4,165	5,190	6,185
PER	NA	248	10.3	8.3	6.9
BPS	33,832	35,354	43,623	47,265	53,180
PBR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	6,026	7,093	7,656	9,919	10,739
EV/EBITDA	8.1	10.5	8.3	6.0	5.3
SPS	55,858	54,828	58,089	68,053	69,109
PSR	0.3	0.8	0.7	0.6	0.6
CFPS	6,490	7,001	10,474	11,380	12,200
DPS	193	0	200	200	200

재무비율

(단위 원 배 %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증/감	4.5	-2.8	18.3	20.4	1.6
영업이익 증/감	29.6	29.4	38.7	47.1	10.4
순이익 증/감	작전	흑전	156.7	27.4	17.3
수익성					
ROIC	2.8	5.1	6.9	9.5	10.2
ROA	3.0	3.9	5.0	6.4	6.6
ROE	-4.0	5.3	11.0	11.5	12.2
안정성					
부채비율	170.1	153.7	120.1	116.5	103.0
순차입금비율	87.5	79.4	43.2	35.0	25.9
이자보상비율	2.0	2.9	3.9	5.5	6.2

자료: 한화솔루션 대산증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,323	4,958	6,953	8,122	8,556
현금및현금성자산	1,085	1,200	2,603	3,081	3,499
매출채권 및 기타채권	1,576	1,459	1,688	1,928	1,901
재고자산	1,480	1,432	1,720	2,052	2,085
기타유동자산	1,182	868	942	1,060	1,071
비유동자산	10,358	10,179	11,147	11,690	12,349
유형자산	6,594	6,416	7,005	7,080	7,344
관계기업투자지급	2,721	2,685	3,012	3,404	3,805
기타비유동자산	1,044	1,077	1,131	1,206	1,200
자산총계	15,681	15,137	18,100	19,812	20,905
유동부채	5,831	5,251	6,367	6,984	7,197
매입채무 및 기타채무	1,740	1,726	1,946	2,236	2,262
차입금	2,675	2,576	3,048	3,668	3,725
유동상채무	709	396	719	292	410
기타유동부채	706	553	654	787	800
비유동부채	4,044	3,918	3,510	3,675	3,409
차입금	2,984	2,717	2,154	2,115	1,830
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,060	1,202	1,357	1,560	1,579
부채총계	9,875	9,170	9,878	10,659	10,606
자본부분	5,728	5,929	8,169	9,094	10,232
자본금	821	821	1,135	1,135	1,135
자본잉여금	805	798	1,987	1,987	1,987
이익잉여금	4,176	4,430	5,203	6,153	7,294
기타자본변동	-73	-120	-156	-182	-185
비재계분	78	39	53	59	67
자본총계	5,806	5,968	8,223	9,153	10,299
순차입금	5,082	4,739	3,549	3,200	2,670

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,206	1,070	1,256	1,495	1,954
당기순이익	168	452	1,021	1,304	1,532
비현금항목의가감	1,348	872	1,187	1,202	1,189
감가상각비	561	595	610	696	727
외환손익	13	-53	103	21	-67
자본평가손익	-214	-160	-296	-361	-371
기타	987	490	771	847	900
자산부채의증감	285	-129	-519	-502	-205
기타현금흐름	-595	-125	-433	-509	-563
투자활동 현금흐름	-1,111	-43	-990	-642	-819
투자자산	-116	234	-338	-407	-403
유형자산	-1,138	-865	-1,180	-753	-976
기타	144	588	529	518	560
재무활동 현금흐름	-43	-887	1,496	-138	-403
단기차입금	0	0	472	621	57
사채	0	0	-388	110	-158
장기차입금	381	-571	-175	-149	-126
유상증자	0	0	1,503	0	0
현금배당	-33	-33	0	-38	-38
기타	-391	-283	84	-681	-137
현금의증감	60	115	1,403	478	418
기초 현금	1,024	1,085	1,200	2,603	3,081
기말 현금	1,085	1,200	2,603	3,081	3,499
NOPLAT	246	447	625	918	1,012
FCF	-358	166	55	861	763