



한화솔루션 (009830)

결국은 태양광으로 승리할 것

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 61,000원

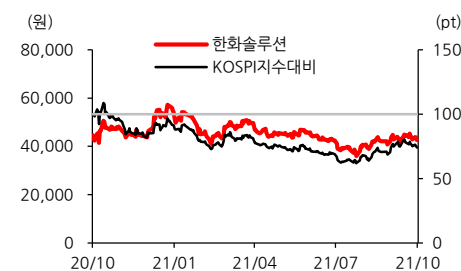
현재 주가(10/28)	41,500원
상승여력	▲47.0%
시가총액	79,381억원
발행주식수	191,278천주
52 주 최고가 / 최저가	57,200 / 36,050원
90 일 일평균 거래대금	683.21억원
외국인 지분율	19.4%
주주 구성	
한화 (외 4인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.1	-0.6	-11.5	-6.9
상대수익률(KOSPI)	-2.3	6.4	-6.1	-35.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	9,195	10,787	15,126	16,857
영업이익	594	861	1,118	1,392
EBITDA	1,190	1,510	1,786	2,081
지배주주순이익	309	971	855	1,093
EPS	1,874	5,073	4,468	5,715
순차입금	4,728	3,028	2,741	2,025
PER	24.8	8.2	9.3	7.3
PBR	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.5	7.3	6.0	4.8
배당수익률	-	0.5	0.5	0.5
ROE	5.3	13.6	9.8	11.3

주가 추이



3Q 영업이익 1,784억원. 컨센 부합(-3%)

3Q OP는 1,784억원(QoQ -19%)로 컨센(1,840억)을 -3% 하회했다. 태양광은 원재료/운임 상승에 실적 악화되었으며, 화학은 4~5월 이후 예정된 Peak-Out이 진행되었기 때문이다.

4Q 영업이익 2,067억원. 중국 석탄/전력 규제 수혜

케미칼: 9월 중순부터, 중국 정부의 석탄(PVC) 및 전력 규제(가성소다/염소)로 동사 주력제품 가격/마진이 급격히 개선되었다. 참고로 케미칼 사업부에서 PVC/가성소다 매출 비중은 26%(전사 13%) 수준이다.

4분기에도 중국 공장들은 “3Q 대비 10~80% 수준으로 가동할 것”이라는 공문을 받은 것으로 파악되고 있어, 석탄/전력으로 생산되는 석유화학 제품은 상대적 수급 타이트함이 유지될 전망이다. 전력 규제는 14차 5개년 계획에 포함되어있는 만큼, 여타 화학 제품 대비 장기적으로 Out-Perform 할 가능성이 높다.

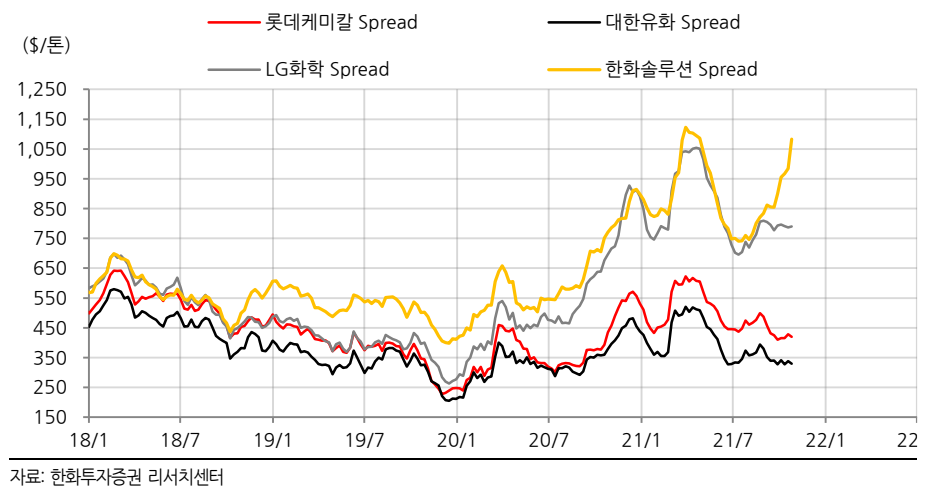
태양광: 원재료/운임 상승 이슈는 4분기에도 지속될 전망이나, 2500억 원 가량의 발전 매출이 계획되어 있어 적자폭은 축소되겠다.

2022~23년 대형 석유화학(NCC) Top Pick

투자 의견 BUY, TP 6.1만원, 대형 화학(NCC) Top Pick을 유지한다.

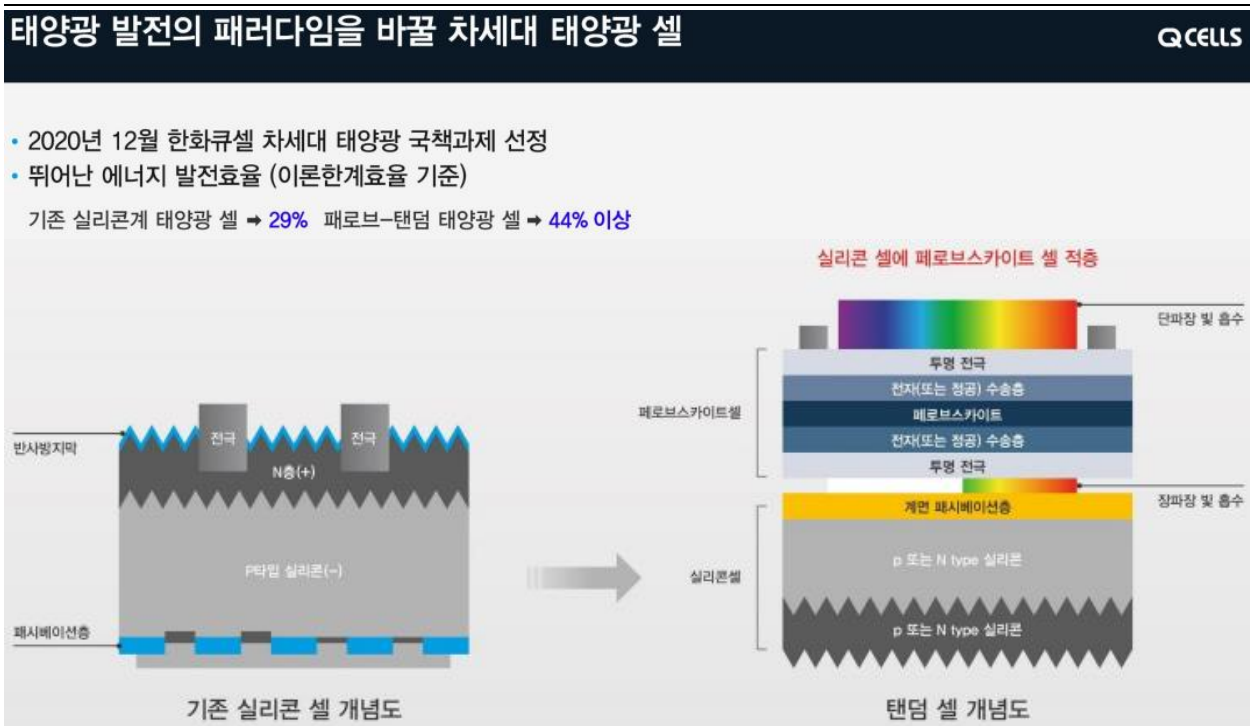
- 1) 동사의 케미칼 포트폴리오(PVC/가성소다/LDPE/EVA)는 2025년까지, 중설/수요/중국규제에 힘입어 섹터 내 Out-Perform할 예정이다.
- 2) 2020년부터 시작된 태양광 발전사업 수주는 15GW에 달하는데, 매출로 인식된 부분은 아직 0.5GW뿐이다. 발전 프로젝트 수주 => 매출 인식이 통상 1~3년이 걸린다는 것을 감안, 2022년부터는 2~6GW (3~4조원)의 안정적인 태양광 매출을 기대해 볼 수 있다.
- 3) 실적과 함께 발표된 태양광 기술투자/라인전환 투자(1조원)도 인상적이었다. N-Type 및 페로브스카이트 텐덤 셀/모듈을 적용함으로써, 국내 설비 Capa는 4.3GW => 7.6GW로 효율성이 77% 개선된다.
- 4) 동사는 신재생 에너지를 통해 => 수소를 생산 => 암모니아 전환해 => 저장/운반하는 Full Chain 갖추기 위해 가장 빠르게 움직이고 있다. 결국 태양광으로 승리할 것이다.

[그림1] 국내 NCC 업체들 마진 추이



[그림2] 2025년까지 N-Type 전환 및 페로브-탠덤 적용.

*태양광은 효율 1~2%p 개선으로도 이익이 크게 개선됨



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 한화솔루션 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	2,248.4	1,956.4	2,428.4	2,561.8	2,404.3	2,777.5	2,580.3	3,024.5	9,195.0	10,786.6	15,125.9
QoQ(%)	-7.6%	-13.0%	24.1%	5.5%	-6.1%	15.5%	-7.1%	17.2%			
YoY(%)	0.7%	-17.2%	0.1%	5.2%	6.9%	42.0%	6.3%	18.1%	-2.8%	17.3%	40.2%
케미칼	830.4	781.1	883.1	831.9	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,213.4	3,326.5	5,105.9	4,962.2
태양광	905.8	742.8	891.3	1,162.4	744.7	1,006.5	827.3	1,340.7	3,702.3	3,919.2	8,366.6
첨단소재	190.5	149.2	206.8	205.4	225.5	224.3	226.5	220.3	751.9	896.6	827.1
리테일	95.9	109.8	109.3	137.7	121.3	126.6	120.5	150.0	452.7	518.4	570.0
기타	225.8	173.5	337.9	224.4	64.4	87.0	95.0	100.0	961.6	346.4	400.0
영업이익	167.1	128.5	233.2	65.4	254.6	221.1	178.4	206.7	594.2	860.8	1,117.8
영업이익률(%)	7.4%	6.6%	9.6%	2.6%	10.6%	8.0%	6.9%	6.8%	6.5%	8.0%	7.4%
QoQ(%)	255.6%	-23.1%	81.5%	-72.0%	289.3%	-13.1%	-19.3%	15.9%			
YoY(%)	37.9%	7.9%	35.7%	39.1%	52.3%	72.1%	-23.5%	216.1%	29.4%	44.9%	29.9%
케미칼	63.6	92.8	158.8	66.0	254.8	293.0	266.8	273.1	381.2	1,087.7	916.4
영업이익률(%)	7.7%	11.9%	18.0%	7.9%	20.4%	22.0%	20.4%	22.5%	11.5%	21.3%	18.5%
태양광	104.6	52.4	35.8	-2.4	-14.9	-64.6	-95.7	-79.4	190.4	-254.6	139.3
영업이익률(%)	11.5%	7.1%	4.0%	-0.2%	-2.0%	-6.4%	-11.6%	-5.9%	5.1%	-6.5%	1.7%
첨단소재	-4.2	-8.2	7.6	-2.8	7.2	2.2	2.3	-5.0	-7.6	6.7	7.0
영업이익률(%)	-2.2%	-5.5%	3.7%	-1.4%	3.2%	1.0%	1.0%	-2.3%	-1.0%	0.7%	0.9%
리테일	-5.1	-3.8	1.3	10.4	12.1	2.2	6.8	10.0	2.8	31.1	35.1
영업이익률(%)	-2.3%	-2.2%	0.4%	4.6%	18.8%	2.5%	7.2%	10.0%	0.6%	6.0%	6.2%
기타	8.2	-4.7	29.7	-5.8	-4.6	-11.7	-1.8	8.0	27.4	-10.1	20.0
지분법손익	-89.3	123.2	93.2	33.1	122.6	74.5	87.1	65.4	160.2	349.6	179.7
YNCC	-38.7	53.2	58.8	48.4	88.4	70.0	70.0	61.5	121.7	289.9	200.8
종합화학/토탈	-30.7	86.0	24.1	-6.3	60.9	40.3	26.3	28.3	73.1	155.8	130.0
당기순이익	64.0	147.3	189.7	-99.3	385.2	222.8	193.4	167.5	301.7	968.9	854.9
지배순이익	64.8	148.1	190.6	-94.3	386.4	223.0	193.8	167.5	309.1	970.7	854.9
순이익률(%)	2.9%	7.6%	7.8%	-3.7%	16.1%	8.0%	7.5%	5.5%	3.4%	9.0%	5.7%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화솔루션 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457	9,195	10,787	15,126	16,857
매출총이익	1,850	1,926	2,373	3,326	3,853
영업이익	459	594	861	1,118	1,392
EBITDA	1,020	1,190	1,510	1,786	2,081
순이자손익	-197	-180	-144	-121	-86
외화관련손익	-25	32	-37	0	0
지분법손익	175	139	350	180	176
세전계속사업손익	168	452	1,290	1,096	1,402
당기순이익	-249	302	969	855	1,093
지배주주순이익	-238	309	971	855	1,093
증가율(%)					
매출액	4.5	-2.8	17.3	40.2	11.4
영업이익	29.6	29.4	44.9	29.9	24.6
EBITDA	28.4	16.6	26.9	18.3	16.5
순이익	적전	흑전	221.1	-11.8	27.9
이익률(%)					
매출총이익률	19.6	20.9	22.0	22.0	22.9
영업이익률	4.9	6.5	8.0	7.4	8.3
EBITDA 이익률	10.8	12.9	14.0	11.8	12.3
세전이익률	1.8	4.9	12.0	7.2	8.3
순이익률	-2.6	3.3	9.0	5.7	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	1,206	1,070	1,534	955	1,393
당기순이익	-217	398	969	855	1,093
자산상각비	561	595	649	668	689
운전자본증감	285	-129	-20	-425	-250
매출채권 감소(증가)	147	111	-278	-494	-293
재고자산 감소(증가)	38	-26	-517	-514	-305
매입채무 증가(감소)	0	12	165	580	344
투자현금흐름	-1,111	-43	-904	-637	-648
유형자산처분(취득)	-1,136	-865	-694	-640	-640
무형자산 감소(증가)	-1	8	-6	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-3	16	-12	-8	-8
재무현금흐름	-43	-887	-234	-1,039	-539
차입금의 증가(감소)	343	-643	-1,589	-1,000	-500
자본의 증가(감소)	-33	-33	1,355	-39	-39
배당금의 지급	33	33	0	39	39
총현금흐름	1,130	1,271	1,555	1,380	1,644
(-)운전자본증가(감소)	-11	-9	142	425	250
(-)설비투자	1,166	884	707	640	640
(+)자산매각	29	27	8	-10	-10
Free Cash Flow	4	422	714	305	743
(-)기타투자	-304	-661	71	-21	-10
잉여현금	308	1,083	642	326	754
NOPLAT	246	447	647	872	1,086
(+) Dep	561	595	649	668	689
(-)운전자본투자	-11	-9	142	425	250
(-)Capex	1,166	884	707	640	640
OpFCF	-348	167	447	476	885

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,323	4,954	5,880	6,189	7,016
현금성자산	1,564	1,389	1,790	1,078	1,293
매출채권	1,611	1,474	1,840	2,335	2,628
재고자산	1,480	1,432	1,913	2,427	2,731
비유동자산	10,358	10,179	10,741	10,881	11,008
투자자산	3,343	3,349	3,914	4,073	4,239
유형자산	6,594	6,416	6,419	6,421	6,405
무형자산	421	414	408	387	364
자산총계	15,681	15,133	16,621	17,071	18,025
유동부채	5,831	5,250	4,021	4,119	4,480
매입채무	2,100	1,823	2,159	2,739	3,082
유동성이자부채	3,442	3,046	1,434	934	934
비유동부채	4,044	3,912	4,265	3,801	3,338
비유동이자부채	3,202	3,072	3,384	2,884	2,384
부채총계	9,875	9,162	8,286	7,919	7,819
자본금	821	821	978	978	978
자본잉여금	805	798	2,011	2,011	2,011
이익잉여금	4,176	4,430	5,400	6,216	7,271
자본조정	-73	-120	-95	-95	-95
자기주식	0	0	-14	-14	-14
자본총계	5,806	5,968	8,335	9,151	10,206

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-1,422	1,874	5,073	4,468	5,715
BPS	34,148	35,701	43,106	47,349	52,832
DPS	200	0	200	200	200
CFPS	6,716	7,651	8,081	7,170	8,542
ROA(%)	-1.5	2.0	6.1	5.1	6.2
ROE(%)	-4.0	5.3	13.6	9.8	11.3
ROIC(%)	3.1	5.6	7.9	10.2	12.3
Multiples(x, %)					
PER	-12.9	24.8	8.2	9.3	7.3
PBR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
PSR	0.3	0.8	0.7	0.5	0.5
PCR	2.7	6.1	5.1	5.8	4.9
EV/EBITDA	8.0	10.5	7.3	6.0	4.8
배당수익률	1.1	n/a	0.5	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	170.1	153.5	99.4	86.5	76.6
Net debt/Equity	87.5	79.2	36.3	29.9	19.8
Net debt/EBITDA	497.8	397.5	200.5	153.4	97.3
유동비율	91.3	94.4	146.2	150.3	156.6
이자보상배율(배)	2.0	2.9	5.0	7.2	11.4
자산구조(%)					
투자자본	62.3	62.7	59.4	63.0	61.9
현금+투자자산	37.7	37.3	40.6	37.0	38.1
자본구조(%)					
차입금	53.4	50.6	36.6	29.4	24.5
자기자본	46.6	49.4	63.4	70.6	75.5

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 10월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화솔루션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.31	2021.05.31	2021.06.08	2021.07.14	2021.07.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2021.09.08	2021.09.30	2021.10.05	2021.10.14	2021.10.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	61,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%