

기업분석

한화솔루션
(009830)

한상원 sangwon.han@daishin.com

투자이견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

60,000

하향

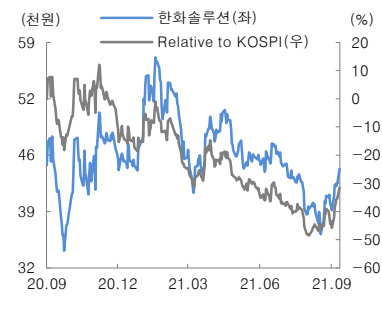
현재주가
(21.09.13)

43,850

화학업종

KOSPI	3127.86
시가총액	8,443십억원
시가총액비중	0.37%
자본금(보통주)	1,130십억원
52주 최고/최저	57,200원 / 34,071원
120일 평균거래대금	680억원
외국인지분율	17.80%
주요주주	한화 외 3 인 36.47% 국민연금공단 7.88%

주가수익률(%)	1W	2W	3W	4W
절대수익률	13.3	-4.6	-0.6	-2.4
상대수익률	14.9	-0.9	-2.9	-25.2



수익성과 주가
모두 바닥을 통과

투자이견 매수 유지, 목표주가 60,000원으로 8% 하향

- 목표주가는 SOTPs 방식으로 산출: 태양광 7.1조원, 케미칼 3.7조원 등
- 예상보다 더딘 셀/모듈 사업의 수익성 회복을 반영하여 태양광 사업부의 실적 추정치를 변경함에 따라 목표주가를 기존 대비 하향 제시
- 케미칼 사업부의 경우 석탄 가격 급등에 따른 중국 경쟁사(카바이드 기반 PVC)의 수익성 악화로 반사 수혜 기대, 건조한 수요로 당분간 양호한 상황 지속될 전망
- 태양광의 경우도 속도는 더디지만 2Q21을 저점으로 수익성은 개선세, 친환경 사업 확장 역시 기대 요인으로 매수 관점의 접근이 유효하다고 판단

태양광에서 수소로 친환경 영토 확장

- 신사업 추진을 통해 태양광 다운스트림 사업 진출: 구체적으로는 차세대 모듈 개발/생산, 친환경 발전소 프로젝트 개발, 분산형 발전 기반의 VPP 사업 등
- 2022~25년 합산 15GW 이상의 발전소를 매각 혹은 운영하겠다는 계획으로 지난 8월 RES프랑 인수 역시 5GW 규모의 태양광/풍력 파이프라인을 수반
- 태양광을 넘어 수소 산업 진출을 통한 친환경 사업의 영토 확장을 도모
- 케미칼 부문의 전해조 기술을 활용하여 수전해 기술 확보 추진(2023년 목표)
- 태양광 발전소 사업과 결합하여 그린수소 생산에 나서겠다는 전략
- 첨단소재 사업부를 통해 수소탱크 생산(지난 12월 미국 시마론 지분 100% 인수)

2021년 영업이익 8,752억원(+47% YoY) 전망

- 3Q21 영업이익은 전분기 대비 18.8% 감소한 1,796억원을 기록하며 시장 기대치(1,923억원)를 하회할 전망: 태양광 셀/모듈 사업의 수익성 회복 지연 영향
- 4분기 영업이익은 2,199억원(+22% QoQ)으로 개선 기대: 태양광 사업의 흑자 전환을 예상하는데 1) 더디지만 셀/모듈 사업의 수익성이 개선되고 있으며, 2) 다운스트림 매출(2.5천억원 가량)이 인식이 예상되기 때문

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원 %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	9,457	9,195	10,873	13,088	13,291
영업이익	459	594	875	1,403	1,516
세전순이익	168	452	1,072	1,495	1,710
총당기순이익	-249	302	813	1,130	1,291
지배지분순이익	-238	309	811	1,132	1,315
EPS	-1,469	1,932	4,371	5,941	6,897
PER	NA	24.8	8.9	6.5	5.6
BPS	33,832	35,354	43,828	48,207	54,828
PBR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
ROE	-4.0	5.3	11.5	13.0	13.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화솔루션, 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	2,657	3,034	9,457	9,195	10,873	13,088
	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	127	152	594	453	527	582
영업이익	전체	167	128	233	65	255	221	180	220	459	594	875	1,403
	케미칼	64	93	159	66	255	293	252	189	258	381	989	978
	태양광	105	52	36	-2	-15	-65	-75	5	181	190	-149	334
	첨단소재	-4	-8	8	-3	7	2	4	6	-30	-8	20	31
	리테일	-5	-4	1	10	12	2	12	18	8	3	44	39
세전이익		51	211	265	-76	539	288	78	167	168	452	1,072	1,495
순이익		65	148	191	-94	386	223	61	141	-238	309	811	1,132
- 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	6.8	7.2	4.9	6.5	8.0	10.7
	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	0.4	5.1	5.1	-3.8	5.8
	첨단소재	-2.2	-5.5	3.7	-1.4	3.2	1.0	1.9	2.6	-3.7	-1.0	2.2	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
증감률(%YoY)													
매출액	전체	0.7	-17.2	0.1	5.2	6.9	42.0	9.4	18.4	4.5	-2.8	18.2	20.4
	케미칼	-1.5	-13.3	-2.7	0.3	50.3	70.7	50.3	48.9	-13.5	-4.4	54.7	-1.6
	태양광	14.0	-5.9	-3.4	10.8	-17.8	35.5	-2.1	13.1	41.0	4.1	6.4	45.1
	첨단소재	-0.6	-29.7	1.4	2.5	18.4	50.3	11.5	20.9	-5.4	-7.0	23.5	21.6
	리테일	-40.7	-34.0	-14.3	-0.2	26.5	15.3	15.8	10.4	-10.5	-23.7	16.3	10.6
영업이익	전체	37.9	7.9	35.6	39.1	52.3	72.1	-23.0	236.3	29.6	29.4	47.3	60.3
	케미칼	-19.7	29.6	66.8	432.3	300.6	215.7	58.9	185.9	-29.6	47.5	159.4	-1.1
	태양광	252.2	69.6	-47.0	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	5.2	적전	흑전
	첨단소재	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-41.5	흑전	적지	적지	흑전	52.6
	리테일	적전	적지	흑전	30.0	흑전	흑전	853.3	68.4	-60.3	-63.2	1,478.8	-12.1
증감률(%QoQ)													
매출액	전체	-7.6	-13.0	24.1	5.5	-6.1	15.5	-4.3	14.2				
	케미칼	0.2	-5.9	13.1	-5.8	50.1	6.8	-0.4	-6.6				
	태양광	-13.7	-18.0	20.0	30.4	-35.9	35.2	-13.3	50.6				
	첨단소재	-4.9	-21.7	38.6	-0.7	9.8	-0.5	2.8	7.7				
	리테일	-30.5	14.5	-0.5	26.0	-11.9	4.4	0.0	20.1				
영업이익	전체	255.5	-23.1	81.5	-72.0	289.4	-13.1	-18.8	22.4				
	케미칼	412.9	45.9	71.1	-58.4	286.1	15.0	-13.9	-25.2				
	태양광	97.7	-49.9	-31.7	적전	적지	적지	적지	흑전				
	첨단소재	적지	적지	흑전	적전	흑전	-69.4	102.0	43.6				
	리테일	적전	적지	흑전	700.0	16.3	-81.8	463.3	41.3				

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

한화솔루션 목표주가 산출(1) (단위: 십억원, 배)

	EBITDA	배수	가치 비교
영업가치	1,775	6.6	11,665
케미칼	1,243	3.0	3,749 한국 석유화학 업체 평균
태양광	477	15.0	7,141 글로벌 셀/모듈 업체 평균
첨단소재	66	3.0	200 한국 석유화학 업체 평균
리테일	91	6.3	575 현대백화점과 동일
지분가치			3,501
순차입금			3,510 2021년 말 예상 기준
비지배 지분			60
우선주			55 9월 13일 시가총액
목표 시가총액			11,541
목표주가			60,000

주1: 글로벌 태양광 셀/모듈 업체는 Longi, FirstSolar, JinkoSolar 등
주2: 지분가치는 YNCC(PBR 0.9배), 한화중합화학(PBR 0.9배) 등의 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

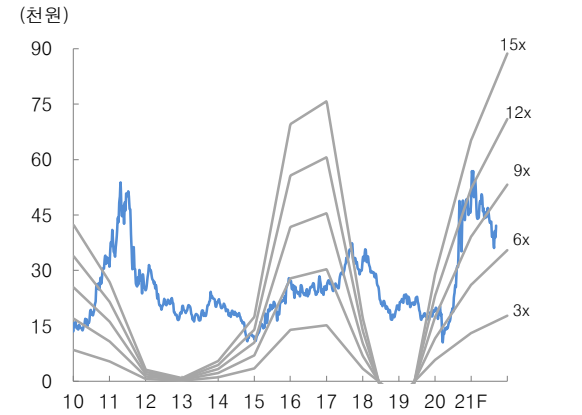
한화솔루션 목표주가 산출(2) (단위: 원, 배, %)

	2021F	12MF	2022F
BPS(원)	42,659	46,589	48,207
Target PBR	1.41	1.29	1.24
목표주가	60,000	60,000	60,000
현재주가	43,850	43,850	43,850
현재 PBR	1.03	0.94	0.91
ROE(%)	11.5	12.5	13.0
COE(%)	15.8		
Rf	1.4		국고채 3년 금리
Rm	9.2		시장(KOSPI) 기대수익률
Beta	1.9		52주 베타
적정 PBR	0.72	0.79	0.82

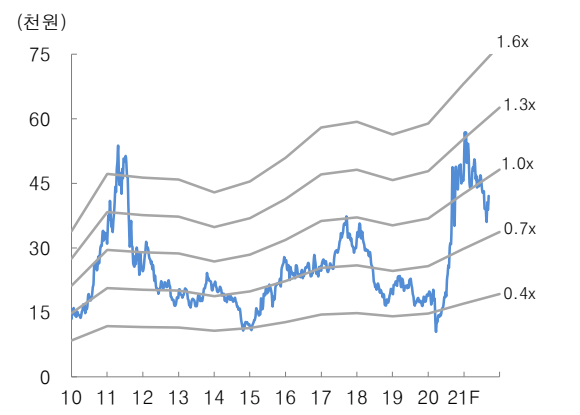
주1: 목표 PBR 1.3배는 최근 3년 고점의 평균 대비 약 23% 할인한 수치
주2: 태양광 사업의 성장성을 고려하면 과거 대비 할인 타당
주3: ROE, COE 를 통해 계산되는 적정 Valuation 수준과는 유사
자료: 대신증권 Research Center

한화솔루션의 12MF PER 밴드 차트

한화솔루션의 12MF PBR 밴드 차트



자료: 한화솔루션 Quantwise, 대신증권 Research Center



자료: 한화솔루션 Quantwise, 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

- 한화솔루션 대표: 이규영(케미칼), 김희철(큐셀), 류두형(첨단소재)
- 한화솔루션 사업부는 케미칼, 태양광, 첨단소재, 리테일, 기타로 구성
- 주요 생산제품: LDPE(45만톤/년), PVC(100만톤/년), TD(15만톤/년), 태양광 셀(9.0GW), 모듈(10.7GW) 등

주가 변동요인

- 기초소재(화학) 주력 제품(TDI, PVC, 가성소다) 가격 변화
- 태양광 밸류체인 시장 변동
- 글로벌 태양광 수요 및 관련 정책
- 국제 유가 및 환율 변동

자료: 한화솔루션 대산증권 Research Center

매출 비중 (2020년 기준)

자료: 한화솔루션 대산증권 Research Center

2. Earnings Driver

한화솔루션 스프레드 vs. 주가 추이

자료: Platts, Bloomberg, 대산증권 Research Center

한화솔루션 중장기 목표: 태양광 지속 성장

중장기 매출액 목표 21조원
: 태양광 (모듈/GES/DES) 60% 차지

자료: 한화솔루션 대산증권 Research Center

연도별 글로벌 태양광 수요 추이 및 전망

자료: BNEF, 대산증권 Research Center

한화솔루션 태양광 부문 실적 추이 및 전망

자료: 한화솔루션 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	9,457	9,195	10,873	13,088	13,291
매출원가	7,607	7,269	8,475	9,822	9,882
매출총이익	1,850	1,926	2,398	3,266	3,409
판매비와관리비	1,391	1,332	1,523	1,863	1,893
영업이익	459	594	875	1,403	1,516
영업외수익	49	6.5	8.0	10.7	11.4
EBITDA	1,020	1,190	1,485	2,039	2,244
영업외손익	-291	-143	197	92	193
관계기업손익	214	160	296	361	371
금융수익	28	25	26	26	26
외환관련이익	273	388	172	163	246
금융비용	-225	-205	-213	-218	-215
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-308	-123	87	-77	11
법인세비용차감전순이익	168	452	1,072	1,495	1,710
법인세비용	-78	-112	-259	-365	-418
계속사업순이익	90	340	813	1,130	1,291
중단사업순이익	-339	-38	0	0	0
당기순이익	-249	302	813	1,130	1,291
당기순이익률	-2.6	3.3	7.5	8.6	9.7
비재계분순이익	-11	-7	2	-3	-23
재계분순이익	-238	309	811	1,132	1,315
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-5	0	-3	-2
포괄순이익	-251	254	809	1,103	1,276
비재계분포괄이익	-21	-14	2	-2	-23
재계분포괄이익	-230	268	807	1,106	1,299

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	-1,469	1,932	4,371	5,941	6,897
PER	NA	248	8.9	6.5	5.6
BPS	33,832	35,354	43,828	48,207	54,828
PBR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	6,026	7,093	7,928	10,907	11,661
EV/EBITDA	8.1	10.5	8.1	5.5	4.8
SPS	55,858	54,828	58,060	68,023	69,079
PSR	0.3	0.8	0.8	0.6	0.6
CFPS	6,490	7,001	10,746	12,369	13,122
DPS	193	0	200	200	200

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증/감	45	-28	182	20.4	1.6
영업이익 증/감	29.6	29.4	47.3	60.3	8.1
순이익 증/감	작전	흑전	169.4	39.0	14.3
수익성					
ROIC	2.8	5.1	7.3	11.0	11.5
ROA	3.0	3.9	5.3	7.4	7.4
ROE	-4.0	5.3	11.5	13.0	13.3
안정성					
부채비율	170.1	153.7	119.5	114.1	99.9
순차입금비율	87.5	79.4	42.5	32.3	22.1
이자보상비율	2.0	2.9	4.1	6.4	7.1

자료: 한화솔루션 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	5,323	4,958	6,988	8,301	8,872
현금및현금성자산	1,085	1,200	2,641	3,263	3,817
매출채권 및 기타채권	1,576	1,459	1,688	1,927	1,900
재고자산	1,480	1,432	1,719	2,051	2,084
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
관계기업투자금	2,721	2,685	3,012	3,404	3,805
기타비유동자산	1,044	1,077	1,130	1,206	1,200
자산총계	15,681	15,137	18,136	19,991	21,221
유동부채	5,831	5,251	6,365	6,981	7,194
매입채무 및 기타채무	1,740	1,726	1,946	2,235	2,262
차입금	2,675	2,576	3,046	3,667	3,724
유동상채무	709	396	719	292	410
기타유동부채	706	553	654	787	799
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	1,356	1,560	1,578
부채총계	9,875	9,170	9,875	10,656	10,603
자본부분	5,728	5,929	8,208	9,275	10,549
자본금	821	821	1,135	1,135	1,135
자본잉여금	805	798	1,987	1,987	1,987
이익잉여금	4,176	4,430	5,241	6,335	7,611
기타자본부분	-73	-120	-156	-182	-185
비재계분	78	39	53	60	69
자본총계	5,806	5,968	8,261	9,336	10,618
순차입금	5,082	4,739	3,574	3,165	2,721

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,206	1,070	1,308	1,685	2,131
당기순이익	168	452	1,072	1,495	1,710
비현금항목의 가감	1,348	872	1,200	1,250	1,233
감가상각비	561	595	610	696	727
외환손익	13	-53	103	21	-67
자본평가손익	-214	-160	-296	-361	-371
기타	987	490	783	894	944
자산부채의 증감	285	-129	-518	-502	-205
기타현금흐름	-595	-125	-446	-557	-607
투자활동 현금흐름	-1,111	-43	-989	-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	1,495	-138	-403
단기차입금	0	0	470	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
현금의 증감	60	115	1,441	622	554
기초 현금	1,024	1,085	1,200	2,641	3,263
기말 현금	1,085	1,200	2,641	3,263	3,817
NOPLAT	246	447	664	1,061	1,145
FCF	-358	166	93	1,003	896