

## Issue Comment

2021. 9. 1

## 한화솔루션 009830

## 인내의 구간

## 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

## 요약

- 3Q21 사업부문별 중간점검: 케미칼 호조, 반면 큐셀 원가 부담으로 현재의 컨센서스는 주가에 부담
- 당사의 기존 3Q21 추정 영업이익은 1,648억원. 9월 컨센서스 추가 하향 조정 전망
- 21년 11월 예정된 UN 기후협약회의에 앞서 태양광 산업에 투자 매력도는 여전히 높아
- 정책 모멘텀에 따른 긍정적 주가 반응이 예상되나, 올 하반기 현실적 이익 체력을 감안한 한화솔루션의 투자 매력도는 중립

## 21.8월 한화솔루션 3Q21 중간 점검

당사의 기존 3Q21 추정 영업이익은 1,648억원(케미칼 1,816억원, 큐셀 -406억원, 첨단소재 76억원, 갤러리아 30억원). 21.8월말 기준 한화솔루션 3Q21 영업이익 컨센서스는 2,030억원으로 추후 시장 추정치 하향 조정 예상

지난 2개월간 사업부문별 동향은 (1) 큐셀: 예상 외 변수 발생(해상운임 비용 급등에 따른 비용 증가와 원재료 폴리실리콘/웨이퍼의 강세 전환)으로 전분기 와 유사한 적자규모, (2) 케미칼: 제품 Mix 다변화의 장점 부각(가성소다/TDI 강세, PVC 보합, PE 약세), (3) 첨단소재: 태양광 소재/전자소재의 출하량 증가로 흑자기조 유지, (4) 갤러리아: 고마진 제품 판매 증가, (5) 지분법: 화학 자회사는 고가 원재료 투입으로 수익성 악화, 반면 호텔&리조트는 Covid19 거리두기 영향으로 적자전환으로 요약

## 21.9월 Green에너지 태양광 산업에 투자 매력도가 높지만

올 11월 UN 기후변화협약을 앞두고 신재생 에너지 산업에 대한 투자 매력도는 여전히 높고 당사는 이익 개선 흐름이 확인 중인 태양광 산업에 비중확대 전략을 제시

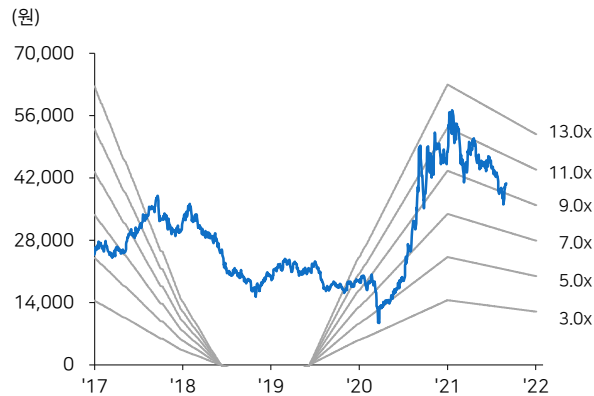
1H21 태양광 Value-chain의 주요 기업들은 중국산 태양광 소재 블랙리스트 지정과 소재간 상이한 가격 흐름으로 불확실성의 연속 구간. 그럼에도 여타 신재생에너지 산업과 달리 주요 기업들은 예상치를 상회하는 호실적을 기록하며 추세적 이익 개선을 시현 중

올 하반기 태양광 설치 수요 성수기를 앞두고 기업별 수익성 차별화는 뚜렷해질 점. 21.8월 공급 차질로 강세전환된 폴리실리콘, 해당 기업들의 이익 추정치는 상향. 반면 셀/모듈 기업들은 원가 상승폭 대비 더딘 판가 인상으로 수익성 부담이 지속될 점

## 결론

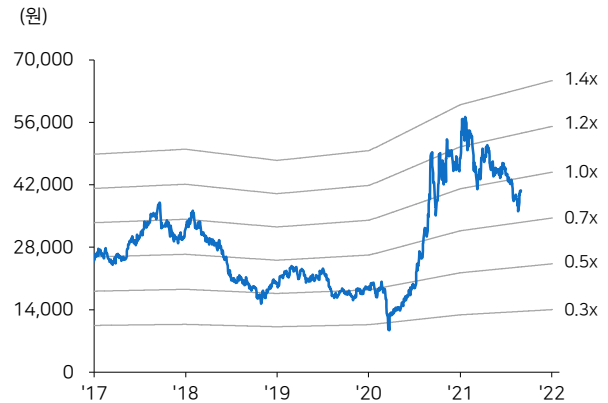
현 시점에 동사의 투자 매력도는 중립. 성장 동력원 한화큐셀의 수주 파이프라인 확대 등 성장에 밑그림이 그려지는 점에는 긍정적 평가. 기존 셀/모듈 수익성 악화에 따른 적자기조는 현 주가에 부담

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드 차트



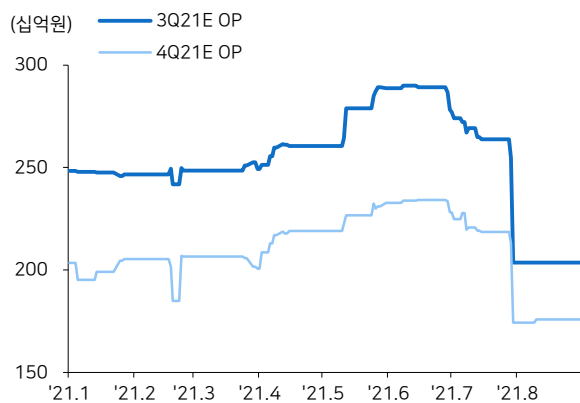
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드 차트



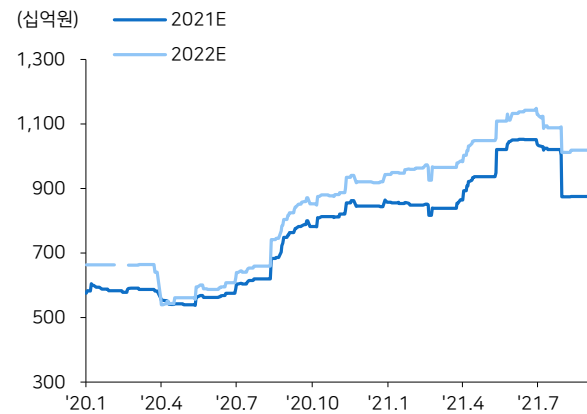
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화솔루션 2~3Q21 영업이익 컨센서스



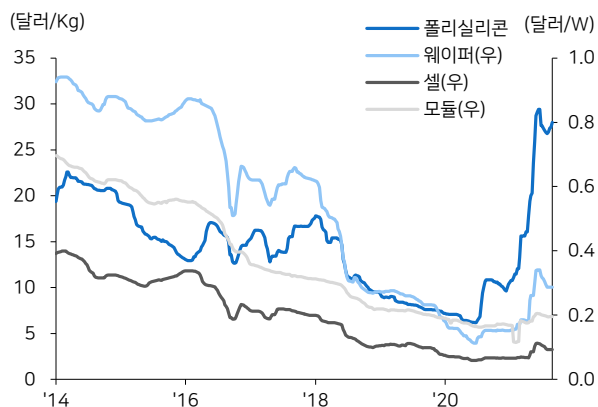
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화솔루션 연간 영업이익 컨센서스



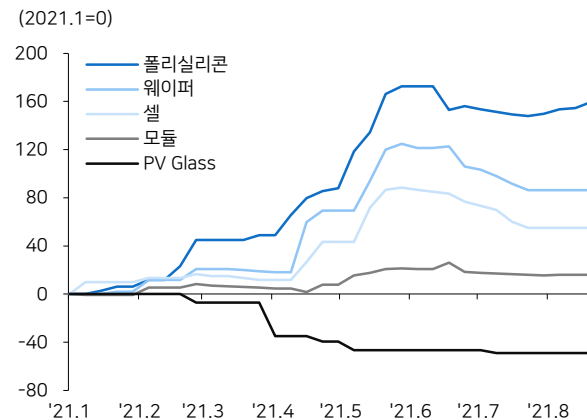
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 태양광 소재별 가격 추이



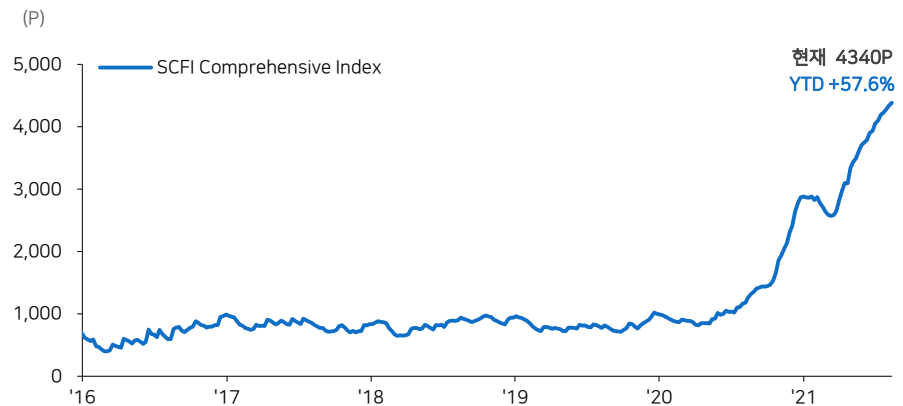
자료: PV insight, 메리츠증권 리서치센터

그림6 태양광 소재별 YTD 가격 변화 추이



자료: PV insight, 메리츠증권 리서치센터

그림7 상하이 컨테이너 해상 운임 지수



자료: 상하이 거래소, 메리츠증권 리서치센터

주: Shanghai Containerized Freight Index

표1 글로벌 태양광 기업 Multiple 비교

구분	기업명	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
셀	한화솔루션	8.6	10.5	10.4	1.0	0.9	0.8	12.7	8.9	8.2	8.0	8.4	8.0
	Tongwei Solar	33.0	25.8	22.6	6.6	5.4	4.5	9.0	9.8	9.8	5.0	4.5	4.0
	Canadian Solar	17.7	11.9	10.5	1.1	1.0	0.9	-	-	-	-	-	-
	평균	19.7	16.1	14.5	2.9	2.4	2.1	10.9	9.4	9.0	6.5	6.5	6.0
모듈	한화솔루션	8.6	10.5	10.4	1.0	0.9	0.8	12.7	8.9	8.2	8.0	8.4	8.0
	Canadian Solar	17.7	11.9	10.5	1.1	1.0	0.9	-	-	-	-	-	-
	First Solar	22.5	33.0	29.9	1.7	1.6	1.5	8.5	7.0	9.1	47.8	38.8	30.5
	Sunpower	66.7	38.6	27.9	7.7	6.4	5.2	17.1	21.0	24.7	45.1	29.6	20.3
	평균	28.9	23.5	19.7	2.9	2.5	2.1	12.8	12.3	14.0	33.6	25.6	19.6

주: 한화솔루션은 당사 추정치 사용

자료: 메리츠증권 리서치센터

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.