

## 한화솔루션 (009830)

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	63,000 원(유지)
증가(2021/09/08)	42,050 원
상승여력	49.8 %

Stock Indicator	
자본금	821 십억원
발행주식수	19,128만주
시가총액	8,043 십억원
외국인지분율	17.8%
52 주 주가	34,071~57,200 원
60 일평균거래량	1,325,101 주
60 일평균거래대금	55.7 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	-5.2	-1.6	-6.0
상대수익률	10.6	-2.6	-7.2	-37.7



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	9,195	10,760	13,398	14,147
영업이익(십억원)	594	832	1,073	1,240
순이익(십억원)	309	668	832	1,046
EPS(원)	1,843	3,132	3,718	4,671
BPS(원)	36,829	35,779	39,085	43,346
PER(배)	25.2	13.4	11.3	9.0
PBR(배)	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	5.3	9.6	9.9	11.3
배당수익률(%)		0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.9	7.7	7.0	6.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

## 다시금 관심이 필요한 시점

### 다시금 관심이 필요한 시점, 목표주가 6.3 만원 유지

동사에 대한 목표주가 63,000 원과 투자의견 매수를 유지한다. 태양광 부문의 모멘텀 부재와 화학시황 부진으로 주가는 2 분기 이후 부진한 흐름이 이어졌으나, 이제 다시 관심이 필요한 시점이라 판단한다. 케미칼 부문 주력제품인 PVC 의 구조적인 시황 호조로 순수화학업체 대비 이익 방어력이 높고, 태양광 부문도 웨이퍼 가격 보합에 따른 원가 부담 완화로 3 분기부터 적자규모 축소가 예상됨에 근거한다.

### PVC: 중국 석탄 강세 따른 공급조정과 더불어, 전방수요도 좋다

중국 석탄가격은 연초 이후 가파른 상승세를 보이고 있다. 전력 및 난방수요는 꾸준히 증가하는 반면, 중국 내 석탄생산 감소 및 호주와의 대립 격화에 따른 석탄 수입물량 또한 줄어들고 있기 때문이다. 그러나 기후변화 대응에 대한 중국 정부의 강한 의지와 미국, 호주와의 정치적 갈등 장기화 등을 고려하면 중국 내 석탄가격 상승세는 유지될 가능성이 높다. 이는 중국 내 석탄(메탄올) 기반 설비들의 원가 경쟁력을 약화시키며 공급조정을 야기할 것으로 예상되는데, 그 대표적인 제품 중 하나는 PVC 이다. 특히 PVC 는 글로벌 수요의 약 70%가 건설부문에 사용되고 있는데, 주요 국가들의 경기부양책 일환으로 인프라 투자가 확대됨에 따라 수요도 동반 증가가 예상된다.

카바이드 공법과 달리, 에틸렌은 내년까지 역내 증설물량 집중되어 있어 가격 약세 가능성이 높다. 이는 EDC 기반의 PVC 스프레드 상승세로 이어져 한화솔루션에게 특히 긍정적이다. 가성소다 역시 알루미늄, 표백 등 전방산업에서의 수요가 예상보다 더 강하게 발생하며 가격 상승세가 이어지고 있다. PVC 와 가성소다 등 주요 제품 스프레드 확대로 3 분기 케미칼 영업이익은 2,159 억원(+35.9%YoY, -26.3%MoM) 달성할 것으로 예상된다.

### 태양광 3 분기부터 적자규모 축소하며 점진적인 실적 개선 전망

웨이퍼는 2021 년 신규증설 물량 유입에도 불구하고, 타이트한 폴리실리콘 수급으로 인해 오히려 증설효과는 거의 없었다. 그 영향으로 상반기 웨이퍼 가격도 가파르게 상승하며 동사와 같은 셀/모듈 업체 수익성을 훼손시켰는데, 8 월 들어 큰 변동없이 가격은 유지되고 있어 3 분기 원가 부담은 완화될 것으로 예상된다. 특히 연말 예정된 폴리실리콘 증설로 수급상황 한층 개선되며 웨이퍼 업체들의 가동률 또한 상향조정 될 가능성이 크다. 이는 동사 원가에 긍정적으로 작용해 모듈-웨이퍼 스프레드 개선을 이끌어 낼 수 있어 3 분기부터 태양광 적자 규모는 매 분기 축소될 것으로 전망한다.

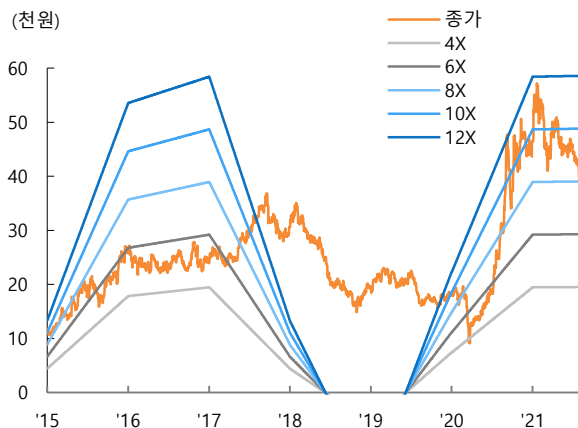
케미칼은 순수화학업체 대비 이익 방어력이 높고, 태양광 부문은 점진적으로 적자가 축소되는 시기에 진입했다. 여러모로 동사에 대한 관심이 다시 필요한 시점이다.

표3. 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	2,636.4	2,941.9	9,195.0	10,760.1	13,398.3
영업이익	167.1	128.5	233.2	65.4	254.6	221.1	164.6	191.9	594.2	832.2	1,072.5
영업이익률	7.4%	6.6%	9.6%	2.6%	10.6%	8.0%	6.2%	6.5%	6.5%	7.7%	8.0%
<b>케미칼</b>											
매출액	830.4	781.1	883.1	831.9	1,248.4	1,333.1	1,113.4	1,095.1	3,326.5	4,790.0	4,754.3
영업이익	63.6	92.8	158.8	66.0	254.8	293.0	215.9	204.6	381.2	968.3	790.9
영업이익률	7.7%	11.9%	18.0%	7.9%	20.4%	22.0%	19.4%	18.7%	11.5%	20.2%	16.6%
<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	6,412.3
영업이익	104.6	52.4	35.8	-2.4	-14.9	-64.6	-63.3	-19.6	190.4	-162.5	241.7
영업이익률	11.5%	7.1%	4.0%	-0.2%	-2.0%	-6.4%	-7.0%	-1.5%	5.1%	-4.1%	3.8%
<b>가공소재</b>											
매출액	190.5	149.2	206.8	205.4	225.5	224.3	236.1	205.8	751.9	891.7	865.0
영업이익	-4.2	-8.2	7.6	-2.8	7.2	2.2	4.5	-0.7	-7.6	13.1	10.9
영업이익률	-2.2%	-5.5%	3.7%	-1.4%	3.2%	1.0%	1.9%	-0.4%	-1.0%	1.5%	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	2.1	5.6	2.8	22.0	11.9
영업이익률	-5.4%	-3.5%	1.2%	7.6%	10.0%	1.7%	2.0%	4.5%	0.6%	4.6%	2.7%
<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

그림4. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



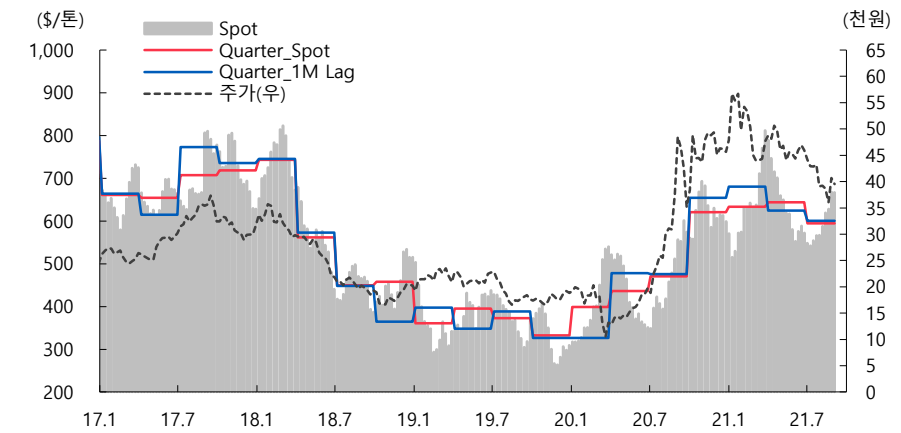
자료:하이투자증권

그림5. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



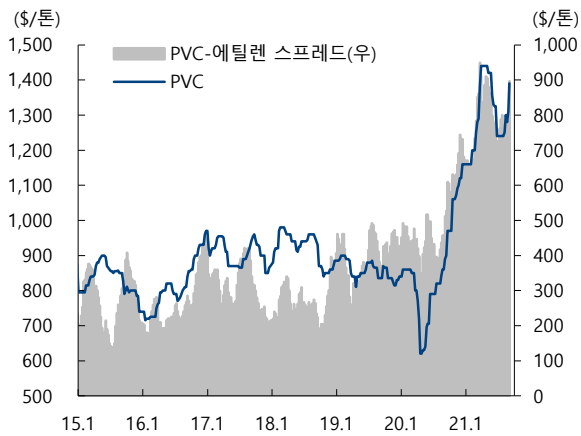
자료:하이투자증권

그림6. 한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드



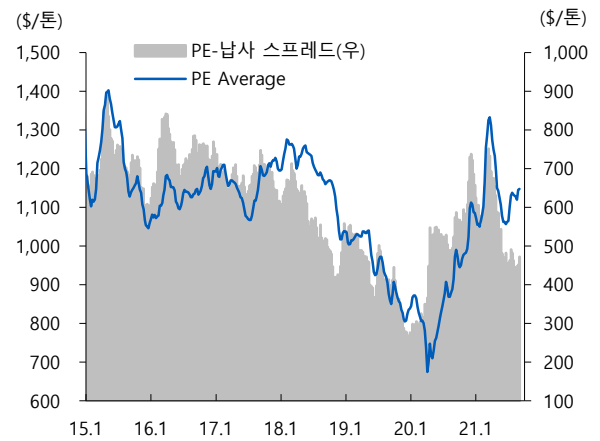
자료:하이투자증권

그림7. PVC 가격 및 스프레드 추이



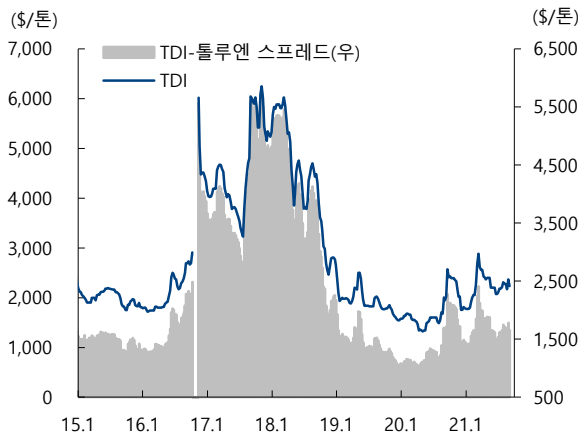
자료: 시스کم, 하이투자증권

그림8. PE 가격 및 스프레드 추이



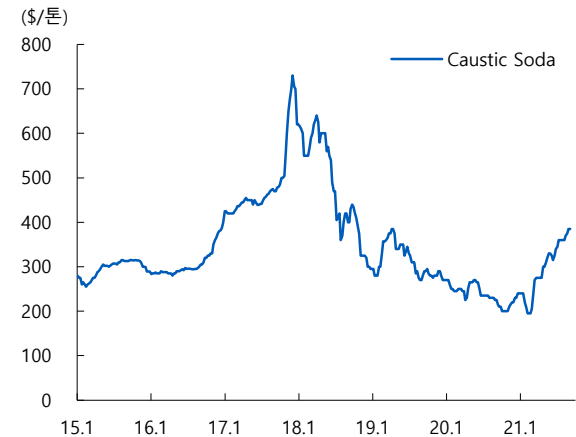
자료: 시스کم, 하이투자증권

그림9. TDI 가격 및 스프레드 추이



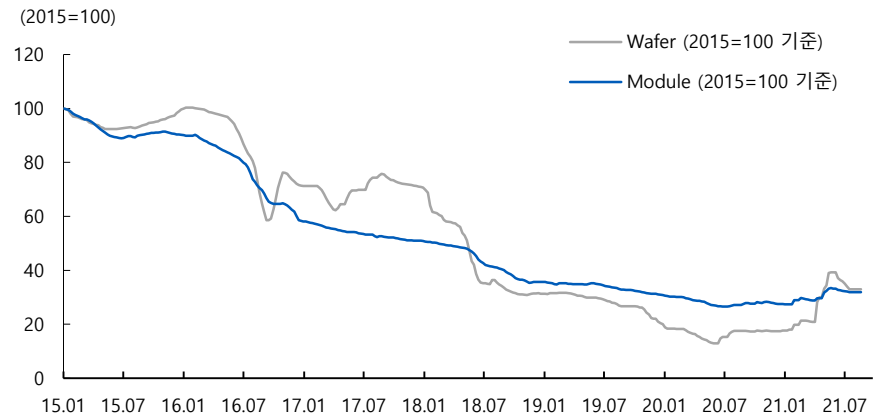
자료: 시스کم, 하이투자증권

그림10. 가성소다 가격 추이



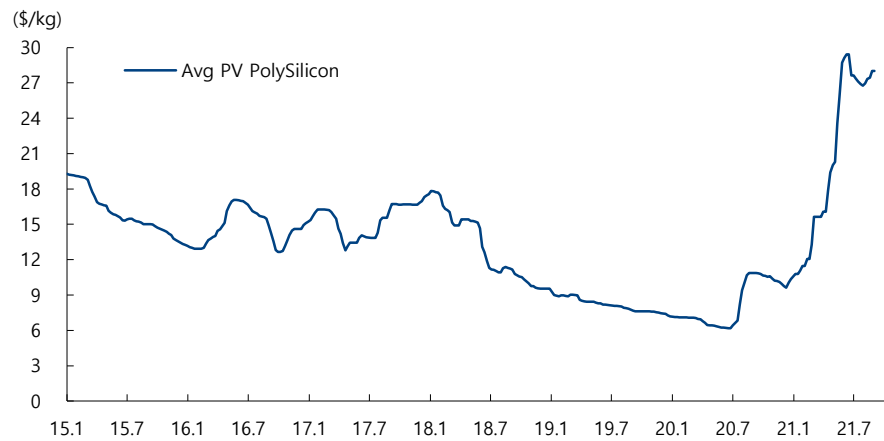
자료: 시스کم, 하이투자증권

그림1. 웨이퍼 및 모듈 가격 추이 (2015년 100 기준)



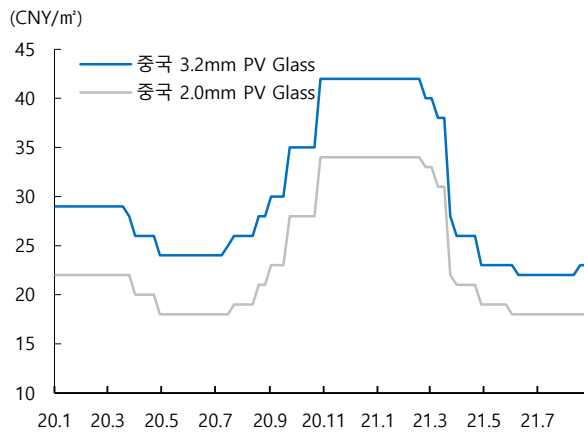
자료:하이투자증권

그림1. 폴리실리콘 가격 추이



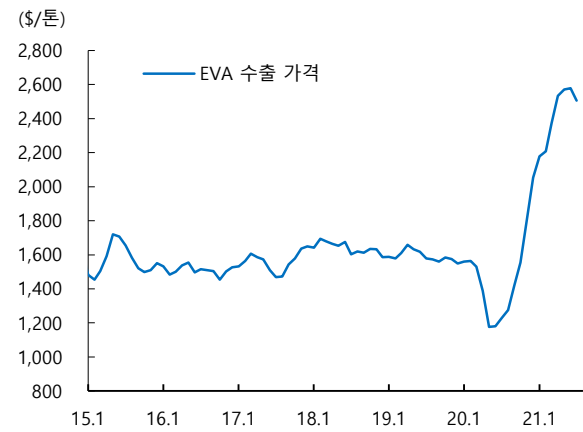
자료:하이투자증권

그림2. 태양광 주요 원부자재 가격(1): 유리



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림3. 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	6,309	6,979	7,201
현금 및 현금성자산	1,200	2,190	2,092	2,112
단기금융자산	192	75	29	11
매출채권	1,463	1,711	2,129	2,248
재고자산	1,432	1,675	2,086	2,203
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	17,161	18,393	19,275
유동부채	5,251	5,297	5,733	5,622
매입채무	1,202	1,407	1,752	1,850
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	9,130	9,642	9,596
자배주주지분	5,929	8,008	8,748	9,701
자본금	821	1,135	1,135	1,135
자본잉여금	798	1,987	1,987	1,987
이익잉여금	4,430	5,053	5,841	6,842
기타자본항목	-120	-168	-216	-263
비자배주주지분	39	23	3	-22
자본총계	5,968	8,031	8,751	9,680

## 포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,195	10,760	13,398	14,147
증가율(%)	-2.8	17.0	24.5	5.6
매출원가	7,269	8,376	10,365	10,851
매출총이익	1,926	2,384	3,033	3,296
판매비와관리비	1,332	1,552	1,960	2,057
연구개발비	104	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	594	832	1,073	1,240
증가율(%)	29.4	40.1	28.9	15.6
영업이익률(%)	6.5	7.7	8.0	8.8
이자수익	25	40	37	38
이자비용	205	197	203	199
지분법이익(손실)	160	396	359	458
기타영업외손익	-123	-205	-187	-180
세전계속사업이익	452	867	1,080	1,357
법인세비용	112	215	268	337
세전계속이익률(%)	4.9	8.1	8.1	9.6
당기순이익	302	652	812	1,021
순이익률(%)	3.3	6.1	6.1	7.2
지배주주귀속 순이익	309	668	832	1,046
기타포괄이익	-48	-48	-48	-48
총포괄이익	254	604	765	973
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,070	1,200	1,180	1,587
당기순이익	302	652	812	1,021
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	991	-98	20
기초현금및현금성자산	1,085	1,200	2,190	2,092
기말현금및현금성자산	1,200	2,190	2,092	2,112

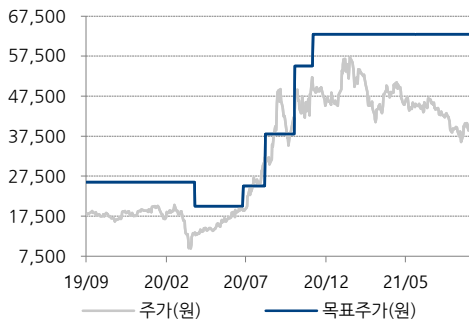
## 주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	1,843	3,132	3,718	4,671
BPS	36,829	35,779	39,085	43,346
CFPS	5,393	6,054	6,303	7,075
DPS	-	200	200	200
Valuation(배)				
PER	25.2	13.4	11.3	9.0
PBR	1.3	1.2	1.1	1.0
PCR	8.6	6.9	6.7	5.9
EV/EBITDA	9.9	7.7	7.0	6.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.3	9.6	9.9	11.3
EBITDA 이익률	12.9	13.5	12.3	12.6
부채비율	153.7	113.7	110.2	99.1
순부채비율	72.0	39.7	40.1	34.8
매출채권회전율(x)	6.0	6.8	7.0	6.5
재고자산회전율(x)	6.3	6.9	7.1	6.6

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 2021-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	93.3%	6.7%	-