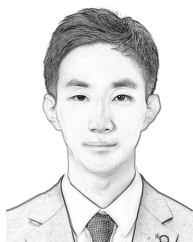


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sksec.co.kr

02-3773-8477

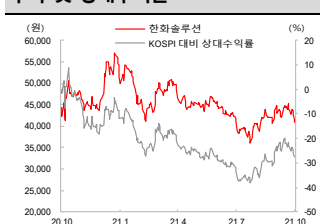
Company Data

자본금	978 십억원
발행주식수	19,240 만주
자사주	70 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,814 십억원
주요주주	
한화(외3)	36.47%
국민연금공단	8.92%
외국인지분률	19.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/10/29)	40,850 원
KOSPI	2970.68 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	57,200 원
52주 최저가	36,050 원
60일 평균 거래대금	69 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.4%	-4.6%
6개월	-12.6%	-6.6%
12개월	-7.7%	-27.7%

한화솔루션 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 56,000 원(유지))

케미칼에 기대보는 남은 하반기

3Q 영업이익은 1,784 억원을 기록해 컨센서스를 소폭 하회하는 실적을 기록. 태양광의 수익성 부진과 케미칼의 Spread 위축 여파. 다만, 최근 PVC, 가성소다를 중심으로 한 제품 가격 강세는 케미칼 실적의 반등 기회. 또한, 태양광은 단기 수익성 측면에선 부담이나 모듈로의 점진적 밸류체인 가격 전가 흐름이 긍정적. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.2 배를 부여, 목표주가 56,000 원 투자 의견 매수를 유지함

3 분기 케미칼 쉬고, 4 분기 재 시작

3 분기 매출액과 영업이익은 각각 2 조 5,803 억원, 1,784 억원을 기록해 10/26 일 기준 컨센서스(2.7 조원 / 1,840 억원)를 소폭 하회하는 수준을 기록했다. 3 분기는 LD/LLDPE 의 납사 대비 스팟 Spread 는 원료비 상승으로 QoQ -19%, -13% 하락했다. PVC spread 도 QoQ -23%를 기록해 케미칼은 부진했다. 다만, 최근 반등세가 눈에 띈다. PVC spread 는 중국 규제 여파로 8 월~10 월 매월 평균 16% 이상 상승했다. 가성 소다도 공급 축소로 인해 급등세 시현 중이다. 4 분기 케미칼의 재 반등이 기대된다.

태양광 수익성 제한에도 그림은 양호

3 분기에도 태양광의 수익성은 제한됐다. 3 분기 적자 폭을 키웠다. 최근엔 그림이 나빠지는 않다. 폴리실리콘을 중심으로 한 태양광 밸류체인의 가격 강세가 이제는 아래로 천천히 전가되는 모습이다. 실제로 폴리실리콘 다음으로 10 월 초엔 웨이퍼 가격이 +20% 가까이 급등했다. 타이탄한 수급 환경과 원재료 가격 상승 추이가 가격 상승의 동력인 모습이다. 모듈/셀 입장에서 단기 수익성은 당분간 부담일 전망이다. 다만, 원가 상승이 점진적으로 모듈에 전가돼 ASP 가 개선되는 점은 긍정적으로 평가한다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000 원 유지

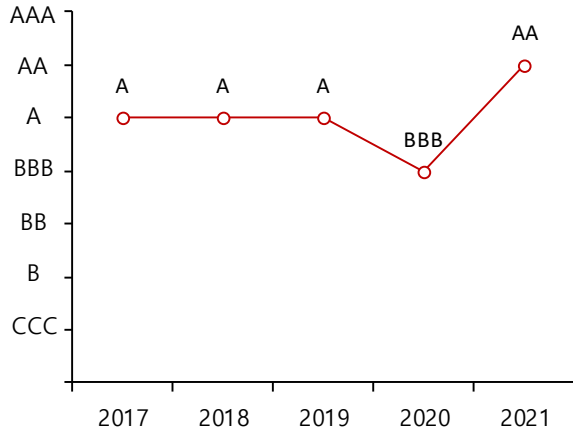
염소 계통(화성 부문) 케미칼 강세가 기회요인이다. 태양광은 당분간 수익성 부담 유효하나 모듈 ASP 개선 추이는 긍정적이다. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.2 배를 부여해 목표주가 56,000 원을 유지하고, 투자의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	9,046	9,457	9,195	10,803	10,357	11,016
yoy	%	-3.2	4.6	-2.8	17.5	-4.1	6.4
영업이익	십억원	354	459	594	934	755	972
yoy	%	-53.2	29.6	29.4	57.2	-19.2	28.8
EBITDA	십억원	794	1,020	1,190	1,660	1,518	1,808
세전이익	십억원	288	168	452	1,381	1,031	1,146
순이익(지배주주)	십억원	187	-238	309	1,030	784	871
영업이익률%	%	3.9	4.9	6.5	8.7	7.3	8.8
EBITDA%	%	8.8	10.8	12.9	15.4	14.7	16.4
순이익률	%	1.8	-2.6	3.3	9.5	7.6	7.9
EPS(계속사업)	원	1,128	620	2,139	5,509	4,192	4,655
PER	배	17.4	29.5	21.7	7.4	9.8	8.8
PBR	배	0.5	0.5	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	10.5	8.5	10.9	6.9	7.5	6.3
ROE	%	3.1	-4.0	5.3	14.3	8.8	8.9
순차입금	십억원	4,499	5,080	4,728	3,068	3,012	3,048
부채비율	%	144.6	170.1	153.7	110.9	101.7	96.1

ESG 하이라이트

한화솔루션의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화솔루션 종합 등급	AA	B-	28.5
환경(Environment)	38.7	B-	16.3
사회(Social)	50.7	B	33.3
지배구조(Governance)	60.0	B	51.8
<비교업체 종합 등급>			
롯데케미칼	A	B-	32.2
대한유화	A	NA	31.4
금호석유	BBB	D	34.7
롯데정밀화학	AA	C+	62.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한화솔루션 ESG 평가

올해 지속가능발전소 등급 기준 AA로 상향된 측면 긍정적. 화학 동종 기업 기준 양호한 등급. 또한, 친환경 사업 확대 목적으로 녹색채권 발행

현재 신규 추진하는 비즈니스는 기존의 태양광 모듈 이외에도 신재생 에너지 발전, 재활용, 수소 산업 진출로 환경 측면 긍정적

자료: SK 증권

한화솔루션의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리 (%)
2021.6.17	녹색채권	70,000	1.70
2021.6.17	녹색채권	30,000	2.06

자료: KRX, SK 증권

한화솔루션의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.06.24	지배구조 (Governance)	한화종합화학 상장 철회-1 조원 현금보다 3세 승계가 우선
2021.01.12	지배구조 (Governance)	한온시스템 한화솔루션 효성, ESG 통합 등급 하향
2020.11.09	지배구조 (Governance)	공정위 "관계사 부당지원" 한화솔루션에 229억 과징금
2020.09.28	지배구조 (Governance)	사기 논란 니콜라 투자 한화 김동관, 사장 승진
2020.03.18	지배구조 (Governance)	BCI, 김동관 한화솔루션 부사장 사내이사 선임 반대
2019.08.27	사회 (Social)	法 "한화, 현대오일뱅크에 85억 더 배상"...17년 소송 마침표

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 돋보이는 케미칼

3 분기는 LD/LLDPE 의 납사 대비 스팟 Spread 는 원료비 상승으로 전분기 대비해서 -19%, -13% 하락했다. 화성 사업부의 PVC spread 도 QoQ -23% 단기적 부담을 병행했다. 다만, 최근 Spread 측면의 반등세가 눈에 띈다. 유화는 강보합을 유지 중이며, 화성 계통은 PVC, 가성소다의 강세가 돋보인다. PVC spread 는 중국의 칼슘카바이드에 대한 규제 발 여파로 8 월 → 9 월 → 10 월, +18%, +15%씩 매월 상승 중이다. 가성소다도 \$700/t 부근까지 상승해 강세 흐름이 유지돼 케미칼 반등이 기대된다.

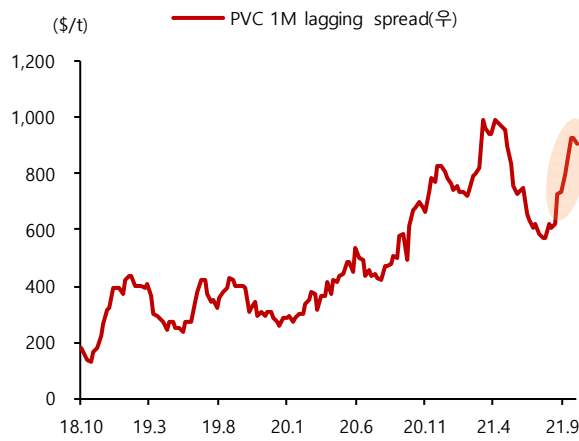
(2) 태양광 수익성 제한에도 그림은 양호

폴리실리콘을 중심으로 한 태양광 밸류체인 가격 강세가 이제는 밸류체인 아래로 천천히 전가되는 모습이다. 가장 먼저 가격의 급등을 보여준 폴리실리콘 다음으로 최근엔 10 월 초 웨이퍼 가격이 +20% 가까이 급등했다. 타이트한 수급 환경과 원재료가 상승 추이를 기반으로 가격을 올리는 모습이다. 모듈/셀 입장에서 단기 수익성은 당분간 부담이나 가격의 전가 흐름 및 ASP 상승 기조는 긍정적으로 평가한다.

(3) 태양광 PJ 의 안정적 성장으로

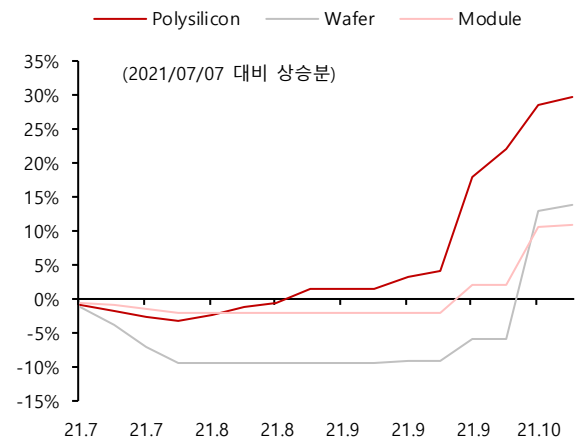
동사의 현재 발전 사업은 대체로 태양광 프로젝트의 개발 및 매각을 통한 수익성 확보가 기반이다. 4 분기에도 매각을 앞두고 있다. 이제는 선택적인 발전소 운영도 진행한다. 프로젝트 매각의 이익 변동성을 직접 발전을 통해 보완할 수 있을 것으로 기대한다.

케미칼 제품, PVC 1M lagging Spread 추이



자료: PVinsight SK 증권

태양광 밸류체인 가격 움직임



자료: PVinsight SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	2,561.8	2,404.3	2,777.5	2,580.3	3,040.9	18.7%	17.9%	9,195.0	10,803.0	10,357.0
영업이익	65.4	254.6	221.1	178.4	280.0	328.2%	57.0%	594.2	934.1	754.7
영업이익률	2.6%	10.6%	8.0%	6.9%	9.2%	6.7%	2.3%	6.5%	8.6%	7.3%
세전이익	-76.2	538.5	288.4	248.6	306.0	흑전	23.1%	451.5	1,381.4	1,031.5
세전이익률	-3.0%	22.4%	10.4%	9.6%	10.1%	13.0%	0.4%	4.9%	12.8%	10.0%
지배순이익	-94.3	386.4	223.0	193.8	227.2	흑전	17.2%	309.1	1,030.3	783.9
지배주주순이익률	-3.7%	16.1%	8.0%	7.5%	7.5%	11.2%	0.0%	3.4%	9.5%	7.6%
사업부별 매출액										
케미칼	831.9	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,453.2	74.7%	10.8%	3,326.5	5,345.7	4,334.2
첨단소재	205.4	225.5	224.3	226.5	224.2	9.2%	-1.0%	751.9	900.5	947.5
갤러리아	137.7	121.3	126.6	120.5	144.6	5.0%	20.0%	452.7	513.0	538.7
태양광	1,162.4	744.7	1,006.5	827.3	1,088.7	-6.3%	31.6%	3,702.3	3,667.2	4,123.2
기타	224.4	64.4	87.0	95.0	130.2	-42.0%	37.1%	961.6	376.6	413.4
사업부별 영업이익										
케미칼	66.0	254.8	293.0	266.8	334.6	407.0%	25.4%	381.2	1,149.2	668.2
이익률	7.9%	20.4%	22.0%	20.4%	23.0%	15.1%	2.7%	11.5%	21.5%	15.4%
첨단소재	-2.8	7.2	2.2	2.3	2.2	흑전	-4.4%	-7.6	13.9	9.3
이익률	-1.4%	3.2%	1.0%	1.0%	1.0%	2.3%	0.0%	-1.0%	1.5%	1.0%
갤러리아	10.4	12.1	2.2	6.8	7.2	-30.5%	6.3%	2.8	28.3	28.2
이익률	7.6%	10.0%	1.7%	5.6%	5.0%	-2.6%	-0.6%	0.6%	5.5%	5.2%
태양광	-2.4	-14.9	-64.6	-95.7	-60.1	적지	적지	190.4	-235.3	42.8
이익률	-0.2%	-2.0%	-6.4%	-11.6%	-5.5%	-5.3%	6.0%	5.1%	-6.4%	1.0%
기타	-5.8	-4.6	-11.7	-1.8	-3.9	적지	적지	27.4	-22.0	6.2
이익률	-2.6%	-7.1%	-13.4%	-1.9%	-3.0%	-0.4%	-1.1%	2.8%	-5.8%	1.5%

자료 한화솔루션 SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	9.0%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	6.5%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	0.9
Target P/B	1.2
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	48,506
적정주가 (단위: 원)	55,993
Target Price (단위: 원)	56,000
현재주가(2021-10-29) (단위: 원)	40,850
상승여력	37.1%

자료 : SK 증권 추정

주 Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

주 Target PBR 은 PBR-ROE 산정 PBR 과 과거 회귀 PRR-ROE($2.064x+0.65$) PBR 평균

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	5.3%	8.8%	8.9%	10.6%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	9.0%			

자료 : SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.30	매수	56,000원	6개월		
2021.07.05	매수	56,000원	6개월	-25.51%	-19.11%
2021.06.30	담당자 변경				
2020.09.28	매수	43,619원	6개월	7.77%	31.14%
2020.03.30	매수	15,509원	6개월	49.64%	207.81%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 30 일 기준)

매수	89.39%	중립	10.61%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,323	4,958	6,993	7,120	7,555
현금및현금성자산	1,085	1,200	2,668	2,952	3,155
매출채권및기타채권	1,573	1,458	1,712	1,642	1,746
재고자산	1,480	1,432	1,682	1,613	1,715
비유동자산	10,358	10,179	10,915	11,783	12,728
장기금융자산	94	66	134	134	134
유형자산	6,594	6,416	6,360	6,715	7,192
무형자산	421	414	399	373	351
자산총계	15,681	15,137	17,908	18,903	20,283
유동부채	5,831	5,251	5,032	4,933	5,104
단기금융부채	3,442	3,046	2,442	2,450	2,463
매입채무 및 기타채무	1,573	1,556	1,829	1,753	1,865
단기충당부채	59	51	60	58	61
비유동부채	4,044	3,918	4,384	4,595	4,835
장기금융부채	3,202	3,072	3,484	3,704	3,930
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	116	135	178	170	181
부채총계	9,875	9,170	9,417	9,529	9,939
지배주주지분	5,728	5,929	8,450	9,333	10,302
자본금	821	821	978	978	978
자본잉여금	805	798	2,011	2,011	2,011
기타자본구성요소	-3	-10	-24	-24	-24
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,176	4,430	5,459	6,205	7,037
비지배주주지분	78	39	41	41	42
자본총계	5,806	5,968	8,491	9,374	10,344
부채외자본총계	15,681	15,137	17,908	18,903	20,283

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,208	1,068	1,222	1,329	1,440
당기순이익(손실)	-217	398	1,247	782	869
비현금성항목등	1,348	872	492	736	940
유형자산감가상각비	529	565	699	745	823
무형자산감가상각비	33	30	26	18	13
기타	750	288	31	-41	-41
운전자본감소(증가)	287	-131	-221	61	-91
매출채권및기타채권의 감소(증가)	147	111	-164	71	-104
재고자산감소(증가)	38	-26	-286	69	-103
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	12	46	-75	112
기타	102	-227	184	-3	5
법인세납부	-210	-72	-295	-250	-277
투자활동현금흐름	-1,114	-27	-388	-1,045	-1,240
금융자산감소(증가)	-93	281	-64	0	0
유형자산감소(증가)	-1,136	-865	-930	-1,100	-1,300
무형자산감소(증가)	-1	8	8	8	8
기타	115	549	598	48	52
재무활동현금흐름	-41	-901	603	-1	3
단기금융부채증가(감소)	-1	-12	-2	8	13
장기금융부채증가(감소)	344	-631	-479	220	226
자본의증가(감소)	-37	-29	1,325	0	0
배당금의 지급	-33	-33	0	-38	-38
기타	-314	-196	-241	-191	-198
현금의 증가(감소)	60	115	1,468	284	203
기초현금	1,024	1,085	1,200	2,668	2,952
기말현금	1,085	1,200	2,668	2,952	3,155
FCF	-175	195	263	304	190

자료 : 한화솔루션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457	9,195	10,803	10,357	11,016
매출원가	7,607	7,269	8,367	8,169	8,519
매출총이익	1,850	1,926	2,436	2,188	2,497
매출총이익률 (%)	19.6	20.9	22.6	21.1	22.7
판매비와관리비	1,391	1,332	1,502	1,433	1,525
영업이익	459	594	934	755	972
영업이익률 (%)	4.9	6.5	8.7	7.3	8.8
비영업손익	-291	-143	447	277	174
순금융비용	199	181	174	143	146
외환관련손익	-25	32	-21	-21	-21
관계기업투자등 관련손익	175	139	600	400	300
세전계속사업이익	168	452	1,381	1,031	1,146
세전계속사업이익률 (%)	1.8	4.9	12.8	10.0	10.4
계속사업법인세	78	112	353	250	277
계속사업이익	90	340	1,028	782	869
중단사업이익	-339	-38	0	0	0
*법인세효과	-46	-15	0	0	0
당기순이익	-249	302	1,028	782	869
순이익률 (%)	-2.6	3.3	9.5	7.6	7.9
지배주주	-238	309	1,030	784	871
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.51	3.36	9.54	7.57	7.9
비지배주주	-11	-7	-2	-2	-2
총포괄이익	-251	254	1,168	921	1,008
지배주주	-230	268	1,167	920	1,007
비지배주주	-21	-14	1	1	1
EBITDA	1,020	1,190	1,660	1,518	1,808

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	4.6	-2.8	17.5	-4.1	6.4
영업이익	29.6	29.4	57.2	-19.2	28.8
세전계속사업이익	-41.7	168.8	205.9	-25.3	11.1
EBITDA	28.4	16.6	39.5	-8.6	19.2
EPS(계속사업)	적전	흑전	157.5	-23.9	11.1
수익성 (%)					
ROE	-4.0	5.3	14.3	8.8	8.9
ROA	-1.6	2.0	6.2	4.3	4.4
EBITDA마진	10.8	12.9	15.4	14.7	16.4
안정성 (%)					
유동비율	91.3	94.4	139.0	144.3	148.0
부채비율	170.1	153.7	110.9	101.7	96.1
순차입금/자기자본	87.5	79.2	36.1	32.1	29.5
EBITDA/이자비용(배)	4.5	5.8	8.4	8.0	9.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	620	2,139	5,509	4,192	4,655
BPS	35,084	36,679	43,921	48,506	53,543
CFPS	1,976	5,577	9,390	8,271	9,128
주당 현금배당금	200	0	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.2	23.7	10.4	13.7	12.3
PER(최저)	25.3	4.3	6.5	8.6	7.7
PBR(최고)	0.7	1.4	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.3	0.8	0.7	0.7
PCR	9.3	8.3	4.4	4.9	4.5
EV/EBITDA(최고)	9.3	11.5	8.8	9.6	8.1
EV/EBITDA(최저)	8.0	5.7	6.3	6.9	5.8