기업분석 | 정유/화학/신소재

Analyst
이안나
02 3779 8936
annalee@ebestsec.co.kr

2021년 5월 12일

한화솔루션 (009830)

긴 호흡으로 접근하자

Buy (maintain)

목표주가	64,000 원
현재주가	45,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(5/11)		3,209.43 pt
시가총액		87,606 억원
발행주식수		191,278 천주
52주 최고가 /최저가		57,200 / 13,861 원
90일 일평균거래대금		854.48 억원
외국인 지분율		17.4%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		40,485 원
KOSPI 대비 수익률	1 개월	-7.4%
	6 개월	-33.0%
	12 개월	150.2%
주주구성	한화 (외 6 인)	36.5%
	국민연금공단	9.9%

Stock Price

1Q21 Review: 컨센서스 대비 소폭 상회하는 실적 기록

동사는 2021년 1분기 매출액 2조 4,043억원(-6.1% qoq, +7.0% yoy), 영업이익 2,546억원(+289.3% qoq, +52.4% yoy)으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 소폭 상회하는 실적을 기록했다. 이는 케미칼 부문의 시황 호조로 인한 것이다. 다만, 동사의 주요 성장동력인 태양광 사업 부문의 경우, 수요 비수기 및 원가 부담으로 인하여 적자를 기록했다.

사업부문별로 보면, 케미칼 부문은 주요 제품인 LDPE, PVC의 견조한 수요 및 판가 상승, 공급 타이트로 인하여 영업이익이 큰 폭으로 상승했다. 태양광 부문은 수요 비수 영향으로 출하량 감소, 웨이퍼, 물류비 상승으로 원가 부담이 지속되면서 영업적자를 기록했다. 첨단소재 부문은 2020년 4분기 일회성 비용 소멸 및 판매가 상승으로 영업이익 흑자로 전환했다. 리테일(갤러리아) 부문은 4분기 대비 낮은 계절지수로 인해 매출액이 감소했음에도 불구, 소비심리 회복 및 4분기 일회성 비용 기저효과로 영업이익이 증가했다. 1분기에는 순이익 증가 폭이 컸다. 이는 주요 화학제품 시황 개선으로 YNCC, 한화종합화학/토탈 등 이익이 큰 폭으로 증가했기 때문이다. (지분법 손익: 1,226억원(+270% qoq, 흑전 yoy))

2분기 태양광 부문, 발전자산 매각 시, 흑전 가능할 것

동사의 케미칼 사업부문은 1분기에 이어 2분기까지도 시황 호조에 따른 영업이익 증가가 기대된다. 태양광 부문은 1분기보다 원가부담이 더 높아짐에 따라 적자가 지속될 것으로 예상된다. 다만, 2~3건 발전사업 프로젝트 매각 시에는 영업이익 흑전이 가능할 것으로 보인다.

동사에 대한 목표주가 64,000원 유지

동사에 대한 목표주가 64,000원, 투자의견 Buy를 유지한다. 동사는 당분간 태양광 부문의 저조한 실적은 불가피하나 중장기 성장을 위한 투자가 계속되는 만큼 긴 호흡으로의 접근은 유효하다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457	9,195	10,551	11,181	12,299
영업이익	459	594	1,108	990	1,119
세전계속사업손익	168	452	1,191	966	1,150
순이익	-249	302	796	650	774
EPS (원)	-1,423	1,872	3,939	3,153	3,753
증감률 (%)	적전	흑전	110.4	-19.9	19.0
PER (x)	-12.8	24.8	11.6	14.5	12.2
PBR (x)	0.5	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	8.0	10.5	7.3	7.6	6.9
영업이익률 (%)	4.9	6.5	10.5	8.9	9.1
EBITDA 마진 (%)	10.8	12.9	16.9	15.4	15.6
ROE (%)	-4.0	5.3	10.9	7.4	8.2
부채비율 (%)	170.1	153.7	116.3	118.9	121.1

주: IFRS 연결 기준
자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표1 1Q21 Review

(십억원)	1Q20	4Q20	1Q21P	% QoQ	% YoY	당사 전망치	차이	Consensus	차이
매출액	**2,248**	**2,562**	**2,404**	**-6%**	**7%**	**2,314**	**90**	**2,587**	**-183**
케미칼	830	832	1,248	50%	50%	987	261		
태양광	906	1,162	745	-36%	-18%	809	-64		
첨단소재	191	205	226	10%	18%	185	41		
리테일	96	138	121	-12%	26%	118	3		
기타	226	224	64	-71%	-71%	215	-151		
영업이익	**167**	**65**	**255**	**289%**	**52%**	**197**	**58**	**229**	**26**
케미칼	64	66	255	286%	301%	207	48		
태양광	105	-2	-15	적지	적전	-14	-1		
첨단소재	-4	-3	7	흑전	흑전	5	3		
리테일	-5	10	12	16%	흑전	9	3		
기타	8	-6	-5	적지	적전	-11	6		
영업이익률	*7%*	*3%*	*11%*	*8%p*	*3%p*	*9%*	*2%p*	*9%*	*2%p*
케미칼	*8%*	*8%*	*20%*	*12%p*	*13%p*	*21%*	*-1%p*		
태양광	*12%*	*0%*	*-2%*	*-2%p*	*-14%p*	*-2%*	*0%p*		
첨단소재	*-2%*	*-1%*	*3%*	*5%p*	*5%p*	*3%*	*1%p*		
리테일	*-5%*	*8%*	*10%*	*2%p*	*15%p*	*8%*	*2%p*		
기타	*4%*	*-3%*	*-7%*	*-5%p*	*-11%p*	*-5%*	*-2%p*		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**2,248**	**1,956**	**2,428**	**2,562**	**2,404**	**2,452**	**2,734**	**2,961**	**9,195**	**10,551**	**11,181**
케미칼	830	781	883	832	1,248	1,298	1,314	1,230	3,327	5,090	4,938
태양광	906	743	891	1,162	745	782	993	1,291	3,702	3,811	4,497
첨단소재	191	149	207	205	226	183	245	240	752	893	937
리테일	96	110	109	138	121	118	116	138	453	494	543
기타	226	174	338	224	64	71	66	63	962	264	266
영업이익	**167**	**129**	**233**	**65**	**255**	**283**	**294**	**276**	**594**	**1,108**	**990**
케미칼	64	93	159	66	255	278	246	197	381	975	741
태양광	105	52	36	-2	-15	4	40	80	190	109	225
첨단소재	-4	-8	8	-3	7	1	5	-5	-8	8	9
리테일	-5	-4	1	10	12	5	5	8	3	31	34
기타	8	-5	30	-6	-5	-4	-2	-4	27	-15	-19
영업이익률	*7%*	*7%*	*10%*	*3%*	*11%*	*12%*	*11%*	*9%*	*6%*	*10%*	*9%*
케미칼	*8%*	*12%*	*18%*	*8%*	*20%*	*21%*	*19%*	*16%*	*11%*	*19%*	*15%*
태양광	*12%*	*7%*	*4%*	*0%*	*-2%*	*1%*	*4%*	*6%*	*5%*	*3%*	*5%*
첨단소재	*-2%*	*-5%*	*4%*	*-1%*	*3%*	*0%*	*2%*	*-2%*	*-1%*	*1%*	*1%*
리테일	*-5%*	*-3%*	*1%*	*8%*	*10%*	*4%*	*5%*	*6%*	*1%*	*6%*	*6%*
기타	*4%*	*-3%*	*9%*	*-3%*	*-7%*	*-6%*	*-3%*	*-7%*	*3%*	*-6%*	*-7%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Q&A

Q. 태양광 2분기 실적 개선 여지는?

A. 태양광 사업부문 수익성은 작년 하반기부터 폴리실리콘 공급 타이트, 웨이퍼 가격 강세로 스프레드가 동사에 불리하게 작용. 작년 코로나19로 물류비가 상승했고 이번 1~2분기에는 수에즈 운하 사고가 있어서 물류비 상승 부담도 있었음. 4분기에는 글라스, 은 가격도 부담이었는데 1분기 말부터는 글라스는 안정화가 됨. 은도 다른 제품에 비해서는 안정화된 상황. 일부 원자재에 대해서는 가격 강세 부담이 지속되고 있음. 2분기에 원가부담 피크 찍고, 1분기와 유사한 원가 수준될 것. 다만, 하반기에 안정화될 것을 예상. 전반적으로 5월 현재 가격들이 가장 높은 수준이라고 생각. 2분기 전망은 발전사업 매각 시현에 달려있음. 2~3건 정도 프로젝트 매각할 것. 2분기 또는 3분기 매각 예정. 모듈 단순 판매 부진을 발전사업에서 상쇄할 것으로 보고 있음

Q. 태양광부문 예상보다 원가부담 큼. 올해 실적 가이던스 어떻게 조정? 2021년 태양광 설치수요와 모듈 출하량은?

A. 2021년 태양광 부문 실적은 전년도와 유사한 수준에서 발전사업 매각에 따라 달라질 수 있음. 당초 예상보다 달라진 부분은 1분기 실적임. 실적 자체가 1분기 말부터 2분기에는 웨이퍼 증설이 예정되어 있어서 폴리실리콘 공급 증가가 제한적이어도 웨이퍼 가격 안정화를 예상하고 있었음. 그러나 웨이퍼 가격이 높은 상태가 지속되고 있어 가이던스 조정이 필요할 것으로 보임. 결과적으로 모듈 판매 수익은 당초 예상대비 낮음. 따라서 발전사업 의존도가 높아질 것. 2021년 연간으로 2020년 큐셀 영업이익과 유사한 수준으로 보고 있음. 출하량은 10GWh 중 9GWh 외부 판매 1GWh가 발전사업 및 자가소비였는데 우선 유지할 것. 1분기는 4분기 대비해서 비수기로 감소했지만 전체적으로 글로벌 설치 수요는 2분기부터 증가하고 있음. 올해 140~145GWh로 글로벌 수요를 보고 있기 때문에 동사 출하량 가이던스 유지

Q. PVC, LDPE 고점 찍고 내려오고 있는데 향후 가격 전망 어떻게 보는지?

A. PVC와 LDPE가 3~4월 고점 찍고 5월 현재는 소폭 조정 중. LDPE는 여전히 보건용 위생용 수요가 유지되고 있고 1분기 중후반 북미 한파 영향이 해소되면서 공급이 정상화되고 있음. 하반기에는 북미 중심으로 일부 신증설 물량 출회가 예상되고 있어 상반기 대비 약보합 시황 예상하고 있음. 기본적으로 LDPE 수요 자체가 견조하고 백신 접종 가속화로 경기회복 속도도 가속화될 것 같아서 수요가 시황 하단을 지지해줄 것으로 보고 있음.

PVC는 가격이 한파 영향으로 역사점 고점 기록하면서 수요 심리는 약해져 있었음. 인도가 코로나19가 확산 중이며 문순 진입이기 때문에 수요 자체가 슬로우 해지는 시기로 보고 있음. 하반기에는 중국 중심으로 PVC 신증설이 예상되고 있지만 주요국 경기 부양책으로 양호한 수요 예상. 인도 문순 이후에는 재차 수요 증가로 PVC 시황은 양호할 것으로 예상하고 있음

Q. 웨이퍼 가격 상승 중인데 모듈 가격 전가는?

A. 동사도 이번 분기에 ASP 자체는 상승함. 다만, 원가 상승 폭이 더 컸음. 이에 시장에서도 원가 상승 부담을 판가로 이전하려고 하고 있음. 그리고 가동률이 조정되고 있음. 그럼에도 원가 상승이 커서 실적으로 연결되지 못한 것. 여전히 셀과 모듈 가격 인상 시도는 계속되고 있음. 2분기 수요가 회복되고 있어서 수요가 어느 정도 받쳐주는지도 ASP 상승 등에 중요한 요소가 될 것. 셀 가격은 올렸고 하반기 수요 증가 기대하면서 모듈도 가격 올리려는 과도기적인 상황.

Q. 중국 셀 모듈 업체들 증설이 어느 정도? 향후 경쟁 강도는?

A. 글로벌 모듈 공급은 올해 명목 Capacity는 전년 대비 20% 수준 증가하는 것으로 파악. 증분만 보면 공급은 타이트. 그래도 이것에 비해서 웨이퍼, 셀 증설이 더 많음. 모듈 가격 안정화를 기대했었는데 좀 변수가 생김. 2022~2025년에도 대부분 증설이 작년에 시작 되서 내년까지 마무리 되는 것으로 보고 있음. 단순 증분으로 보면 수요가 충분히 커버. 향후에는 Capacity 크다고 해서 시장 지배력이 흔들리는 시점은 지남. 이제는 규모의 경제를 넘어서서 효율 상승이 와야 시장 지배력 키울 수 있음. 그래서 동사는 효율 개선 신제품 개발 중. Topcon 생산 목표는 2022~2023년이고, 페로브/텐덤 태양전지가 2023~2024년으로 잡고 있고 가속화하려고 함. 모듈 자체의 경쟁사 증설에 대한 시장 수급 불균형까지는 고려하지 않아도 된다고 생각

한화솔루션(009830)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,323	4,958	6,144	6,908	7,673
현금 및 현금성자산	1,085	1,200	1,965	2,586	3,101
매출채권 및 기타채권	1,573	1,458	1,677	1,715	1,820
재고자산	1,480	1,432	1,619	1,685	1,786
기타유동자산	1,185	869	883	923	967
비유동자산	10,358	10,179	11,296	12,115	13,189
관계기업투자등	2,767	2,734	3,198	3,389	3,728
유형자산	6,594	6,416	6,976	7,556	8,208
무형자산	421	414	415	420	429
자산총계	**15,681**	**15,137**	**17,440**	**19,023**	**20,863**
유동부채	5,831	5,251	4,730	5,168	5,748
매입채무 및 기타재무	1,573	1,556	1,677	1,685	1,752
단기금융부채	3,442	3,046	2,546	2,808	3,098
기타유동부채	816	649	508	675	898
비유동부채	4,044	3,918	4,646	5,163	5,677
장기금융부채	3,202	3,072	3,772	4,272	4,772
기타비유동부채	842	847	874	892	905
부채총계	**9,875**	**9,170**	**9,376**	**10,331**	**11,425**
지배주주지분	5,728	5,929	7,995	8,613	9,349
자본금	821	821	978	978	978
자본잉여금	805	798	1,841	1,841	1,841
이익잉여금	4,176	4,430	5,186	5,804	6,539
비지배주주지분(연결)	78	39	69	79	89
자본총계	**5,806**	**5,968**	**8,064**	**8,692**	**9,438**

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**9,457**	**9,195**	**10,551**	**11,181**	**12,299**
매출원가	7,607	7,269	8,103	8,654	9,520
매출총이익	**1,850**	**1,926**	**2,448**	**2,527**	**2,780**
판매비 및 관리비	1,391	1,332	1,339	1,537	1,660
영업이익	**459**	**594**	**1,108**	**990**	**1,119**
(EBITDA)	1,020	1,190	1,787	1,724	1,915
금융손익	-222	-148	-193	-193	-204
이자비용	225	205	218	228	247
관계기업등 투자손익	175	139	390	240	190
기타영업외손익	-244	-134	-114	-71	45
세전계속사업이익	**168**	**452**	**1,191**	**966**	**1,150**
계속사업법인세비용	78	112	395	316	376
계속사업이익	90	340	796	650	774
중단사업이익	-339	-38	0	0	0
당기순이익	**-249**	**302**	**796**	**650**	**774**
지배주주	-238	309	756	618	735
총포괄이익	**-238**	**262**	**796**	**650**	**774**
매출총이익률 (%)	19.6	20.9	23.2	22.6	22.6
영업이익률 (%)	4.9	6.5	10.5	8.9	9.1
EBITDA마진률 (%)	10.8	12.9	16.9	15.4	15.6
당기순이익률 (%)	-2.6	3.3	7.5	5.8	6.3
ROA (%)	-1.5	2.0	4.6	3.4	3.7
ROE (%)	-4.0	5.3	10.9	7.4	8.2
ROIC (%)	3.1	5.6	8.7	7.2	7.6

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**1,206**	**1,070**	**1,416**	**1,676**	**1,885**
당기순이익(손실)	-217	398	796	650	774
비현금수익비용가감	1,348	872	787	962	1,032
유형자산감가상각비	529	565	663	719	781
무형자산상각비	32	30	15	15	16
기타현금수익비용	-151	-166	108	228	236
영업활동 자산부채변동	285	-129	-167	64	78
매출채권 감소(증가)	147	111	-219	-39	-104
재고자산 감소(증가)	38	-26	-187	-66	-101
매입채무 증가(감소)	0	12	120	8	67
기타자산, 부채변동	100	-226	119	161	216
투자활동 현금	**-1,111**	**-43**	**-1,351**	**-1,318**	**-1,660**
유형자산처분(취득)	-1,136	-865	-1,231	-1,314	-1,449
무형자산 감소(증가)	-1	8	-16	-21	-25
투자자산 감소(증가)	-3	16	-103	16	-187
기타투자활동	29	799	0	0	0
재무활동 현금	**-43**	**-887**	**700**	**262**	**290**
차입금의 증가(감소)	343	-643	-500	262	290
자본의 증가(감소)	-33	-33	1,200	0	0
배당금의 지급	33	33	0	0	0
기타재무활동	-353	-211	0	0	0
현금의 증가	**60**	**115**	**766**	**620**	**515**
기초현금	1,024	1,085	1,200	1,965	2,586
기말현금	1,085	1,200	1,965	2,586	3,101

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	-12.8	24.8	11.6	14.5	12.2
P/B	0.5	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.0	10.5	7.3	7.6	6.9
P/CF	2.7	6.1	5.6	5.6	5.0
배당수익률 (%)	1.1	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	4.5	-2.8	14.7	6.0	10.0
영업이익	29.6	29.4	86.5	-10.7	13.0
세전이익	-41.7	168.7	163.8	-18.9	19.0
당기순이익	적전	흑전	163.8	-18.3	19.0
EPS	적전	흑전	110.4	-19.9	19.0
안정성 (%)					
부채비율	170.1	153.7	116.3	118.9	121.1
유동비율	91.3	94.4	129.9	133.7	133.5
순차입금/자기자본(x)	87.5	79.2	51.3	48.8	47.5
영업이익/금융비용(x)	2.0	2.9	5.1	4.3	4.5
총차입금 (십억원)	6,644	6,118	6,318	7,080	7,870
순차입금 (십억원)	5,080	4,728	4,134	4,243	4,481
주당지표(원)					
EPS	-1,423	1,872	3,939	3,153	3,753
BPS	34,148	35,701	40,485	43,613	47,336
CFPS	6,716	7,623	8,177	8,163	9,147
DPS	200	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

한화솔루션목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.02.21	Buy	32,000	-25.6		-32.5						
2019.08.08	Buy	24,000	25.2		-25.5						
2020.01.02		커버리지제외									
2020.11.24	변경	이안나									
2020.11.24	Buy	64,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이안나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 4. 1 ~ 2021. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)