

2020. 8. 12



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**  
02. 6454-4883  
jungwon.wee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **45,000 원**

현재주가 (8.11) **32,050 원**

상승여력 **40.4%**

KOSPI	2,418.67pt
시가총액	51,237억원
발행주식수	15,986만주
유통주식비율	62.33%
외국인비중	19.82%
52주 최고/최저가	32,050원/9,410원
평균거래대금	725.6억원

주요주주(%)	
한화 외 4 인	37.42
국민연금공단	11.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	41.8	70.9	86.3
상대주가	26.1	57.1	49.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	9,046.0	354.4	186.7	1,139	-80.7	37,081	17.7	0.5	10.0	3.1	144.6
2019	9,503.3	378.3	-237.6	-1,469	-257.2	35,228	-12.8	0.5	8.7	-4.0	170.1
2020E	8,427.6	583.5	389.6	2,427	-271.5	37,512	13.2	0.9	8.6	6.6	176.6
2021E	9,259.2	696.1	564.9	3,532	53.5	40,821	9.1	0.8	7.6	9.0	167.4
2022E	10,994.5	863.1	657.1	4,105	18.7	44,700	7.8	0.7	6.9	9.5	161.7

# 한화솔루션 009830

## 완성체를 위한 퍼즐을 맞춰가는 중

- ✓ 2Q20 시장 예상치를 상회한 이익 서프라이즈: 케미칼 이익 호조(원가 하락 수혜)
- ✓ 태양광부문의 성장 밑그림이 그려지는 중: 20~22년 연평균 매출 증가율 29% 추정
- ✓ 태양광 다운스트림(EPC/발전소 매각, ESS 등)과 Geli 인수를 통한 에너지 플랫폼 사업자로 변화 중→ 최근 주가 상승에도 주가의 추가 Re-rating 필요
- ✓ 종합 에너지 플랫폼 사업구조 변화의 중장기 로드맵, 경쟁사 대비 프리미엄 필요  
이를 반영한 적정주가는 4.5만원(EV/EBITDA 9.1배 적용)으로 제시

### 2Q20 Review, 케미칼 이익 호조로 시장 예상치를 +27% 상회

동사의 2Q20 영업이익 1,285억원은 케미칼 이익 호조로 시장 예상치를 +27% 상회한 서프라이즈를 기록했다. Covid-19 영향권의 부정적 영업환경을 극복한 이익 체력이 긍정적이다. 사업부별 동향은 (1) 케미칼: 투입 원가 개선과 Covid-19의 역설적 수요(포장재/패키징) 발생으로 유화사업부 수익성 개선, (2) 태양광: Covid-19 타격으로 출하량 부진/판가 하락, 낮아진 눈높이에 부합, (3) 첨단소재: 고객사 가동률 하락으로 적자폭 확대, (4) 리테일: Covid-19 후유증을 극복하는 과정이다. 동사의 지분법 이익은 한화종합화학의 니콜라(NKLA US) 상장 지분가치가 반영되어 1,232억원을 기록했다.

### 태양광부문 경쟁력을 바탕으로 종합 에너지 플랫폼 회사로 진화 중

동사의 주요 판매 국가의 친환경 정책 강화로 태양광으로 대변되는 신재생에너지 시장의 구조적 성장이 예상된다. 동사는 태양광과 수소를 연계한 종합 에너지 플랫폼 회사로 변화 중이다. 밑그림은 2021년 태양광 다운스트림 사업 가시화, 케미칼의 CA 설비를 통한 수소 생산으로 시작, 연내 미국 에너지소프트웨어 기업 GELI와 통합(가상발전소 사업)으로 구체적인 성장 로드맵이 그려지겠다.

### Pure-NCC 대비 구조적 성장이 가능한 사업구조 보유, 주가 재평가 필요

동사의 태양광 사업 경쟁력 우위가 지속되겠다. 태양광 소재 판매를 기반으로 부가가치가 높은 태양광 발전과 ESS와 연계, 사업영역의 확대를 염두한 점이다. 동사의 주력 판매 국가 미국, 독일, 호주는 2016년부터 VPP(가상발전소)에 투자 중이다. 동사는 해당 지역에서 태양광 점유율 1위 지위의 프리미엄이 신규 사업에 프리미엄 요소이다. 동사의 주가 재평가 역시 필요한 점, 경쟁사 대비 멀티플 프리미엄 반영(EV/EBITDA 9.1배)으로 적정주가 4.5만원을 제시한다.

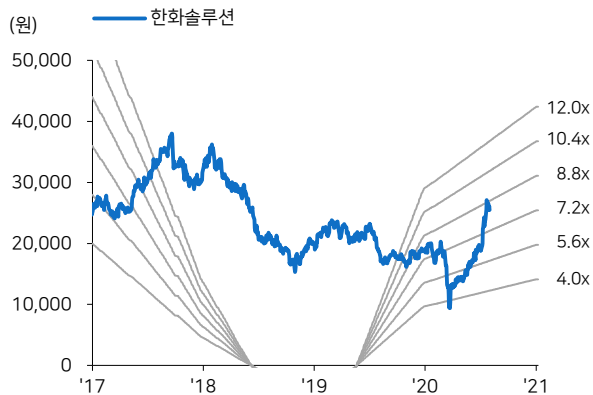
(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,956.4	2,374.1	-17.6	2,248.4	-13.0	2,055.7	-4.8	1,867.1	4.8
영업이익	128.5	97.5	31.8	159.0	-19.2	101.2	26.9	105.0	22.4
세전이익	203.6	44.0	362.7	51.2	297.6	70.6	188.2	121.6	67.4
순이익(지배주주)	148.1	25.4	483.1	64.8	128.6	50.4	193.9	87.5	69.3
영업이익률(%)	6.6	4.1		7.1		4.9		5.6	
순이익률(%)	7.6	1.1		2.9		2.5		4.7	

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	2,236.2	2,374.1	2,441.2	2,451.7	2,248.4	1,956.4	2,090.6	2,132.2	9,503.2	8,427.6	9,259.2
케미칼	842.9	900.8	907.7	829.1	830.4	781.1	960.5	944.4	3,480.5	3,516.4	3,995.1
첨단소재	191.7	212.0	204.0	200.4	190.5	149.2	187.7	184.4	808.1	711.8	729.0
리테일	161.6	166.4	127.6	138.0	95.9	109.8	140.2	165.0	593.6	510.9	683.4
태양광	794.8	789.1	922.3	1,049.0	905.8	742.8	945.7	992.9	3,555.3	3,587.2	4,479.8
기타	242.2	295.6	264.3	217.9	225.8	173.5	220.4	209.4	1,020.0	829.1	827.1
영업이익	98.3	97.5	152.5	30.0	159.0	128.5	178.0	118.6	378.3	583.5	696.1
%OP	4.4%	4.1%	6.2%	1.2%	7.1%	6.6%	8.5%	5.6%	4.0%	6.9%	7.5%
케미칼	79.2	71.6	95.2	12.4	63.6	92.8	66.4	28.4	232.9	251.2	205.5
첨단소재	-7.5	-1.9	-1.0	-19.4	-4.2	-8.2	-7.5	-5.5	-30.5	-25.4	-9.9
리테일	6.9	-6.6	-0.7	8.0	-5.1	-3.8	-1.4	6.6	7.6	-3.7	-6.6
태양광	29.7	30.9	67.5	52.9	104.6	52.4	113.5	100.3	200.2	370.8	498.1
기타	12.9	25.1	10.9	-6.9	8.2	-4.7	11.5	-5.4	38.8	8.8	19.2
세전이익	157.0	44.0	136.0	-555.0	51.2	203.6	147.1	118.2	-218.0	519.4	810.7
순이익(지배주주)	118.0	25.4	113.4	-494.4	64.8	148.1	98.8	77.9	-237.6	389.6	564.9
%YoY											
매출액	7.7	5.5	5.6	1.8	0.5	-17.6	-14.4	-13.0	5.1	-11.3	9.9
영업이익	-42.9	-47.1	62.6	흑전	61.7	31.8	16.7	295.3	6.7	54.4	19.1
세전이익	-57.2	-83.1	흑전	적지	-67.4	362.7	8.2	흑전	적전	흑전	55.7
순이익(지배)	-60.2	-86.3	흑전	적지	-45.1	483.1	-12.9	흑전	적전	흑전	45.0
%QoQ											
매출액	-7.1	6.2	2.8	0.4	-8.3	-13.0	6.9	2.0			
영업이익	흑전	-0.8	56.4	-80.3	430.0	-19.2	38.5	-33.4			
세전이익	흑전	-72.0	209.1	적전	흑전	297.7	-27.8	-19.6			
순이익(지배주주)	흑전	-78.5	346.5	적전	흑전	128.5	-33.3	-21.2			

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



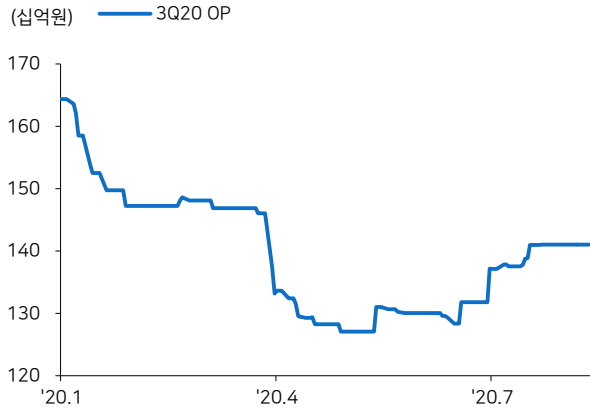
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 글로벌 태양광 기업 Peer Valuation 테이블

구분		PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
폴리실리콘	Wacker Chemie	N/A	72.1	24.4	2.1	2.2	2.0	N/A	8.6	6.6	-25.4	4.5	9.9
	GCL-Poly Energy	N/A	N/A	N/A	0.2	0.2	0.2	8.9	8.7	8.0	-0.9	-2.2	0.1
	TBEA	19.7	16.8	15.4	1.1	0.9	0.9	N/A	11.6	10.8	5.7	5.2	5.4
	Tongwei Solar	47.9	35.5	25.6	5.1	5.3	4.5	24.1	21.0	15.5	11.4	15.3	18.0
	REC Silicon	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25.8	32.5	N/A	-486.8	-31.9
	<b>평균</b>	<b>33.8</b>	<b>41.5</b>	<b>21.8</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>16.5</b>	<b>15.1</b>	<b>14.7</b>	<b>-2.3</b>	<b>-92.8</b>	<b>0.3</b>
웨이퍼	GCL-Poly Energy	N/A	N/A	N/A	0.2	0.2	0.2	8.9	8.7	8.0	-0.9	-2.2	0.1
	LONGI solar	32.6	35.1	28.3	7.5	6.6	5.4	N/A	24.6	20.0	28.1	18.7	19.4
	Canadian Solar	6.9	8.7	7.3	1.0	0.9	0.8	5.7	7.4	6.0	18.5	12.6	13.3
	<b>평균</b>	<b>19.8</b>	<b>21.9</b>	<b>17.8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.1</b>	<b>7.3</b>	<b>13.6</b>	<b>11.3</b>	<b>15.2</b>	<b>9.7</b>	<b>10.9</b>
셀	한화솔루션	-12.8	13.8	9.4	0.5	0.7	0.6	8.7	8.3	7.4	-4.0	4.8	6.8
	Tongwei Solar	47.9	35.5	25.6	5.1	5.3	4.5	24.1	21.0	15.5	11.4	15.3	18.0
	Canadian Solar	6.9	8.7	7.3	1.0	0.9	0.8	5.7	7.4	6.0	18.5	12.6	13.3
	<b>평균</b>	<b>14.0</b>	<b>19.3</b>	<b>14.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>12.8</b>	<b>12.2</b>	<b>9.6</b>	<b>8.6</b>	<b>10.9</b>	<b>12.7</b>
모듈	한화솔루션	-12.8	13.8	9.4	0.5	0.7	0.6	8.7	8.3	7.4	-4.0	4.8	6.8
	Canadian Solar	6.9	8.7	7.3	1.0	0.9	0.8	5.7	7.4	6.0	18.5	12.6	13.3
	First Solar	19.8	25.6	20.3	1.5	1.4	1.3	31.5	12.6	9.1	1.9	6.3	6.8
	Sunpower	N/A	N/A	N/A	65.2	29.2	14.0	N/A	95.9	20.2	N/A	11.9	-34.8
	<b>평균</b>	<b>4.6</b>	<b>16.0</b>	<b>12.3</b>	<b>17.1</b>	<b>8.1</b>	<b>4.2</b>	<b>15.3</b>	<b>31.1</b>	<b>10.7</b>	<b>5.5</b>	<b>8.9</b>	<b>-2.0</b>
유틸리티	NextEra Energy	32.7	31.1	28.7	3.7	3.3	3.2	19.0	18.2	16.7	9.9	11.2	12.0

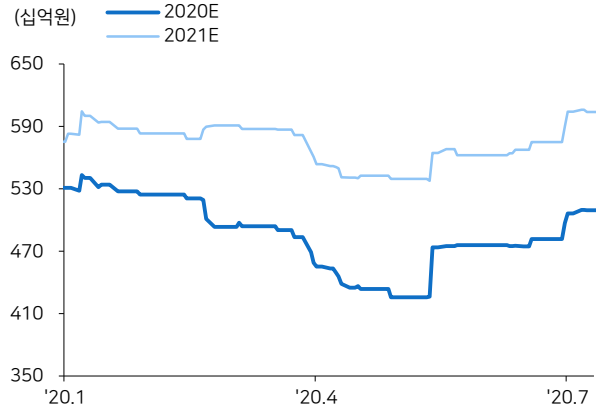
주: 한화솔루션은 당사 추정값 사용  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화솔루션 3Q20 영업이익의 컨센서스 추이



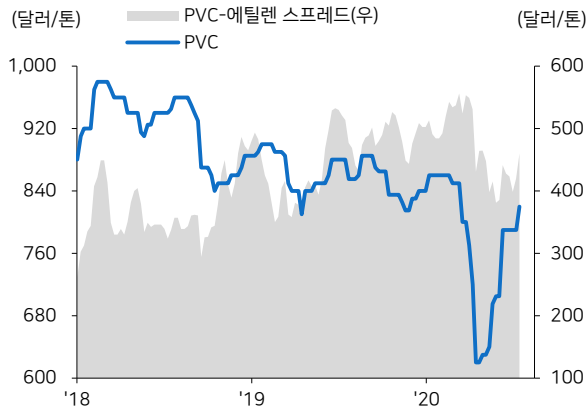
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화솔루션 연간 영업이익의 컨센서스 추이



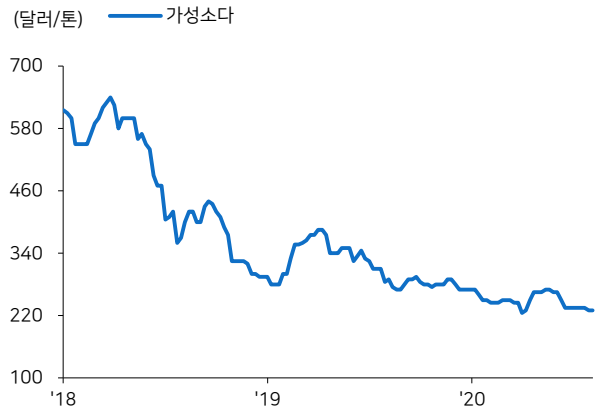
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 PVC 가격 및 스프레드 추이: 2H20 추가 상승 예상



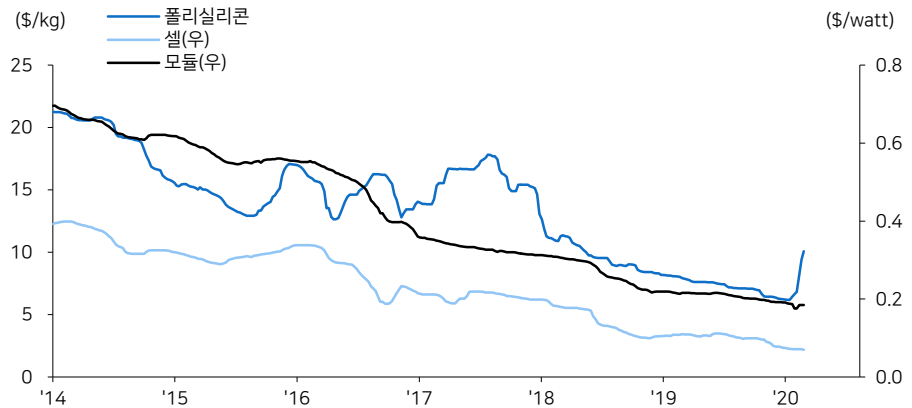
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 가성소다 가격: 2H20 가격 반등 예상



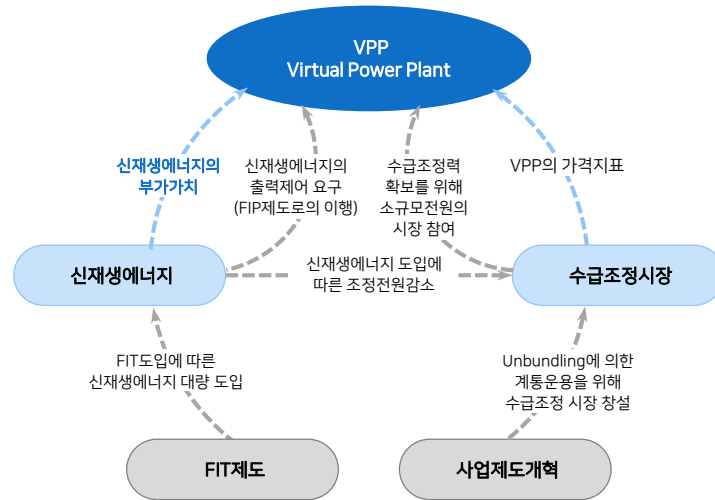
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 태양광 소재 가격 추이



자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 에너지소프트웨어 기업 Geli 인수를 통한 가상 발전소 사업 영위 개요



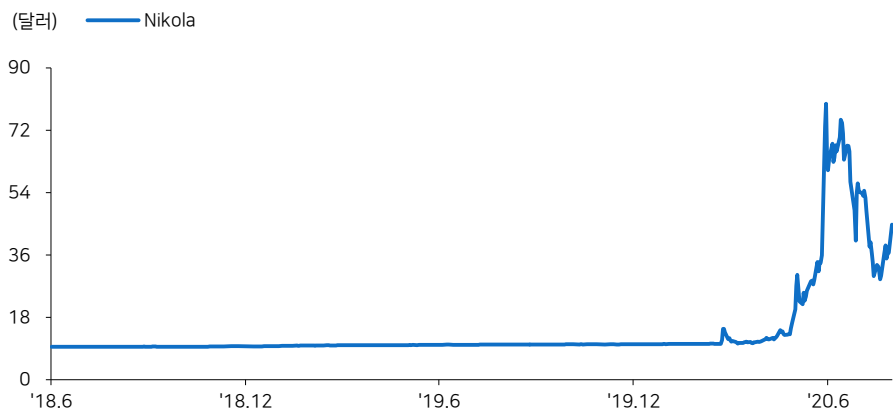
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한화그룹의 수소사업 추진 계획

회사	사업부문	사업 분야
한화솔루션	규셀	태양광을 활용한 그린수소 생산
	케미칼	수전해 수소 생산 기술 개발
	첨단소재	수소 저장 및 운송용 고압 용기 개발
한화파워시스템		수소 저장/운송/충전을 위한 압축기 개발

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림9 지분법 회사 한화종합화학이 보유한 니콜라의 주가 추이



자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

## 한화솔루션 (009830)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>9,046.0</b>	<b>9,503.3</b>	<b>8,427.6</b>	<b>9,259.2</b>	<b>10,994.5</b>
매출액증가율 (%)	-3.2	5.1	-11.3	9.9	18.7
매출원가	7,458.6	7,732.1	6,649.5	7,235.4	8,554.8
매출총이익	1,587.5	1,771.2	1,778.2	2,023.7	2,439.7
판매관리비	1,233.1	1,392.8	1,194.0	1,328.3	1,577.2
<b>영업이익</b>	<b>354.4</b>	<b>378.3</b>	<b>583.5</b>	<b>696.1</b>	<b>863.1</b>
영업이익률	3.9	4.0	6.9	7.5	7.8
금융손익	-135.6	-198.2	-210.4	-217.0	-219.3
중속/관계기업손익	417.8	213.8	132.2	292.5	320.0
기타영업외손익	-348.2	-611.4	29.2	41.0	0.0
세전계속사업이익	288.3	-217.4	519.4	810.7	961.9
법인세비용	127.9	31.4	96.3	162.1	192.4
<b>당기순이익</b>	<b>160.4</b>	<b>-248.9</b>	<b>423.6</b>	<b>648.0</b>	<b>769.0</b>
지배주주지분 손이익	186.7	-237.6	389.6	564.9	657.1

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>5,012.5</b>	<b>5,322.7</b>	<b>6,308.8</b>	<b>6,734.0</b>	<b>7,337.4</b>
현금및현금성자산	1,024.1	1,084.5	2,392.9	2,342.9	2,011.2
매출채권	1,651.9	1,504.5	1,415.1	1,612.7	2,001.8
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,567.1	1,786.0	2,216.9
<b>비유동자산</b>	<b>10,219.0</b>	<b>10,358.5</b>	<b>10,666.7</b>	<b>11,318.3</b>	<b>12,260.2</b>
유형자산	6,684.1	6,594.0	7,134.7	7,455.0	7,735.6
무형자산	479.4	421.2	421.6	412.3	403.6
투자자산	2,790.0	2,845.3	2,472.1	2,812.6	3,482.7
<b>자산총계</b>	<b>15,231.5</b>	<b>15,681.1</b>	<b>16,975.6</b>	<b>18,052.2</b>	<b>19,597.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,132.5</b>	<b>5,831.0</b>	<b>6,326.4</b>	<b>6,622.4</b>	<b>7,204.8</b>
매입채무	1,158.9	1,207.3	1,106.7	1,261.3	1,565.5
단기차입금	2,238.7	2,675.3	3,329.3	3,329.3	3,329.3
유동성장기부채	654.8	709.3	878.6	878.6	878.6
<b>비유동부채</b>	<b>3,871.9</b>	<b>4,044.3</b>	<b>4,513.0</b>	<b>4,677.9</b>	<b>4,903.9</b>
사채	1,122.8	1,330.1	1,532.6	1,732.6	1,832.6
장기차입금	1,872.2	1,654.0	1,824.1	1,674.1	1,574.1
<b>부채총계</b>	<b>9,004.4</b>	<b>9,875.3</b>	<b>10,839.4</b>	<b>11,300.3</b>	<b>12,108.7</b>
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	857.0	804.5	788.4	788.4	788.4
기타포괄이익누계액	-81.3	-70.5	-50.2	-50.2	-50.2
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,500.9	5,033.7	5,658.1
비지배주주지분	137.1	77.7	97.2	180.2	292.7
<b>자본총계</b>	<b>6,227.1</b>	<b>5,805.9</b>	<b>6,136.1</b>	<b>6,752.0</b>	<b>7,488.8</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>726.7</b>	<b>1,206.1</b>	<b>742.6</b>	<b>1,187.5</b>	<b>1,249.1</b>
당기순이익(손실)	160.4	-248.9	423.6	648.0	769.0
유형자산상각비	426.5	528.7	608.0	679.6	719.4
무형자산상각비	13.6	32.5	14.6	9.3	8.7
운전자본의 증감	-146.8	285.4	-375.1	-75.9	-149.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-434.6</b>	<b>-1,110.7</b>	<b>-190.1</b>	<b>-1,016.6</b>	<b>-1,320.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-720.1	-1,165.3	-1,104.3	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	614.8	158.5	505.3	-48.0	-350.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-69.6</b>	<b>-42.6</b>	<b>741.2</b>	<b>-220.9</b>	<b>-260.4</b>
차입금의 증감	1,462.8	718.3	1,323.9	61.5	22.7
자본의 증가	19.5	-52.5	-16.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	219.1	60.4	1,308.4	-50.0	-331.7
기초현금	805.0	1,024.1	1,084.5	2,392.9	2,342.9
기말현금	1,024.1	1,084.5	2,392.9	2,342.9	2,011.2

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	55,269	58,687	52,545	57,919	68,774
EPS(지배주주)	1,139	-1,469	2,427	3,532	4,105
CFPS	5,073	6,786	7,856	8,916	9,950
EBITDAPS	4,854	5,802	7,524	8,660	9,950
BPS	37,081	35,228	37,512	40,821	44,700
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	1.0	1.1	0.6	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	17.7	-12.8	13.2	9.1	7.8
PCR	4.0	2.8	4.1	3.6	3.2
PSR	0.4	0.3	0.6	0.6	0.5
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8	0.7
EBITDA	794.4	939.5	1,206.7	1,384.3	1,590.6
EV/EBITDA	10.0	8.7	8.6	7.6	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.1	-4.0	6.6	9.0	9.5
EBITDA 이익률	8.8	9.9	14.3	15.0	14.5
부채비율	144.6	170.1	176.6	167.4	161.7
금융비용부담률	1.8	2.4	2.9	2.7	2.3
이자보상배율(x)	2.2	1.7	2.4	2.8	3.4
매출채권회전율(x)	5.5	6.0	5.8	6.1	6.1
재고자산회전율(x)	6.9	6.4	5.5	5.5	5.5

**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.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

