

2020. 11. 24



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

Overweight

관심종목

Xinyi Solar(968 HK Equity)

Flat Glass(6865 HK Equity)

화학

Active ESG Update

태양광 유리 시장- Clarity 2X

- ✓ 금번 보고서는 효율성 극대화가 요구되는 태양광 모듈에서 유리의 역할론에 초점
- ✓ 글로벌 태양광 설치량 증가 흐름에서 효율성 증대/단가 하락의 수익성 극대화 필요
- ✓ 태양광 유리는 전지 내부의 품질 유지 및 빛을 투과율을 높여주는 중요한 역할
- ✓ 양면형 태양광 모듈 수요 증대 속, 태양광 유리의 공급 타이트는 심화 예상
- ✓ 글로벌 태양광 유리 capa는 20~23년 연간 +17% 성장 예상, 중국이 해당 분야 1위
- ✓ 해당 분야의 수혜는 중국 Xinyi Solar, Flat Glass가 독차지 전망

CO₂ Free 정책 기조에서 글로벌 태양광 설치량 증가는 시대적 흐름

태양광은 글로벌 CO₂ Free 정책 공조와 단가 하락 효과로 연간 150GW 수준(Bull Case) 의 수요가 발생할 전망이다. 태양광 산업 성장과 Supply-chain별 가격 하락의 설치/운용비용 감소는 정부 보조금 없이도 자발적 수요가 발생 중이다. 화석연료 수준으로 하락한 태양광 LCOE와 국가별 설치 유도 정책으로 수요 저변의 확대가 이뤄지는 점 또한 긍정적이다. 아시아는 중국과 호주 중심, 기타 선진국은 미국과 유럽 중심으로 수요 증가가 예상된다.

태양광 모듈 효율성 증대와 태양광 유리 수요는 동반 성장

2018년부터 태양광 설치의 주택용/유틸리티용 모두 효율성 극대화가 가능한 프리미엄 제품에 대한 수요 선호도가 높아지고 있다. 규모의 경제가 가능한 유틸리티용 태양광과 원가 열위의 주택용 태양광 모두 최대 효율성 창출이 가능한 프리미엄 모듈에 대한 선호도가 증가 중이다. 한정된 공간에서 최대 효율 창출이 가능한 고부가 제품으로 이미 공급 제품 비중이 변화(Multi→ Mono), 그리고 양면형(Bi-Facial) 모듈 수요가 증가하고 있다는 점이다. 양면형 모듈은 단면형 대비 출력 효율이 +30% 높다. 2025년까지 양면형 모듈의 침투율 30% 이상을 예상, 태양광 유리 시장 확대가 예상된다.

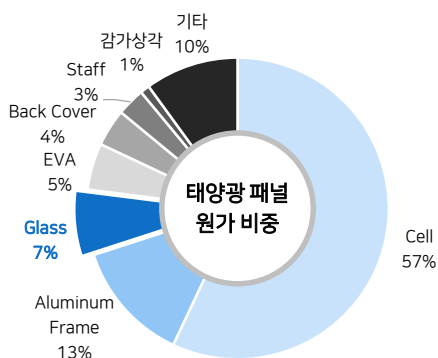
태양광 유리의 공급 Shortage는 상위 기업에게만 수혜

태양광 유리 시장 확대 국면에서 규모의 경제가 갖춰진 상위 1,2위 기업 Xinyi Solar, Flat Glass가 후발 주자 대비 고수익성 창출이 유지되겠다. 2021년 추정 글로벌 태양광 유리 생산능력은 4.2만톤(+28% YoY), 20~23년 연평균 +17% 확대될 전망이다. 해당 상위 2개 기업의 합산 점유율이 48%에 육박하는 바, 시장 규모 확대와 함께 이들 기업의 이익 성장이 예상된다.

태양광 유리 시장 시장의 No.1 Xinyi Solar, No.2 Flat Glass가 수혜

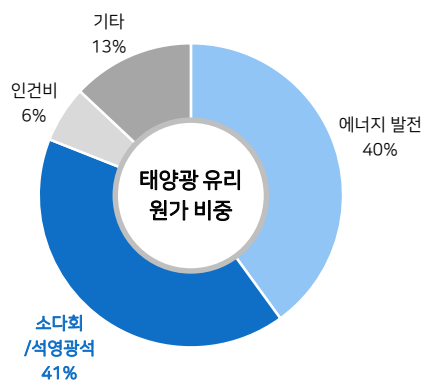
Key Chart

그림1 태양광 패널의 원가 비중: 태양광 유리 비중은 7%



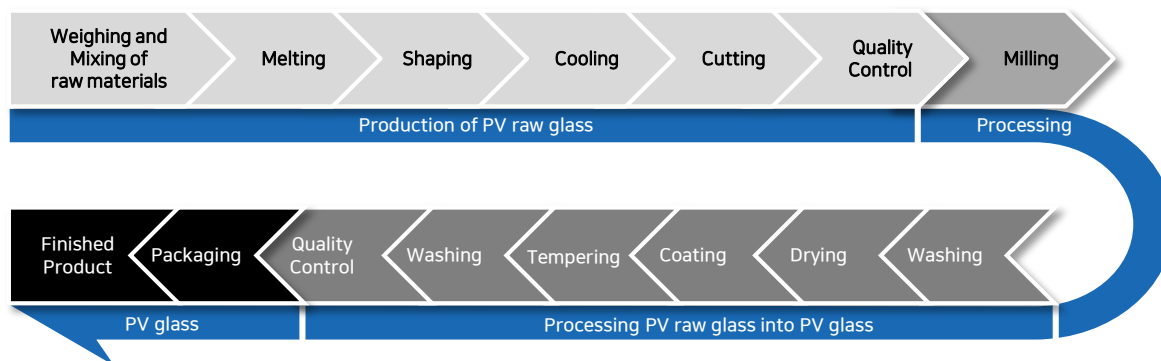
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 태양광 유리의 원가 비중



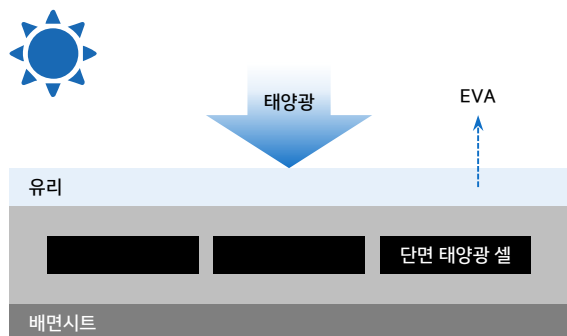
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 태양전지용 유리 생산 공정



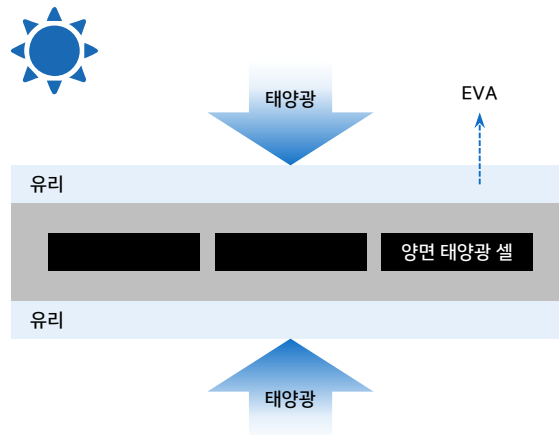
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 단면형 태양광 모듈(Mono Facial)



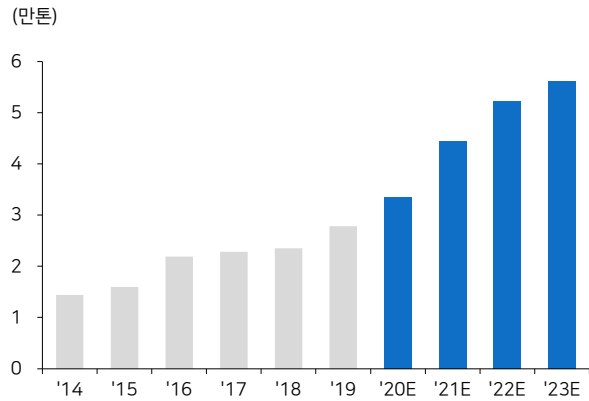
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 양면형 태양광 모듈(Bi-Facial)



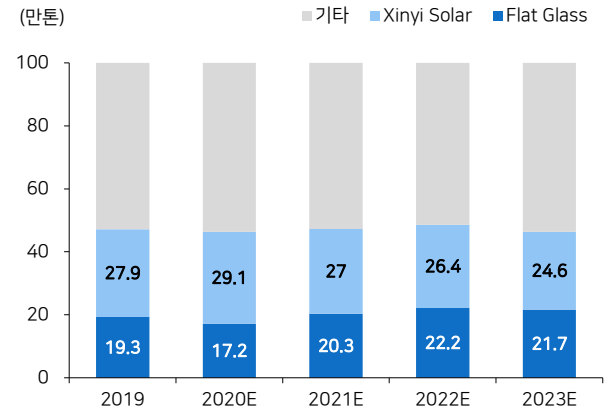
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 태양광 유리 생산능력



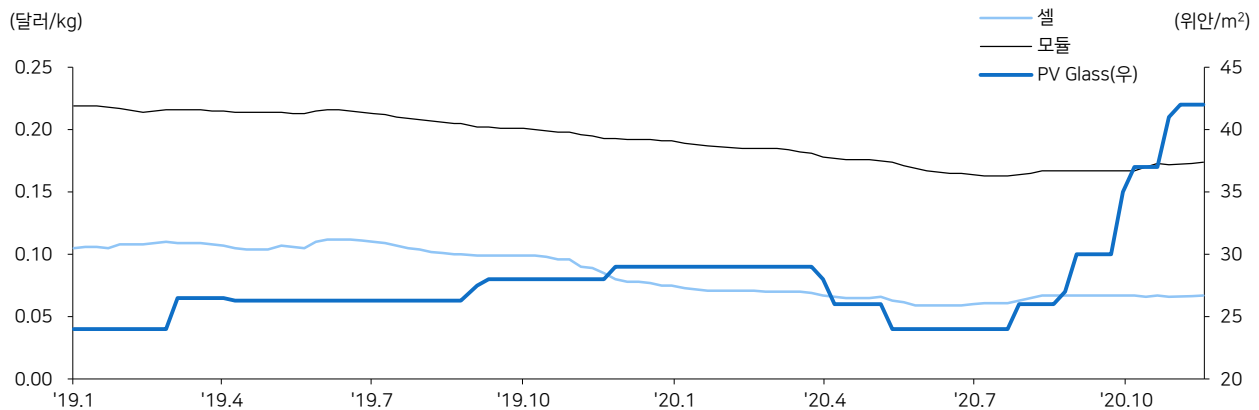
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 태양광 유리 상위 기업의 과점율 46~48% 육박



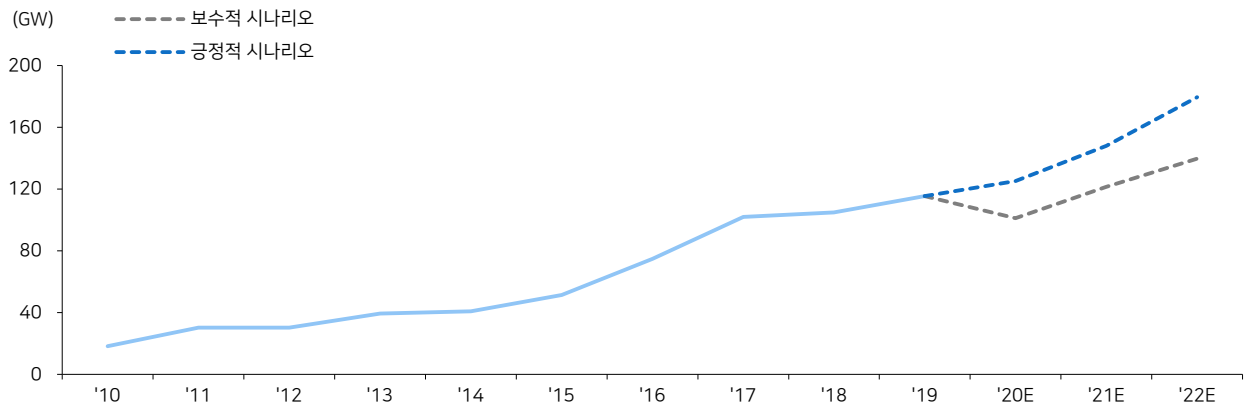
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 태양광 Supply-chain별 가격 동향



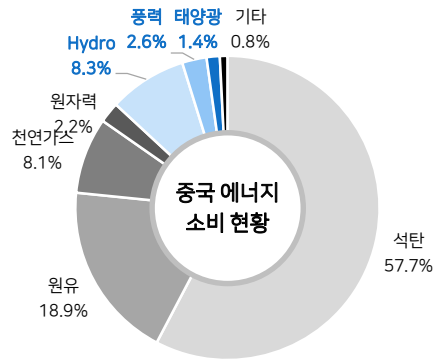
자료: PV Insight, WIND, 메리츠증권 리서치센터

그림9 글로벌 태양광 설치 규모 전망



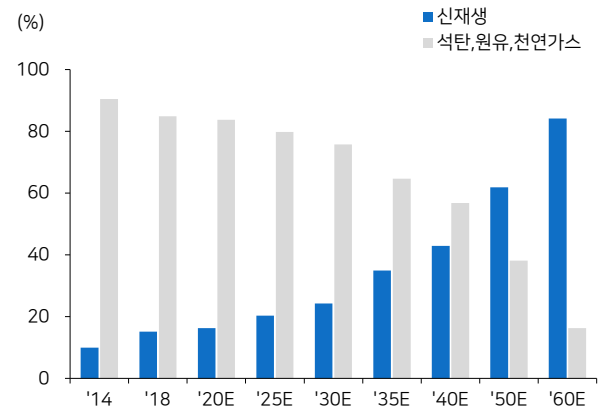
자료: IRENA, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2019년 기준 중국의 에너지 소비 현황



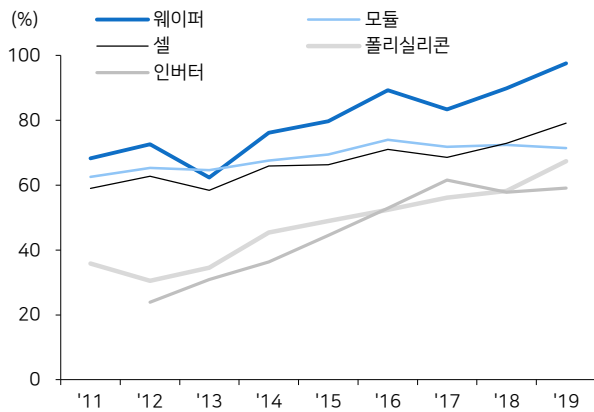
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국의 에너지 발전 Mix 전망



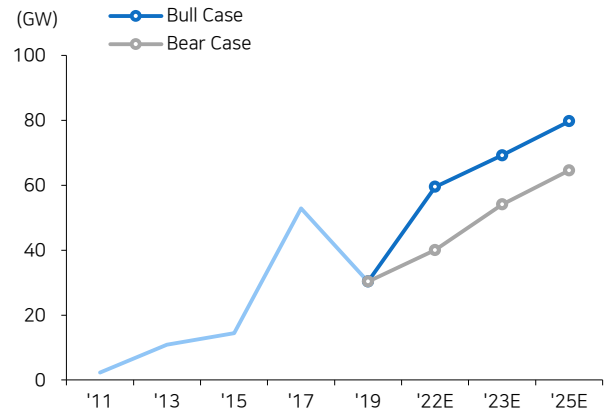
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 태양광 소재별 글로벌 점유율 47~92% 차지



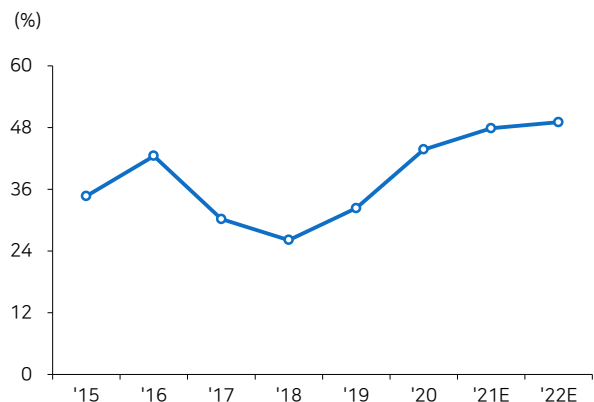
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 중국의 태양광 설치 수요 전망



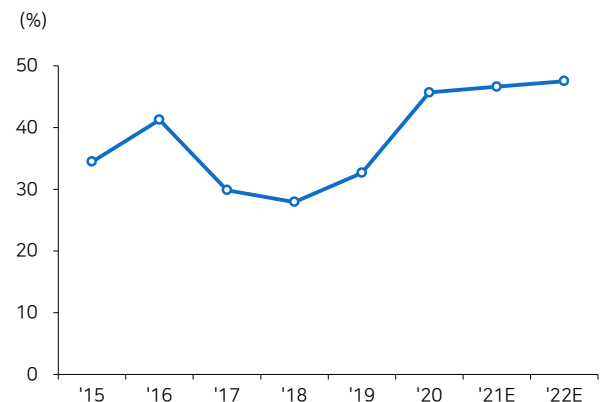
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 Xinyi Solar의 태양광 유리 GPM 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Flat Glass의 태양광 유리 GPM 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션(009830): 2021년 Green Magic

투자의견 Buy, 적정주가 6.3만원	동사에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 6.3만원을 유지한다. 투자 포인트는 (1) Green 중심의 사업 구조 변화(태양광-수소), (2) 2021년 태양광 Downstream의 신규 사업(발전소, ESS), (3) 석유화학 수익성 호조(PE, PVC 호조 속, TDI/가성소다 반등 예상)에 따른 이익 체력 개선이다.
태양광 Supply-chain에서 높은 수익성 지속여력은 제한적	2021년 태양광 부분의 영업이익 증가를 견인할 부분은 태양광의 Downstream에 해당하는 발전사업이다. 앞서 언급한 (1) 중국 주도의 태양광 소재 공급량 증가, (2) 소재 가격 하락 기조에서 20~23년 유리 수급 변화 영향으로 태양광 셀/모듈 사업에서 높은 수익성 지속은 제한적이다. 동사는 경쟁사 대비 고부가 셀/모듈 제품 경쟁력을 증명, 차후 전략은 Downstream의 발전사업과 ESS이다.
2021년 한화솔루션 태양광 Downstream 사업 진출	태양광 Downstream 사업 영역은 완성 부품을 활용하여 발전소를 짓고, 운영 및 보수하는 단계를 포함한다. 동사는 2020년 발전사업에 대한 수주 완료, 2021년부터 이익 실현이 가능할 전망이다. 동사는 발전 사업을 통한 주가의 추가 re-rating을 예상하는 바는 (1) 높은 수익성, (2) 유지/보수의 강점을 보유한 점이다.
태양광 발전 사업의 수익성 10% 추정	동사의 태양광 발전 사업의 수익성은 10% 수준으로 추정된다. 동사가 직접 생산한 태양광 셀/모듈의 내재화(동사는 20년 기준 1GW 수준 자가소비 중)의 장점 덕분이다. 발전소 설치 이후 신제품으로 교체 및 사후관리(태양광 모듈의 사용 과정에서 먼지가 끼는 황변 현상과 이에 따른 효율성 하락을 방지하는 역할 등)까지 동사 제품 서비스 수요를 창출 가능한 점이다.
태양광 발전 사업의 유지/보수의 장점	발전사업의 유지/보수(Operating & Maintenance)는 운영감리와 보수점검을 포함, 해당 영역은 전력계약에 맞춰 안정적인 공급을 위한 필수 요소이다. 해당 과정에서 태양광 발전소에 실시간 점검, 원격 조절하는 기술이 필요하다. 동사는 이미 해당 분야에서 경쟁력을 갖춘 점이다. 향후 ESS/VPP 등과 연계될 태양광 시장 확대를 감안하면 O&M의 기술 서비스 또한 성장성이 예상된다.

표1 한화솔루션 4Q20 실적 Preview

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,017.0	2,451.7	-17.7	2,428.4	-16.9	2,333.3	-13.6
영업이익	147.2	30.0	390.7	233.2	-36.9	169.0	-12.9
세전이익	165.3	-555.0	흑전	253.1	-34.7	132.8	24.5
순이익(지배주주)	121.7	-494.4	흑전	190.6	-36.1	97.7	24.6
영업이익률(%)	7.3	1.2		9.6		7.2	
순이익률(%)	6.0	-20.2		7.8		4.2	

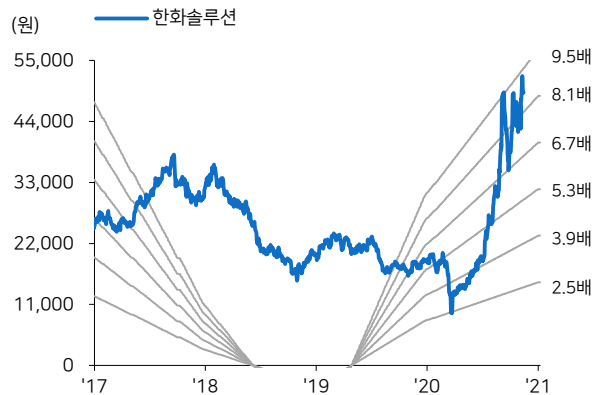
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화솔루션 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,248.4	1,956.4	2,428.4	2,017.0	2,182.8	2,152.2	2,466.3	2,404.4	9,503.2	8,650.2	9,205.7	10,282.7
케미칼	830.4	781.1	883.1	864.2	1,006.7	970.3	1,031.0	987.1	3,526.5	3,358.8	3,995.1	4,050.6
첨단소재	190.5	149.2	206.8	190.4	196.2	186.5	209.3	192.3	808.1	736.9	784.3	782.9
리테일	95.9	109.8	109.3	146.0	148.9	150.4	151.9	153.4	593.6	461.0	604.6	629.0
태양광	905.8	742.8	891.3	931.4	940.7	950.1	1,160.6	1,175.7	3,555.3	3,471.3	4,227.1	5,219.0
기타	225.8	173.5	337.9	238.8	244.0	248.5	267.3	249.7	1,020.0	976.0	1,009.5	1,015.9
영업이익	159.0	136.6	233.2	147.2	208.7	225.8	286.5	265.3	378.3	676.0	986.3	1,076.5
%OP	7.1%	7.0%	9.6%	7.3%	9.6%	10.5%	11.6%	11.0%	4.0%	7.8%	10.7%	10.5%
케미칼	63.6	92.8	158.8	85.8	142.8	149.0	149.1	132.5	258.4	401.0	573.4	548.2
첨단소재	-4.2	-8.2	7.6	2.1	-5.9	2.8	7.3	-3.8	-29.8	-2.7	0.4	-7.4
리테일	-5.1	-3.8	1.3	5.8	-3.0	-9.0	3.0	12.3	7.6	-1.8	3.3	8.2
태양광	104.6	52.4	35.8	63.3	65.9	76.0	114.5	130.8	181.0	256.1	387.2	507.2
기타	8.2	-4.7	12.0	-6.6	7.0	5.9	13.2	-6.2	42.0	8.9	19.9	19.5
세전이익	51.2	189.9	253.1	165.3	280.2	336.9	378.1	370.3	-218.0	659.5	1,365.5	1,415.2
순이익(지배주주)	64.8	148.1	190.6	121.7	199.1	240.0	264.5	255.9	-237.6	525.2	959.5	948.6
%YoY												
매출액	0.5	-17.6	-0.5	-17.7	-2.9	10.0	1.6	19.2	5.1	-9.0	6.4	11.7
영업이익	61.7	40.1	52.9	390.7	31.3	65.3	22.9	80.2	6.7	78.7	45.9	9.1
세전이익	-67.4	331.6	86.1	흑전	447.3	77.4	49.4	124.0	적전	흑전	107.1	3.6
순이익(지배)	-45.1	483.1	68.1	흑전	207.3	62.1	38.8	110.3	적전	흑전	82.7	-1.1
%QoQ												
매출액	-8.3	-13.0	24.1	-16.9	8.2	-1.4	14.6	-2.5				
영업이익	430.0	-14.1	70.7	-36.9	41.8	8.2	26.9	-7.4				
세전이익	흑전	270.9	33.3	-34.7	69.5	20.2	12.2	-2.1				
순이익(지배주주)	흑전	128.5	28.7	-36.1	63.6	20.5	10.2	-3.3				

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



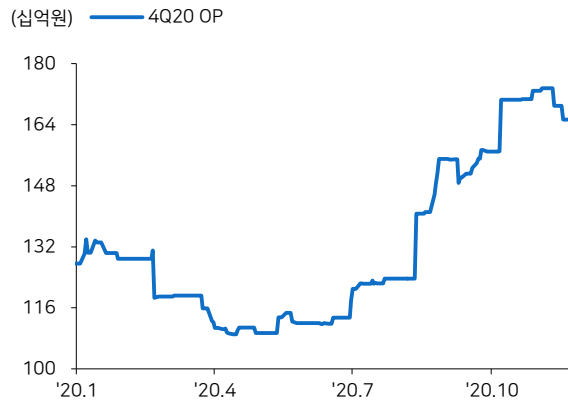
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림17 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



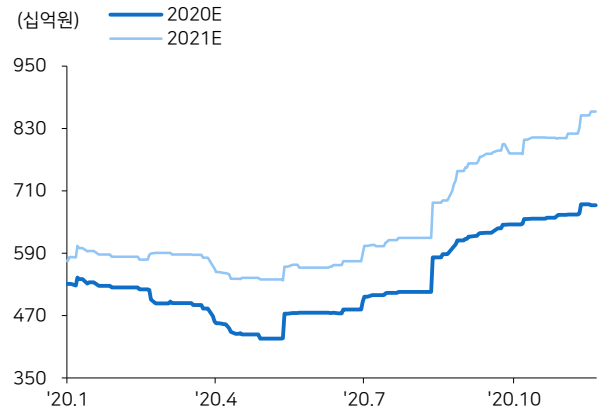
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림18 한화솔루션 4Q20 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림19 한화솔루션 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.13	산업분석	Buy	25,000	노우호	-19.2	-7.2	
2019.02.21	기업브리프	Buy	28,000	노우호	-22.7	-15.0	
2019.08.07	기업브리프	Buy	24,000	노우호	-26.9	-21.9	
2019.10.31	산업분석	Buy	22,000	노우호	-16.7	-9.1	
2020.01.20	기업브리프	Buy	25,000	노우호	-27.8	28.2	
2020.08.12	기업브리프	Buy	45,000	노우호	-9.0	9.4	
2020.10.28	산업분석	Buy	51,000	노우호	-6.5	2.4	
2020.11.17	산업분석	Buy	63,000	노우호	-	-	