한화솔루션

BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	64,000원	현재주가(12/21)	46,150원	Up/Downside	+38.7%

2020. 12. 22

미래를 위한 투자

News

태양광/수소 투자를 위한 약 1.2조원 유상증자 발표: 한화솔루션은 21일 약 1.2조원(3,141만주, 발행주식수의 19.7%, 주당 예정 발행가 38,200원)의 유상증자를 발표했다. 사측이 밝힌 증자 투자처는 태양광 차세대 제품 개발 0.4조원, 태양광 발전자산 취득 0.3조원, 태양광 분산형 에너지 사업 0.3조원, 수소 생산/저장/유통 투자 0.2조원 등이다. 글로벌 친환경 정책 강화 기조 하에 태양광/수소 사업에 선제적인 투자를 통해 확고한 시장 지위를 확보하겠다는 목적이다.

Comment

21년 이후 폭발적으로 증가할 태양광 downstream 매출 규모에 주목: 유상증자를 통한 대규모 자금 조달 및 투자의 핵심은 태양광 사업 구조의 고도화다. 단순 셀/모듈 판매 사업 중심의 구조에서 태양광 downstream 프로젝트 확대에 따른 자사 셀/모듈의 안정적인 투입처 확보, 발전자산 매각에 따른 추가적인 이익 창출, 분산형 발전사업 확대에 따른 VPP 영역 확대 등을 기대할 수 있다. 또한 기존 P-type에서 N-type, 추후 페로브텐덤 모듈까지 태양광 모듈의 기술 변화를 선도하는 R&D 투자를 진행함으로써 경쟁업체 대비 기술 격차를 유지하려는 목적도 있다. 특히 주목해야 할 것은 downstream 프로젝트 확대다. 20년 2GW의 초기 프로젝트를 2,500억원에 인수했으며 이 프로젝트들은 1년~3년 뒤 완공 이후 GW당 약 7~8천억 규모로 매각될 예정이다. 21년 프로젝트 인수 예정 규모는 6GW, 22~25년 28GW이며 프로젝트 매각 계획은 21년 0.9GW→22~25년 15GW로 급증할 예정이다. Downstream 매출은 21년 0.7조원→25년 4.4조원을 전망한다.(도표3 참조)

Action

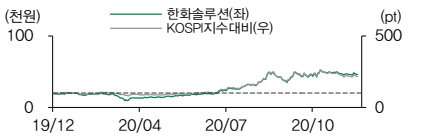
선제적인 투자→미래 성장 기대감을 높일 때: 19.7%의 희석요인이 발생했지만 peer 주가 급등에 따른 멀티플 상승, 22년 태양광 이익 추정치 상향 등으로 목표주가 6.4만원을 유지한다. 신재생/수소 사업은 향후 에너지 패러다임의 변화 과정 하에 폭발적인 성장이 예상된다. 선제적인 투자에 따른 미래 성장 기대감을 높일 필요가 있으며 유증에 따른 조정 시 비중확대 전략을 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046	9,503	8,941	10,621	11,129
(증가율)	-3.2	5.1	-5.9	18.8	4.8
영업이익	354	378	710	920	1,112
(증가율)	-53.2	6.8	87.7	29.5	20.9
지배주주순이익	187	-238	548	750	956
EPS	1,139	-1,467	3,383	4,628	5,899
PER (H/L)	32.1/12.9	NA/NA	13.6	10.0	7.8
PBR (H/L)	1.0/0.4	0.7/0.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (H/L)	13.4/9.0	9.6/8.4	10.4	8.7	7.1
영업이익률	3.9	4.0	7.9	8.7	10.0
ROE	3.1	-4.0	9.2	11.5	13.1

Stock Data

52주 최저/최고	9,410/52,200원
KOSDAQ /KOSPI	954/2,779pt
시가총액	73,777억원
60日-평균거래량	5,536,534
외국인지분율	19.1%
60日-외국인지분율변동추이	-0.9%p
주요주주	한화 외 5 인 37.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-5.4	17.1	140.4
상대기준	-13.1	0.7	90.7

Analyst 한승재 02 369 3921 sjhan@db-fi.com

도표 1. 한화솔루션 목표주가 산정내역

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

	22E 순이익	Target P/E	적정가치	비고
태양광 세후 영업이익	337	22.0	7,418	First Solar 22E P/E 27배
태양광 외 지배순이익	619	8.0	4,950	Canadian Solar 22E P/E 18배 평균 적용
한화솔루션 지배순이익	956			
		합계	12,368	
주식수(천주)			191,278	유상증자 반영
목표주가(원)			64,660	

자료: 한화솔루션, DB금융투자

도표 2. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	2,233	2,364	2,426	2,435	2,248	1,956	2,428	2,308	9,457	8,941	10,621
%YoY	*7.6*	*5.0*	*4.9*	*1.1*	*0.7*	*-17.2*	*0.1*	*-5.2*	*4.5*	*-5.5*	*18.8*
%QoQ	*-7.2*	*5.9*	*2.6*	*0.4*	*-7.6*	*-13.0*	*24.1*	*-5.0*			
케미칼	843	901	908	829	830	781	883	891	3,481	3,385	4,048
첨단소재	192	212	204	200	191	149	207	190	808	737	800
리테일	162	166	128	138	96	110	109	134	594	449	479
태양광	795	789	922	1,049	906	743	891	897	3,555	3,437	4,432
기타	242	296	264	218	226	174	338	196	1,020	933	863
연결 영업이익	121	119	172	47	167	129	233	181	459	710	920
%YoY	*-29.6*	*-35.4*	*83.3*	*흑전*	*37.9*	*7.9*	*35.7*	*2.9*	*29.6*	*54.6*	*29.5*
%QoQ	*흑전*	*-1.7*	*44.3*	*-72.7*	*255.5*	*-23.1*	*81.5*	*-22.3*			
케미칼	79	72	95	12	64	93	159	133	258	448	545
첨단소재	-8	-2	-1	-19	-4	-8	8	0	-30	-5	0
리테일	7	-7	-1	8	-5	-4	1	5	8	-3	27
태양광	30	31	68	53	105	52	36	43	181	236	327
기타	13	25	11	-7	8	-5	30	0	42	33	20
영업이익률	5.4	5.0	7.1	1.9	7.4	6.6	9.6	7.8	4.9	7.9	8.7
케미칼	9.4	7.9	10.5	1.4	7.7	11.9	18.0	14.9	6.9	13.2	13.5
첨단소재	-3.9	-0.9	-0.5	-9.7	-2.2	-5.5	3.7	0.0	-3.7	-0.7	0.0
리테일	4.3	-4.0	-0.5	5.8	-5.3	-3.4	1.2	3.7	1.3	-0.6	5.7
태양광	3.7	3.9	7.3	5.0	11.5	7.1	4.0	4.8	5.1	6.9	7.4
기타	5.3	8.5	4.1	-3.2	3.6	-2.7	8.8	0.0	4.1	3.6	2.3

자료: 한화솔루션, DB금융투자

도표 3. 한화솔루션 태양광 부문 추정: Downstream 매출 급증 예상 (단위: 십억원, GW, %)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
한화솔루션 태양광 매출액	3,555	3,437	4,432	4,911	6,655	8,392	9,678
셀/모듈 사업	3,205	3,437	3,719	3,978	4,376	4,814	5,295
Downstream 매각	350		713	932	2,279	3,578	4,383
프로젝트 매입(GW)		2.0	6.0	6.0	6.0	8.0	8.0
프로젝트 매각(GW)			0.9	1.2	3.0	4.8	6.0
한화솔루션 태양광 영업이익	181	236	327	517	531	648	783
영업이익률	5.1%	6.9%	7.4%	10.5%	8.0%	7.7%	8.1%
셀/모듈 사업	161		292	470	394	433	477
영업이익률	5.0%		7.8%	11.8%	9.0%	9.0%	9.0%
Downstream 매각	20		36	47	137	215	307
영업이익률	5.7%		5.0%	5.0%	6.0%	6.0%	7.0%

자료: 한화솔루션, DB금융투자

도표 4. 한화솔루션 유상증자 세부사항 (단위: 백만주, 십억원, %)

신주의 종류와 수	보통주식		31.4
1주당 액면가액			5,000
증자전 발행주식 총수	보통주식		159.9
	기타주식		1.1
자금조달의 목적	시설자금		600.0
	운영자금		300.0
	타법인 증권 취득 자금		300.0
증자방식			주주배정후 실권주 일반공모
신주 발행가액	예정발행가	보통주식 (원)	38,200
		확정예정일	2021년 02월 19일
신주배정기준일			2021년 01월 19일
1주당 신주배정주식수			0.156494224
우리사주조합원 우선배정비율			20
청약예정일	우리사주조합	시작일	2021년 02월 24일
		종료일	2021년 02월 24일
	구주주	시작일	2021년 02월 24일
		종료일	2021년 02월 25일
납입일			2021년 03월 05일

자료: 한화솔루션, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	**5,012**	**5,323**	**5,519**	**5,672**	**6,227**
현금및현금성자산	1,024	1,085	1,522	1,166	1,640
매출채권및기타채권	1,762	1,576	1,599	1,903	1,951
재고자산	1,467	1,480	1,298	1,572	1,662
비유동자산	**10,219**	**10,358**	**10,891**	**11,002**	**10,887**
유형자산	6,684	6,594	7,159	7,295	7,200
무형자산	479	421	389	363	344
투자자산	2,790	2,845	2,845	2,845	2,845
자산총계	**15,231**	**15,681**	**17,101**	**17,366**	**17,805**
유동부채	**5,133**	**5,831**	**5,976**	**5,771**	**5,651**
매입채무및기타채무	1,631	1,740	1,675	1,870	1,950
단기차입금및단기사채	2,239	2,675	2,975	2,575	2,375
유동성장기부채	655	709	709	709	709
비유동부채	**3,872**	**4,044**	**4,844**	**4,644**	**4,344**
사채및장기차입금	2,995	2,984	3,784	3,584	3,284
부채총계	**9,004**	**9,875**	**10,821**	**10,415**	**9,995**
자본금	821	821	821	821	821
자본잉여금	857	805	805	805	805
이익잉여금	4,497	4,176	4,676	5,345	6,205
비지배주주지분	137	78	83	83	83
자본총계	**6,227**	**5,806**	**6,281**	**6,950**	**7,810**

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	**727**	**1,206**	**1,119**	**823**	**1,325**
당기순이익	160	-249	554	750	956
현금유출이없는비용및수익	**670**	**1,348**	**750**	**745**	**758**
유형및무형자산상각비	440	561	568	589	615
영업관련자산부채변동	**-147**	**285**	**-10**	**-435**	**-87**
매출채권및기타채권의감소	667	147	-23	-304	-48
재고자산의감소	-171	38	182	-274	-89
매입채무및기타채무의증가	-550	0	-65	195	80
투자활동현금흐름	**-435**	**-1,111**	**-821**	**-285**	**-42**
CAPEX	-720	-1,165	-1,100	-700	-500
투자자산의순증	615	158	200	297	358
재무활동현금흐름	**-70**	**-43**	**832**	**-894**	**-808**
사채및차입금의 증가	1,463	718	1,100	-600	-500
자본금및자본잉여금의증가	20	-52	0	0	0
배당금지급	-58	-33	0	-48	-81
기타현금흐름	-3	8	-693	0	0
현금의증가	**219**	**60**	**437**	**-356**	**475**
기초현금	**805**	**1,024**	**1,085**	**1,522**	**1,166**
기말현금	**1,024**	**1,085**	**1,522**	**1,166**	**1,640**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**9,046**	**9,503**	**8,941**	**10,621**	**11,129**
매출원가	7,459	7,732	6,917	8,141	8,382
매출총이익	**1,587**	**1,771**	**2,024**	**2,480**	**2,747**
판관비	1,233	1,393	1,314	1,561	1,635
영업이익	**354**	**378**	**710**	**920**	**1,112**
EBITDA	**794**	**940**	**1,277**	**1,509**	**1,727**
영업외손익	**-66**	**-595**	**18**	**67**	**145**
금융손익	-136	-198	-206	-214	-197
투자손익	418	214	200	297	358
기타영업외손익	-348	-611	24	-16	-16
세전이익	**288**	**-217**	**729**	**987**	**1,258**
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**160**	**-249**	**554**	**750**	**956**
지배주주지분순이익	187	-238	548	750	956
비지배주주지분순이익	-26	-11	6	0	0
총포괄이익	**75**	**-251**	**554**	**750**	**956**
증감률(%YoY)					
매출액	-3.2	5.1	-5.9	18.8	4.8
영업이익	-53.2	6.8	87.7	29.5	20.9
EPS	-77.2	적전	흑전	36.8	27.4

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	1,139	-1,467	3,383	4,628	5,899
BPS	37,081	35,228	38,115	42,232	47,517
DPS	200	0	300	500	600
Multiple(배)					
P/E	17.7	NA	13.6	10.0	7.8
P/B	0.5	0.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.0	8.7	10.4	8.7	7.1
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.0	7.9	8.7	10.0
EBITDA마진	8.8	9.9	14.3	14.2	15.5
순이익률	1.8	-2.6	6.2	7.1	8.6
ROE	3.1	-4.0	9.2	11.5	13.1
ROA	1.1	-1.6	3.4	4.4	5.4
ROIC	2.6	5.0	6.1	7.4	8.8
안정성및기타					
부채비율(%)	144.6	170.1	172.3	149.9	128.0
이자보상배율(배)	2.2	1.7	3.0	3.7	4.9
배당성향(배)	20.3	0.0	8.7	10.7	10.0

자료: 한화솔루션, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

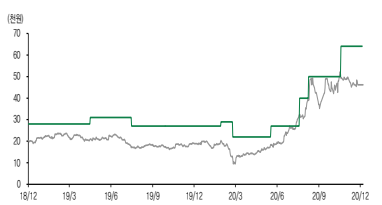
- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-10-07 기준) – **매수**(88.8%) **중립**(11.2%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

한화솔루션 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
18/11/14	Buy	28,000	-24.4	-15.0	20/09/01	Buy	50,000	-11.1	4.4
19/05/09	Buy	31,000	-32.0	-25.0	20/11/11	Buy	64,000	-	-
19/08/08	Buy	27,000	-33.2	-25.7					
20/02/21	Buy	29,000	-41.7	-34.1					
20/03/18	Buy	22,000	-34.3	-16.6					
20/06/10	Buy	27,000	-15.2	18.7					
20/08/12	Buy	40,000	-15.8	-0.1					

주: *표는 담당자 변경