

2021. 1. 27



▲ 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) 63,000 원

현재주가 (1.26) 54,600 원

상승여력 15.4%

KOSPI 3,140.31pt

시가총액 87,286억원

발행주식수 19,128만주

유동주식비율 63.59%

외국인비중 19.30%

52주 최고/최저가 57,200원/9,121원

평균거래대금 2,533.9억원

주요주주(%)

한화 외 5 인 36.20

국민연금공단 8.63

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 23.4 117.1 194.1

상대주가 10.3 52.1 110.4

주가그래프



한화솔루션 009830

태양광-수소 기반의 성장 Story 진행 중

- ✓ 4Q20 영업이익 1,154억원 추정, 원가 상승/일회성 요인으로 시장 예상치 하회 전망
- ✓ 2021년 글로벌 그린에너지 패러다임 정책 공조는 갈수록 강화될 전망
동사는 태양광 경쟁력 강화를 위한 투자 현재 진행 형: N-Type과 Perov.Tandem
또한 수소 생산/저장 사업을 위한 발빠른 움직임 시현 중, 주가 프리미엄 반영 가능
- ✓ 탄소배출 제로의 패러다임에서 태양광/수소 사업 기반이 마련되는 동사에게
투자의견 Buy와 적정주가 6.3만원(추정치 기준 EV/EBITDA 9배)을 유지

4Q20 Preview: 정기보수/일회성 요인으로 단기 이익 부진

동사의 4Q20 영업이익은 1,154억원을 추정한다. 기존 추정치 대비 -21% 하향 배경은 (1) 케미칼: 가성소다를 제외한 유화/화성 제품 강세 기조가 긍정적이거나, 원재료 외부 조달비용 비용 상승(YNCC 정기보수 연장)과 정기보수에 따른 일회성 요인으로 이익 부진 예상, (2) 태양광: 주요 판매 시장별 출하량 증가가 긍정적이었으나, 원가의 12%를 구성하는 태양광 유리wafer와 EVA시트 강세로 수익성이 악화, (3) 지분법 회사의 QoQ 이익 감소는 YNCC는 정기보수 기간 연장, 한화종합화학은 PX-PTA 부진 장기화이다. 당분기 정기보수 등 일회성 요인에 따른 추정치 하향은 예상 가능한 변수였고, 단기 수익성 부진이 주가에 미칠 부정적 영향은 적다고 판단한다.

2021년 태양광-수소부문 성장의 퍼즐을 맞춰가는 중

동사는 20.12월 투자 자원 마련을 위한 유상증자를 결정했다. 태양광(기술/Downstream)과 수소 경쟁력(수전해/저장) 확보를 위한 움직임이다. 규모의 경제가 확보된 태양광 사업의 추가 경쟁력 우위 변수는 기술 기반의 효율성 극대화이다. 동사는 출력저하 오류가 적고, 양면형 모듈에 적합한 N-Type 태양전지와 페로브스카이트 탠덤을 연구개발 중이다. 모듈 효율성 극대화를 추진 중이다. 또한 수소 생산의 수전해 설비 구축과 수소 저장탱크 사업을 위해 '시마론'을 인수하며 선제적 투자를 진행 중이다.

투자의견 Buy와 적정주가 6.3만원을 유지

유상증자 진행으로 19%의 희석 발생되나, 경쟁 기업들의 멀티플 상승으로 기존 적정주가 6.3만원(EV/EBITDA 9배)을 유지한다. 2021년 글로벌 탄소배출 제로를 향한 정책 공조가 강화되고 있다. 동사는 태양광 경쟁력 강화 및 수소 사업의 성장성에 따른 주가 프리미엄 또한 가능하겠다.

(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	1,103	-80.7	35,935	17.7	0.5	10.0	3.1	144.6
2019	9,503.3	378.3	-237.6	-1,423	-257.2	34,139	-12.8	0.5	8.7	-4.0	170.1
2020E	8,641.3	644.2	501.3	3,026	-305.7	36,875	15.3	1.3	10.0	8.5	139.5
2021E	9,197.7	1,000.4	967.8	5,200	81.3	36,675	10.7	1.5	9.8	14.7	120.4
2022E	10,298.7	1,086.0	955.5	4,994	-2.2	41,448	11.2	1.3	9.0	12.7	106.1

표1 한화솔루션 4Q20 실적 Preview 테이블

(십억원)	4Q20E	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,008.1	2,451.7	-18.1	2,428.4	-17.3	2,368.7	-15.2
영업이익	115.4	30.0	284.7	233.2	-50.5	156.3	-26.1
세전이익	133.5	-555.0	흑전	244.0	-45.3	141.6	-5.7
순이익(지배주주)	97.9	-494.4	흑전	190.6	-48.6	91.1	7.5
영업이익률(%)	5.7	1.2		9.6		6.6	
순이익률(%)	4.9	-20.2		7.8		3.8	

자료: Wlsefn, 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화솔루션 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	2,248.4	1,956.4	2,428.4	2,008.1	2,170.0	2,158.2	2,469.7	2,399.8	8,641.3	9,197.7	10,298.7
케미칼	830.4	781.1	883.1	864.2	1,006.7	970.3	1,031.0	987.1	3,358.8	3,995.1	4,050.6
첨단소재	190.5	149.2	206.8	190.4	192.4	196.9	217.1	192.3	736.9	798.7	817.5
리테일	95.9	109.8	109.3	146.0	148.9	150.4	151.9	153.4	461.0	604.6	629.0
태양광	905.8	742.8	891.3	922.5	931.7	945.7	1,156.1	1,171.1	3,462.4	4,204.6	5,200.4
기타	225.8	173.5	337.9	238.8	244.0	248.5	267.3	249.7	976.0	1,009.5	1,015.9
영업이익	159.0	136.6	233.2	115.4	210.1	227.5	292.1	270.8	644.2	1,000.5	1,085.9
%OP	7.1%	7.0%	9.6%	5.7%	9.7%	10.5%	11.8%	11.3%	7.5%	10.9%	10.5%
케미칼	63.6	92.8	158.8	63.8	142.8	149.0	149.1	132.5	379.0	573.4	548.2
첨단소재	-4.2	-8.2	7.6	2.1	-5.8	3.0	7.6	-3.8	-2.7	1.0	3.6
리테일	-5.1	-3.8	1.3	5.8	-3.0	-9.0	3.0	12.3	-1.8	3.3	8.2
태양광	104.6	52.4	35.8	53.5	67.1	77.5	119.8	136.3	246.3	400.7	505.6
기타	8.2	-4.7	12.0	-6.6	7.0	5.9	13.2	-6.2	8.9	19.9	19.5
세전이익	51.2	189.9	244.0	133.5	281.5	338.6	383.7	375.7	618.6	1,379.5	1,424.3
순이익(지배주주)	64.8	148.1	190.6	97.9	199.9	241.0	267.8	259.1	501.4	967.8	955.5
%YoY											
매출액	0.5	-17.6	-0.5	-18.1	-3.5	10.3	1.7	19.5	-9.1	6.4	12.0
영업이익	61.7	40.1	52.9	284.7	32.1	66.5	25.3	134.7	70.3	55.3	8.5
세전이익	-67.4	331.6	79.4	흑전	449.8	78.3	57.3	181.4	흑전	123.0	3.2
순이익(지배)	-45.1	483.1	68.1	흑전	208.5	62.7	40.5	164.7	흑전	93.0	-1.3
%QoQ											
매출액	-8.3	-13.0	24.1	-17.3	8.1	-0.5	14.4	-2.8			
영업이익	430.0	-14.1	70.7	-50.5	82.1	8.3	28.4	-7.3			
세전이익	흑전	270.9	28.5	-45.3	110.9	20.3	13.3	-2.1			
순이익(지배주주)	흑전	128.5	28.7	-48.6	104.2	20.6	11.1	-3.2			

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



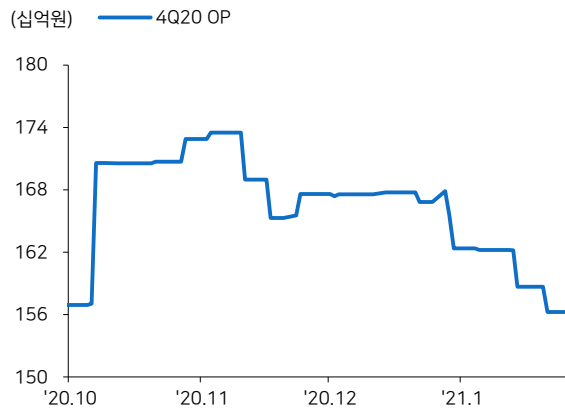
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



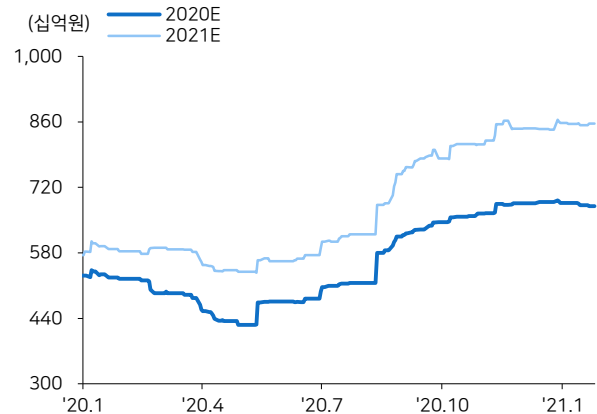
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화솔루션 4Q20 영업이익 컨센서스 추이



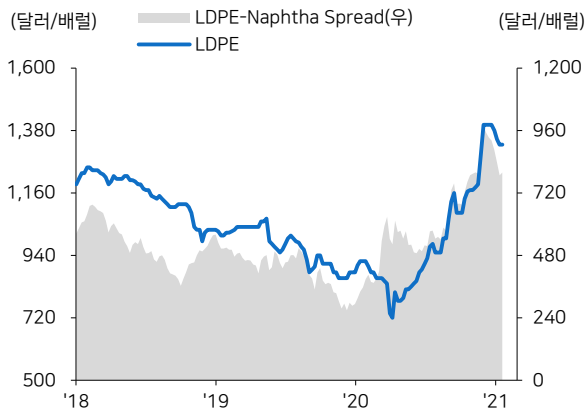
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화솔루션 연간 영업이익 컨센서스 추이



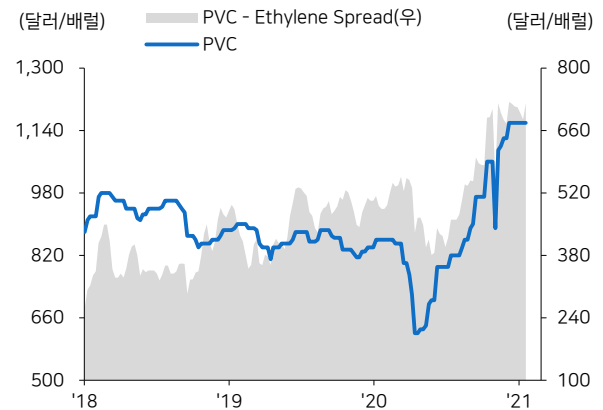
자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 LDPE 가격 및 스프레드 추이



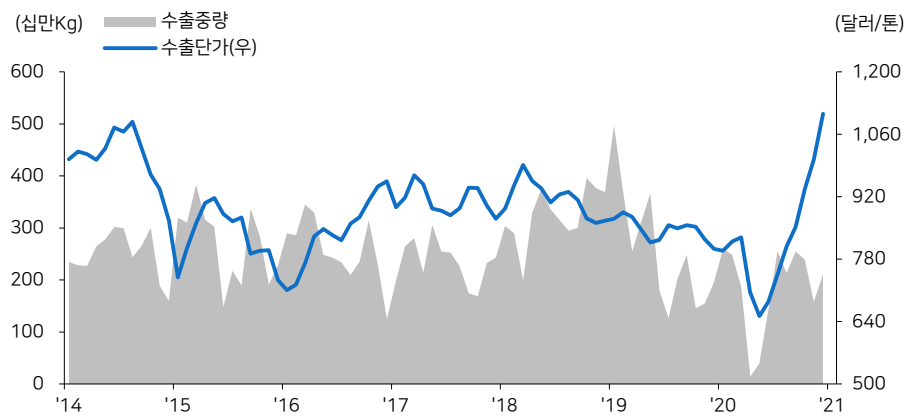
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 PVC 가격 및 스프레드 추이



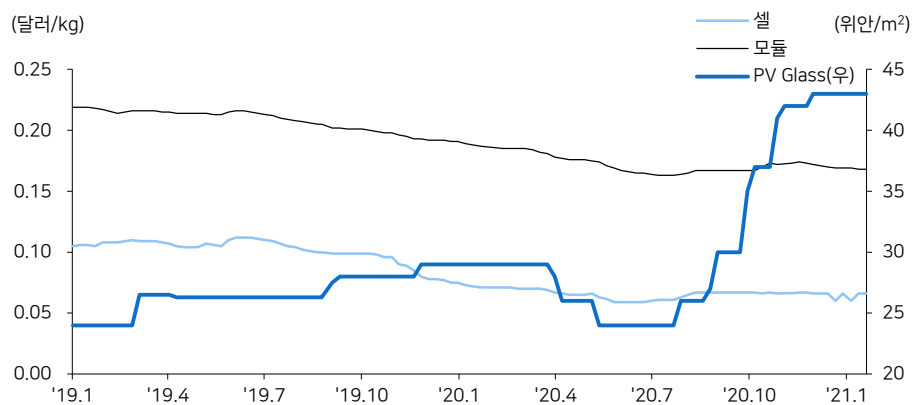
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내 인도항 PVC 수출 데이터



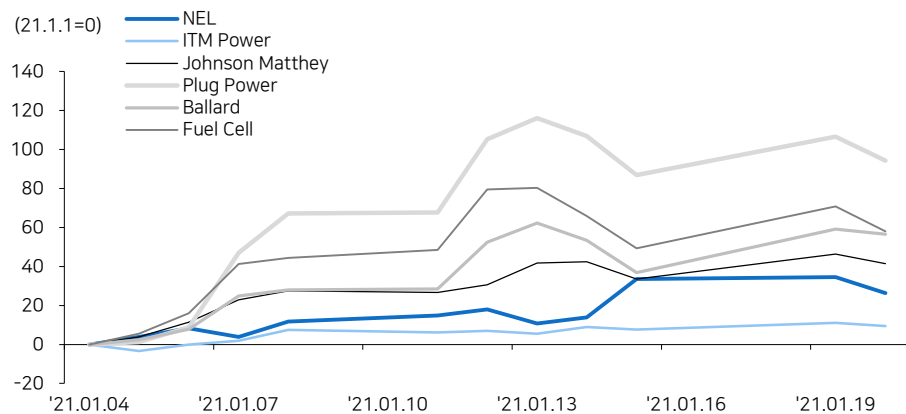
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림8 태양광 제품별 가격 동향



자료: PV Insight, Infolink, 메리츠증권 리서치센터

그림9 수소 관련 기업 주가 변동 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 수소 기업 Peer Valuation

구분		PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
수소생산	NEL	N/A	N/A	N/A	10.1	10.3	10.6	N/A	N/A	4,966.2	-5.0	-2.1	-2.6
	ITM POWER	N/A	N/A	N/A	43.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-30.2	-13.3	-5.6
	JOHNSON MATTHEY	14.7	18.5	14.0	2.0	1.9	1.8	9.2	10.6	9.1	14.0	10.5	12.5
	평균	14.7	18.5	14.0	18.4	6.1	6.2	9.2	10.6	2,487.6	-7.1	-1.6	1.4
수소 연료전지	BLOOM ENERGY	N/A	N/A	156.5	167.4	40.3	30.6	212.0	85.4	47.9	-86.6	11.6	46.9
	PLUG POWER	N/A	N/A	N/A	48.7	57.6	58.7	1,098.8	553.6	277.1	-4.5	-2.8	N/A
	BALLARD POWER	N/A	N/A	N/A	14.5	15.3	11.4	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	FUELCELL ENERGY	N/A	N/A	N/A	50.1	22.6	120.3	N/A	N/A	N/A	-80.3	-19.8	-73.9
	평균	N/A	N/A	156.5	70.2	33.9	55.2	655.4	319.5	162.5	-57.1	-3.7	-13.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 태양광 기업 Peer Valuation

구분		PER(배)			PBR(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
폴리 실리콘	GCL-POLY	N/A	N/A	N/A	2.0	2.0	2.0	17.6	15.3	16.5	-6.1	-2.0	-0.7
	WACKER CHEMIE	36.8	21.5	19.0	3.0	2.5	2.3	10.1	7.0	6.9	9.3	15.1	13.4
	OCI	N/A	24.1	16.2	1.0	0.9	0.9	55.9	10.7	8.8	-3.0	4.0	5.6
	TBEA	22.8	19.6	18.9	1.3	1.3	1.2	15.1	14.2	13.7	5.5	6.4	6.4
	TONGWEI	42.5	35.0	27.6	8.0	6.7	5.5	29.6	22.3	18.2	20.3	20.1	20.3
	REC SILICON	N/A	N/A	N/A	8.8	19.2	55.9	35.7	45.1	56.4	-92.8	-58.3	-103.9
	평균	34.0	25.0	20.4	4.0	5.4	11.3	27.3	19.1	20.1	-11.1	-2.5	-9.8
웨이퍼	GCL-POLY	N/A	N/A	N/A	2.0	2.0	2.0	17.6	15.3	16.5	-6.1	-2.0	-0.7
	LONGI	51.9	40.0	32.7	12.4	9.8	7.7	38.2	29.3	23.9	24.7	24.9	23.9
	CANADIAN SOLAR	36.3	28.9	21.9	2.1	1.9	1.7	16.0	13.0	11.5	6.8	9.1	10.0
	TIANJIN ZHONGHUAN	67.2	49.4	37.6	5.5	4.9	4.4	24.5	19.0	15.5	8.0	9.8	11.3
	평균	51.8	39.5	30.7	5.5	4.7	4.0	24.1	19.2	16.9	8.4	10.5	11.1
셀	한화솔루션	14.9	9.3	9.4	1.3	1.3	1.1	9.8	9.9	9.0	8.8	14.5	12.6
	TONGWEI	42.5	35.0	27.6	8.0	6.7	5.5	29.6	22.3	18.2	20.3	20.1	20.3
	CANADIAN	36.3	28.9	21.9	2.1	1.9	1.7	16.0	13.0	11.5	6.8	9.1	10.0
	평균	32.3	26.0	20.6	3.9	3.3	2.8	18.9	15.0	12.9	11.9	13.1	13.5
모듈	한화솔루션	14.9	9.3	9.4	1.3	1.3	1.1	9.8	9.9	9.0	8.8	14.5	12.6
	CANADIAN SOLAR	36.3	28.9	21.9	2.1	1.9	1.7	16.0	13.0	11.5	6.8	9.1	10.0
	FIRST SOLAR	28.1	29.2	30.4	2.0	1.9	1.8	16.5	14.2	14.4	6.9	6.2	6.2
	SUNPOWER	N/A	152.2	65.5	40.4	27.8	20.1	271.0	69.6	46.5	1,013.9	108.1	62.6
	평균	27.5	56.1	32.6	11.5	8.2	6.2	78.7	26.6	20.4	259.0	33.4	22.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,046.0	9,503.3	8,641.3	9,197.7	10,298.7
매출액증가율 (%)	-3.2	5.1	-9.1	6.4	12.0
매출원가	7,458.6	7,732.1	6,771.4	6,877.7	7,735.3
매출총이익	1,587.5	1,771.2	1,869.9	2,320.0	2,563.4
판매관리비	1,233.1	1,392.8	1,225.7	1,319.5	1,477.4
영업이익	354.4	378.3	644.2	1,000.4	1,086.0
영업이익률	3.9	4.0	7.5	10.9	10.5
금융손익	-135.6	-198.2	-190.8	-158.7	-151.4
중속/관계기업손익	417.8	213.8	183.0	496.8	449.8
기타영업외손익	-348.2	-611.4	24.8	41.0	40.0
세전계속사업이익	288.3	-217.4	618.5	1,379.5	1,424.4
법인세비용	127.9	31.4	110.7	344.9	384.6
당기순이익	160.4	-248.9	507.8	1,034.6	1,039.8
지배주주지분 순이익	186.7	-237.6	501.3	967.8	955.5

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,012.5	5,322.7	4,948.5	4,937.7	5,123.1
현금및현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,595.5	968.7	712.4
매출채권	1,651.9	1,504.5	1,222.8	1,461.3	1,632.4
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,336.7	1,597.5	1,784.4
비유동자산	10,219.0	10,358.5	9,886.4	10,910.6	11,761.8
유형자산	6,684.1	6,594.0	6,600.3	7,189.6	7,730.9
무형자산	479.4	421.2	395.1	386.0	377.5
투자자산	2,790.0	2,845.3	2,313.1	2,757.1	3,075.5
자산총계	15,231.5	15,681.1	14,835.0	15,848.3	16,884.9
유동부채	5,132.5	5,831.0	4,802.3	5,082.8	5,269.7
매입채무	1,158.9	1,207.3	937.2	1,120.0	1,251.1
단기차입금	2,238.7	2,675.3	2,888.6	2,838.6	2,788.6
유동성장기부채	654.8	709.3	319.5	319.5	319.5
비유동부채	3,871.9	4,044.3	3,839.3	3,574.8	3,421.9
사채	1,122.8	1,330.1	1,628.8	1,428.8	1,328.8
장기차입금	1,872.2	1,654.0	1,187.2	987.2	837.2
부채총계	9,004.4	9,875.3	8,641.7	8,657.6	8,691.7
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	857.0	804.5	795.4	795.4	795.4
기타포괄이익누계액	-81.3	-70.5	-72.5	-72.5	-72.5
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,592.1	5,522.7	6,440.9
비지배주주지분	137.1	77.7	67.5	134.3	218.6
자본총계	6,227.1	5,805.9	6,193.3	7,190.7	8,193.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	726.7	1,206.1	867.4	945.9	1,090.7
당기순이익(손실)	160.4	-248.9	507.8	1,034.6	1,039.8
유형자산상각비	426.5	528.7	565.7	410.7	458.7
무형자산상각비	13.6	32.5	25.2	9.1	8.5
운전자본의 증감	-146.8	285.4	-365.6	-170.5	-117.9
투자활동 현금흐름	-434.6	-1,110.7	482.6	-934.8	-859.7
유형자산의증가(CAPEX)	-720.1	-1,165.3	-944.2	-1,000.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	614.8	158.5	715.2	52.8	131.4
재무활동 현금흐름	-69.6	-42.6	-843.6	-638.0	-487.3
차입금의 증감	1,462.8	718.3	-330.6	-435.6	-289.7
자본의 증가	19.5	-52.5	-9.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	219.1	60.4	511.0	-626.9	-256.3
기초현금	805.0	1,024.1	1,084.5	1,595.5	968.7
기말현금	1,024.1	1,084.5	1,595.5	968.7	712.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	53,548	56,861	52,201	49,432	53,841
EPS(지배주주)	1,103	-1,423	3,026	5,200	4,994
CFPS	4,915	6,575	7,352	7,854	8,329
EBITDAPS	4,703	5,621	7,461	7,633	8,120
BPS	35,935	34,139	36,875	36,675	41,448
DPS	194	194	194	194	194
배당수익률(%)	1.0	1.1	0.4	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	17.7	-12.8	15.3	10.7	11.2
PCR	4.0	2.8	6.3	7.1	6.7
PSR	0.4	0.3	0.9	1.1	1.0
PBR	0.5	0.5	1.3	1.5	1.3
EBITDA	794.4	939.5	1,235.1	1,420.3	1,553.2
EV/EBITDA	10.0	8.7	10.0	9.8	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.1	-4.0	8.5	14.7	12.7
EBITDA 이익률	8.8	9.9	14.3	15.4	15.1
부채비율	144.6	170.1	139.5	120.4	106.1
금융비용부담률	1.8	2.4	2.4	1.9	1.6
이자보상배율(x)	2.2	1.7	3.0	5.8	6.8
매출채권회전율(x)	5.5	6.0	6.3	6.9	6.7
재고자산회전율(x)	6.9	6.4	6.1	6.3	6.1

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 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	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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	-	-	