



하나금융그룹

2021년 02월 19일 | Equity Research

# 한화솔루션 (009830)

## 역사적 Valuation 고점을 넘길 태양광 실적이 필요

### 4Q20 영업이익 컨센 55% 하회

4Q20 영업이익은 654억원(QoQ -72%, YoY +118%)으로 컨센(1,464억원)을 55% 하회했다. 지배순익은 -943억원으로 적자였다. 태양광 및 기타 손상차산 1,300억원이 가량이 반영된 영향이다. 영업이익이 컨센을 하회한 것은 ① 전사에 걸쳐 성과급 600억원이 반영(태양광 200억원+석유화학 400억원)되었고 ② 석유화학 정기보수에 따른 기회손실 및 원료 공급 자회사인 YNCC의 정기보수에 따라 원가 투입 부담 상승 ③ EVA시트, 글라스, 웨이퍼 등의 원가부담으로 태양광이 적자전환(영업이익 -24억원 기록)한 영향이다.

### 1Q21 영업이익 영업이익 QoQ 대폭 개선. 석유화학 덕분

1Q21 영업이익은 2,058억원(QoQ +215%, YoY +23%)으로 개선될 것이다. 전분기에 발생한 성과급, 석유화학 정기보수 기회손실이 제거되는 가운데, 최근 LDPE/PVC/TDI 개선이 석유화학을 견인(영업이익 1,573억원 추정, QoQ +138%)할 것으로 예상하기 때문이다. 지분법 또한 ① YNCC의 정기보수 종료 후 재가동 ② 한화종합화학의 PX/PTA 반등에 따라 뚜렷한 개선이 전망된다. 다만, 태양광의 원가부담은 지속될 가능성이 높다. 1Q21 태양광 영업이익은 전분기에 발생한 성과급 제거로 279억원으로 흑자전환 하겠으나, 원가부담 영향으로 개선폭은 제한적일 것으로 추정한다.

### 역사적 Valuation 고점을 넘길 태양광 실적이 필요하다

BUY, TP 6.6만원을 유지한다. 회사는 4Q20 컨콜을 통해 ① 2023~24년 폐로브스카이트 태양전지 양산 ② 분산전원 기반 전력 발전/소매사업 확장 ③ 대형 프로젝트 개발/인수(2022~25년 28GW) 및 매각(2022년~25년 15GW) 등 태양광 사업의 중장기 성장 로드맵을 제시했다. 결국 차세대 셀/모듈 판매에서부터 종합 에너지솔루션 사업자로의 변신을 꾀하겠다는 계획이다. 이는 대규모 셀/모듈 증설 계획을 가진 중국과의 경쟁을 피할 수 있다는 점, 또한 중장기 성장관점에서 긍정적이다. 하지만, 현 주가는 12M Fwd PBR 1.6 배 수준으로 과거 2007년, 2011년 고점까지 도달했다. 지금부터 주가가 역사적 Valuation 고점을 넘기기 위해서는 의미 있는 태양광 실적 개선이 동반되어야 할 것으로 판단한다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 66,000원 | CP(2월18일): 51,300원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,086.66		
52주 최고/최저(원)	57,200/9,121	매출액(십억원)	8,985.7 10,342.3
시가총액(십억원)	8,210.0	영업이익(십억원)	673.3 851.3
시가총액비중(%)	0.38	순이익(십억원)	509.1 713.6
발행주식수(천주)	191,278.5	EPS(원)	3,013 3,721
60일 평균 거래량(천주)	3,562,507.1	BPS(원)	38,075 38,651
60일 평균 거래금액(십억원)	182.2		
20년 배당금(예상,원)	194		
20년 배당수익률(예상,%)	0.42		
외국인지분율(%)	18.63		
주요주주 지분율(%)			
한화 외 5 인	36.20		
국민연금공단	8.83		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대 (3.7) 71.5 183.0			
상대 (5.2) 31.8 102.5			

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	9,046.0	9,503.3	9,195.0	10,845.3	11,373.2
영업이익	십억원	354.3	378.3	594.2	875.5	963.0
세전이익	십억원	288.3	(217.4)	418.0	961.9	1,079.7
순이익	십억원	186.7	(237.6)	309.1	709.1	796.0
EPS	원	1,098	(1,412)	1,855	3,788	4,137
증감율	%	(77.20)	적전	흑전	104.20	9.21
PER	배	17.83	(12.94)	25.03	13.65	12.50
PBR	배	0.54	0.54	1.28	1.49	1.34
EV/EBITDA	배	10.01	8.75	10.82	9.03	8.17
ROE	%	3.08	(4.02)	5.27	11.18	11.27
BPS	원	35,934	34,139	36,146	34,732	38,676
DPS	원	194	194	194	194	194



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

표 1. 한화솔루션 4Q20 실적 Review

	4Q20F	3Q20	4Q19	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,561.8	2,428.4	2,451.7	4.5	5.5	2350.7	9.0
영업이익	65.4	233.2	30.0	118.0	-72.0	146.4	-55.3
세전이익	-109.8	265.3	-555.1	80.2	-141.4		N/A
순이익	-94.3	190.6	-494.4	80.9	-149.5	94.1	-200.2
영업이익률	2.6	9.6	1.2	1.3	-7.1	6.2	-3.7
세전이익률	-4.3	10.9	-22.6	18.4	-15.2	0.0	-4.3
순이익률	-3.7	7.8	-20.2	16.5	-11.5	4.0	-7.7

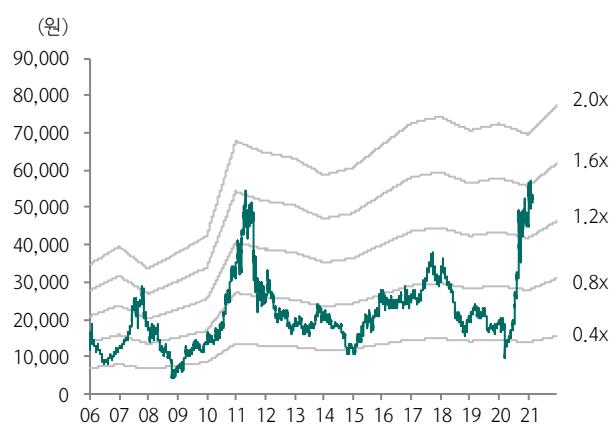
자료: 하나금융투자

표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	9,195.0	8,848.4	3.9	10,845.3	9,743.5	11.3
영업이익	594.2	669.8	-11.3	875.5	844.4	3.7
세전이익	418.0	659.0	-36.6	961.9	1,024.6	-6.1
순이익	309.1	490.8	-37.0	709.1	743.5	-4.6
영업이익률	6.5	7.6	-1.1	8.1	8.7	-0.6
세전이익률	4.5	7.4	-2.9	8.9	10.5	-1.6
순이익률	3.4	5.5	-2.2	6.5	7.6	-1.1

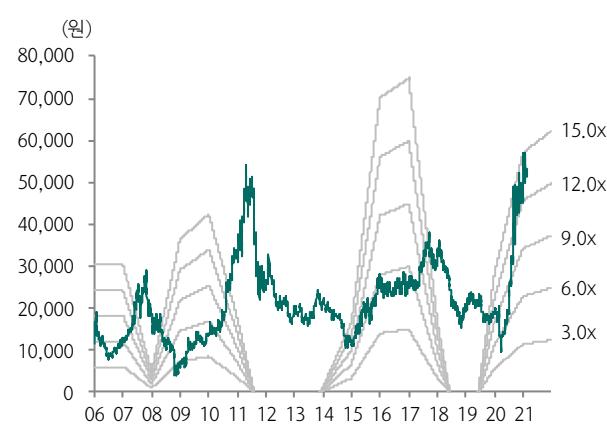
자료: 하나금융투자

그림 1. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	FY2019	FY2020P	FY2021F	FY2022F
매출액	2,248.4	1,956.4	2,428.4	2,561.8	2,546.1	2,692.1	2,781.6	2,825.5	9,503.2	9,195.0	10,845.3	11,373.2
QoQ(%)	-8.3%	-13.0%	24.1%	5.5%	-0.6%	5.7%	3.3%	1.6%				
YoY(%)	0.5%	-17.6%	-0.5%	4.5%	13.2%	37.6%	14.5%	10.3%	5.1%	-3.2%	17.9%	4.9%
케미칼	830.4	781.1	883.1	831.9	1,061.3	1,094.1	1,118.5	1,144.1	3,480.5	3,326.5	4,418.0	4,834.1
태양광	905.8	742.8	891.3	1,162.4	999.3	1,071.6	1,118.0	1,129.0	3,555.2	3,702.3	4,317.9	4,389.1
첨단소재	190.5	149.2	206.8	205.4	203.0	224.7	221.3	211.9	807.0	751.9	860.9	871.6
리테일	95.9	109.8	109.3	137.7	92.9	105.7	128.9	147.1	593.6	452.7	474.6	500.6
기타	225.8	173.5	337.9	224.4	189.6	196.0	194.8	193.6	1,020.0	961.6	774.0	777.9
영업이익	167.1	128.5	233.2	65.4	205.8	192.7	251.0	225.9	409.3	594.2	875.5	963.0
영업이익률(%)	7.4%	6.6%	9.6%	2.6%	8.1%	7.2%	9.0%	8.0%	4.3%	6.5%	8.1%	8.5%
QoQ(%)	457.0%	-23.1%	81.5%	-72.0%	214.7%	-6.4%	30.3%	-10.0%				
YoY(%)	60.1%	5.0%	53.0%	118.0%	23.2%	49.9%	7.6%	245.5%	19.7%	45.2%	47.3%	10.0%
케미칼	63.6	92.8	158.8	66.0	157.3	159.7	162.1	163.3	258.4	381.2	642.5	678.6
영업이익률(%)	7.7%	11.9%	18.0%	7.9%	14.8%	14.6%	14.5%	14.3%	7.4%	11.5%	14.5%	14.0%
QoQ(%)	412.9%	45.9%	71.1%	-58.4%	138.4%	1.5%	1.5%	0.7%				
YoY(%)	-19.7%	29.6%	66.8%	432.3%	147.4%	72.1%	2.1%	147.4%	-30.1%	47.5%	68.5%	5.6%
태양광	104.6	52.4	35.8	-2.4	27.9	40.7	53.6	54.7	181.0	190.4	176.8	218.1
영업이익률(%)	11.5%	7.1%	4.0%	-0.2%	2.8%	3.8%	4.8%	4.8%	5.1%	5.1%	4.1%	5.0%
QoQ(%)	97.7%	-49.9%	-31.7%	적전	흑전	45.6%	31.8%	2.0%				
YoY(%)	252.2%	69.6%	-47.0%	적전	-73.3%	-22.4%	49.7%	흑전	흑전	5.2%	-7.1%	23.3%
첨단소재	-4.2	-8.2	7.6	-2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	-29.8	-7.6	11.8	12.7
영업이익률(%)	-2.2%	-5.5%	3.7%	-1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	-3.7%	-1.0%	1.4%	1.5%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	흑전	2.0%	2.0%	2.0%				
YoY(%)	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-60.9%	흑전	적지	적지	흑전	8.2%
리테일	-5.1	-3.8	1.3	10.4	10.0	-3.5	1.4	13.1	7.6	2.8	21.0	27.5
영업이익률(%)	-5.3%	-3.5%	1.2%	7.6%	10.8%	-3.3%	1.1%	8.9%	1.3%	0.6%	4.4%	5.5%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	700.0%	-3.6%	적전	흑전	862.9%				
YoY(%)	적전	적지	흑전	30.0%	흑전	적지	4.7%	26.0%	-60.2%	-63.2%	651.2%	30.6%
기타	8.2	-4.7	29.7	-5.8	9.0	-5.2	32.7	-6.4	42.0	27.4	30.1	33.2
영업이익률(%)	3.6%	-2.7%	8.8%	-2.6%	4.8%	-2.6%	16.8%	-3.3%	4.1%	2.8%	3.9%	4.3%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전				
YoY(%)	-36.4%	적전	172.5%	적지	10.0%	적지	10.0%	적지	흑전	-34.8%	10.0%	10.0%
지분법이익	-89.3	123.2	93.2	33.1	75.3	76.5	77.8	79.0	213.8	160.2	308.7	328.8
QoQ(%)	적전	흑전	-24.4%	-64.5%	127.5%	1.6%	1.6%	1.6%				
YoY(%)	적전	287.4%	15.1%	635.6%	흑전	-37.9%	-16.5%	138.8%	-48.8%	-25.1%	92.7%	6.5%
당기순이익	64.0	147.3	189.7	-99.3	171.4	162.4	207.7	189.5	-248.9	301.7	731.0	820.6
당기순익률(%)	2.8%	7.5%	7.8%	-3.9%	6.7%	6.0%	7.5%	6.7%	-2.6%	3.3%	6.7%	7.2%
QoQ(%)	흑전	129.9%	28.8%	적전	흑전	-5.3%	27.9%	-8.7%				
YoY(%)	-46.5%	541.0%	70.1%	적지	167.7%	10.2%	9.5%	흑전	적전	흑전	142.3%	12.3%
지배순이익	64.8	148.1	190.6	-94.3	166.3	157.5	201.4	183.9	-237.6	309.1	709.1	796.0

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>9,046.0</b>	<b>9,503.3</b>	<b>9,195.0</b>	<b>10,845.3</b>	<b>11,373.2</b>
매출원가	7,458.6	7,732.1	7,137.8	8,386.2	8,696.1
매출총이익	1,587.4	1,771.2	2,057.2	2,459.1	2,677.1
판관비	1,233.1	1,392.8	1,463.0	1,583.6	1,714.1
<b>영업이익</b>	<b>354.3</b>	<b>378.3</b>	<b>594.2</b>	<b>875.5</b>	<b>963.0</b>
금융손익	(135.6)	(198.2)	(207.4)	(204.5)	(194.3)
종속/관계기업순익	417.8	213.8	160.2	308.7	328.8
기타영업외손익	(348.2)	(611.4)	(129.0)	(17.8)	(17.8)
<b>세전이익</b>	<b>288.3</b>	<b>(217.4)</b>	<b>418.0</b>	<b>961.9</b>	<b>1,079.7</b>
법인세	127.9	31.4	116.2	230.8	259.1
계속사업이익	160.4	(248.9)	301.7	731.0	820.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>160.4</b>	<b>(248.9)</b>	<b>301.7</b>	<b>731.0</b>	<b>820.6</b>
비지배주주지분 순이익	(26.2)	(11.2)	(7.4)	21.9	24.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>186.7</b>	<b>(237.6)</b>	<b>309.1</b>	<b>709.1</b>	<b>796.0</b>
지배주주지분포괄이익	108.1	(230.2)	276.9	670.9	753.1
NOPAT	197.2	433.0	428.9	665.3	731.9
EBITDA	794.4	939.5	1,164.9	1,456.1	1,474.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(3.17)	5.06	(3.24)	17.95	4.87
NOPAT증가율	(66.70)	119.57	(0.95)	55.12	10.01
EBITDA증가율	(33.35)	18.27	23.99	25.00	1.26
영업이익증가율	(53.16)	6.77	57.07	47.34	9.99
(지배주주)순익증가율	(77.36)	적전	흑전	129.41	12.25
EPS증가율	(77.20)	적전	흑전	104.20	9.21
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	17.55	18.64	22.37	22.67	23.54
EBITDA이익률	8.78	9.89	12.67	13.43	12.96
영업이익률	3.92	3.98	6.46	8.07	8.47
계속사업이익률	1.77	(2.62)	3.28	6.74	7.22

## 투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,098	(1,412)	1,855	3,788	4,137
BPS	35,934	34,139	36,146	34,732	38,676
CFPS	4,882	6,531	6,651	8,864	8,825
EBITDAPS	4,671	5,584	6,989	7,778	7,663
SPS	53,195	56,481	55,172	57,938	59,112
DPS	194	194	194	194	194
<b>주가지표(배)</b>					
PER	17.83	(12.94)	25.03	13.65	12.50
PBR	0.54	0.54	1.28	1.49	1.34
PCFR	4.01	2.80	6.98	5.83	5.86
EV/EBITDA	10.01	8.75	10.82	9.03	8.17
PSR	0.37	0.32	0.84	0.89	0.87
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	3.08	(4.02)	5.27	11.18	11.27
ROA	1.29	(1.54)	1.96	4.30	4.53
ROIC	2.66	5.30	5.25	7.99	8.92
부채비율	144.60	170.09	160.86	152.57	139.16
순부채비율	72.32	87.53	79.09	69.76	47.66
이자보상배율(배)	2.21	1.67	2.49	3.66	4.03

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>5,012.5</b>	<b>5,322.6</b>	<b>5,486.9</b>	<b>6,173.3</b>	<b>7,491.4</b>
금융자산	1,435.1	1,575.5	1,850.9	1,942.3	3,070.2
현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,375.8	1,382.1	2,482.8
매출채권	1,651.9	1,504.4	1,455.6	1,716.9	1,800.5
재고자산	1,467.5	1,479.9	1,431.9	1,688.9	1,771.1
기타유동자산	458.0	762.8	748.5	825.2	849.6
<b>비유동자산</b>	<b>10,219.0</b>	<b>10,358.5</b>	<b>10,357.1</b>	<b>10,932.1</b>	<b>10,576.1</b>
투자자산	2,790.0	2,845.3	2,754.5	3,240.2	3,395.5
금융자산	167.6	124.5	122.0	135.1	139.4
유형자산	6,684.1	6,594.0	6,710.0	6,821.3	6,327.8
무형자산	479.4	421.2	394.5	372.7	354.8
기타비유동자산	265.5	498.0	498.1	497.9	498.0
<b>자산총계</b>	<b>15,231.5</b>	<b>15,681.1</b>	<b>15,844.0</b>	<b>17,105.4</b>	<b>18,067.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,132.5</b>	<b>5,831.0</b>	<b>5,753.2</b>	<b>6,169.8</b>	<b>6,303.1</b>
금융부채	2,930.4	3,454.3	3,452.0	3,464.1	3,468.0
매입채무	1,158.9	1,207.2	1,168.1	1,377.7	1,444.8
기타유동부채	1,043.2	1,169.5	1,133.1	1,328.0	1,390.3
<b>비유동부채</b>	<b>3,871.9</b>	<b>4,044.3</b>	<b>4,017.0</b>	<b>4,163.1</b>	<b>4,209.8</b>
금융부채	3,008.4	3,202.9	3,202.9	3,202.9	3,202.9
기타비유동부채	863.5	841.4	814.1	960.2	1,006.9
<b>부채총계</b>	<b>9,004.4</b>	<b>9,875.3</b>	<b>9,770.2</b>	<b>10,332.9</b>	<b>10,512.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>6,090.0</b>	<b>5,728.1</b>	<b>6,004.6</b>	<b>6,682.6</b>	<b>7,441.3</b>
자본금	821.2	821.2	821.2	821.2	821.2
자본잉여금	857.0	804.5	804.5	804.5	804.5
자본조정	(3.4)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
기타포괄이익누계액	(81.3)	(70.5)	(70.5)	(70.5)	(70.5)
이익잉여금	4,496.5	4,175.9	4,452.4	5,130.3	5,889.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>137.1</b>	<b>77.7</b>	<b>69.2</b>	<b>89.9</b>	<b>113.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>6,227.1</b>	<b>5,805.8</b>	<b>6,073.8</b>	<b>6,772.5</b>	<b>7,554.7</b>
순금융부채	4,503.7	5,081.6	4,804.0	4,724.7	3,600.7

## 현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>726.7</b>	<b>1,206.1</b>	<b>990.9</b>	<b>1,435.7</b>	<b>1,441.0</b>
당기순이익	160.4	(248.9)	301.7	731.0	820.6
조정	71	117	69	70	62
감가상각비	440.1	561.2	570.7	580.6	511.4
외환거래손익	67.3	13.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(358.2)	(175.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(78.2)	(282.1)	(501.7)	(510.6)	(449.4)
영업활동 자산부채 변동	(146.8)	285.4	(1.4)	7.3	2.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(434.6)</b>	<b>(1,110.7)</b>	<b>(435.7)</b>	<b>(1,119.9)</b>	<b>(51.3)</b>
투자자산감소(증가)	614.8	158.5	89.6	(486.8)	(156.5)
자본증가(감소)	(664.0)	(1,138.0)	(660.0)	(670.0)	0.0
기타	(385.4)	(131.2)	134.7	36.9	105.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(69.6)</b>	<b>(42.6)</b>	<b>(273.6)</b>	<b>(258.0)</b>	<b>(272.6)</b>
금융부채증가(감소)	1,462.8	718.3	(2.3)	12.1	3.9
자본증가(감소)	19.5	(52.5)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,494.4)	(675.5)	(238.7)	(238.9)	(239.2)
배당지급	(57.5)	(32.9)	(32.6)	(31.2)	(37.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>219.1</b>	<b>60.4</b>	<b>291.3</b>	<b>6.3</b>	<b>1,100.7</b>
Unlevered CFO	830.2	1,098.8	1,108.5	1,659.3	1,697.9
Free Cash Flow	6.6	40.8	330.9	765.7	1,441.0



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

#### 한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.10.11	BUY	66,000		
20.8.25	BUY	46,000	-8.75%	7.07%
20.5.12	BUY	24,000	-8.33%	34.79%
20.4.7	BUY	20,000	-29.60%	-25.25%
19.11.14	BUY	27,000	-35.73%	-24.81%
19.10.4	BUY	25,000	-31.01%	-25.80%
19.7.9	BUY	30,000	-38.38%	-27.00%
19.5.9	BUY	28,000	-22.80%	-16.96%

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

#### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.83%	7.17%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 02월 16일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 2월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 2월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.