

SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sks.co.kr
02-3773-8477

Company Data

자본금	978 십억원
발행주식수	19,240 만주
자사주	70 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,445 십억원
주요주주	
한화(외3)	36.47%
국민연금공단	9.87%
외국인지분률	17.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/07/02)	44,150 원
KOSPI	3,281.78 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	57,200 원
52주 최저가	18,272 원
60일 평균 거래대금	72 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-3.6%
6개월	-4.9%	-16.7%
12개월	140.4%	56.4%

한화솔루션 (009830/KS | 매수(신규) | T.P 56,000 원(신규))

고비를 넘기면 빛날 투자

2Q 영업이익은 2,879 억원이 예상돼 컨센서스와 상회하는 실적 기대. 가성소다를 비롯 케미칼 강세가 실적 상승을 견인. 태양광은 길어지는 폴리시리콘/웨이퍼 강세가 실적에 부담인 구간. 다만, 선제적인 차세대 셀 타입 투자 그리고 셀/모듈 판매를 넘어선 태양광 발전 비즈니스 확장은 향후 수익성 제고의 기회를 제공할 것. Valuation은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.22 부여, 목표주가 56,000 원 투자의견 매수를 제시함

케미칼의 호조, 태양광은 부담

2분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 2조 8,992 억원, 2,879 억원이 예상돼 7/2 일 기준 컨센서스(2.7조원 / 2,727 억원) 소폭 상회하는 수준을 예상한다. 실적 강세를 이끈 요인은 케미칼 부문으로 예상한다. LDPE/LLDPE 1분기 대비 부진했으나 상대적으로 PVC(제품가격 기준 1Q \$1,293/t → 2Q \$1,447/t), 가성소다(제품가격 기준 1Q \$230/t → 2Q \$307/t)가 견조하면서 케미칼 강세는 지속 됐을 것으로 판단한다. 반면에 태양광은 모듈 부문의 웨이퍼 원가 부담 지속되며 적자 지속될 것으로 예상한다.

태양광: 단기 원자료 부담, 장기 성장성 주목

최근 폴리실리콘 수급 이슈로 웨이퍼 가격 또한 반등한 추세이다. Multi wafer(156mm) 기준 연초 대비 두배 가까이 상승한 \$0.317/piece를 기록 중이다. 또한, 예상보다 길어질 수 있는 폴리실리콘 강세가 우려요인이다. 점차 가격 전가 가능하나, 단기적인 수익성 확보에는 부담일 것으로 판단한다. 반면, 장기 성장동력은 1) 차세대 태양광 셀인 페로브스카이트-텐덤에 대한 기술 투자 및 2) 셀/모듈을 넘어선 태양광 발전 관련 비즈니스 확장으로 마련되고 있어 수익성 강화로 이어질 것으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 56,000 원, 신규 커버리지 개시

동사는 예상보다 길어질 수 있는 폴리실리콘/웨이퍼 강세가 이익 개선에 부담이나 장기적인 기술 경쟁력 확보 및 포토폴리오 확장을 통한 수익성 강화 매력 포인트라 판단한다. Valuation은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.22 부여. 이에 목표주가 56,000 원, 투자의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	9,046	9,457	9,195	10,934	11,182	11,839
yoY	%	-3.2	4.6	-2.8	18.9	2.3	5.9
영업이익	십억원	354	459	594	992	1,013	1,265
yoY	%	-53.2	29.6	29.4	66.9	2.1	24.8
EBITDA	십억원	794	1,020	1,190	1,621	1,711	2,205
세전이익	십억원	288	168	452	1,315	1,140	1,388
순이익(자배주주)	십억원	187	-238	309	948	838	1,026
영업이익률%	%	3.9	4.9	6.5	9.1	9.1	10.7
EBITDA%	%	8.8	10.8	12.9	14.8	15.3	18.6
순이익률	%	1.8	-2.6	3.3	8.6	7.4	8.6
EPS(계속사업)	원	1,128	620	2,139	5,250	4,662	5,667
PER	배	17.4	29.5	21.7	8.4	9.5	7.8
PBR	배	0.5	0.5	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	배	10.5	8.5	10.9	7.3	7.0	5.3
ROE	%	3.1	-4.0	5.3	13.4	9.7	10.8
순차입금	십억원	4,499	5,080	4,728	2,856	2,823	2,564
부채비율	%	144.6	170.1	153.7	116.9	112.1	106.4

1. Highlight View 3

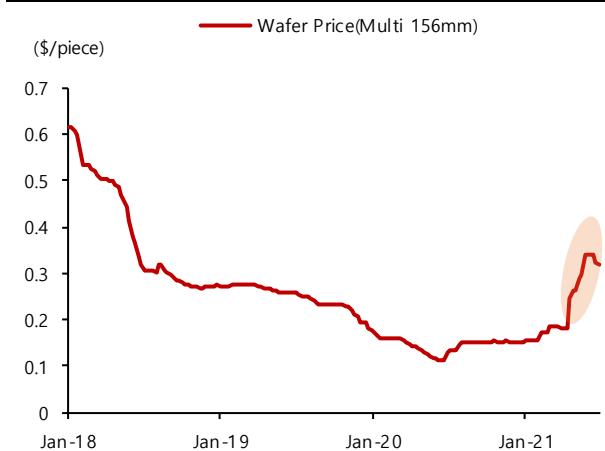
(1) 엉갈린 화학 제품 분위기

주요 제품인 LDPE/LLDPE는 4월 이후 가격 약세 전환하며 1M lagging margin(남사 대비) 기준 1Q 각각 \$1,007/t, \$617/t에서 2분기 누적 평균 \$933/t, \$599/t으로 하향 됐다. 다만, 상대적으로 PVC(제품가격 기준 1Q \$1,293/t → 2Q \$1,447/t), 가성소다(제품가격 기준 1Q \$230/t → 2Q \$307/t)가 견조하면서 케미칼 강세는 지속 됐을 것으로 판단한다. 최근 PVC를 비롯 주요 제품들 약세 흐름 보이고 있으나, 가성소다는 알루미늄/펄프 향 수요 견조해 타 제품의 수익성 악화를 회피시킬 것으로 판단한다.

(2) 원자료 부담 vs 가격의 전가

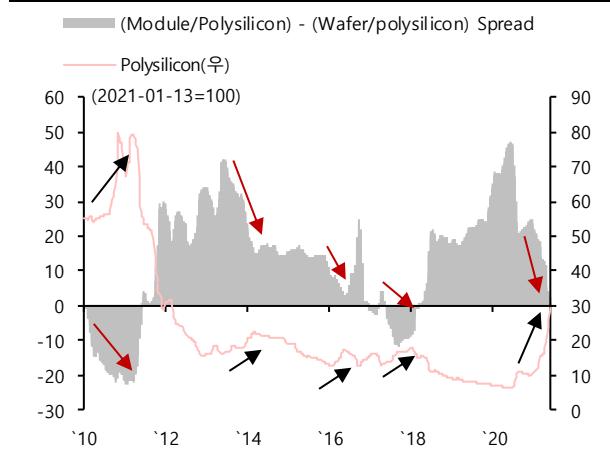
최근 폴리실리콘 수급 이슈로 인해 웨이퍼 가격하게 반등한 추세이다. Multi wafer(156mm) 기준 연초 \$0.154/piece 였던 웨이퍼 가격은 두배 가까이 상승한 \$0.317/piece를 기록 중이다. 단기적으로 가격 조정을 받고는 있으나 그 수준은 여전히 높다. 모듈가격에 전가되기 전까지는 부담일 수밖에 없는 구간이다. 과거 폴리실리콘의 상승 구간은 (모듈가격/폴리실리콘) – (웨이퍼/폴리실리콘) 상대 가격에서 부담인 구간이었다. 점차 가격 전가 가능하나, 단기적으로 수익성 확보에는 부담일 것으로 판단한다.

웨이퍼 가격 상승세: 폴리실리콘 강세 발 단기 부담 존재



자료: PVinsight SK 증권

웨이퍼(폴리실리콘) 강세는 상대가격에 부담으로 작용



자료: PVinsight SK 증권

(3) Long-term Vision: 기술력과 수익성

다만, 폴리실리콘의 수급 정상화 시 수익성 정상화와 함께 본격적인 성장 궤도에 들어설 가능성이 높다. 일단 그 시작은 페로브스카이트-텐덤에 대한 투자이다. 셀/모듈 시장은 다시 한번 효율성 향상의 벽에 도달해 있고, 새로운 소재의 필요성이 대두되고 있다. 통상 이론상은 실리콘 기반 셀 효율이 30%인데, 이미 상용 셀이 20% 수준을 넘어선 상황이다. 즉, NEXT 태양광 제품에 필요성이 더욱 빠른 시기에 수면위로 떠오를 가능성이 있다. 동사는 2023년 상용화를 계획 중이기에 실현 시 독자적인 경쟁력을 갖출 수 있을 것으로 기대된다.

또한, 근시적인 접근에서 수익성에 대한 제고가 필요한데, 기존 모듈을 넘어선 포토폴리오 확장을 진행 중이다. 폴리실리콘 시장은 이미 중국을 중심으로 과도한 경쟁이 개시되고 있기에 End-use 관련 분야로의 확장에 기회가 있다고 판단을 하는데 동사는 태양광 에너지 솔루션을 방향성으로 제시하고 있다. 앞서 유상증자를 통해 조달한 금액 중 4,000억원은 제품 개발에 쓰이고, 나머지 금액은 태양광발전 자산 취득 및 개발 역량(3,000억원) + 분산형 발전 기반 에너지 사업(3,000억원)에 쓸 계획이다. 태양광 프로젝트 개발 및 매각은 각각 2022~2025년 28GW, 15GW를 목표 중이다. 이미 한화에너지에서는 유사한 비즈니스를 진행 중이며, 지난 2016~2020년도 매출 합산 기준 태양광 프로젝트 매각의 효과(571십억원)는 해당 부분을 제외한 매출(3.3조원) 대비 +17.2%의 매출 성장을 확인했다. 유사하게 해당 비즈니스의 성장은 모듈 사업 이외의 매출 동력을 제시할 것으로 기대한다. GW 당 7,000~8,000억원 기대 수준 감안하면 시기의 차이는 있겠으나 2021~2025년 총 11~13조원 매출 효과 기대돼 근 시점에서 수익 개선시킬 포인트가 되리라 판단한다.

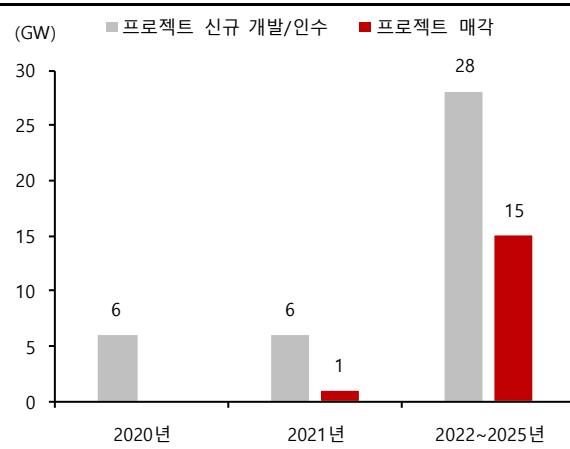
셀 효율 개선을 위한 페로브스카이트 투자

한화솔루션, '꿈의 소재' 페로브스카이트 개발 속도

한화솔루션은 지난달 21일 1조 2000억 원의 유상증자를 단행하겠다고 공시했다. 증자 대금의 대부분인 1조 원을 태양광 사업에 활용할 계획이다. 회사 측은 "태양광 모듈 제조 분야에서 치열하게 경쟁 중인 중국 기업과의 기술 격차를 벌이기 위해 페로브스카이트 등 차세대 태양광 소재의 연구개발(R&D) 투자를 확대할 것"이라고 밝혔다. (중략) 페로브스카이트 텐덤 셀, 수소 고압탱크, 수전해 분야의 R&D 인력을 충원한다. (하략)

자료: 세계비즈니스(2021.01.26), SK증권

태양광 프로젝트 신규/개발 및 매각



자료: 한화솔루션, SK증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	1,956.4	2,428.4	2,561.8	2,404.3	2,899.2	48.2%	20.6%	9,195.0	10,933.9	11,181.8
영업이익	128.5	233.2	65.4	254.6	287.9	124.0%	13.1%	594.2	991.8	1,013.1
영업이익률	6.6%	9.6%	2.6%	10.6%	9.9%	3.4%	-0.7%	6.5%	9.1%	9.1%
세전이익	203.6	265.3	-76.2	538.5	348.6	71.2%	-35.3%	451.5	1,315.4	1,143.0
세전이익률	10.4%	10.9%	-3.0%	22.4%	12.0%	1.6%	-10.4%	4.9%	12.0%	10.2%
지배순이익	148.1	190.6	-94.3	386.4	254.5	71.9%	-34.1%	309.1	948.3	838.5
지배주주순이익률	7.6%	7.8%	-3.7%	16.1%	8.8%	1.2%	-7.3%	3.4%	8.7%	7.5%
사업부별 매출액										
케미칼	781.1	883.1	831.9	1,248.4	1,318.3	68.8%	5.6%	3,326.5	4,736.3	3,853.2
첨단소재	149.2	206.8	205.4	225.5	207.5	39.0%	-8.0%	751.9	799.4	756.7
갤러리아	109.8	109.3	137.7	121.3	151.6	38.1%	25.0%	452.7	585.3	608.5
태양광	742.8	891.3	1,162.4	744.7	1,022.9	37.7%	37.4%	3,702.3	4,008.6	5,115.0
기타	173.5	337.9	224.4	64.4	198.9	14.6%	208.9%	961.6	804.2	848.3
사업부별 영업이익										
케미칼	92.8	158.8	66.0	254.8	277.3	198.9%	8.8%	381.2	904.1	543.4
이익률	11.9%	18.0%	7.9%	20.4%	21.0%	9.2%	0.6%	11.5%	19.1%	14.1%
첨단소재	-8.2	7.6	-2.8	7.2	6.6	흑전	-8.0%	-7.6	25.5	24.2
이익률	-5.5%	3.7%	-1.4%	3.2%	3.2%	8.7%	0.0%	-1.0%	3.2%	3.2%
갤러리아	-3.8	1.3	10.4	12.1	13.6	흑전	12.8%	2.8	42.9	41.4
이익률	-3.5%	0.1%	0.9%	1.6%	1.3%	4.8%	-0.3%	0.6%	7.3%	6.8%
태양광	52.4	35.8	-24	-14.9	-11.7	적전	적지	190.4	16.5	391.4
이익률	7.1%	4.0%	-0.2%	-2.0%	-1.1%	-8.2%	0.9%	5.1%	0.4%	7.7%
기타	-4.7	29.7	-5.8	-4.6	2.0	흑전	흑전	27.4	2.8	12.7
이익률	적자	8.8%	적자	적자	1.0%	흑전	흑전	2.8%	0.3%	1.5%

자료: 한화솔루션, SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	9.8%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	6.5%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	0.9
Target P/B	1.22
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	45,998
적정주가 (단위: 원)	56,249
Target Price (단위: 원)	56,000
현재주가(2021-07-02) (단위: 원)	44,150
상승여력	26.8%

자료 : SK 증권 추정

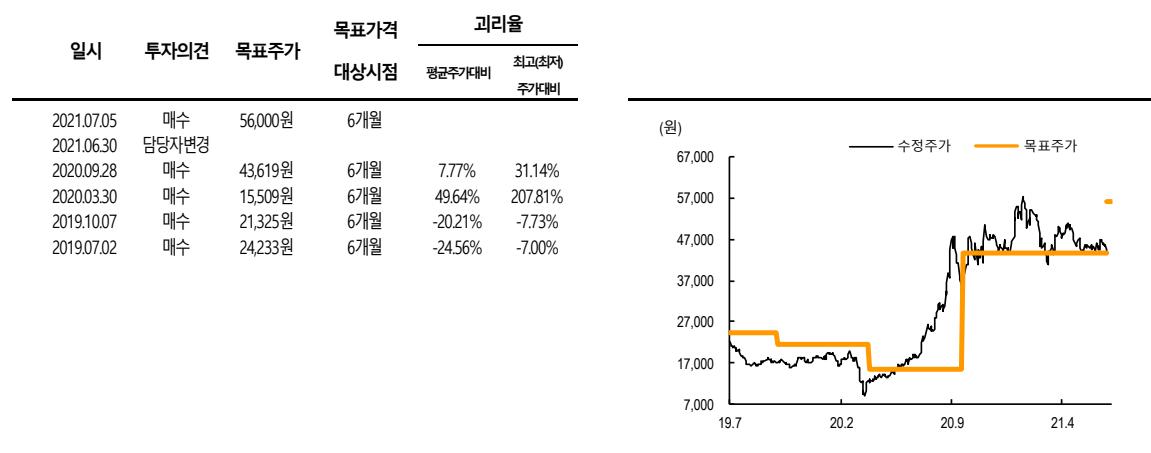
주: Risk Free Rate는 미 국채 10 년물 5 년 평균

주: Target PBR은 PBR-ROE 산정 PBR과 과거 회귀 PRR-ROE(2.064x+0.65) PBR 평균

Target ROE

	2020	2Q22E	2Q23E	2Q24E
ROE(지배주주지분)	5.3%	9.5%	10.1%	10.1%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	9.8%			

자료 : SK 증권 추정



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 7월 5일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,323	4,958	6,963	7,477	8,201
현금및현금성자산	1,085	1,200	3,116	3,377	3,875
매출채권및기타채권	1,573	1,458	1,618	1,732	1,834
재고자산	1,480	1,432	1,589	1,701	1,801
비유동자산	10,358	10,179	10,937	11,720	12,512
장기금융자산	94	66	105	105	105
유형자산	6,594	6,416	6,838	7,259	7,630
무형자산	421	414	390	363	342
자산총계	15,681	15,137	17,900	19,197	20,712
유동부채	5,831	5,251	5,252	5,433	5,600
단기금융부채	3,442	3,046	2,804	2,812	2,825
매입채무 및 기타채무	1,573	1,556	1,728	1,850	1,959
단기충당부채	59	51	57	61	64
비유동부채	4,044	3,918	4,394	4,715	5,079
장기금융부채	3,202	3,072	3,372	3,592	3,818
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	1	1
장기충당부채	116	135	149	160	184
부채총계	9,875	9,170	9,646	10,147	10,679
자본주주지분	5,728	5,929	8,226	9,033	10,028
자본금	821	821	978	978	978
자본잉여금	805	798	1,983	1,983	1,983
기타자본구성요소	-3	-10	-10	-10	-10
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,176	4,430	5,378	6,178	7,167
비지배주주지분	78	39	28	17	5
자본총계	5,806	5,968	8,254	9,050	10,034
부채와자본총계	15,681	15,137	17,900	19,197	20,712

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,208	1,068	1,317	1,278	1,725
당기순이익(순실)	-217	398	1,094	831	1,019
비현금성항목등	1,348	872	551	847	1,153
유형자산감가상각비	529	565	604	680	929
무형자산상각비	33	30	25	19	12
기타	750	288	-46	91	91
운전자본감소(증가)	287	-131	20	-33	-110
매출채권및기타채권의 감소증가)	147	111	-64	-114	-102
재고자산감소증가)	38	-26	-182	-112	-100
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	12	129	122	109
기타	102	-227	136	71	-17
법인세납부	-210	-72	-347	-366	-336
투자활동현금흐름	-1,114	-27	-289	-1,039	-1,253
금융자산감소(증가)	-93	281	-62	0	0
유형자산감소(증가)	-1,136	-865	-1,047	-1,100	-1,300
무형자산감소(증가)	-1	8	9	9	9
기타	115	549	812	53	39
재무활동현금흐름	-41	-901	870	21	25
단기금융부채증가(감소)	-1	-12	-14	8	13
장기금융부채증가(감소)	344	-631	-257	220	226
자본의증가(감소)	-37	-29	1,339	0	0
배당금의 지급	-33	-33	0	-38	-38
기타	-314	-196	-198	-169	-176
현금의 증가(감소)	60	115	1,916	260	498
기초현금	1,024	1,085	1,200	3,116	3,377
기밀현금	1,085	1,200	3,116	3,377	3,875
FCF	-175	195	206	277	497

자료 : 한화솔루션, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457	9,195	10,934	11,182	11,839
매출원가	7,607	7,269	8,359	8,557	8,868
매출총이익	1,850	1,926	2,575	2,625	2,971
매출총이익률 (%)	19.6	20.9	23.6	23.5	25.1
판매비와관리비	1,391	1,332	1,583	1,612	1,706
영업이익	459	594	992	1,013	1,265
영업이익률 (%)	4.9	6.5	9.1	9.1	10.7
비영업손익	-291	-143	323	127	123
순금융비용	199	181	132	133	137
외환관련손익	-25	32	-21	-21	-21
관계기업투자등 관련손익	175	139	372	372	372
세전계속사업이익	168	452	1,315	1,140	1,388
세전계속사업이익률 (%)	1.8	4.9	12.0	10.2	11.7
계속사업법인세	78	112	341	276	336
계속사업이익	90	340	974	864	1,052
증단사업이익	-339	-38	-33	-33	-33
*법인세효과	-46	-15	0	0	0
당기순이익	-249	302	940	831	1,019
순이익률 (%)	-2.6	3.3	8.6	7.4	8.6
지배주주	-238	309	948	838	1,026
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.51	3.36	8.67	7.5	8.67
비지배주주	-11	-7	-8	-8	-8
총포괄이익	-251	254	944	834	1,022
지배주주	-230	268	955	845	1,033
비지배주주	-21	-14	-11	-11	-11
EBITDA	1,020	1,190	1,621	1,711	2,205

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	4.6	-2.8	18.9	2.3	5.9
영업이익	29.6	29.4	66.9	2.1	24.8
세전계속사업이익	-41.7	168.8	191.3	-13.3	21.8
EBITDA	28.4	16.6	36.3	5.6	28.9
EPS(계속사업)	적전	흑전	145.4	-11.2	21.6
수익성 (%)					
ROE	-4.0	5.3	13.4	9.7	10.8
ROA	-1.6	2.0	5.7	4.5	5.1
EBITDA마진	10.8	12.9	14.8	15.3	18.6
안정성 (%)					
유동비율	91.3	94.4	132.6	137.6	146.5
부채비율	170.1	153.7	116.9	112.1	106.4
순자본금/자기자본	87.5	79.2	34.6	31.2	25.6
EBITDA/이자비용(배)	4.5	5.8	9.9	10.1	12.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	620	2,139	5,250	4,662	5,667
BPS	35,084	36,679	42,754	46,949	52,122
CFPS	1,976	5,577	8,435	8,216	10,518
주당 현금배당금	200	0	200	200	300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.2	23.7	10.9	12.3	10.1
PER(최저)	25.3	4.3	7.8	8.8	7.2
PBR(최고)	0.7	1.4	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.3	1.0	0.9	0.8
PCR	9.3	8.3	5.2	5.4	4.2
EV/EBITDA(최고)	9.3	11.5	8.9	8.4	6.4
EV/EBITDA(최저)	8.0	5.7	7.0	6.6	5.0