2021. 9. 10

한화솔루션 009830

중국(화학)-미국(태양광)의 긍정적 나비효과

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

- ✓ 중국-호주 무역갈등 장기화로 석탄 가격 강세→석유화학 제품 중 PVC가 직접 수혜
- ✓ 미국 바이든 행정부의 Green에너지 추진 의지에 주목: 2035년까지 태양광으로 에너지 40% 조달 계획→미국 내 생산법인과 발전 프로젝트를 진행 중인 한화큐셀 수혜
- ✓ 동사의 화학(PVC)과 태양광(미국)의 포트폴리오 다각화 부각 시점
- ✓ 현 시점에는 Buy 전략으로 대응, 투자의견 5.4만원 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	**54,000 원**
현재주가 (9.9)	**41,800 원**
상승여력	**29.2%**
KOSPI	3,114.70pt
시가총액	79,954억원
발행주식수	19,128만주
유동주식비율	63.16%
외국인비중	17.76%
52주 최고/최저가	57,200원/34,071원
평균거래대금	561.0억원
주요주주(%)	
한화 외 3 인	36.47
국민연금공단	7.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.7	0.5	-11.4
상대주가	10.6	-4.0	-32.4

주가그래프

빛나는 화학 포트폴리오 – 석탄가격 강세의 직접 수혜

1년째 지속되는 중국-호주의 무역갈등 장기화로 절대적으로 호주에 의존했던(최대 50%) 석탄의 수입량이 급감했다. 양국의 무역갈등 장기화 조짐으로 석탄가격은 급등 중, 국내 석유화학 업종이 반사수혜가 가능하다. 해당 수혜 제품은 단연 PVC이다. 중국은 글로벌 PVC 생산량의 40%를 담당, 이중 대다수가 석탄 기반의 카바이드 공법의 PVC이다. 석탄가격 초강세와 중국의 석탄사용 규제 기조로 국내 PVC 생산기업에게 긍정적 여건 마련되었다. 또한 PVC 외에 가성소다/TDI 개선된 수급을 바탕으로 Up-stream 기업 대비 높은 이익 수준이 창출되겠다.

태양광 – 미국에서 불어오는 훈풍

전일 미국 바이든 행정부는 2035년까지 전력 공급으로 태양광 비중을 40%로 확대시킬 계획을 발표했다. 현재 태양광 발전의 미국 내 전력 공급 비중은 5%를 하회 중이다. 바이든 행정부의 태양광 비중확대를 위해 향후 4년간 총 120Gw, 이후 총 300Gw 태양광 설치가 필요하다.

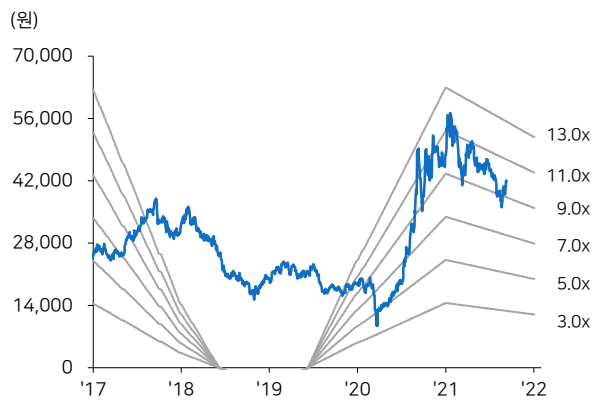
미국의 강화된 태양광 정책 추진으로 한화큐셀의 위상이 높아지겠다. (1) 중국산 태양광 소재 사용 규제의 반사수혜: 동사는 미국 내 모듈 생산법인 보유(2Gw), 향후 태양광 발전프로젝트에 직접 대응 가능, (2) Utility/Residential향 리테일 판매망이 확보된 점으로 미국 정책 강화의 직접 수혜가 가능하겠다. 한화큐셀은 3Q21 바닥으로 분기별 이익 턴어라운드 전망으로 현 시점이 매수 적기라 판단한다.

한화큐셀: 2H21 수익성 바닥, 2022년 정상화

동사에 투자의견 Buy, 적정주가 5.4만원을 유지한다. 턴어라운드를 목전에 둔 태양광부문은 22~23년 기술력 기반으로 가격 경쟁력 확보, PVC을 포함한 주력 제품들의 업황 호조 장기화에 따름이다.

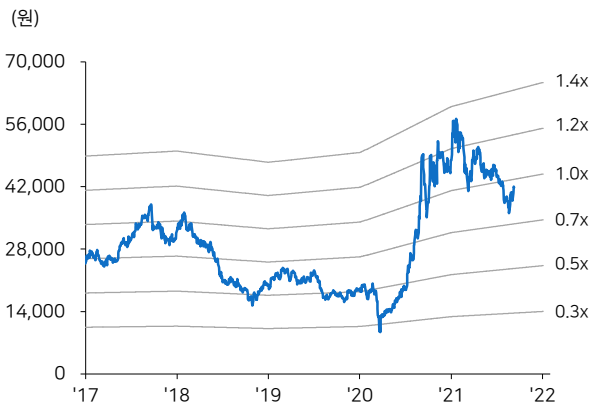
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	9,457.4	459.2	-237.6	-1,415	-257.2	33,926	-12.9	0.5	8.1	-4.0	170.1
2020	9,195.0	594.2	309.1	1,855	-222.3	35,468	25.0	1.3	10.5	5.3	153.7
2021E	10,488.0	798.2	901.9	4,845	164.5	42,833	8.6	1.0	8.0	12.7	122.9
2022E	11,187.6	932.0	762.9	3,988	-13.9	46,698	10.5	0.9	8.4	8.9	128.5
2023E	11,687.8	978.7	765.0	3,999	1.2	50,474	10.5	0.8	8.0	8.2	136.5

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드 차트



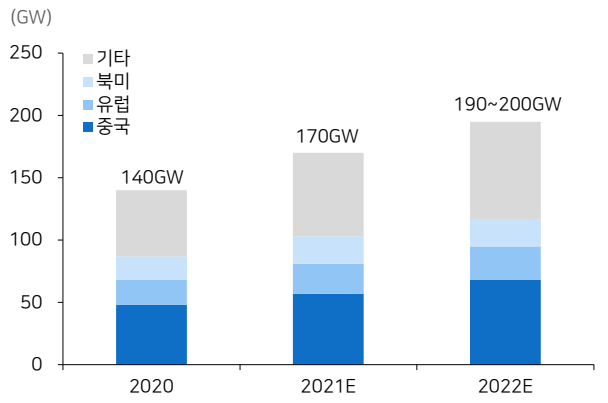
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드 차트



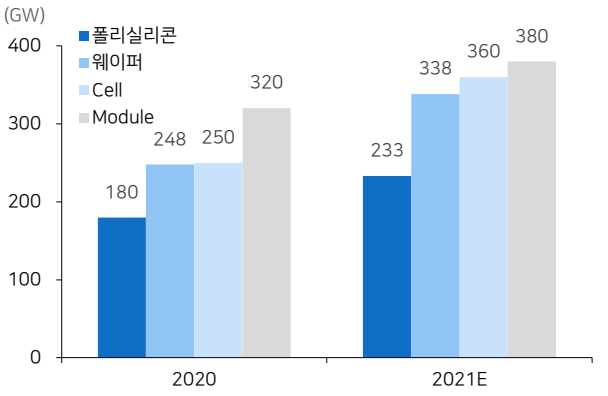
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 태양광 설치 수요 전망



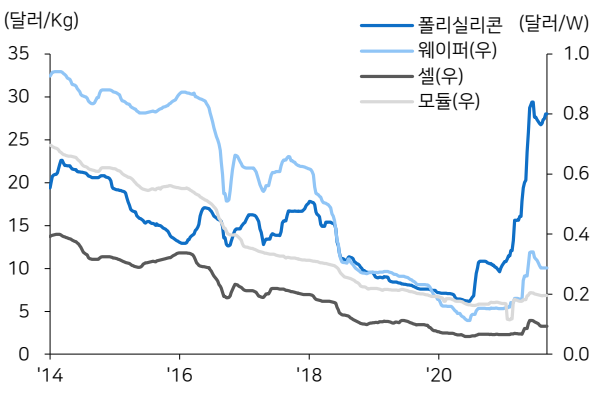
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 태양광 소재별 생산 Capa 추이



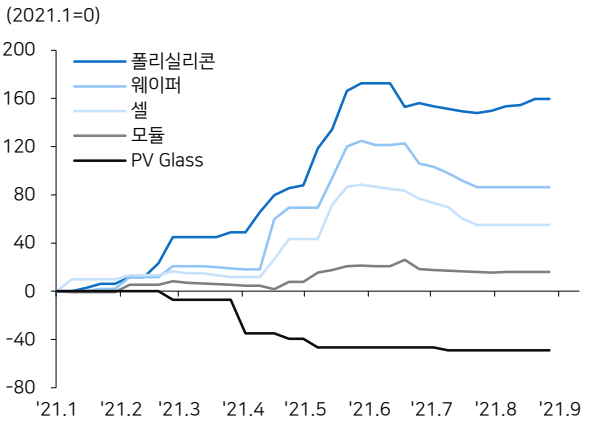
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 태양광 소재별 가격 추이



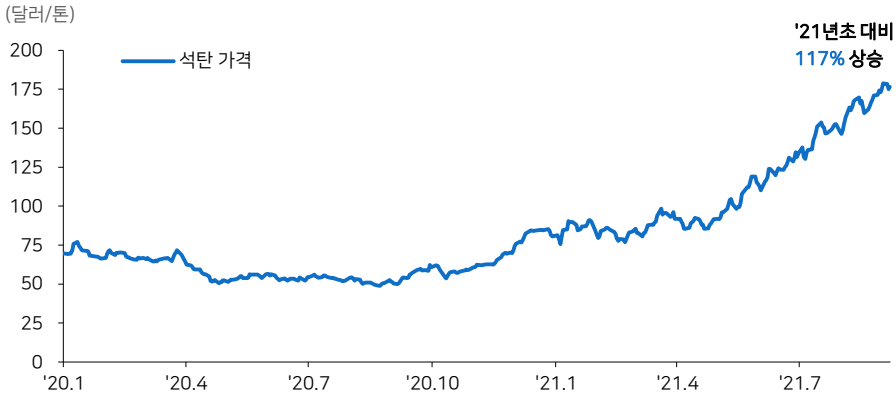
자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림6 태양광 소재별 YTD 가격 변화 추이



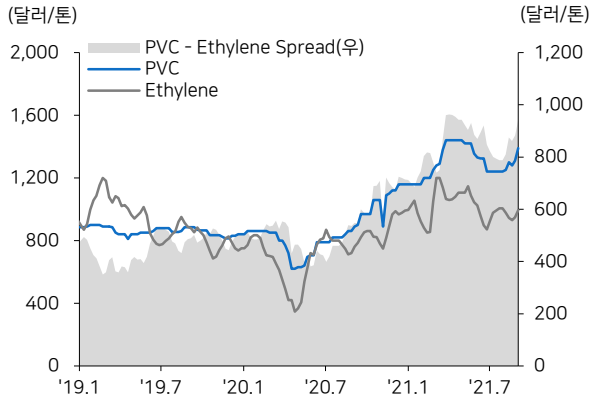
자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림7 석탄 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PVC-에틸렌 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 가성소다 가격 추이

자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 태양광 기업 Multiple 비교

구분	기업명	P/E(배)			P/B(배)			ROE(%)			EV/EBITDA(배)		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
폴리실리콘	OCI	8.4	7.4	7.6	1.2	1.1	1.0	15.8	15.2	13.0	6.3	5.5	5.1
	GCL-Poly Energy	-	39.1	26.1	1.6	1.4	1.4	-5.4	2.0	3.7	13.9	9.1	8.7
	TBEA	13.6	13.3	12.8	1.3	1.2	1.1	11.3	11.0	10.6	11.5	11.8	10.5
	Tongwei Solar	33.6	26.5	23.2	6.8	5.6	4.6	20.8	22.0	20.4	22.4	18.1	16.5
	Wacker Chemie	12.0	16.4	17.6	3.0	2.8	2.6	33.6	17.8	17.0	5.7	6.4	6.1
	평균	16.9	20.5	17.4	2.8	2.4	2.1	15.2	13.6	12.9	11.9	10.2	9.4
셀	**한화솔루션**	**9.3**	**9.5**	**8.4**	**1.0**	**0.9**	**0.8**	**12.4**	**10.2**	**10.4**	**7.8**	**7.0**	**6.1**
	Tongwei Solar	33.6	26.5	23.2	6.8	5.6	4.6	20.8	22.0	20.4	22.4	18.1	16.5
	Canadian Solar	17.9	12.0	10.6	1.1	1.0	0.9	5.1	10.8	10.3	9.0	6.7	5.3
	평균	20.3	16.0	14.0	3.0	2.5	2.1	12.7	14.3	13.7	13.1	10.6	9.3
모듈	**한화솔루션**	**9.3**	**9.5**	**8.4**	**1.0**	**0.9**	**0.8**	**12.4**	**10.2**	**10.4**	**7.8**	**7.0**	**6.1**
	Canadian Solar	17.9	12.0	10.6	1.1	1.0	0.9	5.1	10.8	10.3	9.0	6.7	5.3
	First Solar	23.1	36.4	29.9	1.7	1.6	1.5	4.5	5.6	6.5	13.9	17.0	12.8
	Sunpower	65.2	37.7	27.3	7.6	6.2	5.0	8.4	19.2	21.0	36.1	24.8	19.1
	평균	28.9	23.9	19.0	2.9	2.4	2.1	7.6	11.5	12.1	16.7	13.9	10.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**9,457.4**	**9,195.0**	**10,488.0**	**11,187.6**	**11,687.8**
매출액증가율 (%)	4.5	-2.8	14.1	6.7	4.5
매출원가	7,607.3	7,269.1	8,211.7	8,650.7	9,032.4
매출총이익	1,850.1	1,925.9	2,276.4	2,536.9	2,655.5
판매관리비	1,391.0	1,331.7	1,478.2	1,604.9	1,676.7
영업이익	**459.2**	**594.2**	**798.2**	**932.0**	**978.7**
영업이익률	4.9	6.5	7.6	8.3	8.4
금융손익	-196.8	-179.8	-124.8	-143.6	-169.5
종속/관계기업손익	213.8	160.2	298.3	256.0	287.6
기타영업외손익	-308.1	-123.0	222.7	40.0	0.0
세전계속사업이익	168.0	451.5	1,194.4	1,084.4	1,096.9
법인세비용	77.8	112.0	313.3	291.8	295.2
당기순이익	**-248.9**	**301.7**	**891.9**	**789.0**	**798.2**
지배주주지분 순이익	-237.6	309.1	901.9	762.9	765.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	**1,206.1**	**1,069.5**	**932.9**	**1,105.7**	**1,159.9**
당기순이익(손실)	-248.9	301.7	891.9	789.0	798.2
유형자산상각비	528.7	565.0	619.9	432.6	505.3
무형자산상각비	32.5	30.4	13.6	7.8	7.3
운전자본의 증감	285.4	-129.1	-365.2	-14.9	-36.2
투자활동 현금흐름	**-1,110.7**	**-42.7**	**-385.7**	**-1,007.1**	**-1,296.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-1,165.3	-883.8	-936.4	-1,200.0	-1,400.0
투자자산의감소(증가)	158.5	207.7	-151.8	165.7	67.3
재무활동 현금흐름	**-42.6**	**-886.8**	**1,260.0**	**1,159.8**	**1,260.9**
차입금의 증감	718.3	-524.1	410.5	1,353.4	1,508.3
자본의 증가	-52.5	-6.0	1,341.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	60.4	115.3	1,826.1	1,258.4	1,124.1
기초현금	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,026.0	4,284.4
기말현금	1,084.5	1,199.8	3,026.0	4,284.4	5,408.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,322.7	4,958.4	7,379.9	8,756.6	10,169.2
현금및현금성자산	1,084.5	1,199.8	3,026.0	4,284.4	5,408.5
매출채권	1,504.5	1,433.4	1,657.4	1,704.7	1,820.1
재고자산	1,479.9	1,431.6	1,949.6	2,005.3	2,141.0
비유동자산	10,358.5	10,179.0	11,061.7	11,911.6	13,019.3
유형자산	6,594.0	6,416.5	6,708.2	7,475.6	8,370.3
무형자산	421.2	413.9	409.8	401.9	394.7
투자자산	2,845.3	2,797.7	3,247.8	3,338.2	3,558.5
자산총계	**15,681.1**	**15,137.3**	**18,441.6**	**20,668.2**	**23,188.5**
유동부채	5,831.0	5,251.1	5,750.7	6,429.2	7,220.6
매입채무	1,207.3	1,202.1	1,548.4	1,592.6	1,700.4
단기차입금	2,675.3	2,576.1	2,514.8	2,814.8	3,114.8
유동성장기부채	709.3	395.8	336.6	336.6	336.6
비유동부채	4,044.3	3,918.5	4,417.2	5,195.6	6,164.7
사채	1,330.1	1,551.8	1,626.2	2,026.2	2,526.2
장기차입금	1,654.0	1,164.8	1,249.4	1,599.4	1,999.4
부채총계	**9,875.3**	**9,169.6**	**10,167.9**	**11,624.8**	**13,385.4**
자본금	821.2	821.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	804.5	798.5	1,983.0	1,983.0	1,983.0
기타포괄이익누계액	-70.5	-110.0	-41.4	-41.4	-41.4
이익잉여금	4,175.9	4,429.8	5,331.6	6,075.3	6,801.9
비지배주주지분	77.7	38.6	32.5	58.7	91.8
자본총계	**5,805.9**	**5,967.7**	**8,273.6**	**9,043.4**	**9,803.2**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,231	55,198	56,343	58,489	61,104
EPS(지배주주)	-1,415	1,855	4,845	3,988	3,999
CFPS	6,534	7,048	7,409	7,384	7,797
EBITDAPS	6,067	7,141	7,691	7,175	7,797
BPS	33,926	35,468	42,833	46,698	50,474
DPS	193	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-12.9	25.0	8.6	10.5	10.5
PCR	2.8	6.6	5.6	5.7	5.4
PSR	0.3	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,431.7	1,372.4	1,491.4
EV/EBITDA	8.1	10.5	8.0	8.4	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.0	5.3	12.7	8.9	8.2
EBITDA 이익률	10.8	12.9	13.7	12.3	12.8
부채비율	170.1	153.7	122.9	128.5	136.5
금융비용부담률	2.4	2.2	1.4	1.6	1.8
이자보상배율(x)	2.0	2.9	5.4	5.3	4.7
매출채권회전율(x)	6.0	6.3	6.8	6.7	6.6
재고자산회전율(x)	6.4	6.3	6.2	5.7	5.6

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)	

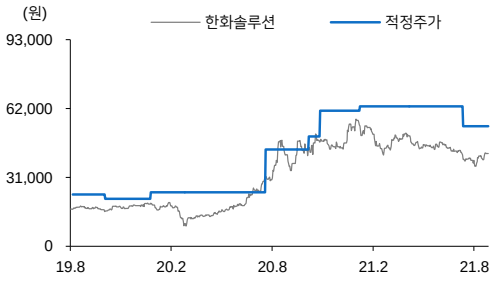
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 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	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.09.03	산업브리프	Buy	23,264	노우호	-26.1	-21.9
2019.10.31	산업분석	Buy	21,325	노우호	-16.7	-9.1
2020.01.20	기업브리프	Buy	24,233	노우호	-27.8	28.2
2020.08.12	기업브리프	Buy	43,619	노우호	-9.0	9.4
2020.10.28	산업분석	Buy	49,435	노우호	-6.5	2.4
2020.11.17	산업분석	Buy	61,067	노우호	-23.0	-6.3
2021.07.30	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이