



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

Buy

적정주가 (12 개월)	54,000 원
현재주가 (10.28)	41,500 원
상승여력	30.1%
KOSPI	3,009.55pt
시가총액	79,381억원
발행주식수	19,128만주
유동주식비율	63.16%
외국인비중	19.39%
52주 최고/최저가	57,200원/36,050원
평균거래대금	689.3억원
주요주주(%)	
한화 외 3 인	36.47
국민연금공단	7.88
BlackRock Fund Advisors 외 10 인	5.11
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.1 -11.5 -6.9
상대주가	-2.4 -6.5 -27.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	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	10,539.3	893.5	1,015.7	5,456	197.7	43,845	7.6	0.9	6.9	14.1	114.0
2022E	10,978.3	1,062.2	875.6	4,577	-14.6	48,295	9.1	0.9	7.3	9.9	117.0
2023E	11,266.3	1,125.8	885.2	4,628	2.4	52,697	9.0	0.8	6.8	9.1	122.8

한화솔루션 009830

2021년 태양광부문 Bottom

- 3Q21 영업이익 1,784억원으로 최근 낮아진 시장 예상치에 부합
- 중국의 석탄 조달 차질/전력난으로 케미칼 가격 강세, 반면 큐셀 적자 지속
- 태양광부문은 당분기 최대 적자를 기록, 향후 점진적 수익성 개선을 예상
- 동사는 2023년 태양광에 차세대 기술 가시권 도달, P 방어전략 가능
- 투자의견 Buy와 적정주가 5.4만원 유지

3Q21 Review: 케미칼 호조, 반면 큐셀 적자폭 확대

당분기 영업이익은 1,784억원으로 태양광부문 부진으로 낮아진 시장 기대치에 부합했다. Review 특이사항은 (1) 케미칼: 7~8월 고가 원자료 투입에 따른 부정적 래깅 효과로 전분기 대비 이익 감소, 반면 9월 중국발 공급 병목현상 발생으로 차분기 수익성 반등을 기대, (2) 큐셀: 판매량 감소, 발전소 매각 시점 지연, 비용 증가에 따른 수익성이 추가 악화되며 적자폭이 확대된 점이다.

4Q21 Preview: PVC/가성소다 힘입어 영업이익 +34.1% QoQ 증가 전망

중국 석탄가격 강세의 나비효과에 힘입어 동사의 차분기 케미칼 영업이익은 2,971억원, 전사 이익은 2,394억원을 전망한다. 신규 증설 우려가 여전한 PE/PP 제품군 대비 동사의 주력 제품 PVC/가성소다의 상대적 수급 건전성이 부각되겠다. 기존 공개된 신규 증설 계획 대비 중국 정부의 석탄 기반 설비들의 규제로 인한 공급량 증가요인이 적은 점이다. 반면 태양광부문은 적자기조는 불가피하나, QoQ 판매량 증가/발전소 매각 차익/판가 인상에 따른 스프레드 반등으로 적자폭 축소를 전망한다.

투자의견 Buy와 적정주가는 5.4만원 유지

동사가 추진하는 중장기 태양광-수소의 Green에너지에 사업 전략에 긍정적 시각으로 투자의견 Buy를 제시한다. 2021년 태양광부문 적자 지속에 대한 우려로 주가 하락이 중이다. 단, 사업 경쟁력 열위가 아닌 외부 환경 요인의 불가피한 상황으로 2022년 실적 정상화를 예상한다. 적정주가는 5.4만원(EV/EBITDA 7.1배)을 유지한다.

표1 한화솔루션 3Q21 Review

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,580.3	2,428.4	6.3	2,777.5	-7.1	2,714.8	-5.0	2,597.4	-0.7
영업이익	178.4	233.2	-23.5	221.1	-19.3	184.0	-3.0	164.8	8.3
세전이익	248.6	244.0	1.9	288.4	-13.8	202.2	23.0	187.8	32.4
순이익(지배주주)	193.8	190.6	1.7	223.0	-13.1	146.6	32.2	147.6	31.3
영업이익률(%)	6.9	9.6		8.0		6.8		6.3	
순이익률(%)	7.5	7.8		8.0		5.4		5.7	

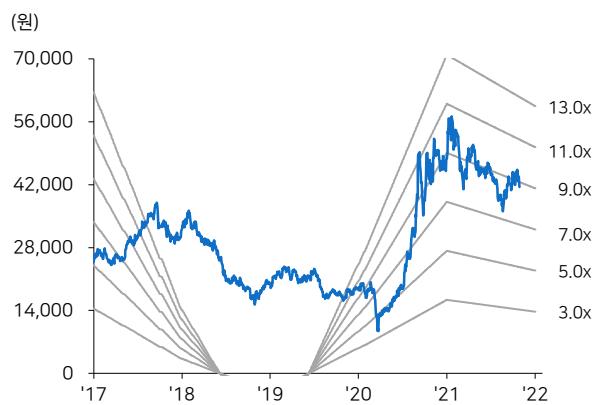
자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화솔루션 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	2,404.3	2,777.5	2,580.3	2,777.2	2,748.1	2,738.2	2,782.2	2,709.9	10,539.2	10,978.3	11,266.3
케미칼	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,268.2	1,341.9	1,305.3	1,345.7	1,264.9	5,160.7	5,257.7	5,318.7
첨단소재	225.5	224.3	226.5	220.8	227.8	238.9	228.8	223.0	897.1	918.4	940.7
리테일	121.3	126.6	120.5	132.4	133.8	135.1	136.5	137.8	500.8	543.1	565.2
태양광	744.7	1,006.5	827.3	1,038.1	953.6	961.3	970.9	982.5	3,616.6	3,868.3	4,045.2
기타	64.4	87.0	95.0	117.7	91.0	97.7	100.4	101.7	364.1	390.7	396.4
영업이익	254.6	221.1	178.4	239.4	264.8	255.0	279.8	262.6	893.5	1,062.2	1,125.8
%OP	10.6%	8.0%	6.9%	8.6%	9.6%	9.3%	10.1%	9.7%	8.5%	9.7%	10.0%
케미칼	254.8	293.0	266.8	297.1	303.5	258.9	237.2	208.1	1,111.7	1,007.6	995.5
첨단소재	7.2	2.2	2.3	1.1	5.0	2.9	9.2	2.5	12.8	19.5	20.6
리테일	12.1	2.2	6.8	8.2	2.7	2.7	6.8	6.9	29.3	19.1	22.7
태양광	-14.9	-64.6	-95.7	-61.5	-42.4	-6.1	28.6	50.5	-236.7	30.5	100.3
기타	-4.6	-11.7	-1.8	-5.5	-3.9	-3.3	-2.0	-5.2	-23.6	-14.4	-13.3
세전이익	538.5	288.4	248.6	269.7	301.7	293.7	318.3	292.6	1,345.2	1,206.4	1,235.5
순이익(지배주주)	386.4	223.0	193.8	212.5	227.4	215.4	227.6	205.2	1,015.7	875.6	885.2
%YoY											
매출액	6.9	42.0	6.3	8.4	14.3	-1.4	7.8	-2.4	14.6	4.2	2.6
영업이익	60.1	61.9	-23.5	266.2	4.0	15.3	56.8	9.7	50.4	18.9	6.0
세전이익	952.3	51.9	1.9	흑전	-44.0	1.9	28.1	8.5	225.2	-10.3	2.4
순이익(지배)	496.7	50.6	1.7	흑전	-41.2	-3.4	17.5	-3.5	228.6	-13.8	1.1
%QoQ											
매출액	-6.1	15.5	-7.1	7.6	-1.0	-0.4	1.6	-2.6			
영업이익	289.4	-13.1	-19.3	34.2	10.6	-3.7	9.7	-6.1			
세전이익	흑전	-46.5	-13.8	8.5	11.9	-2.7	8.4	-8.1			
순이익(지배)	흑전	-42.3	-13.1	9.7	7.0	-5.2	5.7	-9.9			

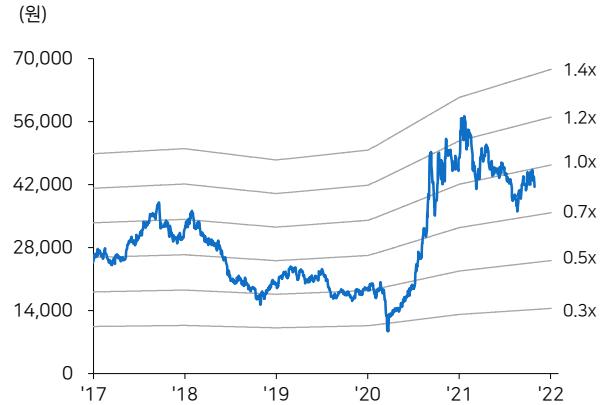
자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드 차트



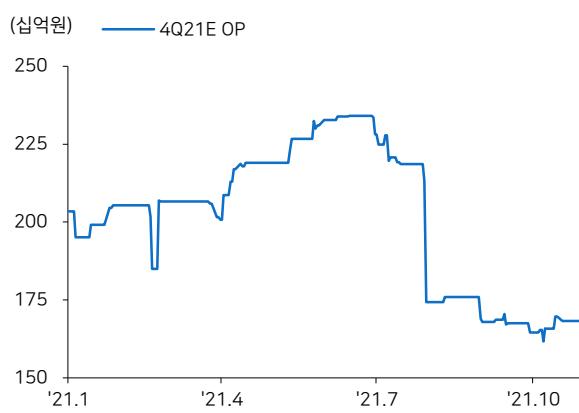
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드 차트



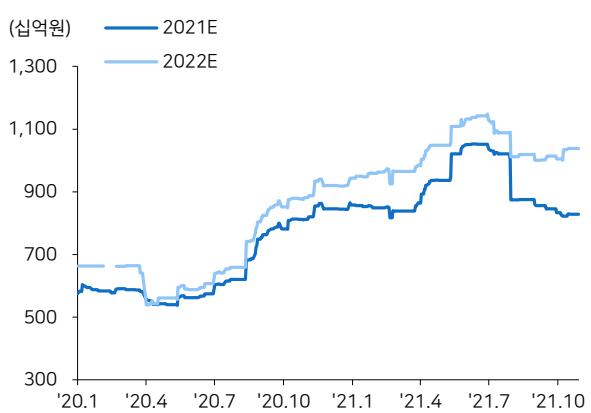
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화솔루션 4Q21 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화솔루션 연간 영업이익 컨센서스



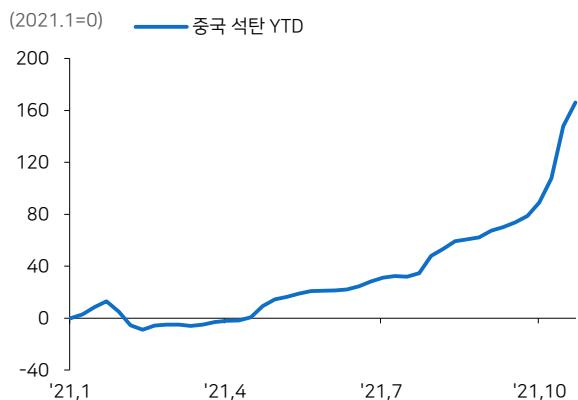
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PVC & 가성소다 가격 추이



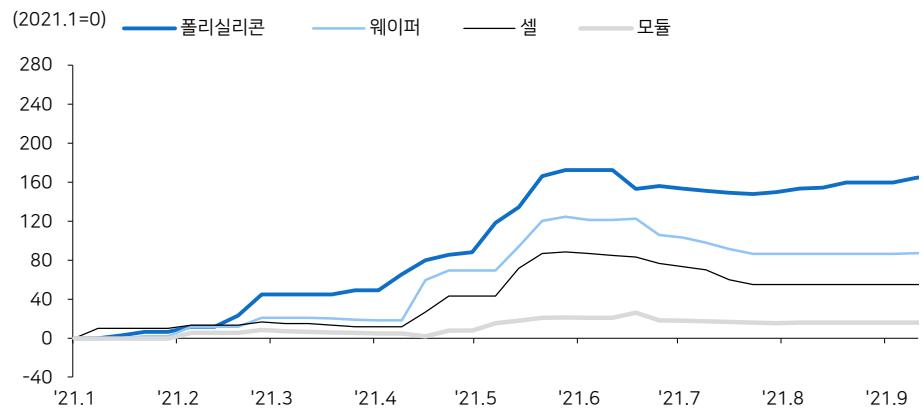
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 내 석탄 가격 추이



자료: KOMIS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 태양광 소재 별 가격 추이



자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457.4	9,195.0	10,539.3	10,978.3	11,266.3
매출액증가율 (%)	4.5	-2.8	14.6	4.2	2.6
매출원가	7,607.3	7,269.1	8,182.7	8,341.2	8,524.3
매출총이익	1,850.1	1,925.9	2,356.6	2,637.1	2,742.1
판매관리비	1,391.0	1,331.7	1,463.1	1,574.9	1,616.2
영업이익	459.2	594.2	893.5	1,062.2	1,125.8
영업이익률	4.9	6.5	8.5	9.7	10.0
금융손익	-196.8	-179.8	-131.8	-151.0	-177.0
증속/관계기업손익	213.8	160.2	338.8	256.0	287.6
기타영업외손익	-308.1	-123.0	238.4	40.0	0.0
세전계속사업이익	168.0	451.5	1,339.0	1,207.3	1,236.4
법인세비용	77.8	112.0	341.6	325.7	333.6
당기순이익	-248.9	301.7	1,003.7	880.6	901.9
지배주주지분 순이익	-237.6	309.1	1,015.7	875.6	885.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,206.1	1,069.5	925.6	1,215.7	1,271.8
당기순이익(손실)	-248.9	301.7	1,003.7	880.6	901.9
유형자산상각비	528.7	565.0	670.2	416.3	490.4
무형자산상각비	32.5	30.4	19.0	8.0	7.4
운전자본의 증감	285.4	-129.1	-485.6	14.9	-18.2
투자활동 현금흐름	-1,110.7	-42.7	-11.0	-832.8	-1,148.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,165.3	-883.8	-887.1	-1,200.0	-1,400.0
투자자산의감소(증가)	158.5	207.7	64.6	328.0	200.0
재무활동 현금흐름	-42.6	-886.8	1,040.8	1,137.4	1,234.5
차입금의 증감	718.3	-524.1	197.4	1,347.6	1,502.9
자본의 증가	-52.5	-6.0	1,369.1	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	60.4	115.3	1,986.6	1,520.3	1,358.4
기초현금	1,024.1	1,084.5	1,199.8	3,186.5	4,706.7
기말현금	1,084.5	1,199.8	3,186.5	4,706.7	6,065.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,322.7	4,958.4	7,315.6	8,740.6	10,214.9
현금및현금성자산	1,084.5	1,199.8	3,186.5	4,706.7	6,065.1
매출채권	1,504.5	1,433.4	1,737.7	1,695.7	1,746.9
재고자산	1,479.9	1,431.6	1,782.1	1,739.0	1,791.5
비유동자산	10,358.5	10,179.0	10,798.2	11,502.0	12,491.8
유형자산	6,594.0	6,416.5	6,547.1	7,330.8	8,240.4
무형자산	421.2	413.9	414.4	406.4	399.0
투자자산	2,845.3	2,797.7	3,071.9	2,999.9	3,087.5
자산총계	15,681.1	15,137.3	18,113.8	20,242.5	22,706.7
유동부채	5,831.0	5,251.1	5,193.5	5,731.9	6,406.9
매입채무	1,207.3	1,202.1	1,286.6	1,255.4	1,293.4
단기차입금	2,675.3	2,576.1	150.0	450.0	750.0
유동성장기부채	709.3	395.8	2,346.6	2,346.6	2,346.6
비유동부채	4,044.3	3,918.5	4,454.0	5,183.0	6,108.5
사채	1,330.1	1,551.8	1,673.8	2,073.8	2,573.8
장기차입금	1,654.0	1,164.8	1,390.1	1,740.1	2,140.1
부채총계	9,875.3	9,169.6	9,647.5	10,914.8	12,515.4
자본금	821.2	821.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	804.5	798.5	2,010.6	2,010.6	2,010.6
기타포괄이익누계액	-70.5	-110.0	26.6	26.6	26.6
이익잉여금	4,175.9	4,429.8	5,444.6	6,301.0	7,147.8
비지배주주지분	77.7	38.6	30.5	35.6	52.3
자본총계	5,805.9	5,967.7	8,466.3	9,327.7	10,191.3

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	56,231	55,198	56,618	57,394	58,900
EPS(지배주주)	-1,415	1,855	5,456	4,577	4,628
CFPS	6,534	7,048	7,894	7,980	8,488
EBITDAPS	6,067	7,141	8,503	7,771	8,488
BPS	33,926	35,468	43,845	48,295	52,697
DPS	193	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
(Valuation(Multiple))					
PER	-12.9	25.0	7.6	9.1	9.0
PCR	2.8	6.6	5.3	5.2	4.9
PSR	0.3	0.8	0.7	0.7	0.7
PBR	0.5	1.3	0.9	0.9	0.8
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,582.7	1,486.5	1,623.6
EV/EBITDA	8.1	10.5	6.9	7.3	6.8
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	-4.0	5.3	14.1	9.9	9.1
EBITDA 이익률	10.8	12.9	15.0	13.5	14.4
부채비율	170.1	153.7	114.0	117.0	122.8
금융비용부담률	2.4	2.2	1.5	1.7	2.0
이자보상배율(X)	2.0	2.9	5.6	5.6	4.9
매출채권회전율(X)	6.0	6.3	6.6	6.4	6.5
재고자산회전율(X)	6.4	6.3	6.6	6.2	6.4

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 간접 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

