SK COMPANY Analysis

SK securities

한화솔루션 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 49,000 원(하향))

변함없는 태양광의 방향

케미칼 4 분기 강세 유효. 다만, PVC/가성소다는 재차 안정화 추세를 밟는 중. 태양광은 폴리실리콘 약세에 따른 전반적인 밸류체인 가격 하향세가 나타나고 있음. 웨이퍼 가격 하락에 따른 수익성 개선 긍정적이나, 모듈 가격도 조정을 받는 만큼 점진적 개선 기대. 미국 태양광 보조금 관련 법안 통과 시 개선될 수요 및 센티는 기회 요인. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.0 배를 부여, 목표주가 49,000 원 투자의견 매수를 제시함

제품 가격의 하향 안정화

케미칼 PVC 는 4 분기 평균은 누적 기준 강세다. PVC-에틸렌(*0.5) 1M lagging spread 는 4Q 누적 QoQ +30%를 기록 중이다. 반면, 강세를 시현했던 케미칼의 PVC/가성소다가 안정화 추세를 밟고 있다. 최근 석탄 가격의 하락 등에 PVC 가격은 11 월 초 $1,800/t 에서 약 $1,500/t 로 다시 내려왔다. 가성소다도 국제 가격 기준 조정 중이다. 태양광의 모듈 가격도 폴리실리콘 가격 조정 등에 지난 12/8 $0.210/Watt 를 기록해 11 월 초 대비해서 -4.5% 하락했다. 전반적인 제품에서 가격 안정화가 진행 중이다.

태양광 수요 개선과 수익성 반등 발판

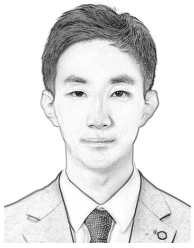
태양광 모듈의 가격 안정화는 앞 단 원료에서부터 시작되었다. 폴리실리콘 가격 하락으로 Wafer(156mm sq multi 기준) 가격도 11 월 초 대비 -20% 하락했다. 원재료 가격 하락에 따른 수익성 개선이 긍정적이다. 다만, 현재 모듈 가격도 함께 조정을 받는 만큼 당분간 수익성은 점진적인 개선세를 기대한다. 반면, 미국의 Build back better 예산안 통과를 앞두고 있다. 세금 인센티브를 포함해 약 $555 billion 에 달하는 보조금이 친환경에너지 분야에 쓰일 것으로 기대되고 있다. 태양광 수요 확대에 따른 수혜 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 5.6 만원 → 4.9 만원

태양광 확대에 대한 방향은 유효하며 수요 상승의 기회를 갖고 있다. 목표주가는 실적 추정치 하향 반영해 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.0 배를 부여, 5.6 만원에서 4.9 만원으로 하향하고, 투자의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	9,046	9,457	9,195	10,766	10,863	11,315
yoy	%	-3.2	4.6	-2.8	17.1	0.9	4.2
영업이익	십억원	354	459	594	901	733	849
yoy	%	-53.2	29.6	29.4	51.7	-18.7	15.8
EBITDA	십억원	794	1,020	1,190	1,633	1,543	1,724
세전이익	십억원	288	168	452	1,239	935	902
순이익(지배주주)	십억원	187	-238	309	929	711	686
영업이익률%	%	3.9	4.9	6.5	8.4	6.8	7.5
EBITDA%	%	8.8	10.8	12.9	15.2	14.2	15.2
순이익률	%	1.8	-2.6	3.3	8.6	6.5	6.0
EPS(계속사업)	원	1,128	620	2,139	4,966	3,802	3,667
PER	배	17.4	29.5	21.7	7.4	9.6	10.0
PBR	배	0.5	0.5	1.3	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	10.5	8.5	10.9	6.9	7.3	6.6
ROE	%	3.1	-4.0	5.3	13.0	8.1	7.1
순차입금	십억원	4,499	5,080	4,728	3,732	3,714	3,758
부채비율	%	144.6	170.1	153.7	111.8	103.9	98.6

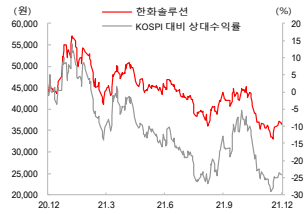


Analyst
박한샘
sam4.park@sks.co.kr
02-3773-8477

Company Data	
자본금	978 십억원
발행주식수	19,240 만주
자사주	70 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,991 십억원
주요주주	
한화(외3)	36.47%
국민연금공단	8.92%
외국인지분률	18.80%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(21/12/14)	36,550 원
KOSPI	2987.95 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	57,200 원
52주 최저가	33,000 원
60일 평균 거래대금	56 십억원

주가 및 상대수익률

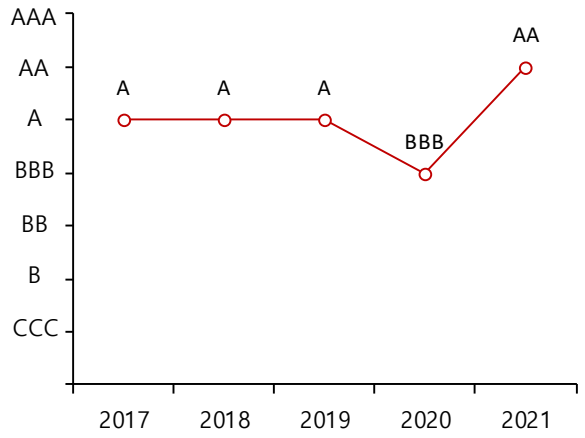


주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.4%	-1.1%
6개월	-18.8%	-11.6%
12개월	-17.9%	-24.1%

Analyst **박한샘** sam4.park@sks.co.kr / 02-3773-8477

ESG 하이라이트

한화솔루션의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
한화솔루션 종합 등급	**AA**	**B-**	**28.5**
환경(Environment)	38.7	B-	16.3
사회(Social)	50.7	B	33.3
지배구조(Governance)	60.0	B	51.8
<비교업체 종합 등급>			
롯데케미칼	A	B-	32.2
대한유화	A	N.A	31.4
금호석유	BBB	D	34.7
롯데정밀화학	AA	C+	62.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한화솔루션 ESG 평가

올해 지속가능발전소 등급 기준 AA 로 상향된 측면 긍정적. 화학 동종 기업 기준 양호한 등급. 또한, 친환경 사업 확대 목적으로 녹색채권 발행

현재 신규 추진하는 비즈니스는 기존의 태양광 모듈 이외에도 신재생 에너지 발전, 재활용, 수소 산업 진출로 환경 측면 긍정적

자료: SK 증권

한화솔루션의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모	표면금리 (%)
2021.6.17	녹색채권	70,000	1.70
2021.6.17	녹색채권	30,000	2.06

자료: KRX, SK 증권

한화솔루션의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.06.24	지배구조 (Governance)	한화종합화학 상장 철회…1 조원 현금보다 3 세 승계가 우선
2021.01.12	지배구조 (Governance)	한온시스템 한화솔루션 효성, ESG 통합 등급 하향
2020.11.09	지배구조 (Governance)	공정위 "관계사 부당지원" 한화솔루션에 229 억 과징금
2020.09.28	지배구조 (Governance)	사기 논란 니콜라 투자 한화 김동관, 사장 승진
2020.03.18	지배구조 (Governance)	BCI, 김동관 한화솔루션 부사장 사내이사 선임 반대
2019.08.27	사회 (Social)	法 "한화, 현대오일뱅크에 85 억 더 배상"...17 년 소송 마침표

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 4 분기 찍고 숨고르는 케미칼

4 분기 화성사업부 중심의 케미칼 기대감은 유효하다. PVC-에틸렌(*0.5) 1M lagging spread 는 4 분기 누적기준 QoQ +30%를 기록 중이다. 가성소다 국제 가격도 평균적으로 4 분기에 크게 개선되는 모습을 보였다. 반면, 부담 요소는 석탄 가격 약세 등의 여파로 PVC 가격이 안정세를 보이고 있다는 점이다. PVC 가격은 11 월 초 $1,800/t 을 기록한 이후 최근 $1,500/t 으로 하향 되었다. 가성소다도 염소 계통으로 흐름이 유사하다. 여전히 절대적인 가격 레벨은 높은 수준이나 추가적인 안정화 가능하다.

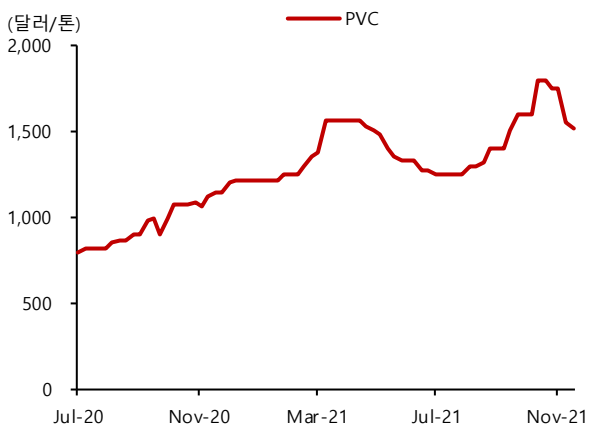
(2) 태양광 밸류체인 가격 조정

태양광 밸류체인의 가격 하락이 진행 중이다. 높아진 폴리실리콘 가격에 따른 가격 상승 추세의 전가 흐름이 멈추고, 앞 단 원료의 가격 조정에 맞추어 전 밸류체인 가격이 약세를 띄고 있다. 모듈 가격은 지난 12/8 $0.210/Watt 를 기록해 11 월 초 대비해서 -4.5% 하락했다. 원재료 가격의 하락에 따른 수익성 회복은 긍정적이나, 제품 가격도 함께 조정을 받는 만큼 당분간 수익성은 점진적인 개선세를 기대한다.

(3) 미국의 보조금 기대감

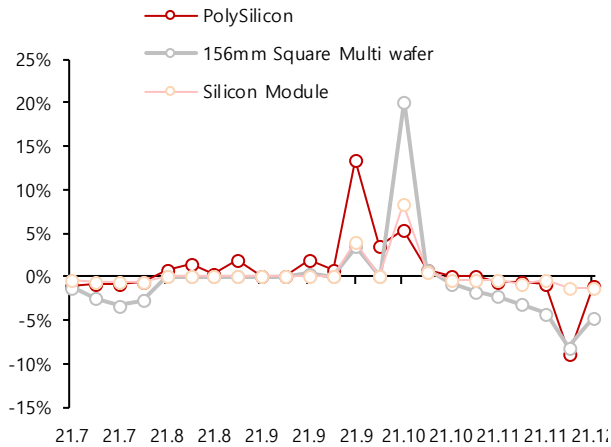
미국의 Build back better 예산안이 최종 통과 시, 세금 인센티브를 포함해 약 $555 billion 에 달하는 보조금이 친환경에너지에 쓰일 것으로 기대되고 있다. 미국의 태양광 설치 수요 개선 시 미국 태양광/모듈 수요의 직접적인 수혜가 기대된다.

PVC 가격 추이



자료: Cishcem, SK 증권

태양광 밸류체인 WoW 움직임



자료: PVinsight SK 증권

Analyst **박한샘** sam4.park@sks.co.kr / 02-3773-8477

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망 (단위 : 십억원, %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	2,561.8	2,404.3	2,777.5	2,580.3	3,004.2	17.3%	16.4%	9,195.0	10,766.3	10,863.3
영업이익	65.4	254.6	221.1	178.4	247.0	277.6%	38.4%	594.2	901.1	732.9
영업이익률	2.6%	10.6%	8.0%	6.9%	8.2%	5.7%	1.3%	6.5%	8.4%	6.7%
세전이익	-76.2	538.5	288.4	248.6	163.2	흑전	-34.3%	451.5	1,238.7	935.4
세전이익률	-3.0%	22.4%	10.4%	9.6%	5.4%	8.4%	-4.2%	4.9%	11.5%	8.6%
지배순이익	-94.3	386.4	223.0	193.8	125.5	흑전	-35.2%	309.1	928.6	711.1
지배주주순이익률	-3.7%	16.1%	8.0%	7.5%	4.2%	7.9%	-3.3%	3.4%	8.6%	6.5%
사업부별 매출액										
케미칼	831.9	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,416.5	70.3%	8.0%	3,326.5	5,309.0	4,840.5
첨단소재	205.4	225.5	224.3	226.5	224.2	9.2%	-1.0%	751.9	900.5	947.5
갤러리아	137.7	121.3	126.6	120.5	144.6	5.0%	20.0%	452.7	513.0	538.7
태양광	1,162.4	744.7	1,006.5	827.3	1,088.7	-6.3%	31.6%	3,702.3	3,667.2	4,123.2
기타	224.4	64.4	87.0	95.0	130.2	-42.0%	37.1%	961.6	376.6	413.4
사업부별 영업이익										
케미칼	66.0	254.8	293.0	266.8	301.6	356.9%	13.0%	381.2	1,116.2	646.4
이익률	7.9%	20.4%	22.0%	20.4%	21.3%	13.4%	0.9%	11.5%	21.0%	13.4%
첨단소재	-2.8	7.2	2.2	2.3	2.2	흑전	-4.4%	-7.6	13.9	9.3
이익률	-1.4%	3.2%	1.0%	1.0%	1.0%	2.3%	0.0%	-1.0%	1.5%	1.0%
갤러리아	10.4	12.1	2.2	6.8	7.2	-30.5%	6.3%	2.8	28.3	28.2
이익률	7.6%	10.0%	1.7%	5.6%	5.0%	-2.6%	-0.6%	0.6%	5.5%	5.2%
태양광	-2.4	-14.9	-64.6	-95.7	-60.1	적지	적지	190.4	-235.3	42.8
이익률	-0.2%	-2.0%	-6.4%	-11.6%	-5.5%	-5.3%	6.0%	5.1%	-6.4%	1.0%
기타	-5.8	-4.6	-11.7	-1.8	-3.9	적지	적지	27.4	-22.0	6.2
이익률	-2.6%	-7.1%	-13.4%	-1.9%	-3.0%	-0.4%	-1.1%	2.8%	-5.8%	1.5%

자료: 한화솔루션, SK 증권 추정

추정치 변경 (단위 : 십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	10,803.0	10,357.0	10,766.3	10,863.3	-0.3%	4.9%
영업이익	934.1	754.7	901.1	732.9	-3.5%	-2.9%
영업이익률	8.6%	7.3%	8.4%	6.7%	-0.3%	-0.5%
세전이익	1,381.4	1,031.5	1,238.7	935.4	-10.3%	-9.3%
세전이익률	12.8%	10.0%	11.5%	8.6%	-1.3%	-1.3%
지배순이익	1,030.3	783.9	928.6	711.1	-9.9%	-9.3%
지배주주순이익률	9.5%	7.6%	8.6%	6.5%	-0.9%	-1.0%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	7.8%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	6.5%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	0.9
Target P/B	1.0
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	48,158
적정주가 (단위: 원)	49,452
Target Price (단위: 원)	**49,000**
현재주가(2021-12-14) (단위: 원)	36,550
상승여력	34.1%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

주: Target PBR 은 PBR-ROE 산정 PBR 과 과거 회귀 PBR-ROE(2.064x+0.65) PBR 평균

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	5.3%	8.0%	7.1%	9.0%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	7.8%			

자료: SK 증권 추정

Analyst 박한샘 sam4.park@sks.co.kr / 02-3773-8477

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2021.12.15	매수	49,000원	6개월		
2021.10.30	매수	56,000원	6개월	-28.39%	-19.11%
2021.07.05	매수	56,000원	6개월	-25.51%	-19.11%
2021.06.30	담당자 변경				
2020.09.28	매수	43,619원	6개월	7.77%	31.14%
2020.03.30	매수	15,509원	6개월	49.64%	207.81%

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 (2021 년 12 월 15 일 기준)

매수	90.7%	중립	9.3%	매도	0%

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,323	4,958	6,337	6,609	6,963
현금및현금성자산	1,085	1,200	1,971	2,210	2,405
매출채권및기타채권	1,573	1,458	1,707	1,722	1,794
재고자산	1,480	1,432	1,676	1,691	1,762
비유동자산	10,358	10,179	11,521	12,375	13,232
장기금융자산	94	66	138	138	138
유형자산	6,594	6,416	6,430	6,754	7,204
무형자산	421	414	548	506	472
자산총계	15,681	15,137	17,858	18,984	20,195
유동부채	5,831	5,251	5,050	5,153	5,275
단기금융부채	3,442	3,046	2,468	2,548	2,561
매입채무 및 기타채무	1,573	1,556	1,822	1,839	1,915
단기충당부채	59	51	60	60	63
비유동부채	4,044	3,918	4,376	4,518	4,753
장기금융부채	3,202	3,072	3,479	3,619	3,845
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	116	135	175	177	184
부채총계	9,875	9,170	9,426	9,671	10,028
지배주주지분	5,728	5,929	8,388	9,266	10,118
자본금	821	821	978	978	978
자본잉여금	805	798	1,983	1,983	1,983
기타자본구성요소	-3	-10	-24	-24	-24
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,176	4,430	5,308	5,981	6,629
비지배주주지분	78	39	43	47	50
자본총계	5,806	5,968	8,432	9,313	10,168
부채와자본총계	15,681	15,137	17,858	18,984	20,195

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457	9,195	10,766	10,863	11,315
매출원가	7,607	7,269	8,370	8,629	8,900
매출총이익	1,850	1,926	2,396	2,235	2,415
매출총이익률 (%)	19.6	20.9	22.3	20.6	21.3
판매비와관리비	1,391	1,332	1,495	1,502	1,566
영업이익	459	594	901	733	849
영업이익률 (%)	4.9	6.5	8.4	6.8	7.5
비영업손익	-291	-143	338	203	53
순금융비용	199	181	174	154	158
외환관련손익	-25	32	40	20	20
관계기업투자등 관련손익	175	139	345	262	166
세전계속사업이익	168	452	1,239	935	902
세전계속사업이익률 (%)	1.8	4.9	11.5	8.6	8.0
계속사업법인세	78	112	312	226	218
계속사업이익	90	340	927	709	684
중단사업이익	-339	-38	0	0	0
***법인세효과**	-46	-15	0	0	0
당기순이익	-249	302	927	709	684
순이익률 (%)	-2.6	3.3	8.6	6.5	6.0
지배주주	-238	309	929	711	686
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.51	3.36	8.63	6.55	6.06
비지배주주	-11	-7	-2	-2	-2
총포괄이익	-251	254	1,136	919	893
지배주주	-230	268	1,133	915	890
비지배주주	-21	-14	3	3	3
EBITDA	1,020	1,190	1,633	1,543	1,724

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,208	1,068	1,291	1,303	1,444
당기순이익(손실)	-217	398	1,201	709	684
비현금성항목등	1,348	872	544	834	1,041
유형자산감가상각비	529	565	699	776	850
무형자산상각비	33	30	33	34	26
기타	750	288	-32	-75	-25
운전자본감소(증가)	287	-131	-22	-13	-62
매출채권및기타채권의 감소(증가)	147	111	-36	-15	-72
재고자산감소(증가)	38	-26	-252	-15	-70
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	12	-192	16	76
기타	102	-227	458	1	3
법인세납부	-210	-72	-432	-226	-218
투자활동현금흐름	-1,114	-27	-894	-1,055	-1,251
금융자산감소(증가)	-93	281	-205	0	0
유형자산감소(증가)	-1,136	-865	-938	-1,100	-1,300
무형자산감소(증가)	-1	8	8	8	8
기타	115	549	241	37	41
재무활동현금흐름	-41	-901	330	-9	2
단기금융부채증가(감소)	-1	-12	-14	80	13
장기금융부채증가(감소)	344	-631	-552	140	226
자본의증가(감소)	-37	-29	1,325	0	0
배당금의 지급	-33	-33	0	-38	-38
기타	-314	-196	-429	-191	-198
현금의 증가(감소)	60	115	772	238	195
기초현금	1,024	1,085	1,200	1,971	2,210
기말현금	1,085	1,200	1,971	2,210	2,405
FCF	-175	195	244	260	165

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	4.6	-2.8	17.1	0.9	4.2
영업이익	29.6	29.4	51.7	-18.7	15.8
세전계속사업이익	-41.7	168.8	174.3	-24.5	-3.6
EBITDA	28.4	16.6	37.3	-5.6	11.8
EPS(계속사업)	적전	흑전	132.1	-23.4	-3.6
수익성 (%)					
ROE	-4.0	5.3	13.0	8.1	7.1
ROA	-1.6	2.0	5.6	3.9	3.5
EBITDA마진	10.8	12.9	15.2	14.2	15.2
안정성 (%)					
유동비율	91.3	94.4	125.5	128.3	132.0
부채비율	170.1	153.7	111.8	103.9	98.6
순차입금/자기자본	87.5	79.2	44.3	39.9	37.0
EBITDA/이자비용(배)	4.5	5.8	8.3	8.1	8.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	620	2,139	4,966	3,802	3,667
BPS	35,084	36,679	43,599	48,158	52,585
CFPS	1,976	5,577	8,881	8,132	8,350
주당 현금배당금	200	0	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.2	23.7	11.5	15.0	15.6
PER(최저)	25.3	4.3	6.7	8.7	9.0
PBR(최고)	0.7	1.4	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.3	0.8	0.7	0.6
PCR	9.3	8.3	4.1	4.5	4.4
EV/EBITDA(최고)	9.3	11.5	9.3	9.9	8.9
EV/EBITDA(최저)	8.0	5.7	6.5	6.9	6.2

자료 : 한화솔루션, SK증권 추정