



## BUY(Maintain)

목표주가: 60,000원

주가(1/11): 36,800원

시가총액: 70,390억원

## 화학/정유

Analyst 이동우

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkdud1222@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(1/11)	2,927.38pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	57,200원
등락률	-35.7%
수익률	절대 상대
1M	-0.8%
6M	-14.2%
1Y	-33.2%
	-2.0%
	-5.7%
	-28.1%

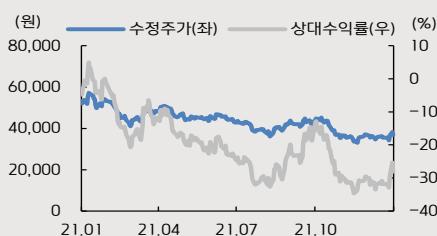
## Company Data

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	928천주
외국인 지분율	18.2%
배당수익률(21E)	0.6%
BPS(21E)	36,059원
주요 주주	한화 외 3인
	36.5%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	9,457.4	9,195.0	10,712.7	11,842.1
영업이익	459.2	594.2	837.7	932.9
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,460.6	1,593.4
세전이익	168.0	451.5	1,173.6	1,276.4
순이익	-248.9	301.7	915.4	995.6
자체주주지분순이익	-237.6	309.1	937.7	1,019.8
EPS(원)	-1,403	1,843	4,874	5,301
증감률(%YoY)	적전	후전	164.5	8.8
PER(배)	-13.0	25.2	7.3	7.2
PBR(배)	0.5	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	8.0	10.5	7.8	7.4
영업이익률(%)	4.9	6.5	7.8	7.9
ROE(%)	-4.0	5.3	14.6	13.8
순부채비율(%)	87.4	78.4	65.4	57.2

## Price Trend



## 실적 Preview

## 한화솔루션 (009830)

## 경쟁 화학 업체 대비 차별화된 실적 전망



한화솔루션의 작년 4분기 영업이익은 1,836억원으로 전 분기 대비 증익이 예상됩니다. 큐셀부문은 주요 원자재로 가격 하락으로 적자폭이 감소할 전망이고, 케미칼부문은 주력 제품군들의 수급이 타 범용 제품 대비 견고한 수급 상황을 지속할 것으로 예상 되기 때문입니다. 올해/내년 실적도 폴리실리콘 공급 증가에 따른 원가 부담 완화 및 스페셜티 제품군 비중 확대로 증익 추세가 이어질 전망입니다. 회학주 탑픽으로 제시합니다.

## &gt;&gt;&gt; 작년 4분기 영업이익, 전 분기 대비 증가 전망

한화솔루션의 작년 4분기 영업이익은 1,836억원으로 전 분기 대비 2.9% 증가하며, 국내 경쟁 화학 업체 대비 견고한 실적을 기록할 전망이다. 1) 케미칼 부문 주력 제품인 가성소다/PVC/LDPE/EVA가 중국 석탄 가격 상승 관련 수혜가 발생한 가운데, 전방 업황 호조세 지속으로 타 범용 화학 제품 대비 견고한 수익성을 지속하였고, 2) 큐셀부문도 전 분기에 이어 적자를 유지할 것으로 전망되나, 유럽/미국/한국 등 주력 판매 지역의 판가/물량이 개선되었고, Wafer/유리/EVA Sheet/은/알루미늄 등 원부재료 가격의 하락 등으로 전 분기 대비 적자폭을 소폭 줄였을 것으로 예상되기 때문이다.

다만 부타디엔/MEG/PX/SM 등 모노머/중간유분들의 가격 약세로 여전 NCC/한화임팩트 등 지분법 업체들의 손익은 전 분기 대비 감소할 전망이다.

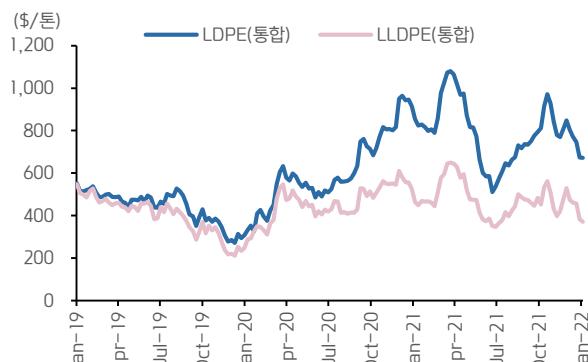
## &gt;&gt;&gt; 올해/내년, 증익 추세 지속 전망

작년 상반기 미국 한파 영향에 따른 기고 효과로 전반적인 올해 화학 업체들의 실적 증익이 제한된 가운데, 동사는 올해와 내년에도 증익 추세가 이어질 전망이다.

1) 올해는 케미칼부문의 주력 제품인 LDPE/EVA/가성소다/PVC의 견고한 수급 상황이 지속될 것으로 예상되는 가운데, 폴리실리콘 공급 급증으로 인한 폴리실리콘/웨이퍼 가격 하락, 물류 차질 완화로 인한 운송비 부담 감소, 작년에서 이연된 발전 사업 매각 확대로 큐셀부문의 대규모 실적 개선(YoY +2,698억원)이 예상된다. 참고로 Exa-watt에 따르면 올해와 내년 세계 폴리실리콘 순증 물량은 각각 32만톤, 92만톤이다. 올해 2분기 이후 폴리실리콘 가격의 탄력적인 하락이 예상된다. 또한 SEMA 법안 통과 시 동사 미국 태양광 자산의 추가적인 증익도 예상된다. 2) 내년은 큐셀부문의 온기 실적 개선 효과가 이어지는 가운데, 고순도 Cresol 신설, 한화시마론 수소저장용기 증설 분 가동, 태양광 N타입 TOPCon 모듈 판매 확대 등 케미칼/첨단소재/큐셀부문의 스페셜티 비중 확대 효과가 발생하며, 올해에 이어 증익 추세가 지속될 전망이다.

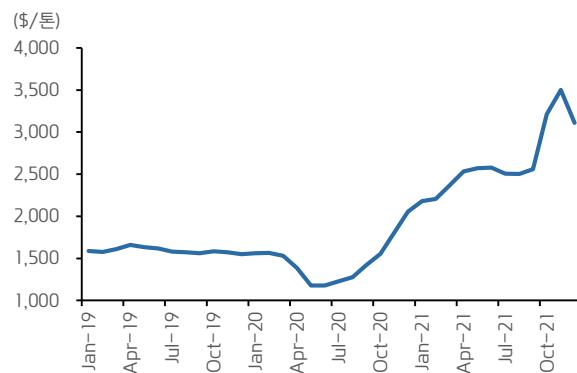
투자의견 Buy를 유지하며, LG에너지솔루션과 함께 화학 탑픽으로 제시한다.

## 국내 LDPE/LLDPE 스프레드 추이



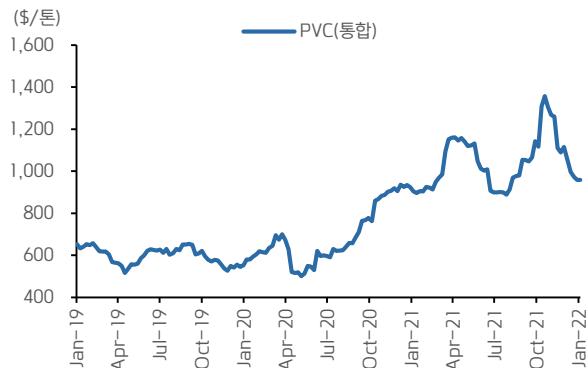
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 국내 EVA 가격 추이



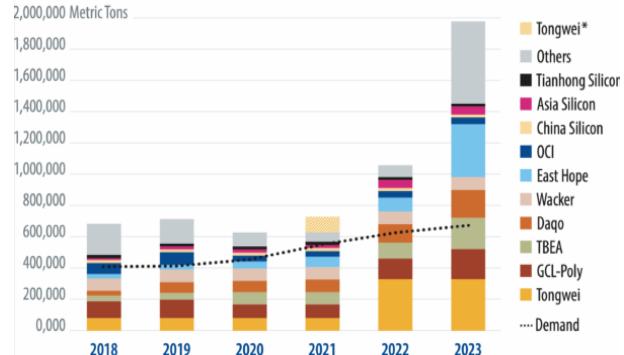
자료: KITA 등, 키움증권 리서치

## 국내 PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 세계 폴리실리콘 생산능력/수요 추이/전망(업체별)



자료: Exa-watt, 키움증권 리서치

## 한화솔루션 실적 전망

(실적원, %)	2021					2022				2019	2020	Annual	2021E	2022E
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE						
매출액	2,405	2,778	2,580	2,951	3,091	2,908	2,998	2,844	9,457	9,195	10,713	11,842		
영업이익	255	221	178	184	216	198	251	267	459	594	838	933		
영업이익률	10.6	8.0	6.9	6.2	7.0	6.8	8.4	9.4	4.9	6.5	7.8	7.9		
케미칼	1,248	1,333	1,311	1,356	1,354	1,159	1,262	1,072	3,481	3,327	5,248	4,846		
첨단소재	226	224	227	230	221	231	235	247	808	752	906	934		
매출액	121	127	121	151	133	139	133	167	594	453	520	572		
갤러리아	745	1,007	827	1,119	1,289	1,284	1,274	1,264	3,555	3,702	3,697	5,110		
큐셀	64	87	95	95	95	95	95	95	1,020	962	341	380		
기타	255	293	267	262	265	206	216	189	258	381	1,077	876		
케미칼	7	2	2	-2	7	7	7	7	-30	-8	9	28		
첨단소재	12	2	7	10	6	-6	-1	11	8	3	31	10		
갤러리아	-15	-65	-96	-89	-64	-13	25	57	181	190	-265	5		
큐셀	-5	-12	-2	3	3	3	3	3	42	27	-15	13		
기타														

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	9,457.4	9,195.0	10,712.7	11,842.1	12,017.8
매출원가	7,607.3	7,269.1	8,338.4	9,216.9	9,160.6
매출총이익	1,850.1	1,925.9	2,374.3	2,625.2	2,857.2
판관비	1,391.0	1,331.7	1,536.6	1,692.3	1,724.0
<b>영업이익</b>	459.2	594.2	837.7	932.9	1,133.2
<b>EBITDA</b>	1,020.3	1,189.5	1,460.6	1,593.4	1,840.4
<b>영업외손익</b>	-291.1	-142.6	335.9	343.5	362.8
이자수익	25.8	24.6	38.2	51.5	72.8
이자비용	224.5	205.3	158.6	175.2	188.5
외환관련이익	273.4	387.6	391.0	394.5	398.1
외환관련손실	298.9	355.8	359.7	363.6	367.6
증속 및 관계기업손익	213.8	160.2	224.2	235.4	247.2
기타	-280.7	-153.9	200.8	200.9	200.8
<b>법인세차감전이익</b>	168.0	451.5	1,173.6	1,276.4	1,496.0
법인세비용	77.8	112.0	258.2	280.8	329.1
<b>계속사업순손익</b>	90.2	339.6	915.4	995.6	1,166.9
<b>당기순이익</b>	-248.9	301.7	915.4	995.6	1,166.9
<b>지배주주순이익</b>	-237.6	309.1	937.7	1,019.8	1,195.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	4.5	-2.8	16.5	10.5	1.5
영업이익 증감율	29.6	29.4	41.0	11.4	21.5
EBITDA 증감율	28.4	16.6	22.8	9.1	15.5
지배주주순이익 증감율	-227.3	-230.1	203.4	8.8	17.2
EPS 증감율	적전	흑전	164.5	8.8	17.2
매출총이익률(%)	19.6	20.9	22.2	22.2	23.8
영업이익률(%)	4.9	6.5	7.8	7.9	9.4
EBITDA Margin(%)	10.8	12.9	13.6	13.5	15.3
지배주주순이익률(%)	-2.5	3.4	8.8	8.6	9.9

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	5,322.6	4,958.4	6,232.4	7,375.3	8,659.8
현금 및 현금성자산	1,084.5	1,199.8	1,953.4	2,695.7	3,877.1
단기금융자산	484.8	181.4	190.5	200.0	210.0
매출채권 및 기타채권	1,575.8	1,458.7	1,699.5	1,878.6	1,906.5
재고자산	1,479.9	1,431.6	1,667.9	1,843.7	1,871.1
기타유동자산	1,182.4	868.3	911.6	957.3	1,005.1
<b>비유동자산</b>	10,358.5	10,179.0	10,711.0	11,316.7	11,687.4
투자자산	2,832.0	2,797.7	3,052.7	3,318.9	3,596.9
유형자산	6,594.0	6,416.5	6,718.3	7,077.5	7,186.0
무형자산	421.2	413.9	389.1	369.4	353.7
기타비유동자산	511.3	550.9	550.9	550.9	550.8
<b>자산총계</b>	15,681.1	15,137.3	16,943.4	18,691.9	20,347.2
<b>유동부채</b>	5,831.0	5,251.1	5,440.7	5,579.7	5,594.1
매입채무 및 기타채무	1,740.3	1,726.2	1,915.8	2,054.7	2,069.2
단기금융부채	3,451.3	3,041.0	3,041.0	3,041.0	3,041.0
기타유동부채	639.4	483.9	483.9	484.0	483.9
<b>비유동부채</b>	4,044.3	3,918.5	4,548.5	5,248.5	5,808.5
장기금융부채	3,935.2	3,727.4	4,357.4	5,057.4	5,617.4
기타비유동부채	109.1	191.1	191.1	191.1	191.1
<b>부채총계</b>	9,875.3	9,169.6	9,989.2	10,828.1	11,402.6
<b>자자지분</b>	5,728.2	5,929.1	6,937.9	7,871.8	8,981.1
자본금	821.2	821.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	804.5	798.5	798.5	798.5	798.5
기타자본	-2.9	-10.3	-10.3	-10.3	-10.3
기타포괄손익누계액	-70.5	-110.0	-157.6	-205.2	-252.8
이익잉여금	4,175.9	4,429.8	5,329.1	6,310.6	7,467.5
비자지분	77.7	38.6	16.3	-8.0	-36.4
<b>자본총계</b>	5,805.8	5,967.7	6,954.2	7,863.8	8,944.7

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,206.1	1,069.5	1,537.6	1,752.2	2,131.9
당기순이익	-248.9	301.7	915.4	995.6	1,166.9
비현금항목의 가감	1,347.7	872.3	1,030.6	1,089.9	1,170.9
유형자산감가상각비	528.7	565.0	598.1	640.8	691.6
무형자산감가상각비	32.5	30.4	24.8	19.7	15.7
지분평평가손익	-271.2	-199.0	-224.2	-235.4	-247.2
기타	1,057.7	475.9	631.9	664.8	710.8
영업활동자산부채증감	285.4	-129.1	-360.2	-252.1	-78.7
매출채권및기타채권의감소	146.6	111.0	-240.8	-179.2	-27.9
재고자산의감소	38.1	-26.2	-236.3	-175.8	-27.4
매입채무및기타채무의증가	0.4	11.8	189.6	139.0	14.4
기타	100.3	-225.7	-72.7	-36.1	-37.8
기타현금흐름	-178.1	24.6	-48.2	-81.2	-127.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,110.7	-42.7	-623.3	-723.7	-524.2
유형자산의 취득	-1,165.3	-883.8	-900.0	-1,000.0	-800.0
유형자산의 처분	27.4	18.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	7.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	169.7	194.5	-30.8	-30.8	-30.8
단기금융자산의감소(증가)	-79.9	303.4	-9.1	-9.5	-10.0
기타	-62.0	316.6	316.6	316.6	316.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	-42.6	-886.8	532.8	407.3	267.3
차입금의 증가(감소)	380.8	-571.0	630.0	700.0	560.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	157.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-37.2	-29.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.9	-32.6	0.0	-38.4	-38.4
기타	-353.3	-254.2	-254.3	-254.3	-254.3
기타현금흐름	7.5	-24.6	-693.5	-693.5	-693.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	60.4	115.3	753.6	742.3	1,181.5
기초현금 및 현금성자산	1,024.1	1,084.5	1,199.8	1,953.4	2,695.7
기말현금 및 현금성자산	1,084.5	1,199.8	1,953.4	2,695.7	3,877.1

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-1,403	1,843	4,874	5,301	6,213
BPS	33,924	35,466	36,059	40,913	46,679
CFPS	6,490	7,000	10,114	10,839	12,150
DPS	200	0	200	200	200
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-13.0	25.2	7.3	7.2	6.2
PER(최고)	-16.6	28.4	12.1		
PER(최저)	-11.0	4.9	6.7		
PBR	0.5	1.3	1.0	0.9	0.8
PBR(최고)	0.7	1.5	1.6		
PBR(최저)	0.5	0.3	0.9		
PSR	0.3	0.8	0.6	0.6	0.6
PCFR	2.8	6.6	3.5	3.5	3.1
EV/EBITDA	8.0	10.5	7.8	7.4	6.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금	-13.0	0.0	4.2	3.8	3.3
배당수익률(%),보통주,현금	1.1	0.0	0.6	0.5	0.5
ROA	-1.6	2.0	5.7	5.6	6.0
ROE	-4.0	5.3	14.6	13.8	14.2
ROIC	1.7	4.3	7.4	7.7	9.0
매출채권회전율	5.7	6.1	6.8	6.6	6.4
재고자산회전율	6.4	6.3	6.9	6.7	6.5
부채비율	170.1	153.7	143.6	137.7	127.5
순차입금비율	87.4	78.4	65.4	57.2	43.2
이자보상배율	2.0	2.9	5.3	5.3	6.0
총차입금	6,643.4	6,059.9	6,689.9	7,389.9	7,949.9
순차입금	5,074.1	4,678.6	4,546.0	4,494.2	3,862.8
NOPLAT	1,020.3	1,189.5	1,460.6	1,593.4	1,840.4
FCF	-143.2	-22.1	16.1	136.0	712.5

자료: 키움증권 리서치

## Compliance Notice

- 당사는 1월 11일 현재 '한화솔루션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

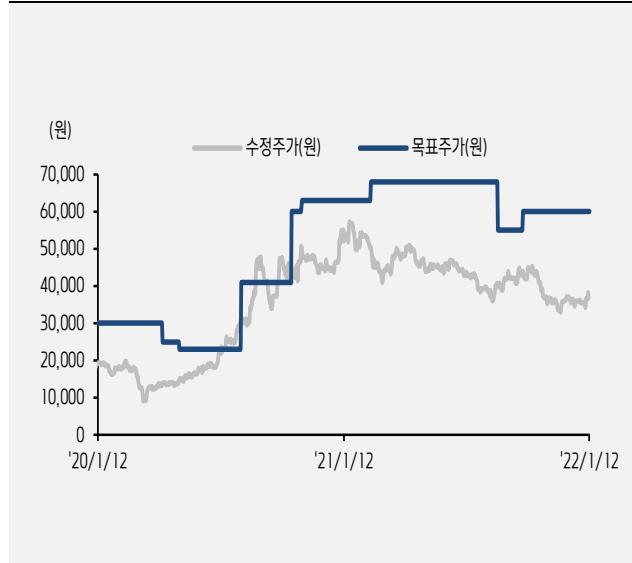
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2020/01/13	Buy(Maintain)	30,000원	6개월	-45.56	-32.38
	2020/04/17	Buy(Maintain)	25,000원	6개월	-42.89	-40.24
	2020/05/12	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-10.06	39.25
	2020/08/12	Buy(Maintain)	41,000원	6개월	-0.75	20.04
	2020/09/26	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-22.87	-13.06
	2020/11/11	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-19.18	-6.40
	2021/02/23	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.72	-30.66
	2021/03/25	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-33.97	-28.38
	2021/03/30	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.24	-25.15
	2021/05/12	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.95	-25.15
	2021/06/08	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.33	-25.15
	2021/08/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.96	-18.55
	2021/10/05	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.52	-25.17
	2021/10/19	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.64	-24.50
	2021/10/29	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-36.74	-24.50
	2022/01/12	Buy(Maintain)	60,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%