



BUY(Maintain)

목표주가: 60,000원
주가(2/16): 33,750원
시가총액: 64,556억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/16)	2,729.68pt		
52 주 추가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	57,200원	31,550원	
등락률	-36.2%	7.0%	
수익률	절대	상대	
	1M	-13.7%	-7.6%
	6M	-12.8%	1.3%
	1Y	-36.2%	-26.1%

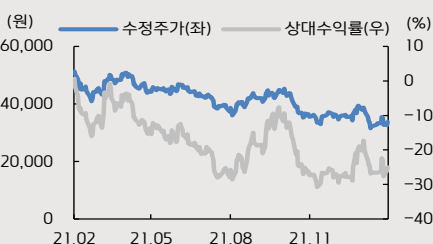
Company Data

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	901천주
외국인 지분율	18.3%
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
지배주주지분순이익	-237.6	309.1	937.7	1,019.8
EPS(원)	-1,403	1,843	4,874	5,301
증감률(%YoY)	적전	흑전	164.5	8.8
PER(배)	-13.0	25.2	7.3	6.4
PBR(배)	0.2	1.3	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	8.0	10.5	7.8	6.9
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



한화솔루션(009830)

국내 배터리 업체들의 미국 진출 사례를 참고하자



최근 증설 프로젝트 가동에도 불구하고, 당초 예상과 다르게 폴리실리콘 가격이 강세를 지속하고 있습니다. 모노 웨이퍼 수요 호조가 지속되고 있는 가운데, 중국 업체들의 정기보수 등이 집중되며 공급 타이트 현상이 발생하고 있기 때문입니다. 다만 현재 62만톤의 폴리실리콘 생산능력은 올해 말까지 117만톤으로 확대될 것으로 보입니다. 올해 2분기 이후 폴리실리콘 가격의 안정화가 예상됩니다. 참고로 현재 중국 Top-Tier 폴리실리콘 업체의 EBITDA 마진율은 75%를 상회하고 있습니다.

>>> 올해 2분기 이후 폴리실리콘 가격 안정화 예상

Daqo, Tongwei, GCL Poly Energy가 15만톤의 폴리실리콘을 신증설했음에도 불구하고, 역내/외 폴리실리콘 가격이 강세 기초를 유지하고 있다. 베이징 올림픽 진행 및 정기보수 등으로 중국 내 폴리실리콘 플랜트들의 가동률이 저조한 상태에서, 모노 웨이퍼 수요 증가(Longi, Zhonghuan, Jinko, JA 등)를 충족시키지 못하며 재고가 타이트한 상황을 유지하고 있기 때문이다. 다만 기존 정기보수에 들어갔던 중국내 12개 폴리실리콘 사업자 중 일부 업체들이 생산을 재개하였고, 신증설된 물량들의 점진적인 가동을 확대해 올해 2분기 이후부터는 폴리실리콘 공급 타이트 현상이 다소 완화될 전망이다.

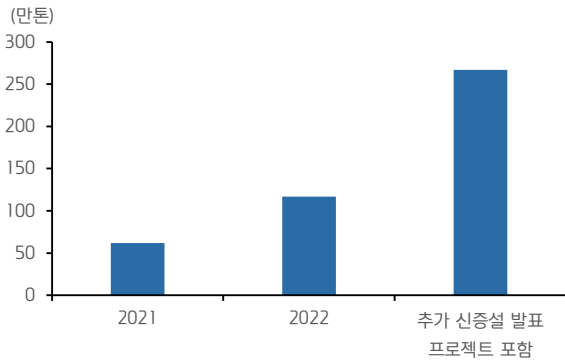
당사는 폴리실리콘 가격이 올해 하반기에서 내년으로 갈수록 추가적으로 안정화될 것으로 전망하고 있다. 1) 중국의 전력 배급 완화 및 증설 확대로 유리/메탈실리콘 등 원재료 가격이 하락세를 보이고 있고, 2) 올해 계획된 폴리실리콘 증설 물량도 예정대로 가동될 것으로 전망되며, 3) 신규 웨이퍼 기술 발전으로 단위 당 폴리실리콘 사용량의 감소가 예상되고, 4) 중국 비 신장 지역(내몽골, 사천 등)의 생산능력 확대가 본격화되고 있기 때문이다.

한편 세계 폴리실리콘 생산능력은 현재 62만톤으로 전망되고, 추가적으로 55만톤이 건설 중이며, 대부분 올해 말까지 가동될 것으로 판단된다. 또한 건설 중인 프로젝트 이외에도 작년 말에 150만톤의 추가 증설이 발표되었다. 이에 중기적으로 폴리실리콘 병목 현상은 제거되고, 가격이 다시 하락하면서 역동적인 태양광 설치량 증가가 전망된다. 참고로 한화솔루션의 올해 태양광 셀/모듈 출하량은 9GW(추정)로 연간 약 27,000만톤의 폴리실리콘을 사용한다. Kg 당 \$5의 가격 하락이 있을 경우, 연간 1,600억원 이상의 원가 개선 효과(웨이퍼 업체들의 가격 인하 효과 동시 고려 가정)가 발생하는 것으로 보인다.

>>> SEMA 법안 통과 시 추가적인 실적 개선 전망

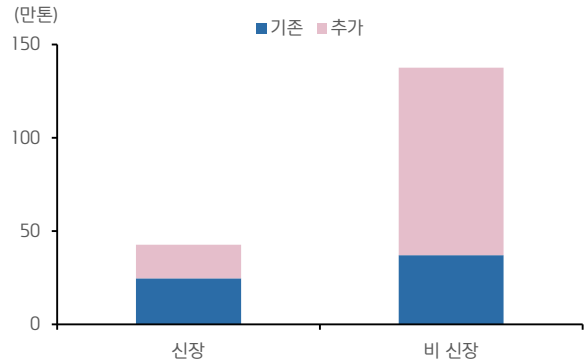
최근 SEMA 법안에 대한 뉴스 언급이 제한된 상황이다. 다만 바이든 정부의 국정 지지율 하락세, 미국 태양광 시장 성장세 및 미국의 중국 태양광 산업 견제 등을 고려할 경우 늦어도 올해 상반기 내 법안 통과가 될 가능성이 있어 보인다. 한편 법안 통과 시 당사는 연간 1,000억원 이상의 세전이익 증가가 예상되고, 국내 배터리 업체들의 미국 진출 가속화 사례를 고려할 경우 동사의 미국 설비 생산능력 확대도 전망된다.

세계 폴리실리콘 증설 계획



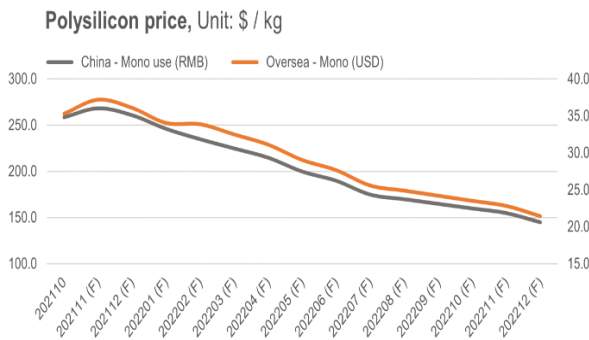
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

중국 신장 및 세계(비신장) 폴리실리콘 증설 계획



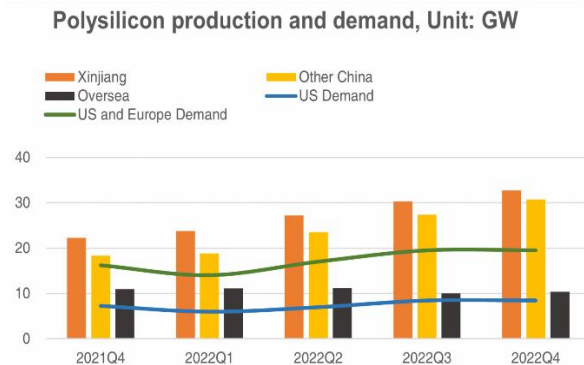
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

폴리실리콘 가격 전망



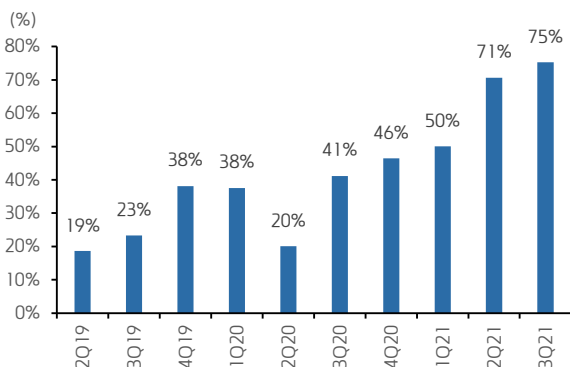
자료: PVIL, 키움증권 리서치

세계 폴리실리콘 생산/수요 전망(지역별)



자료: PVIL, 키움증권 리서치

Daqo New Energy EBITDA 마진을 추이



자료: DQ, 키움증권 리서치

바이든 국정 지지율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	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
판매비	1,391.0	1,331.7	1,536.6	1,692.3	1,724.0
영업이익	459.2	594.2	837.7	932.9	1,133.2
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,460.6	1,593.4	1,840.4
영업외손익	-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
종속 및 관계기업손익	213.8	160.2	224.2	235.4	247.2
기타	-280.7	-153.9	200.8	200.9	200.8
법인세차감전이익	168.0	451.5	1,173.6	1,276.4	1,496.0
법인세비용	77.8	112.0	258.2	280.8	329.1
계속사업순이익	90.2	339.6	915.4	995.6	1,166.9
당기순이익	-248.9	301.7	915.4	995.6	1,166.9
지배주주순이익	-237.6	309.1	937.7	1,019.8	1,195.3
증감율 및 수익성 (%)					
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
유동자산	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
비유동자산	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
자산총계	15,681.1	15,137.3	16,943.4	18,691.9	20,347.2
유동부채	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
비유동부채	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
부채총계	9,875.3	9,169.6	9,989.2	10,828.1	11,402.6
자본지분	5,728.2	5,929.1	6,937.9	7,871.7	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
비지배지분	77.7	38.6	16.3	-8.0	-36.4
자본총계	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
영업활동 현금흐름	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
지분법평가손익	-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
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-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
현금 및 현금성자산의 순증가	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

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
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
주가배수(배)					
PER	-13.0	25.2	7.3	6.4	5.4
PER(최고)	-16.6	28.4	12.1		
PER(최저)	-11.0	4.9	6.7		
PBR	0.5	1.3	1.0	0.8	0.7
PBR(최고)	0.7	1.5	1.6		
PBR(최저)	0.5	0.3	0.9		
PSR	0.3	0.8	0.6	0.5	0.5
PCFR	2.8	6.6	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	8.0	10.5	7.8	6.9	5.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	-13.0	0.0	4.2	3.8	3.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.1	0.0	0.6	0.6	0.6
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

Compliance Notice

- 당사는 2월 16일 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

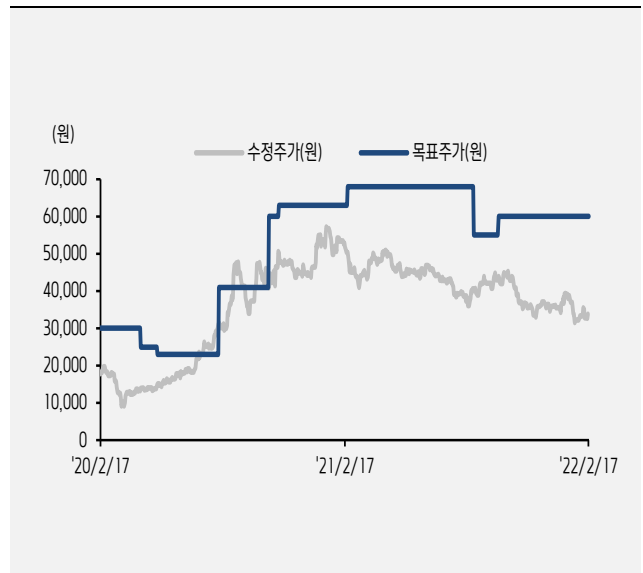
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	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	-38.11	-24.50
	2022/02/17	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%