



기업분석 | 정유/화학/신소재

Analyst

**이안나**

02 3779 8936

annalee@ebestsec.co.kr

## Hold (maintain)

목표주가	<b>38,000 원</b>
현재주가	<b>34,000 원</b>

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

### Stock Data

KOSPI(2/17)	2,744.09 pt
시가총액	65,035 억원
발행주식수	191,278 천주
52주 최고가 / 최저가	52,900 / 31,550 원
90일 일평균거래대금	321.06 억원
외국인 지분율	18.3%
배당수익률(21.12E)	0.6%
BPS(21.12E)	39,945 원
KOSPI 대비 수익률	1개월 -5.6%
	6개월 3.7%
	12개월 -21.8%
주주구성	한화 (외 4인) 36.5%
	국민연금공단 7.9%

### Stock Price



# 한화솔루션 (009830)

## 4분기, 컨센 대비 큰 폭으로 실적 하회

### 4Q21 Review: 영업이익 기준 컨센 대비 하회하는 실적 기록

동사는 2021년 4분기 매출액 2조 9,631억원(+14.8% qoq, +15.7% yoy), 영업이익 842억원(-52.8% qoq, +28.7% yoy)으로 영업이익 기준 컨센서스 대비 큰 폭으로 하회하는 실적을 기록했다. 사업부문별로 보면, 케미칼 부문은 PVC, 가성소다 시황 강세에도 불구하고, 성과급 등 일회성 비용 반영으로 영업이익이 감소했다. 태양광 부문(큐셀)은 판매량 증가 및 ASP 상승에도 불구하고, 원가 및 물류비 상승으로 적자폭이 확대되었다. 또한 라인전환 기술변환으로 불용자산이 발생, 유형자산 손상차손 인식으로 인한 일회성 비용 증가 영향도 있었다. 첨단소재 부문은 전분기 대비 반도체 수급 이슈 완화로 인한 매출 증가에도 불구하고, 원재료가 상승 및 성과급 반영으로 적자로 전환되었다. 리테일 부문은 성과급 등 일회성 비용 발생에도 불구하고, 명품, 홈리빙 중심 수요 증가로 외형 및 이익 성장이 지속되었다. 지분법손익은 유가 및 납사가 상승 등으로 제품 스프레드가 축소, 적자를 기록했다.

### 아직은 지켜보아야 할 때

동사는 1분기, 4분기 일회성 비용 제거 효과로 증익이 가능할 것으로 예상된다. 그러나 케미칼 스프레드 축소, 태양광 원재료가 및 물류비 증가, YNCC 3공장 가동 중단으로 인한 지분법 이익 적자지속 등으로 증익 효과는 크지 않을 것으로 보인다. 2022년 케미칼은 공급과잉으로 인한 스프레드 축소가 불가피하다. 태양광은 중국 중심 증설에도 불구하고, 미국 신장 위구르 지역 제재 지속으로 중국 외 원재료가 오하려 상승할 가능성이 높다. 이에 2021년 대비 2022년 감익이 예상된다.

### 동사에 대한 목표주가 38,000원으로 하향

동사에 대한 목표주가 38,000원, 투자 의견 Hold를 유지한다. 이는 2022년 케미칼 Down Cycle로 인한 Multiple(EV/EBITDA of 5x) 하향 및 태양광 이익 하향 조정으로 인한 것이다. 동사는 2022년 케미칼 수익성 악화 및 태양광 부문의 저조한 실적이 지속될 것으로 예상된다. 다만, 중장기 성장을 위한 투자가 계속되는 만큼 긴 호흡으로의 접근은 유효하다는 판단이다.

### Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	9,457	9,195	10,725	11,999	12,839
영업이익	459	594	738	440	873
세전계속사업손익	168	452	865	376	916
순이익	-249	302	626	253	616
EPS (원)	-1,423	1,872	3,614	1,459	3,557
증감률 (%)	적전	흑전	93.1	-59.6	143.9
PER (x)	-12.8	24.8	9.4	23.3	9.6
PBR (x)	0.5	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	8.0	10.5	7.6	9.7	6.4
영업이익률 (%)	4.9	6.5	6.9	3.7	6.8
EBITDA 마진 (%)	10.8	12.9	12.7	9.1	11.9
ROE (%)	-4.0	5.3	9.5	3.6	8.2
부채비율 (%)	170.1	153.7	119.6	135.4	141.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 4Q21 Review

(십억원)	4Q20	3Q21	4Q21P	% QoQ	% YoY	Consensus	차이
<b>매출액</b>	2,562	2,580	2,963	14.8%	15.7%	2,833	130
케미칼	832	1,311	1,472	12.2%	76.9%		
태양광	1,162	827	990	19.7%	-14.8%		
첨단소재	205	227	263	15.9%	27.8%		
리테일	138	121	146	21.4%	6.2%		
기타	224	95	93	-2.4%	-58.7%		
<b>영업이익</b>	65	178	84	-52.8%	28.7%	192	-108
케미칼	66	267	232	-13.0%	251.8%		
태양광	-2	-96	-153	적지	적지		
첨단소재	-3	2	-2	적전	적지		
리테일	10	7	8	14.7%	-25.4%		
기타	-6	-2	-1	적지	적지		
<b>영업이익률</b>	3%	7%	3%	-4%p	0%p	7%	-4%p
케미칼	8%	20%	16%	-5%p	8%p		
태양광	0%	-12%	-15%	-4%p	-15%p		
첨단소재	-1%	1%	-1%	-2%p	1%p		
리테일	8%	6%	5%	0%p	-2%p		
기타	-3%	-2%	-1%	1%p	2%p		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E
<b>매출액</b>	2,404	2,777	2,580	2,963	2,984	3,017	3,062	2,936	9,195	10,725	11,999
케미칼	1,248	1,333	1,311	1,472	1,494	1,511	1,533	1,432	3,327	5,364	5,970
태양광	745	1,007	827	990	995	1,010	1,035	1,007	3,702	3,569	4,047
첨단소재	226	224	227	263	268	267	271	273	752	939	1,079
리테일	121	127	121	146	136	137	135	149	453	515	556
기타	64	87	95	93	91	92	88	75	962	339	346
<b>영업이익</b>	255	221	178	84	103	106	121	110	594	738	440
케미칼	255	293	267	232	197	187	184	172	381	1,047	740
태양광	-15	-65	-96	-153	-109	-91	-72	-75	190	-329	-348
첨단소재	7	2	2	-2	3	5	5	8	-8	10	22
리테일	12	2	7	8	14	5	6	8	3	29	33
기타	-5	-12	-2	-1	-2	-2	-2	-1	27	-19	-7
<b>영업이익률</b>	11%	8%	7%	3%	3%	3%	4%	4%	6%	7%	4%
케미칼	20%	22%	20%	16%	13%	12%	12%	12%	11%	20%	12%
태양광	-2%	-6%	-12%	-15%	-11%	-9%	-7%	-7%	5%	-9%	-9%
첨단소재	3%	1%	1%	-1%	1%	2%	2%	3%	-1%	1%	2%
리테일	10%	2%	6%	5%	11%	4%	4%	5%	1%	6%	6%
기타	-7%	-14%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	3%	-6%	-2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 한화솔루션(009830)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	5,323	4,958	4,547	5,850	7,493
현금 및 현금성자산	1,085	1,200	433	1,257	2,782
매출채권 및 기타채권	1,573	1,458	1,675	1,841	1,899
재고자산	1,480	1,432	1,675	1,808	1,864
기타유동자산	1,185	869	764	943	947
<b>비유동자산</b>	10,358	10,179	10,174	10,443	10,557
관계기업투자등	2,767	2,734	2,735	2,745	2,738
유형자산	6,594	6,416	6,335	6,541	6,639
무형자산	421	414	386	353	320
<b>자산총계</b>	<b>15,681</b>	<b>15,137</b>	<b>14,721</b>	<b>16,293</b>	<b>18,050</b>
<b>유동부채</b>	5,831	5,251	5,635	5,956	6,341
매입채무 및 기타채무	1,573	1,556	2,116	2,285	2,468
단기금융부채	3,442	3,046	3,012	2,997	2,976
기타유동부채	816	649	508	675	898
<b>비유동부채</b>	4,044	3,918	2,383	3,416	4,226
장기금융부채	3,202	3,072	1,538	2,563	3,360
기타비유동부채	842	847	845	853	866
<b>부채총계</b>	<b>9,875</b>	<b>9,170</b>	<b>8,018</b>	<b>9,373</b>	<b>10,567</b>
<b>지배주주지분</b>	5,728	5,929	6,634	6,841	7,393
자본금	821	821	821	821	821
자본잉여금	805	798	798	798	798
이익잉여금	4,176	4,430	5,025	5,232	5,784
비지배주주지분(연결)	78	39	69	79	89
<b>자본총계</b>	<b>5,806</b>	<b>5,968</b>	<b>6,703</b>	<b>6,920</b>	<b>7,482</b>

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>9,457</b>	<b>9,195</b>	<b>10,725</b>	<b>11,999</b>	<b>12,839</b>
매출원가	7,607	7,269	8,473	9,899	10,233
<b>매출총이익</b>	<b>1,850</b>	<b>1,926</b>	<b>2,252</b>	<b>2,100</b>	<b>2,606</b>
판매비 및 관리비	1,391	1,332	1,514	1,659	1,733
<b>영업이익</b>	<b>459</b>	<b>594</b>	<b>738</b>	<b>440</b>	<b>873</b>
(EBITDA)	1,020	1,190	1,366	1,092	1,533
금융손익	-222	-148	-118	-169	-187
이자비용	225	205	165	157	184
관계기업등 투자손익	175	139	263	180	182
기타영업외손익	-244	-134	-18	-75	48
<b>세전계속사업이익</b>	<b>168</b>	<b>452</b>	<b>865</b>	<b>376</b>	<b>916</b>
계속사업법인세비용	78	112	239	123	299
계속사업이익	90	340	626	253	616
중단사업이익	-339	-38	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-249</b>	<b>302</b>	<b>626</b>	<b>253</b>	<b>616</b>
지배주주	-238	309	595	240	586
<b>총포괄이익</b>	<b>-238</b>	<b>262</b>	<b>626</b>	<b>253</b>	<b>616</b>
매출총이익률 (%)	19.6	20.9	21.0	17.5	20.3
영업이익률 (%)	4.9	6.5	6.9	3.7	6.8
EBITDA마진률 (%)	10.8	12.9	12.7	9.1	11.9
당기순이익률 (%)	-2.6	3.3	5.8	2.1	4.8
ROA (%)	-1.5	2.0	4.0	1.5	3.4
ROE (%)	-4.0	5.3	9.5	3.6	8.2
ROIC (%)	3.1	5.6	6.7	3.7	7.3

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,206</b>	<b>1,070</b>	<b>-1,021</b>	<b>1,056</b>	<b>1,660</b>
당기순이익(손실)	-217	398	626	253	616
비현금수익비용가감	1,348	872	-1,976	874	696
유형자산감가상각비	529	565	602	622	631
무형자산상각비	32	30	25	29	28
기타현금수익비용	-151	-166	-2,604	222	37
영업활동 자산부채변동	285	-129	329	-71	347
매출채권 감소(증가)	147	111	-217	-166	-59
재고자산 감소(증가)	38	-26	-243	-133	-56
매입채무 증가(감소)	0	12	559	169	183
기타자산, 부채변동	100	-226	230	59	279
<b>투자활동 현금</b>	<b>-1,111</b>	<b>-43</b>	<b>513</b>	<b>52</b>	<b>175</b>
유형자산처분(취득)	-1,136	-865	-529	-843	-746
무형자산 감소(증가)	-1	8	3	3	5
투자자산 감소(증가)	-3	16	242	98	130
기타투자활동	29	799	797	794	786
<b>재무활동 현금</b>	<b>-43</b>	<b>-887</b>	<b>-259</b>	<b>-284</b>	<b>-310</b>
차입금의 증가(감소)	343	-643	-34	-16	-21
자본의 증가(감소)	-33	-33	0	-33	-33
배당금의 지급	33	33	0	33	33
기타재무활동	-353	-211	-225	-235	-256
<b>현금의 증가</b>	<b>60</b>	<b>115</b>	<b>-766</b>	<b>824</b>	<b>1,525</b>
기초현금	1,024	1,085	1,200	433	1,257
기말현금	1,085	1,200	433	1,257	2,782

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-12.8	24.8	9.4	23.3	9.6
P/B	0.5	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.0	10.5	7.6	9.7	6.4
P/CF	2.7	6.1	n/a	5.0	4.3
배당수익률 (%)	1.1	n/a	0.6	0.6	0.6
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	4.5	-2.8	16.6	11.9	7.0
영업이익	29.6	29.4	24.3	-40.3	98.2
세전이익	-41.7	168.7	91.6	-56.6	143.7
당기순이익	적전	흑전	107.6	-59.6	143.7
EPS	적전	흑전	93.1	-59.6	143.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	170.1	153.7	119.6	135.4	141.2
유동비율	91.3	94.4	80.7	98.2	118.2
순차입금/자기자본(x)	87.5	79.2	58.3	58.1	43.0
영업이익/금융비용(x)	2.0	2.9	4.5	2.8	4.7
총차입금 (십억원)	6,644	6,118	4,550	5,560	6,336
순차입금 (십억원)	5,080	4,728	3,907	4,022	3,214
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-1,423	1,872	3,614	1,459	3,557
BPS	34,148	35,701	39,945	41,192	44,518
CFPS	6,716	7,623	n/a	6,784	7,905
DPS	200	n/a	200	200	200

자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

한화솔루션 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.01.02		커버리지제외									
2020.11.24	변경	이안나									
2020.11.24	Buy	64,000	-7.8		-24.2						
2021.07.30	Hold	42,000	7.9		-9.0						
2022.02.18	Hold	38,000									

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이안나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				<b>100.0%</b>	투자의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)