

# 한화솔루션 (009830)

## 탄탄한 화학 실적 vs. 규셀 적자 확대

2022.02.18

4Q21 Review

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **40,000**원(하향)

현재주가: 34,000원(2/17)

시가총액: 6,504(십억원)

Analyst 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

### 4Q21 Review: 매출액 3.0조원, 영업이익 842억원 (영업이익률 +2.8%)

매출액 3.0조원(+15%qoq, +16%yoy), 영업이익 842억원(-53%qoq, +29%yoy), 당기순손실 -1,751억원(적전 qoq, 적지 yoy)으로 영업이익 기준 시장 컨센서스를 56% 하회하는 어닝쇼크 기록. 성과금 등 연말 일회성 비용(케미칼 550억원, 규셀 200억원)이 반영되었고 높은 물류비 영향이 지속되며 부진한 실적 시현

케미칼 사업부는 중국을 중심으로 카바이드 PVC 설비 섀다운 반사수혜가 지속되며 탄탄한 펀더멘탈을 보여줌. 2021년 역대급 실적으로 임직원 성과금이 반영되었으나 이를 제외하면 상당히 호실적이라 평가. LDPE, TDI 등 마진 스프레드는 악화가 지속되고 있지만 PVC 강세, 가성소다 업황 반등이 이어지며 수익성 방어(일회성 제외 영업이익률 20% 상회)

규셀은 기존에 기대했던 태양광 발전소 매각이 2022년 하반기로 미뤄졌고, 물류비 상승 여파, 태양광 업스트림 원재료비 영향이 지속되어 영업적자 확대. 첨단소재는 자동차용 반도체 수급 이슈 지속으로 적자 전환, 갤러리아는 무난한 실적 시현

2021년 10~11월 급등락을 보였던 국제유가와 나프타 가격 영향으로 동사의 지분법으로 인식되고 있는 YNCC 등 관계기업의 실적은 적자를 기록했으며, 태양광 설비 교체에 따른 자산상각이 2,000억원 반영되어 순이익 적자 전환

### 목표주가 40,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

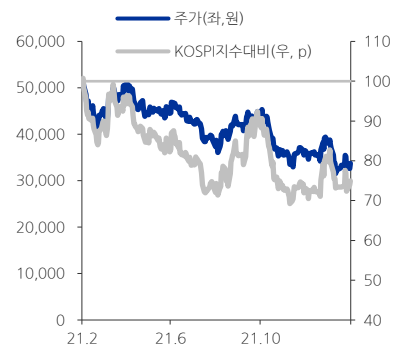
당사는 한화솔루션에 대해 목표주가를 40,000원으로 7% 하향하나, 투자의견은 BUY를 유지함. 규셀 수익성 악화, 지분법 이익 감소를 반영해 ROE를 수정 조정했기 때문. 한화솔루션 주가의 Catalyst가 될 수 있는 태양광 사업의 수익성 개선은 미뤄질 것으로 예상. 그러나 화학 사업은 견조한 이익 수준 유지 전망. 올해 PVC 증설 물량은 238만톤이나, 수익성이 낮은 카바이드계가 110만톤을 차지해 증설이 지연될 가능성이 높고, 증설이 되어도 풀가동에는 시간이 소요될 것이라 판단하기 때문. 동사의 에틸렌계 PVC는 높은 석탄 가격의 반사 수혜를 지속 누릴 것이라 추정되어 PVC, 가성소다의 호실적을 전망. 당사 추정에 의하면 국제유가 95달러/배럴에서도 동사의 케미칼 사업부는 11%의 영업이익률 유지 가능

발행주식수	191,278천주
52주 최고가	53,300원
최저가	30,850원
52주 일간 Beta	1.36
3M 일평균거래대금	321억원
외국인 지분율	18.3%
배당수익률(2021F)	-

주주구성	
한화 외 4인	36.5%
국민연금공단	7.9%

	1M	6M	12M
주가상승률(%)	-13.7	-12.8	-36.2

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	40,000	43,000	▼
영업이익(21)	738	833	▼
영업이익(22)	582	632	▼



계산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	9,457	9,195	10,725	12,439	12,705
영업이익(십억원)	459	594	738	582	705
세전계속사업손익(십억원)	168	452	865	394	540
당기순이익(십억원)	-249	302	626	305	416
EPS(원)	-1,422	1,867	3,815	1,882	2,604
증감률(%)	적전	흑전	104.4	-50.7	38.4
PER(배)	-	24.9	8.8	17.9	13.0
ROE(%)	-4.0	5.3	10.1	4.6	6.1
PBR(배)	0.5	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	8.0	10.5	8.5	10.0	9.0

자료: 유진투자증권

**도표 1. 한화솔루션 4Q21 실적 리뷰: 영업이익 842 억원으로 컨센서스 56.1% 하회**

(십억원)	4Q20	3Q21	4Q21	%yoy	%qoq	컨센서스	차이(%)
매출액	2,562	2,580	2,963	15.7	14.8	2,833	4.6
영업이익	65	178	84	28.9	(52.8)	192	(56.1)
세전이익	(76)	249	(210)	적지	적전		
순이익	(99)	193	(175)	적지	적전	118	적전
<b>% of Sales</b>							
영업이익	2.6	6.9	2.8	0.3	(4.1)	6.8	(3.9)
세전이익	(3.0)	9.6	(7.1)	(4.1)	(16.7)	-	-
순이익	(3.9)	7.5	(5.9)	(2.0)	(13.4)	4.2	(10.1)

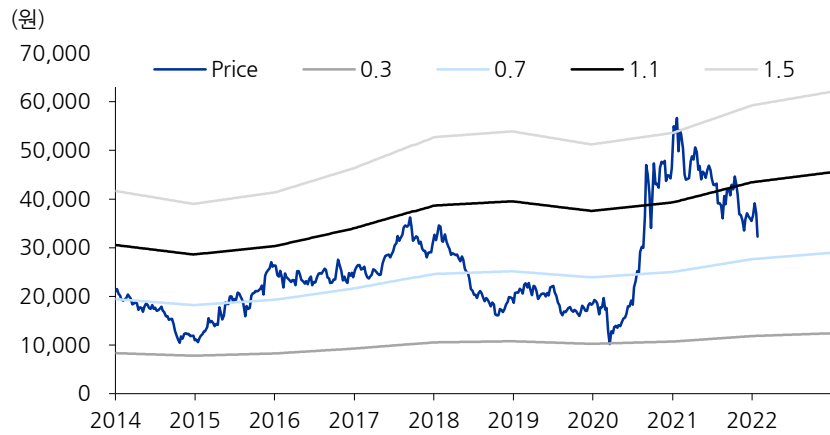
자료: 유진투자증권

**도표 2. 연간 실적 변경 내역**

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	10,462	11,550	10,725	12,439	2.5	7.7
영업이익	833	632	738	582	(11.4)	(8.0)
영업이익률(%)	8.0	5.5	6.9	4.7	(1.1)	(0.8)
EBITDA	1,509	1,330	1,416	1,288	(6.1)	(3.2)
EBITDA 이익률(%)	14.4	11.5	13.2	10.4	(1.2)	(1.2)
순이익	742	466	626	305	(15.6)	(34.6)

자료: 유진투자증권

**도표 3. PBR Band chart**



자료: 유진투자증권

도표4. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022
매출액	2,404	2,777	2,580	2,963	3,092	3,141	3,101	3,105	9,195	10,725	12,439
규셀	745	1,007	827	990	1,012	1,056	1,110	1,135	3,702	3,569	4,313
케미칼	1,248	1,333	1,311	1,472	1,635	1,633	1,540	1,499	3,327	5,364	6,308
첨단소재	226	224	227	263	225	228	231	233	752	939	917
갤러리아	121	127	121	146	125	128	122	137	453	515	512
영업이익	255	221	178	84	101	108	183	189	594	738	582
규셀	(15)	(65)	(96)	(153)	(133)	(135)	(57)	(54)	190	(329)	(379)
케미칼	255	293	267	232	218	237	228	226	381	1,047	909
첨단소재	7	2	2	(2)	3	5	5	5	(8)	10	18
갤러리아	12	2	7	8	14	2	7	12	3	29	36
OPM(%)	10.6	8.0	6.9	2.8	3.3	3.4	5.9	6.1	6.5	6.9	4.7
규셀	(2.0)	(6.4)	(11.6)	(15.5)	(13.1)	(12.8)	(5.1)	(4.8)	5.1	(9.2)	(8.8)
케미칼	20.4	22.0	20.4	15.8	13.3	14.5	14.8	15.1	11.5	19.5	14.4
첨단소재	3.2	1.0	1.0	(0.8)	1.3	2.1	2.2	2.3	(1.0)	1.0	2.0
갤러리아	10.0	1.7	5.6	5.3	11.1	1.5	6.1	9.0	0.6	5.6	6.9

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

도표5. 유가, 가동을 변화에 따른 화학 사업부 실적 민감도 추정 1) 영업이익률, 2) EBITDA 마진율

		800	810	820	830	840	850	860	870	880	890	900
가동률(%)	나프타(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
71	-20	14.4	13.8	13.1	12.5	11.9	11.3	10.6	10.0	9.4	8.8	8.1
73	-18	15.0	14.4	13.8	13.2	12.5	11.9	11.3	10.7	10.0	9.4	8.8
75	-16	15.7	15.0	14.4	13.8	13.2	12.5	11.9	11.3	10.7	10.0	9.4
77	-14	16.3	15.7	15.1	14.4	13.8	13.2	12.6	11.9	11.3	10.7	10.1
79	-12	17.0	16.3	15.7	15.1	14.5	13.8	13.2	12.6	12.0	11.3	10.7
81	-10	17.6	17.0	16.3	15.7	15.1	14.5	13.8	13.2	12.6	12.0	11.3
83	-8	18.2	17.6	17.0	16.4	15.7	15.1	14.5	13.9	13.2	12.6	12.0
85	-6	18.9	18.2	17.6	17.0	16.4	15.7	15.1	14.5	13.9	13.2	12.6
87	-4	19.5	18.9	18.3	17.6	17.0	16.4	15.8	15.1	14.5	13.9	13.3
89	-2	20.2	19.5	18.9	18.3	17.7	17.0	16.4	15.8	15.2	14.5	13.9
91	0	20.8	20.2	19.5	18.9	18.3	17.7	17.0	16.4	15.8	15.2	14.5
		800	810	820	830	840	850	860	870	880	890	900
가동률(%)	나프타(달러/톤) 변화량(%p, 달러)	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
71	-20	20.9	20.3	19.6	19.0	18.4	17.8	17.1	16.5	15.9	15.3	14.6
73	-18	21.3	20.7	20.1	19.5	18.8	18.2	17.6	17.0	16.3	15.7	15.1
75	-16	21.8	21.2	20.6	19.9	19.3	18.7	18.1	17.4	16.8	16.2	15.6
77	-14	22.3	21.7	21.1	20.4	19.8	19.2	18.6	17.9	17.3	16.7	16.1
79	-12	22.8	22.2	21.5	20.9	20.3	19.7	19.0	18.4	17.8	17.2	16.5
81	-10	23.3	22.7	22.0	21.4	20.8	20.2	19.5	18.9	18.3	17.7	17.0
83	-8	23.8	23.2	22.5	21.9	21.3	20.7	20.0	19.4	18.8	18.2	17.5
85	-6	24.3	23.7	23.0	22.4	21.8	21.2	20.5	19.9	19.3	18.7	18.0
87	-4	24.8	24.2	23.6	22.9	22.3	21.7	21.1	20.4	19.8	19.2	18.6
89	-2	25.3	24.7	24.1	23.5	22.8	22.2	21.6	21.0	20.3	19.7	19.1
91	0	25.9	25.2	24.6	24.0	23.4	22.7	22.1	21.5	20.9	20.2	19.6

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

## 한화솔루션(009830.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>자산총계</b>	15,681	15,137	15,770	16,891	17,357
유동자산	5,323	4,958	4,673	4,874	4,956
현금성자산	1,564	1,389	549	196	192
매출채권	1,573	1,458	1,767	2,050	2,094
재고자산	1,480	1,432	1,698	1,969	2,011
비유동자산	10,358	10,179	11,097	12,017	12,402
투자자산	3,343	3,349	3,906	4,530	4,627
유형자산	6,594	6,416	6,801	7,119	7,429
기타	421	414	390	368	346
<b>부채총계</b>	9,875	9,170	9,173	9,983	10,037
유동부채	5,831	5,251	5,253	5,544	5,590
매입채무	1,573	1,556	1,825	2,117	2,162
유동성이자부채	3,442	3,046	3,046	3,046	3,046
기타	816	649	382	382	382
비유동부채	4,044	3,918	3,921	4,439	4,448
비유동이자부채	3,202	3,072	3,072	3,582	3,582
기타	842	847	849	857	866
<b>자본총계</b>	5,806	5,968	6,597	6,907	7,320
지배지분	5,728	5,929	6,558	6,869	7,282
자본금	821	821	821	821	821
자본잉여금	805	798	798	798	798
이익잉여금	4,176	4,430	5,059	5,369	5,782
기타	(73)	(120)	(120)	(120)	(120)
비지배지분	78	39	39	39	39
<b>자본총계</b>	5,806	5,968	6,597	6,907	7,320
충차입금	6,644	6,118	6,118	6,628	6,628
순차입금	5,080	4,728	5,568	6,431	6,436

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업현금</b>	1,208	1,068	185	1,134	1,087
당기순이익	(217)	398	626	305	416
자산상각비	561	595	678	706	734
기타비현금성손익	(151)	(166)	(812)	386	(23)
운전자본증감	287	(131)	(308)	(262)	(41)
매출채권감소(증가)	147	111	(310)	(282)	(44)
재고자산감소(증가)	38	(26)	(266)	271	(42)
매입채무증가(감소)	0	12	269	292	45
기타	102	(227)	0	0	0
<b>투자현금</b>	(1,114)	(27)	(1,264)	(1,488)	(1,075)
단기투자자산감소	(3)	16	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(226)	(486)	(52)
설비투자	(1,166)	(884)	(1,031)	(995)	(1,016)
유형자산처분	30	19	0	0	0
무형자산처분	(1)	8	(7)	(7)	(6)
<b>재무현금</b>	(41)	(901)	240	0	(17)
차입금증가	343	(643)	0	0	0
자본증가	(33)	(33)	240	0	(17)
배당금지급	33	33	0	0	17
<b>현금 증감</b>	60	115	(840)	(353)	(4)
기초현금	1,024	1,085	1,200	360	7
기말현금	1,085	1,200	360	7	3
Gross Cash flow	1,130	1,271	492	1,397	1,128
Gross Investment	824	173	1,572	1,750	1,115
<b>Free Cash Flow</b>	307	1,097	(1,080)	(353)	12

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	9,457	9,195	10,725	12,439	12,705
증가율(%)	4.5	(2.8)	16.6	16.0	2.1
매출원가	7,607	7,269	8,609	10,407	10,520
<b>매출총이익</b>	1,850	1,926	2,116	2,033	2,185
판매 및 일반관리비	1,391	1,332	1,378	1,451	1,480
기타영업손익	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	459	594	738	582	705
증가율(%)	29.6	29.4	24.3	(21.2)	21.2
<b>EBITDA</b>	1,020	1,190	1,416	1,288	1,439
증가율(%)	28.4	16.6	19.0	(9.1)	11.7
<b>영업외손익</b>	(291)	(143)	127	(188)	(165)
이자수익	28	25	17	11	15
이자비용	225	205	234	262	247
지분법손익	175	139	229	24	27
기타영업외손익	(269)	(102)	115	40	40
<b>세전순이익</b>	168	452	865	394	540
증가율(%)	(41.7)	168.7	91.6	(54.5)	37.0
법인세비용	78	112	239	89	123
<b>당기순이익</b>	(249)	302	626	305	416
증가율(%)	적전	흑전	107.6	(51.3)	36.6
지배주주지분	(238)	309	629	310	429
증가율(%)	적전	흑전	103.6	(50.7)	38.4
비지배지분	(11)	(7)	(3)	(6)	(13)
<b>EPS(원)</b>	(1,422)	1,867	3,815	1,882	2,604
증가율(%)	적전	흑전	104.4	(50.7)	38.4
<b>수정EPS(원)</b>	(1,422)	1,867	3,815	1,881	2,602
증가율(%)	적전	흑전	104.4	(50.7)	38.3

### 주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(1,422)	1,867	3,815	1,882	2,604
BPS	34,148	35,701	39,489	41,358	43,844
DPS	200	0	0	100	200
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	-	24.9	8.8	17.9	13.0
PBR	0.5	1.3	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.0	10.5	8.5	10.0	9.0
배당수익률	1.1	0.0	-	0.3	0.6
PCR	2.7	6.1	11.4	4.0	5.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	4.9	6.5	6.9	4.7	5.5
EBITDA이익률	10.8	12.9	13.2	10.4	11.3
순이익률	(2.6)	3.3	5.8	2.5	3.3
ROE	(4.0)	5.3	10.1	4.6	6.1
ROIC	3.1	5.6	6.3	4.8	5.5
<b>안정성 (배,%)</b>					
순차입금/자기자본	87.5	79.2	84.4	93.1	87.9
유동비율	91.3	94.4	89.0	87.9	88.7
이자보상배율	2.0	2.9	3.2	2.2	2.9
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
매출채권회전율	5.7	6.1	6.7	6.5	6.1
재고자산회전율	6.4	6.3	6.9	6.8	6.4
매입채무회전율	6.2	5.9	6.3	6.3	5.9

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 기재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2021.12.31 기준)

