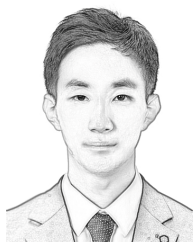


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

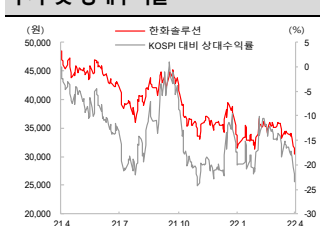
Company Data

자본금	978 십억원
발행주식수	19,240 만주
자사주	70 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,834 십억원
주요주주	
한화(외3)	36.47%
국민연금공단	8.92%
외국인지분률	18.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(22/04/28)	30,500 원
KOSPI	2639.06 pt
52주 Beta	1.19
52주 최고가	47,250 원
52주 최저가	30,500 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.1%	-10.1%
6개월	-28.5%	-18.0%
12개월	-37.2%	-23.5%

한화솔루션 (009830/KS | 매수(유지) | T.P 43,000 원(하향))

하반기 태양광 회복의 기다림

1Q 영업이익은 1,579억원을 기록해 컨센서스를 소폭 상회하는 실적을 기록. 유가 상승에 따른 수익성 압박에도 견조한 가성소다를 통해 케미칼 이익률 16.6%를 유지. 태양광도 ASP 상승으로 통해서 적자폭을 전분기 대비 축소시킴. 최근 에너지 가격 상승에 따른 태양광 수요 개선 및 점진적 수익성 회복이 기대 포인트. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 0.9 배를 부여, 목표주가 43,000 원 투자 의견 매수를 유지함

케미칼/태양광 터널의 시기

1분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 9,703억원, 1,579억원을 기록해 4/28 일 기준 컨센서스(2.88 조원 / 1,240 억원)를 상회한 수준을 기록했다. 1분기는 LD/LLDPE 의 납사 대비 스팟 Spread 는 원료비 상승으로 QoQ -19%, -25% 하락했다. 그럼에도 가성소다를 통해 수익성 방어가 가능했고 케미칼 이익률 16.6%를 유지했다. 태양광의 경우에도 적자를 유지했다. ASP 상승으로 인해 적자폭이 축소된 점은 긍정적이었다.

기다리는 수익성 회복의 시기

폴리실리콘의 가격 조정이 쉽게 발생하지 않고 있다. 중국의 증설 물량에도 불구하고 저조한 가동률 여파로 공급 자체가 타이트하게 유지 중이다. 올해 하반기 및 내년에 가까워져야 본격적인 물량 효과가 나타날 것으로 예상된다. 완공 연기에 대한 risk 를 보유하고 있지만 현재 높은 폴리실리콘 가격을 감안하면 제한될 것으로 기대한다. 따라서 동사의 태양광 모듈 수익성도 상반기보다는 하반기에 개선될 기회가 많다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 49,000 원 → 43,000 하향

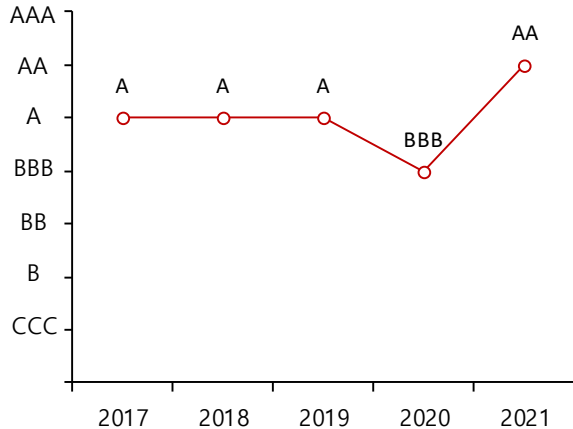
에너지 가격 상승에 따른 태양광 수요가 개선된다는 점 그리고 태양광 수익성 회복이 진행 된다는 점이 긍정적이다. 투자의견은 매수를 유지한다. Valuation 은 실적 추정치 하향을 반영해 PBR-ROE 기준 Target PBR 를 1.0 배에서 0.9 배로 조정하고 목표주가 는 4.9 만원에서 4.3 만원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	9,457	9,195	10,725	11,873	11,478	11,314
yoy	%	4.6	-2.8	16.6	10.7	-3.3	-1.4
영업이익	십억원	459	594	738	618	784	772
yoy	%	29.6	29.4	24.3	-16.4	27.0	-1.6
EBITDA	십억원	1,020	1,190	1,387	1,526	1,742	1,767
세전이익	십억원	168	452	855	628	812	702
순이익(지배주주)	십억원	-238	309	619	485	618	535
영업이익률%	%	4.9	6.5	6.9	5.2	6.8	6.8
EBITDA%	%	10.8	12.9	12.9	12.9	15.2	15.6
순이익률	%	-2.6	3.3	5.8	4.1	5.4	4.7
EPS(계속사업)	원	620	2,139	3,310	2,519	3,214	2,780
PER	배	29.5	21.7	10.7	12.1	9.5	11.0
PBR	배	0.5	1.3	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	8.5	10.9	7.8	6.4	5.6	5.4
ROE	%	-4.0	5.3	8.8	5.7	6.6	5.3
순차입금	십억원	5,080	4,728	3,331	3,199	3,111	2,932
부채비율	%	170.1	153.7	144.0	139.5	128.2	118.2

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	NA	31.4
금호석유	BBB	D	34.7
롯데정밀화학	AA	C+	62.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 한화솔루션 ESG 평가

화학 동종 기업 기준 양호한 등급. 또한, 친환경 사업 확대 목적으로 녹색채권 발행. 태양광에 대한 일부 그린워싱 이슈에도 친환경 에너지 중 효율성 측면의 경쟁력은 유효. 중장기 태양광에 대한 수요는 증대될 것으로 기대. 동사의 태양광 역량 확대가 ESG 측면에서도 우호적일 전망

케미칼 분야도 친환경 플라스틱 확대로 온실가스 배출에 대한 우려를 감축 시킨다는 점에서 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
2022.04.19	환경 (Environment)	rPE를 적용한 포장백 사용으로 ESG를 강화
2021.06.24	지배구조 (Governance)	한화종합화학 상장 철회-1 조원 현금보다 3세 승계가 우선
2021.01.12	지배구조 (Governance)	한온시스템 한화솔루션 효성, ESG 통합 등급 하향
2020.11.09	지배구조 (Governance)	공정위 "관계사 부당지원" 한화솔루션에 229억 과징금
2019.08.27	사회 (Social)	法 "한화, 현대오일뱅크에 85억 더 배상"...17년 소송 마침표

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 케미칼의 난제

1 분기는 LD/LLDPE 의 납사 대비 스팟 Spread 는 원료비 상승으로 전분기 대비해서 -19%, -25% 하락했다. PVC 도 유사하게 spread 가 악화됐다. 1M lagging margin 기준으로 spread 는 약 -21% 가까이 빠졌다. 그나마 최근 가정소다의 가격 상승이 케미칼 실적 방어에 긍정적으로 작용했다. 다만, 높아진 유가를 감안 전체적인 케미칼 수익성 부담은 당분간 유효할 전망이다.

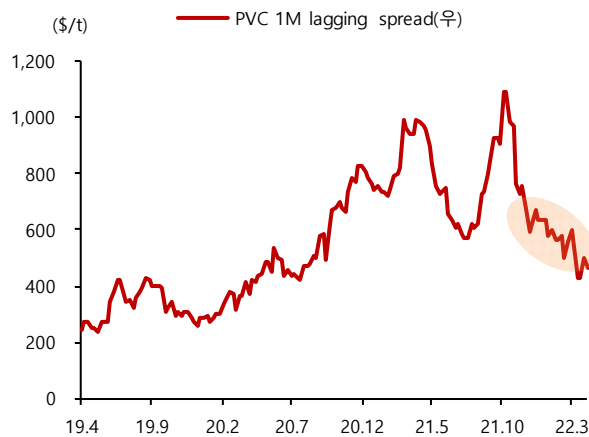
(2) 태양광 긴 터널

최근 모듈 가격은 큰 하락 없이 플랫을 유지하고 있다. 폴리실리콘도 큰 가격 조정 없이 약 \$33/kg 라는 높은 레벨을 지속 중이다. 따라서 웨이퍼 가격의 조정이 발생하지 않고 있고 원재료 부담이 여전히 큰 상황이다. 태양광 부문의 수익성 악화가 이번 분기에도 동반되었다. 1 분기 태양광의 영업이익률은 약 -12%를 기록했다.

(3) 태양광 변함없는 방향성과 터널의 끝

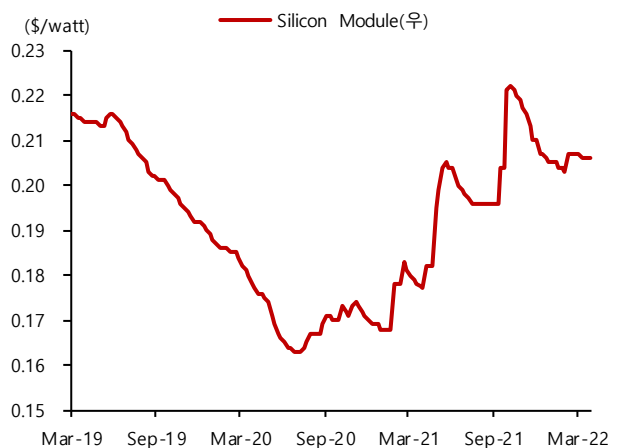
폴리실리콘의 가격 조정이 쉽게 발생하지 않고 있다. 중국의 증설 물량에도 불구하고 저조한 가동률 여파로 수급 자체가 타이트하게 유지 중이다. 올해는 웨이퍼 증설과 태양광 설치의 견조한 수요로 연간 기준 폴리실리콘의 가격은 우려 대비 양호할 전망이다. 다만 하반기 및 내년에 가까워져야 본격적인 물량 효과가 나타날 것으로 예상돼 하반기가 동사 태양광 사업부 수익성 회복 시기에 가까울 것으로 기대한다.

케미칼 제품, PVC 1M lagging Spread 추이



자료: PVinsight SK 증권

모듈 가격 동향



자료: PVinsight SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	YoY	QoQ	2021	2022E	2023E
매출액	2,404.3	2,777.5	2,580.3	2,963.1	2,970.3	23.5%	0.2%	10,725.2	11,872.9	11,478.1
영업이익	254.6	221.1	178.4	84.2	157.9	-38.0%	87.5%	738.3	617.7	784.1
영업이익률	10.6%	8.0%	6.9%	2.8%	5.3%	-5.3%	2.5%	6.9%	5.2%	6.8%
세전이익	538.5	288.4	248.6	-220.1	125.4	-76.7%	흑전	855.3	628.0	812.2
세전이익률	22.4%	10.4%	9.6%	-7.4%	4.2%	-18.2%	11.6%	8.0%	5.3%	7.1%
지배순이익	386.4	223.0	193.8	-184.1	100.9	-73.6%	흑전	619.1	484.6	618.4
지배주주순이익률	16.1%	8.0%	7.5%	-6.2%	3.4%	-12.6%	9.6%	5.8%	4.1%	5.4%
사업부별 매출액										
케미칼	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,471.5	1,548.1	24.0%	5.2%	5,364.0	5,915.4	4,761.1
첨단소재	225.5	224.3	226.5	262.6	262.3	16.3%	-0.1%	938.9	1,097.4	1,235.1
갤러리아	121.3	126.6	120.5	146.3	123.9	2.1%	-15.3%	514.7	524.6	551.6
태양광	744.7	1,006.5	827.3	990.0	920.6	23.6%	-7.0%	3,568.5	3,940.3	4,502.7
기타	64.4	87.0	95.0	92.7	115.4	79.2%	24.5%	339.1	395.2	427.5
사업부별 영업이익										
케미칼	254.8	293.0	266.8	232.2	257.6	1.1%	10.9%	1,046.8	808.8	549.1
이익률	20.4%	22.0%	20.4%	15.8%	16.6%	-3.8%	0.9%	19.5%	13.7%	11.5%
첨단소재	7.2	2.2	2.3	-2.0	3.0	-58.3%	흑전	9.7	12.2	13.7
이익률	3.2%	1.0%	1.0%	-0.8%	1.1%	-2.0%	1.9%	1.0%	1.1%	1.1%
갤러리아	12.1	2.2	6.8	7.8	9.0	-25.6%	15.4%	28.9	30.1	38.1
이익률	10.0%	1.7%	5.6%	5.3%	7.3%	-2.7%	1.9%	5.6%	5.7%	6.9%
태양광	-14.9	-64.6	-95.7	-153.3	-114.2	적지	적지	-328.5	-240.2	176.9
이익률	-2.0%	-6.4%	-11.6%	-15.5%	-12.4%	-10.4%	3.1%	-9.2%	-6.1%	3.9%
기타	-4.6	-11.7	-1.8	-0.5	2.5	흑전	흑전	-18.6	6.7	6.4
이익률	-7.1%	-13.4%	-1.9%	-0.5%	2.2%	9.3%	2.7%	적자	1.7%	1.5%

자료 한화솔루션 SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	10,863	11,315	11,872.9	11,478.1	9.3%	1.4%
영업이익	733	849	617.7	784.1	-15.7%	-7.6%
영업이익률	6.7%	7.5%	5.2%	6.8%	-1.5%	-0.7%
세전이익	935	902	628.0	812.2	-32.8%	-10.0%
세전이익률	8.6%	8.0%	5.3%	7.1%	-3.3%	-0.9%
지배순이익	711	686	484.6	618.4	-31.8%	-9.9%
지배주주순이익률	6.5%	6.1%	4.1%	5.4%	-2.5%	-0.7%

자료 SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	6.4%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	6.5%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	0.9
Target P/B	0.9
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	48,434
적정주가 (단위: 원)	43,285
Target Price (단위: 원)	43,000
현재주가(2022-04-28) (단위: 원)	31,000
상승여력	38.7%

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 PRR-ROE($2.064x+0.65$) PBR 평균

Target ROE

	2021	2Q23E	2Q24E	2Q25E
ROE(지배주주지분)	8.8%	6.8%	6.0%	5.1%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	6.4%			

자료 : SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.04.29	매수	43,000원	6개월		
2021.12.15	매수	49,000원	6개월	-28.76%	-19.59%
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%



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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 4월 29일 기준)

매수	92.8%	중립	7.2%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,958	7,476	8,293	8,460	8,573
현금및현금성자산	1,200	1,652	2,003	2,331	2,509
매출채권및기타채권	1,458	1,632	1,806	1,746	1,721
재고자산	1,432	2,232	2,470	2,388	2,354
비유동자산	10,179	12,531	13,160	13,917	14,503
장기금융자산	66	140	140	140	140
유형자산	6,416	6,455	6,746	7,165	7,480
무형자산	414	1,582	1,489	1,418	1,363
자산총계	15,137	20,008	21,453	22,377	23,076
유동부채	5,251	7,032	7,575	7,429	7,363
단기금융부채	3,046	2,700	2,780	2,793	2,793
매입채무 및 기타채무	1,556	2,443	2,704	2,614	2,577
단기충당부채	51	54	60	58	57
비유동부채	3,918	4,775	4,922	5,141	5,139
장기금융부채	3,072	3,699	3,839	4,065	4,065
장기매입채무 및 기타채무	0	174	174	174	174
장기충당부채	135	139	144	140	138
부채총계	9,170	11,806	12,497	12,570	12,501
지배주주지분	5,929	8,159	8,911	9,759	10,523
자본금	821	978	978	978	978
자본잉여금	798	2,003	2,003	2,003	2,003
기타자본구성요소	-10	-24	-24	-24	-24
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	4,430	5,051	5,536	6,116	6,613
비지배주주지분	39	42	45	49	52
자본총계	5,968	8,201	8,956	9,807	10,575
부채외자본총계	15,137	20,008	21,453	22,377	23,076

현금흐름표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,068	998	1,363	1,560	1,603
당기순이익(손실)	398	855	482	616	532
비현금성항목등	872	701	1,044	1,126	1,235
유형자산감가상각비	565	618	809	881	935
무형자산감가상각비	30	31	99	77	60
기타	288	53	-39	-9	51
운전자본감소(증가)	-131	-174	-17	14	6
매출채권및기타채권의 감소(증가)	111	-21	-175	60	25
재고자산감소(증가)	-26	-692	-239	82	34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	507	261	-90	-37
기타	-227	33	135	-38	-16
법인세납부	-72	-384	-146	-197	-170
투자활동현금흐름	-27	-1,671	-1,080	-1,277	-1,224
금융자산감소(증가)	281	-235	0	0	0
유형자산감소(증가)	-865	-780	-1,100	-1,300	-1,250
무형자산감소(증가)	8	-6	-6	-6	-6
기타	549	-651	25	28	31
재무활동현금흐름	-901	1,085	69	45	-200
단기금융부채증가(감소)	-12	10	80	13	0
장기금융부채증가(감소)	-631	-157	140	226	0
자본의증가(감소)	-29	1,325	0	0	0
배당금의 지급	-33	0	0	-38	-38
기타	-196	-93	-151	-156	-162
현금의 증가(감소)	115	452	352	327	179
기초현금	1,085	1,200	1,652	2,003	2,331
기말현금	1,200	1,652	2,003	2,331	2,509
FCF	195	1,250	254	261	330

자료 : 한화솔루션, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	9,195	10,725	11,873	11,478	11,314
매출원가	7,269	8,529	9,647	9,139	9,008
매출총이익	1,926	2,196	2,226	2,340	2,307
매출총이익률 (%)	20.9	20.5	18.8	20.4	20.4
판매비와관리비	1,332	1,458	1,608	1,555	1,535
영업이익	594	738	618	784	772
영업이익률 (%)	6.5	6.9	5.2	6.8	6.8
비영업손익	-143	117	10	28	-70
순금융비용	181	129	125	128	131
외환관련손익	32	-88	-3	-3	-18
관계기업투자등 관련손익	139	206	100	150	130
세전계속사업이익	452	855	628	812	702
세전계속사업이익률 (%)	4.9	8.0	5.3	7.1	6.2
계속사업법인세	112	239	146	197	170
계속사업이익	340	616	482	616	532
중단사업이익	-38	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	302	616	482	616	532
순이익률 (%)	3.3	5.8	4.1	5.4	4.7
지배주주	309	619	485	618	535
지배주주귀속 순이익률(%)	3.36	5.77	4.08	5.39	4.73
비지배주주	-7	-3	-3	-3	-3
총포괄이익	254	890	755	889	805
지배주주	268	886	752	886	802
비지배주주	-14	3	3	3	3
EBITDA	1,190	1,387	1,526	1,742	1,767

주요투자지표

월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-2.8	16.6	10.7	-3.3	-1.4
영업이익	29.4	24.3	-16.4	27.0	-1.6
세전계속사업이익	168.8	89.4	-26.6	29.3	-13.6
EBITDA	16.6	16.6	10.0	14.2	1.4
EPS(계속사업)	흑전	54.7	-23.9	27.6	-13.5
수익성 (%)					
ROE	5.3	8.8	5.7	6.6	5.3
ROA	2.0	3.5	2.3	2.8	2.3
EBITDA마진	12.9	12.9	12.9	15.2	15.6
안정성 (%)					
유동비율	94.4	106.3	109.5	113.9	116.4
부채비율	153.7	144.0	139.5	128.2	118.2
순차입금/자기자본	79.2	40.6	35.7	31.7	27.7
EBITDA/이자비용(배)	5.8	9.4	10.1	11.2	10.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,139	3,310	2,519	3,214	2,780
BPS	36,679	42,408	46,315	50,720	54,691
CFPS	5,577	6,779	7,237	8,191	7,951
주당 현금배당금	0	0	200	200	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.7	17.3	15.6	12.3	14.2
PER(최저)	4.3	10.0	12.1	9.5	11.0
PBR(최고)	1.4	1.4	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.3	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	8.3	5.2	4.2	3.7	3.8
EV/EBITDA(최고)	11.5	10.8	7.5	6.5	6.3
EV/EBITDA(최저)	5.7	7.5	6.4	5.6	5.4