

2022. 9. 27



▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 54,000 원

현재주가 (9.27) 47,850 원

상승여력 12.9%

KOSPI 2,223.86pt

시가총액 91,527억원

발행주식수 19,128만주

유동주식비율 62.85%

외국인비중 23.21%

52주 최고/최저가 54,600원/30,050원

평균거래대금 1,279.6억원

주요주주(%)

한화 외 3 인 36.47

국민연금공단 10.09

BlackRock Fund Advisors 외 10 인 5.11

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.7 36.3 14.2

상대주가 4.1 67.4 60.9

주가그래프



한화솔루션 009830

3Q22 Preview:
영업이익 QoQ, YoY 모두 증익

- ✓ 3Q22E 영업이익 2,953억원으로 최근 높아진 시장 기대치 상회할 전망
- ✓ QoQ, YoY 실적 개선의 동인은 신재생에너지부문→ 판매물량 및 판매단가 효과
- ✓ 22년 연간 한화솔루션의 영업이익은 9,891억원 추정: 신재생부문 ↑, 케미칼 ↓
- ✓ 동사는 친환경 에너지 사업에 집중(수소/태양광/LNG/플라스틱 재활용), 그룹사의 대우조선해양 인수에 참여할 계획 없어
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가는 연간 실적 추정치를 상향 반영하여 5.4만원을 제시

이익 모멘텀 Rally: 3Q22 및 연간 실적 추정치는 지속 상향 조정 중

동사의 당분기 영업이익은 2,953억원으로 최근 상향된 시장 기대치를 상회할 전망이다. 케미칼부문의 비관적 업황에도 불구하고, 당분기 실적 서프라이즈 동인은 단연 신재생에너지부문이다. 에너지 패러다임의 전환 과도기에 동사의 태양광 주력 판매 시장으로 출하량이 증가 중이며 원재료 가격 변동에 판가 연동으로 수익성 또한 추가 개선된 점이다. 신재생부문의 2H22 평균 이익률은 8.4%로 개선(3-4Q 각각 영업이익 1,469억원, 1,489억원)을 추정, 반면 케미칼은 전방 경기 불확실성, 투입 원재료 부담, 경쟁사들의 증설 영향으로 업황 부진 장기화가 예상된다.

동사는 Eco-Friendly 사업구조로 재편 중, 중장기 주가 재평가 요인 보유

전주 한화갤러리아/한화첨단소재 분할 결정으로 동사는 태양광/수소/LNG/친환경 플라스틱 사업에 더욱 집중한다. 태양광은 미국 내 수직계열화 구축, 수소는 미국 내 계열사와 연계한 생산/유통/발전 영역, LNG는 발전과 유통으로 미국/유럽시장 선점, 친환경 플라스틱은 생분해성 등 전 영역에 연구 개발 중이다. 동사는 대우조선해양에 자금출자 등 주주 가치에 반하는 어떠한 경영계획이 없다. 비주력 사업의 분할(사업구조 재편)과 대우조선해양 우려 등으로 주가에 비관적 심리가 작용했으나 개선된 이익 체질을 고려하면 현 시점 매수 대응이 필요하다.

투자의견 Buy, 적정주가는 연간 추정치 상향으로 5.4만원을 제시

기업가치 상향요인 신재생에너지부문의 추정치 상향으로 해당부문 기업가치 14.3조원을 반영(EV/EBITDA 8배 적용), 적정주가는 5.4만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	9,195.0	594.2	309.1	1,855	-222.3	35,466	25.0	1.3	10.5	5.3	153.7
2021	10,725.2	738.4	619.1	3,325	82.8	42,408	10.7	0.8	8.3	8.8	144.0
2022E	13,157.4	989.1	668.4	3,493	14.5	47,533	13.7	1.0	8.8	7.7	148.4
2023E	13,458.7	1,045.6	611.5	3,195	-2.4	50,512	15.0	0.9	8.1	6.5	152.7
2024E	15,274.0	1,255.9	763.7	3,990	25.3	54,183	12.0	0.9	7.4	7.6	148.8

표1 한화솔루션 3Q22 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,384.3	2,580.3	31.2	3,389.1	-0.1	3,310.2	2.2
영업이익	295.3	178.4	65.6	277.8	6.3	243.6	21.2
세전이익	278.8	248.6	12.2	334.5	-16.6	265.7	4.9
순이익(지배주주)	179.0	193.8	-7.6	239.0	-25.1	176.6	1.4
영업이익률(%)	8.7	6.9		8.2		7.4	
순이익률(%)	5.3	7.5		7.1		5.3	

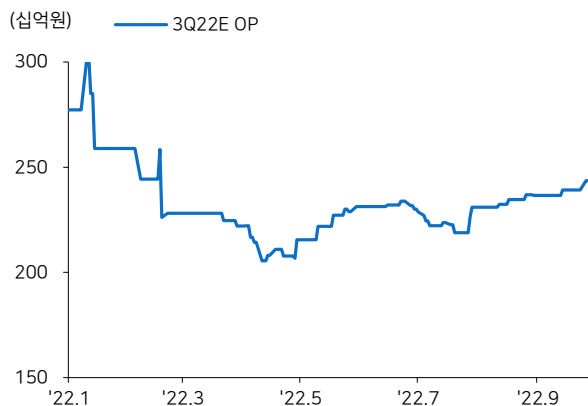
자료: 한화솔루션, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	2,970.3	3,389.1	3,384.3	3,413.7	3,332.8	3,374.3	3,386.7	3,364.8	13,157.4	13,458.7	15,274.0
케미칼	1,548.1	1,604.1	1,156.9	1,089.0	1,147.3	1,160.1	1,166.9	1,116.7	5,398.1	4,590.9	4,712.6
첨단소재	262.3	299.6	231.5	236.3	230.0	244.9	233.8	238.7	1,029.7	947.4	970.3
갤러리아	123.9	131.9	162.4	164.0					582.1		
신재생에너지(태양광)	920.6	1,234.3	1,728.0	1,816.1	1,843.4	1,858.1	1,876.7	1,899.2	5,699.1	7,477.5	9,149.5
기타	115.4	119.2	105.6	108.2	112.1	111.3	109.3	110.2	448.4	442.9	441.6
영업이익	157.9	277.8	295.3	258.1	261.4	267.2	269.7	247.3	989.1	1,045.6	1,255.9
%OP	5.3%	8.2%	8.7%	7.6%	7.8%	7.9%	8.0%	7.3%	7.5%	7.8%	8.2%
케미칼	257.6	228.0	130.1	106.2	115.5	118.7	120.8	102.5	721.9	457.5	508.5
첨단소재	3.0	16.6	8.1	-4.7	3.7	3.7	4.7	-4.8	23.0	7.3	7.5
갤러리아	9.0	3.6	12.2	8.2					33.0		
신재생에너지(태양광)	-114.2	35.2	146.9	148.9	140.1	143.1	146.4	150.0	216.8	579.6	739.3
기타	2.5	-5.7	-2.0	-0.5	2.1	1.8	-2.2	-0.5	-5.7	1.3	0.5
세전이익	125.4	334.5	278.8	238.7	241.4	247.3	250.9	230.3	977.3	969.9	1,220.6
순이익(지배주주)	100.9	239.0	179.0	149.4	152.9	156.7	158.8	143.1	668.4	611.4	767.8
%YoY											
매출액	23.5	22.0	31.2	15.2	12.2	-0.4	0.1	-1.4	22.7	2.3	13.5
영업이익	-38.0	25.6	65.5	206.3	65.6	-3.8	-8.7	-4.2	34.0	5.7	20.1
세전이익	-76.7	16.0	12.2	흑전	92.5	-26.1	-10.0	-3.5	14.3	-0.8	25.8
순이익(지배)	-73.9	7.2	-7.6	흑전	51.5	-34.5	-11.3	-4.2	8.0	-8.5	25.6
%QoQ											
매출액	0.2	14.1	-0.1	0.9	-2.4	1.2	0.4	-0.6			
영업이익	87.4	75.9	6.3	-12.6	1.3	2.2	0.9	-8.3			
세전이익	흑전	166.6	-16.7	-14.4	1.2	2.4	1.5	-8.2			
순이익(지배)	흑전	136.9	-25.1	-16.5	2.3	2.5	1.4	-9.9			

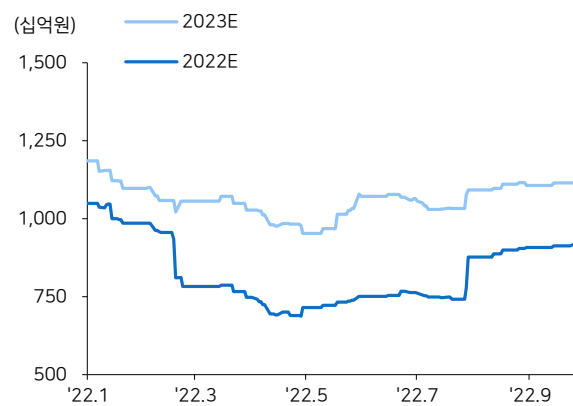
자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 3Q22E 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 2022~23E 연간 영업이익 컨센서스 추이



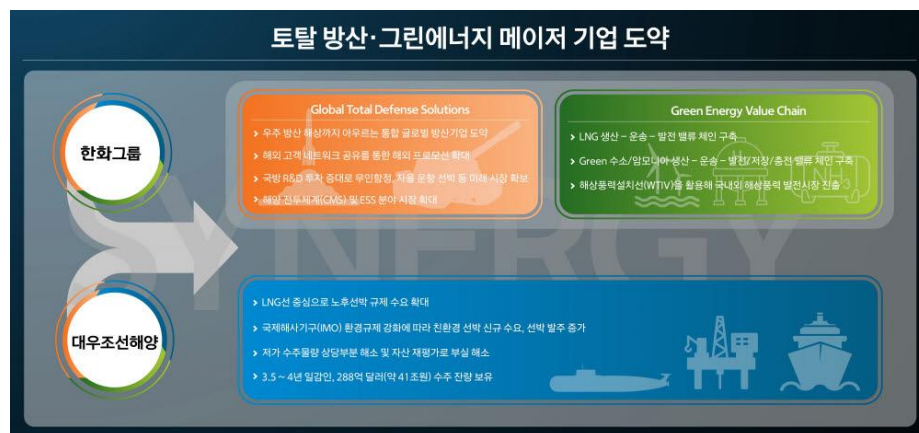
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 분할 구조- 물질 분할 및 인적 분할



자료: 한화솔루션 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화그룹의 대우조선해양 인수 이후 계획



자료: 한화 IR 자료 발췌, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한화그룹의 대우조선해양 인수 참여단



자료: 비즈니스위치 언론보도 인용, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	9,195.0	10,725.2	13,157.4	13,458.7	15,274.0
매출액증가율 (%)	-2.8	16.6	22.7	2.3	13.5
매출원가	7,269.1	8,529.0	10,286.5	10,482.3	11,827.0
매출총이익	1,925.9	2,196.2	2,870.9	2,976.4	3,447.0
판매관리비	1,331.7	1,457.8	1,881.8	1,930.7	2,191.2
영업이익	594.2	738.4	989.1	1,045.6	1,255.9
영업이익률	6.5	6.9	7.5	7.8	8.2
금융손익	-179.8	-125.7	-166.4	-191.0	-205.8
종속/관계기업손익	160.2	262.9	82.0	78.2	127.8
기타영업외손익	-123.0	-20.3	74.1	40.0	40.0
세전계속사업이익	451.5	855.3	978.8	972.8	1,217.8
법인세비용	112.0	239.0	252.0	261.9	328.0
당기순이익	301.7	616.3	725.4	708.1	886.9
지배주주지분 순이익	309.1	619.1	668.4	611.5	763.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,069.5	990.9	290.8	1,072.0	1,130.7
당기순이익(손실)	301.7	616.3	725.4	708.1	886.9
유형자산상각비	565.0	617.5	653.9	755.0	864.7
무형자산상각비	30.4	31.2	22.1	8.5	8.3
운전자본의 증감	-129.1	-191.2	-1,047.2	12.0	-146.4
투자활동 현금흐름	-42.7	-1,655.0	-1,155.6	-811.8	-1,871.2
유형자산의증가(CAPEX)	-883.8	-812.7	-987.3	-1,400.0	-1,750.0
투자자산의감소(증가)	207.7	-677.2	-431.7	137.7	-601.0
재무활동 현금흐름	-886.8	1,076.3	1,842.2	1,341.3	-142.4
차입금의 증감	-524.1	285.9	1,685.6	1,496.8	39.8
자본의 증가	-6.0	1,361.9	174.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	115.3	451.7	1,044.6	1,601.5	-882.9
기초현금	1,084.5	1,199.8	1,651.5	2,696.1	4,297.6
기말현금	1,199.8	1,651.5	2,696.1	4,297.6	3,414.7

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,958.4	6,074.0	8,324.2	9,848.6	9,909.0
현금및현금성자산	1,199.8	1,567.2	2,696.1	4,297.6	3,414.7
매출채권	1,433.4	1,542.5	1,807.2	1,781.3	2,097.9
재고자산	1,431.6	2,231.5	2,993.1	2,950.3	3,474.7
비유동자산	10,179.0	12,523.6	13,712.7	14,289.7	15,895.6
유형자산	6,416.5	6,451.6	7,072.4	7,717.4	8,602.8
무형자산	413.9	1,580.6	1,567.3	1,558.8	1,550.5
투자자산	2,797.7	3,737.8	4,251.5	4,191.9	4,920.8
자산총계	15,137.3	20,007.6	23,596.5	25,698.0	27,364.2
유동부채	5,251.1	5,787.9	6,825.3	7,375.6	7,984.3
매입채무	1,202.1	1,809.0	1,808.0	1,782.1	2,098.9
단기차입금	2,576.1	2,004.0	150.0	450.0	450.0
유동성장기부채	395.8	607.2	3,051.0	3,051.0	3,051.0
비유동부채	3,918.5	4,774.5	5,827.9	6,709.3	6,937.4
사채	1,551.8	1,648.7	2,019.4	2,519.4	2,519.4
장기차입금	1,164.8	1,615.0	2,049.4	2,449.4	2,449.4
부채총계	9,169.6	11,806.3	14,098.7	15,530.3	16,367.0
자본금	821.2	978.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	798.5	2,003.3	2,177.2	2,177.2	2,177.2
기타포괄이익누계액	-110.0	150.7	285.4	285.4	285.4
이익잉여금	4,429.8	5,051.4	5,788.8	6,362.0	7,068.3
비지배주주지분	38.6	41.8	352.5	449.1	572.3
자본총계	5,967.7	8,201.3	9,497.9	10,167.7	10,997.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	55,194	57,614	68,787	70,362	79,852
EPS(지배주주)	1,855	3,325	3,493	3,195	3,990
CFPS	7,048	7,075	8,866	9,667	11,338
EBITDAPS	7,140	7,451	8,705	9,458	11,129
BPS	35,466	42,408	47,533	50,512	54,183
DPS	0	0	200	300	300
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.4	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	25.0	10.7	13.7	15.0	12.0
PCR	6.6	5.0	5.4	4.9	4.2
PSR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	1.3	0.8	1.0	0.9	0.9
EBITDA	1,189.5	1,387.1	1,665.0	1,809.1	2,128.8
EV/EBITDA	10.5	8.3	8.8	8.1	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.3	8.8	7.7	6.5	7.6
EBITDA 이익률	12.9	12.9	12.7	13.4	13.9
부채비율	153.7	144.0	148.4	152.7	148.8
금융비용부담률	2.2	1.4	1.5	1.8	1.7
이자보상배율(x)	2.9	5.0	5.1	4.4	4.9
매출채권회전율(x)	6.3	7.2	7.9	7.5	7.9
재고자산회전율(x)	6.3	5.9	5.0	4.5	4.8

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.08.31	산업브리프	Buy	43,619	노우호	-3.4	9.4	
2020.10.28	산업분석	Buy	49,435	노우호	-6.5	2.4	
2020.11.17	산업분석	Buy	61,067	노우호	-20.2	-6.3	
2021.01.27	기업브리프	Buy	63,000	노우호	-26.3	-14.0	
2021.07.30	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-29.2	-16.1	
2022.02.18	기업브리프	Buy	46,000	노우호	-16.5	18.7	
2022.09.27	기업브리프	Buy	54,000	노우호	-	-	