

2022. 2. 18



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **46,000 원**

현재주가 (2.17) **34,000 원**

상승여력 **35.3%**

KOSPI	2,744.09pt
시가총액	65,035억원
발행주식수	19,128만주
유동주식비율	63.17%
외국인비중	18.32%
52주 최고/최저가	51,700원/31,550원
평균거래대금	323.7억원

주요주주(%)

한화 외 3인	36.47
국민연금공단	7.88
BlackRock Fund Advisors 외 10인	5.11

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.6	-9.0	-34.2
상대주가	-5.9	4.3	-24.9

주가그래프



한화솔루션 009830

매수, 급하지 않다

- ✓ 4Q21 Review: 일회성 비용과 영업외손실 반영되며 시장/당사 예상치 하회
- ✓ 2022년 전망은 큐셀 적자의 늪, 케미칼 Level Down → '주가 낙폭 ≠ Buy'
- ✓ 미국 SEMA 법안 통과에 기댄 모멘텀 대비 현재의 수익성 확보가 더 중요한 점
- ✓ 중장기 Green에너지 성장성은 유효하기에 투자의견 Buy는 유지하나, 22년 추정치 하향 조정으로 적정주가는 4.6만원(기존대비 -14.8%) 하향

4Q21 Review: 매년 4분기 반복되는 비용 반영, 이에 따른 예상치 하회

당사의 4Q21 영업이익은 842억원으로 당사/시장 예상치를 각각 -56%, -54% 하회했다. 매년 연말 반영되는 일회성 비용이 배경이다. 당분기 일회성 요인은 (1) 1,100억원(케미칼 550억원과 큐셀 200억원), (2) 큐셀의 N-Type 생산체제 구축을 위한 기존설비 상각비용 발생(2,500억원)이다.

2022년 사업부문별 전망: 큐셀 적자기조 유지, 케미칼 Level Down

당사의 연간 영업이익은 5,992억원(-19% YoY)을 추정한다. (1) 큐셀: 판가 상승폭 대비 투입 원재료의 래깅 반영과 상반기 물류비용 강세에 따른 적자기조 유지, (2) 케미칼: 2~3월 단기 시황 회복 국면. 단, 중국 정부의 석탄/환경규제 정책 추진 의지가 약해진 점이 주력 제품(PVC/가성소다) 수급에 부정적으로 작용할 점이다.

통과 시점에 불확실성이 높은 정책 모멘텀 대비 수익성 회복여력이 관건

당사의 정책 모멘텀은 미국 바이든 정부의 BBB법안에 포함된 SEMA(Solar Energy Manufacturing for America Act)이다. 미국 조지아 태양광 모듈 사업에 해당 법안 통과 이후 기타 소재로 투자 범위 확대, 이에 따른 보조금 혜택으로 수익성 개선까지의 선순환 구조를 예상하는 점이다. 단, 현 시점에 해당 법안의 통과 시점 불확실한 점, 적자가 지속되는 큐셀의 수익성 회복 가시성이 선결조건이다. 현 시점 당사에 대한 Buy가 급하지 않다.

Green에너지 성장성으로 투자의견 Buy는 유지, 수익성 회복이 선결조건

Green에너지 Value-chain 구축의 성장 Story는 유효하기에 투자의견 Buy를 유지한다. 단, 22년 추정치 하향 조정으로 적정주가는 4.6만원(22년 기준 EV/EBITDA 9.1배)으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	9,457.4	459.2	-237.6	-1,414	-257.2	33,924	-12.9	0.5	8.1	-4.0	170.1
2020	9,195.0	594.2	309.1	1,855	-222.3	35,466	25.0	1.3	10.5	5.3	153.7
2021P	10,725.2	738.3	629.0	3,366	85.1	42,041	10.5	0.8	8.3	9.0	123.2
2022E	10,429.9	599.2	450.1	2,352	-37.7	44,281	14.5	0.8	10.5	5.4	126.7
2023E	10,573.5	675.9	549.9	2,873	37.8	46,939	11.8	0.7	9.6	6.3	137.3

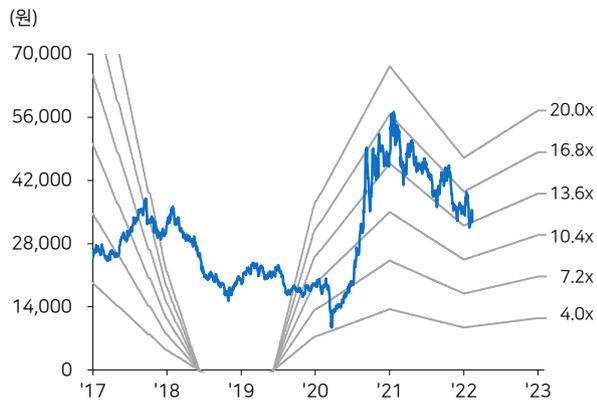
(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	2,963.1	2,561.8	15.7	2,580.3	14.8	2,819.3	5.1	2,777.2	6.7
영업이익	84.2	65.4	28.8	178.4	-52.8	186.4	-54.8	192.6	-56.3
세전이익	-210.2	-71.3	적지	248.6	적전	165.9	적전	222.8	적전
순이익	-174.2	-94.3	적지	193.8	적전	123.3	적전	181.5	적전
영업이익률(%)	2.8	2.6		6.9		6.6		6.9	
순이익률(%)	-5.9	-3.7		7.5		4.4		6.5	

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	2,404.3	2,777.5	2,580.3	2,963.1	2,576.0	2,697.1	2,603.9	2,553.0	10,725.2	10,429.9	10,573.5
케미칼	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,471.5	1,159.7	1,164.5	1,156.9	1,089.0	5,364.0	4,570.2	4,585.4
첨단소재	225.5	224.3	226.5	262.6	227.8	229.9	231.5	236.3	938.9	925.5	947.4
리테일	121.3	126.6	120.5	146.3	148.8	150.3	151.8	153.3	514.7	604.3	628.9
태양광	744.7	1,006.5	827.3	990.0	954.9	1,062.5	973.1	984.8	3,568.5	3,975.2	4,054.6
기타	64.4	87.0	95.0	92.7	84.8	89.9	90.6	89.5	339.1	354.7	357.3
영업이익	254.6	221.1	178.4	84.2	141.7	136.5	159.8	161.3	738.3	599.2	675.9
%OP	10.6%	8.0%	6.9%	2.8%	5.5%	5.1%	6.1%	6.3%	6.9%	5.7%	6.4%
케미칼	254.8	293.0	266.8	232.2	241.1	229.1	213.6	189.0	1,046.8	872.8	639.7
첨단소재	7.2	2.2	2.3	-2.0	3.4	2.8	5.8	-4.7	9.7	7.2	7.3
리테일	12.1	2.2	6.8	7.8	10.4	4.5	9.1	7.7	28.9	31.7	33.8
태양광	-14.9	-64.6	-95.7	-153.3	-109.4	-96.6	-66.7	-30.2	-328.5	-302.9	4.0
기타	-4.6	-11.7	-1.8	-0.5	-3.9	-3.3	-2.0	-0.5	-18.6	-9.7	-8.8
세전이익	538.5	288.4	248.6	-210.2	91.5	83.8	183.4	188.7	865.3	547.4	754.1
순이익(지배주주)	386.4	223.0	193.8	-174.2	85.0	77.3	145.0	142.8	629.0	450.1	549.9
%YoY											
매출액	6.9	42.0	6.3	15.7	7.1	-2.9	0.9	-13.8	16.6	-2.8	1.4
영업이익	60.1	61.9	-23.5	28.8	-44.3	-38.3	-10.4	91.5	24.3	-18.8	12.8
세전이익	952.3	51.9	1.9	적지	-83.0	-70.9	-26.2	흑전	109.2	-36.7	37.8
순이익(지배)	496.7	50.6	1.7	적지	-78.0	-65.3	-25.2	흑전	103.5	-28.4	22.2
%QoQ											
매출액	-6.1	15.5	-7.1	14.8	-13.1	4.7	-3.5	-2.0			
영업이익	289.4	-13.1	-19.3	-52.8	68.3	-3.7	17.1	0.9			
세전이익	흑전	-46.5	-13.8	적전	흑전	-8.4	118.7	2.9			
순이익(지배)	흑전	-42.3	-13.1	적전	흑전	-9.1	87.6	-1.5			

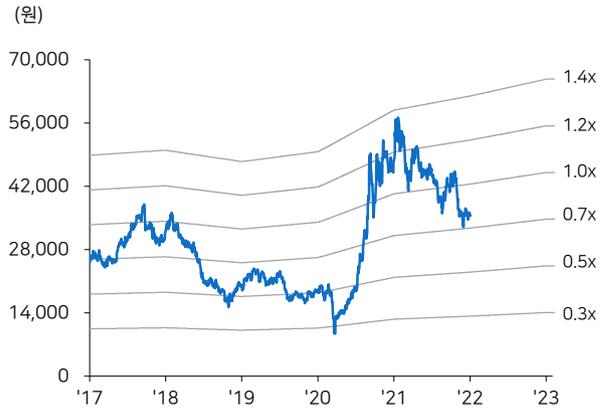
자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



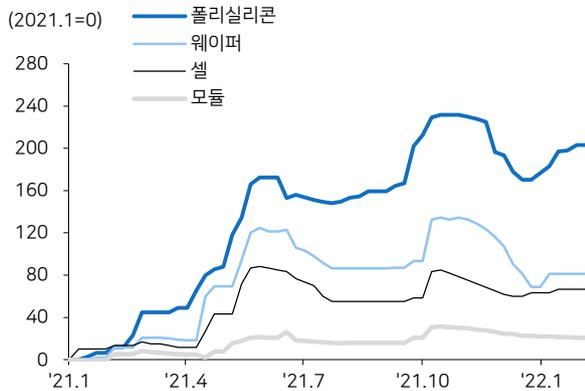
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 21년 이후 태양광 주요 소재별 가격 변화율(%)



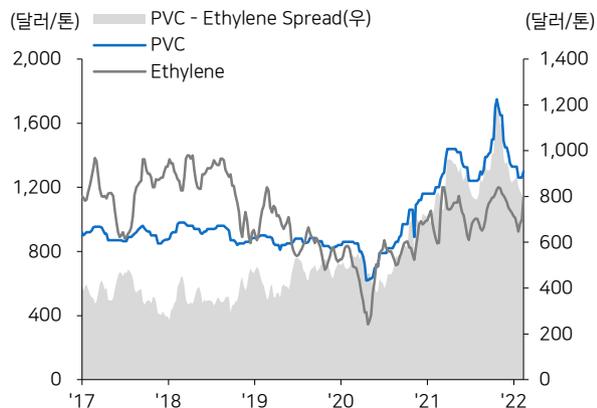
자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SCFI 운임지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PVC 스프레드 추이



자료: Eikon, 리츠증권 리서치센터

그림6 가성소다 가격 추이



자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	9,457.4	9,195.0	10,725.2	10,429.9	10,573.5
매출액증가율 (%)	4.5	-2.8	16.6	-2.8	1.4
매출원가	7,607.3	7,269.1	8,529.0	8,334.5	8,380.8
매출총이익	1,850.1	1,925.9	2,196.2	2,095.5	2,192.8
판매관리비	1,391.0	1,331.7	1,457.9	1,496.3	1,516.9
영업이익	459.2	594.2	738.3	599.2	675.9
영업이익률	4.9	6.5	6.9	5.7	6.4
금융손익	-196.8	-179.8	-130.5	-151.3	-179.0
중속/관계기업손익	213.8	160.2	262.9	59.5	257.3
기타영업외손익	-308.1	-123.0	243.8	40.0	0.0
세전계속사업이익	168.0	451.5	1,114.5	547.4	754.2
법인세비용	77.8	112.0	239.1	147.8	203.6
당기순이익	-248.9	301.7	626.3	399.6	550.5
지배주주지분 손이익	-237.6	309.1	629.0	450.1	549.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	5,322.7	4,958.4	5,882.0	6,862.1	7,992.4
현금및현금성자산	1,084.5	1,199.8	969.8	2,595.4	3,606.6
매출채권	1,504.5	1,433.4	1,862.7	1,604.8	1,652.4
재고자산	1,479.9	1,431.6	2,268.2	1,954.2	2,012.2
비유동자산	10,358.5	10,179.0	12,264.0	12,432.0	13,421.2
유형자산	6,594.0	6,416.5	6,599.6	7,366.9	8,261.4
무형자산	421.2	413.9	562.5	548.2	535.0
투자자산	2,845.3	2,797.7	4,325.6	3,740.6	3,848.5
자산총계	15,681.1	15,137.3	18,146.0	19,294.1	21,413.6
유동부채	5,831.0	5,251.1	5,310.5	5,504.5	6,179.4
매입채무	1,207.3	1,202.1	1,447.1	1,246.8	1,283.8
단기차입금	2,675.3	2,576.1	1,914.8	2,214.8	2,514.8
유동성장기부채	709.3	395.8	462.3	462.3	462.3
비유동부채	4,044.3	3,918.5	4,704.0	5,277.7	6,210.2
사채	1,330.1	1,551.8	1,599.0	1,999.0	2,499.0
장기차입금	1,654.0	1,164.8	1,338.7	1,688.7	2,088.7
부채총계	9,875.3	9,169.6	10,014.5	10,782.2	12,389.6
자본금	821.2	821.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	804.5	798.5	1,982.6	1,982.6	1,982.6
기타포괄이익누계액	-70.5	-110.0	143.6	143.6	143.6
이익잉여금	4,175.9	4,429.8	5,008.7	5,439.5	5,950.9
비지배주주지분	77.7	38.6	42.7	-7.8	-7.1
자본총계	5,805.9	5,967.7	8,131.5	8,511.9	9,024.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,206.1	1,069.5	368.8	1,017.8	976.4
당기순이익(손실)	-248.9	301.7	626.3	399.6	550.5
유형자산상각비	528.7	565.0	630.0	432.7	505.5
무형자산상각비	32.5	30.4	26.4	14.3	13.3
운전자본의 증감	285.4	-129.1	-593.3	79.3	-14.6
투자활동 현금흐름	-1,110.7	-42.7	-1,173.4	-538.1	-1,224.6
유형자산의증가(CAPEX)	-1,165.3	-883.8	-841.8	-1,200.0	-1,400.0
투자자산의감소(증가)	158.5	207.7	-1,265.1	644.6	149.4
재무활동 현금흐름	-42.6	-886.8	529.7	1,145.9	1,259.5
차입금의 증감	718.3	-524.1	-208.2	1,333.8	1,503.0
자본의 증가	-52.5	-6.0	1,341.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	60.4	115.3	-230.0	1,625.6	1,011.3
기초현금	1,024.1	1,084.5	1,199.8	969.8	2,595.4
기말현금	1,084.5	1,199.8	969.8	2,595.4	3,606.6

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	56,227	55,194	57,417	54,528	55,278
EPS(지배주주)	-1,414	1,855	3,366	2,352	2,873
CFPS	6,533	7,048	5,316	5,679	6,245
EBITDAPS	6,066	7,140	7,466	5,470	6,245
BPS	33,924	35,466	42,041	44,281	46,939
DPS	193	0	100	200	300
배당수익률(%)	1.1	0.0	0.3	0.6	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	-12.9	25.0	10.5	14.5	11.8
PCR	2.8	6.6	6.7	6.0	5.4
PSR	0.3	0.8	0.6	0.6	0.6
PBR	0.5	1.3	0.8	0.8	0.7
EBITDA	1,020.3	1,189.5	1,394.7	1,046.2	1,194.6
EV/EBITDA	8.1	10.5	8.3	10.5	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.0	5.3	9.0	5.4	6.3
EBITDA 이익률	10.8	12.9	13.0	10.0	11.3
부채비율	170.1	153.7	123.2	126.7	137.3
금융비용부담률	2.4	2.2	1.4	1.6	1.9
이자보상배율(x)	2.0	2.9	4.9	3.6	3.3
매출채권회전율(x)	6.0	6.3	6.5	6.0	6.5
재고자산회전율(x)	6.4	6.3	5.8	4.9	5.3

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

