



# BUY(Maintain)

목표주가: 47,000원  
주가(4/28): 31,000원  
시가총액: 59,296억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(4/28)	2,667.49pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	47,250원	30,500원
등락률	-34.4%	
수익률	절대	상대
1M	-11.7%	-9.6%
6M	-25.3%	-15.7%
1Y	-33.9%	-21.2%

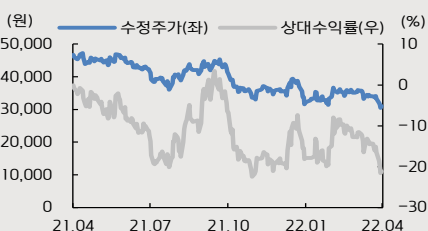
### Company Data

발행주식수	191,278천주
일평균 거래량(3M)	776천주
외국인 지분율	18.4%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	46,876원
주요 주주	한화 외 4인 36.5%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	9,195.0	10,725.2	13,426.4	13,142.3
영업이익	594.2	738.3	704.3	833.8
EBITDA	1,189.5	1,387.0	1,460.4	1,613.4
세전이익	451.5	855.3	748.4	903.2
순이익	301.7	616.3	583.7	704.5
지배주주지분순이익	309.1	619.1	586.3	707.6
EPS(원)	1,843	3,305	3,047	3,678
증감률(%YoY)	흑전	79.4	-7.8	20.7
PER(배)	25.2	10.7	10.2	8.4
PBR(배)	1.3	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	10.5	8.3	7.2	5.6
영업이익률(%)	6.5	6.9	5.2	6.3
ROE(%)	5.3	8.8	6.8	7.4
순부채비율(%)	78.4	56.5	49.1	30.2

### Price Trend



# 한화솔루션(009830)

## 우호적 제품믹스 보유로 시장 기대치 상회



한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 1,579억원으로 전 분기 대비 87.5% 증가하며, 시장 기대치를 상회하였습니다. 전 분기 일회성 비용 제거에 따른 기저효과가 발생하였고, 가성소다/PVC/EVA/LDPE 등 주력 화학제품의 수급 호조로 케미칼부문의 실적이 타 범용 업체 대비 차별화된 수치를 기록하였기 때문입니다. 한편 동사가 역대 1위 수출 점유율을 보유하고 있는 가성소다는 중기적으로 수급 타이트 현상을 지속할 것으로 보입니다. 동사의 반사 수혜가 예상됩니다.

### >>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 상회

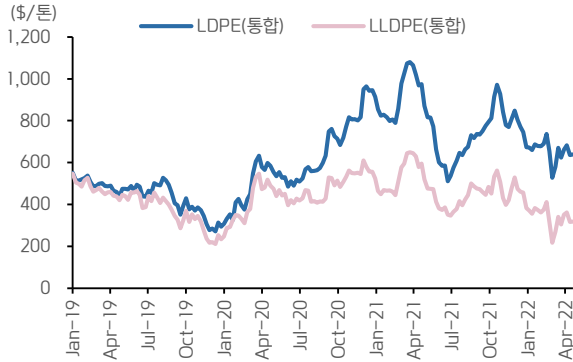
한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 1,579억원으로 전 분기 대비 87.5% 증가하며, 시장 기대치를 상회하였다. 신재생에너지부문의 적자 감소 및 케미칼부문의 전 분기 일회성 비용 제거에 따른 기저효과가 발생하였기 때문이다.

1) 케미칼부문 영업이익은 2,576억원으로 전 분기 대비 10.9% 증가하였다. 지분법업체 사고 여파로 원재료 외부 구입 비중 증가 및 국제유가 상승으로 주요 원재료의 가격이 급등하였음에도, 타 석유화학제품 대비 LDPE, PVC, EVA, 가성소다 등 동사의 주력 제품들의 우호적인 수급 여건이 지속되었기 때문이다. 2) 신재생에너지부문 영업이익은 -1,142억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속하였다. ASP 상승되었으나, 판매량 감소 및 높은 원재료/물류비가 유지되었기 때문이다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 30억원으로 전 분기 대비 흑자전환하였다. 고객사 미국 신차 판매 호조로 자동차소재 수익이 개선되었고, 전 분기 일회성 비용이 소멸되었기 때문이다. 4) 갤러리아 영업이익은 90억원으로 전 분기 대비 15.4% 증가하였다. 전 분기 일회성 비용이 제거되었기 때문이다. 지분법이익은 전 분기 대비 적자를 축소하였다. 여천NCC 등의 실적 부진에도 불구하고, 한화임팩트/토탈에너지스의 석유제품 재고관련 이익 증가에 기인한다.

### >>> 국내 1위, 클로르알카리 업체 지위 지속

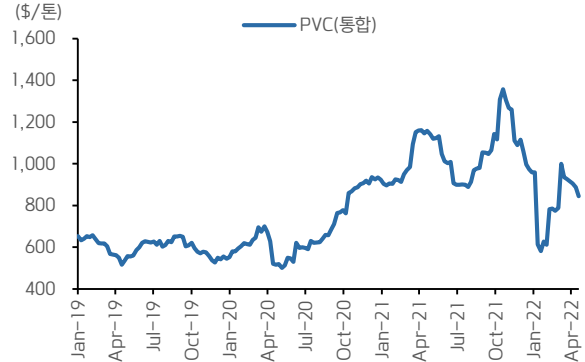
국내 가성소다 수요는 작년 128만톤에서 2025년 160만톤으로 연평균 5% 이상 증가할 전망이다. 양극재/경량소재(알루미늄) 등의 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 세계 클로르알카리 수급 또한 중장기적으로 타이트할 전망이다. 북미 노후 설비 폐쇄, 중국/인도 환경 규제 등으로 향후 5~6년 동안의 세계 생산능력 증가가 지난 25년래 최저치를 기록할 것으로 보이기 때문이다. 세계 수요 증가를 맞추기 위해서는 2027년까지 World Scale(50만톤)의 클로르알카리 플랜트가 17개 이상 필요할 것으로 판단된다. 동사는 연산 84만톤의 가성소다를 생산하는, 클로르알카리 국내 1위 기업이며, 향후 수급 타이트 전망을 반영해 가성소다 생산능력을 27만톤 증설할 계획이다. 또한 가성소다 생산능력 확대로 부산물인 염소/수소 또한 각각 25만톤, 0.7만톤 증가할 전망이다.

국내 LDPE 스프레드 추이



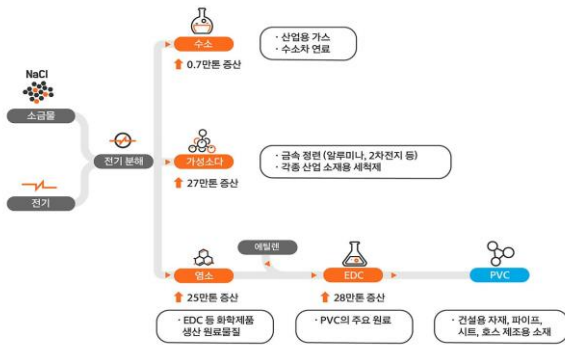
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

국내 PVC 스프레드 추이



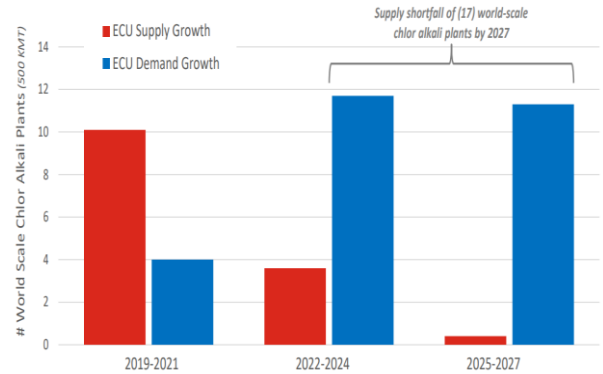
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

한화솔루션 클로르알카리 증설 투자 개요



자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

세계 클로르알카리 공급/수요 순증 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2021				2022				2019	2020	2021	2022E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	2,405	2,778	2,580	2,963	2,970	3,545	3,637	3,275	9,457	9,195	10,725	13,426	
영업이익	255	221	178	84	158	116	207	224	459	594	738	704	
영업이익률	10.6	8.0	6.9	2.8	5.3	3.3	5.7	6.8	4.9	6.5	6.9	5.2	
매출액	케미칼	1,248	1,333	1,311	1,472	1,548	1,972	2,074	1,676	3,481	3,327	5,364	7,270
	첨단소재	226	224	227	263	262	231	235	247	808	752	939	976
	갤러리아	121	127	121	146	124	139	133	161	594	453	515	557
	신재생에너지	745	1,007	827	990	921	1,087	1,079	1,076	3,555	3,702	3,569	4,163
영업이익	기타	64	87	95	93	115	115	115	115	1,020	962	339	462
	케미칼	255	293	267	232	258	197	229	202	258	381	1,047	886
	첨단소재	7	2	2	-2	3	7	7	7	-30	-8	10	24
	갤러리아	12	2	7	8	9	-6	-1	10	8	3	29	13
신재생에너지	기타	-5	-12	-2	-1	2	4	4	4	42	27	-19	15
	신재생에너지	-15	-65	-96	-153	-114	-87	-32	0	181	190	-329	-234

자료: 한화솔루션, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	9,195.0	10,725.2	13,426.4	13,142.3	13,239.6
매출원가	7,269.1	8,529.0	10,898.4	10,519.2	10,540.1
매출총이익	1,925.9	2,196.2	2,528.0	2,623.1	2,699.5
판매비	1,331.7	1,457.8	1,823.7	1,789.3	1,797.1
<b>영업이익</b>	594.2	738.3	704.3	833.8	902.3
<b>EBITDA</b>	1,189.5	1,387.0	1,460.4	1,613.4	1,675.9
영업외손익	-142.6	117.0	44.0	69.4	106.6
이자수익	24.6	18.5	27.7	48.2	75.3
이자비용	205.3	147.5	114.6	123.6	132.6
외환관련이익	387.6	250.6	337.3	339.7	123.5
외환관련손실	355.8	338.9	341.2	343.6	122.7
종속 및 관계기업손익	160.2	262.9	276.0	289.8	304.3
기타	-153.9	71.4	-141.2	-141.1	-141.2
<b>법인세차감전이익</b>	451.5	855.3	748.4	903.2	1,008.9
법인세비용	112.0	239.0	164.6	198.7	222.0
계속사업순이익	339.6	616.3	583.7	704.5	787.0
<b>당기순이익</b>	301.7	616.3	583.7	704.5	787.0
<b>지배주주순이익</b>	309.1	619.1	586.3	707.6	790.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-2.8	16.6	25.2	-2.1	0.7
영업이익 증감율	29.4	24.3	-4.6	18.4	8.2
EBITDA 증감율	16.6	16.6	5.3	10.5	3.9
지배주주순이익 증감율	흑전	100.3	-5.3	20.7	11.7
EPS 증감율	흑전	79.4	-7.8	20.7	11.7
매출총이익율(%)	20.9	20.5	18.8	20.0	20.4
영업이익률(%)	6.5	6.9	5.2	6.3	6.8
EBITDA Margin(%)	12.9	12.9	10.9	12.3	12.7
지배주주순이익률(%)	3.4	5.8	4.4	5.4	6.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	4,958.4	6,074.0	7,766.9	9,546.8	12,122.9
현금 및 현금성자산	1,199.8	1,567.2	2,408.6	4,344.5	6,892.3
단기금융자산	181.4	214.8	254.4	301.2	356.7
매출채권 및 기타채권	1,458.7	1,634.3	2,046.0	2,002.7	2,017.5
재고자산	1,431.6	2,231.5	2,793.5	2,734.4	2,754.6
기타유동자산	868.3	641.0	518.8	465.2	458.5
<b>비유동자산</b>	10,179.0	12,523.6	13,435.9	14,138.6	14,861.7
투자자산	2,797.7	3,715.4	4,383.8	5,066.0	5,762.7
유형자산	6,416.5	6,451.6	6,803.3	6,903.7	6,989.5
무형자산	413.9	1,580.6	1,472.8	1,392.8	1,333.6
기타비유동자산	550.9	776.0	776.0	776.1	775.9
<b>자산총계</b>	15,137.3	20,007.6	22,612.8	25,095.4	28,394.7
<b>유동부채</b>	5,251.1	5,787.9	6,836.1	7,780.8	9,460.0
매입채무 및 기타채무	1,726.2	2,686.9	3,735.1	4,679.8	6,359.0
단기금융부채	3,041.0	2,705.6	2,705.6	2,705.6	2,705.6
기타유동부채	483.9	395.4	395.4	395.4	395.4
<b>비유동부채</b>	3,918.5	4,774.5	5,474.5	6,034.5	6,594.5
장기금융부채	3,727.4	4,457.9	5,157.9	5,717.9	6,277.9
기타비유동부채	191.1	316.6	316.6	316.6	316.6
<b>부채총계</b>	9,169.6	11,806.3	13,554.6	15,059.3	17,298.4
<b>자본지분</b>	5,929.1	8,159.4	9,019.0	9,999.9	11,063.6
자본금	821.2	978.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	798.5	2,003.2	2,003.2	2,003.2	2,003.2
기타자본	-10.3	-24.2	-24.2	-24.2	-24.2
기타포괄손익누계액	-110.0	150.7	424.0	697.2	970.5
이익잉여금	4,429.8	5,051.4	5,637.7	6,345.4	7,135.8
비지배지분	38.6	41.8	39.2	36.1	32.7
<b>자본총계</b>	5,967.7	8,201.2	9,058.2	10,036.0	11,096.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,069.5	990.9	2,141.7	3,183.4	3,799.5
당기순이익	301.7	616.3	583.7	704.5	787.0
비현금항목의 가감	872.3	700.7	767.0	803.0	786.9
유형자산감가상각비	565.0	617.5	648.3	699.6	714.2
무형자산감가상각비	30.4	31.2	107.8	79.9	59.3
지분법평가손익	-199.0	-341.0	-276.0	-289.8	-304.3
기타	475.9	393.0	286.9	313.3	317.7
영업활동자산부채증감	-129.1	-191.2	236.3	1,147.5	1,706.3
매출채권및기타채권의감소	111.0	-21.1	-411.6	43.3	-14.8
재고자산의감소	-26.2	-691.6	-562.0	59.1	-20.2
매입채무및기타채무의증가	11.8	506.6	1,048.2	944.7	1,679.1
기타	-225.7	14.9	161.7	100.4	62.2
기타현금흐름	24.6	-134.9	554.7	528.4	519.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-42.7	-1,655.0	-1,613.6	-1,420.9	-1,429.5
유형자산의 취득	-883.8	-812.7	-1,000.0	-800.0	-800.0
유형자산의 처분	18.7	33.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	7.9	-5.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	194.5	-654.8	-392.3	-392.3	-392.3
단기금융자산의감소(증가)	303.4	-33.4	-39.6	-46.8	-55.5
기타	316.6	-181.7	-181.7	-181.8	-181.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	-886.8	1,076.3	522.6	382.6	382.6
차입금의 증가(감소)	-571.0	-71.2	700.0	560.0	560.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	1,338.7	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-29.0	-13.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-32.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-254.2	-177.4	-177.4	-177.4	-177.4
기타현금흐름	-24.6	39.5	-293.7	-209.3	-204.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	115.3	451.7	757.1	1,935.8	2,548.0
기초현금 및 현금성자산	1,084.5	1,199.8	1,651.5	2,408.6	4,344.4
기말현금 및 현금성자산	1,199.8	1,651.5	2,408.6	4,344.4	6,892.4

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,843	3,305	3,047	3,678	4,108
BPS	35,466	42,408	46,876	51,974	57,503
CFPS	7,000	7,033	7,020	7,835	8,180
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	25.2	10.7	10.2	8.4	7.5
PER(최고)	28.4	17.8	13.1		
PER(최저)	4.9	9.8	9.8		
PBR	1.3	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR(최고)	1.5	1.4	0.9		
PBR(최저)	0.3	0.8	0.6		
PSR	0.8	0.6	0.4	0.5	0.5
PCFR	6.6	5.0	4.4	4.0	3.8
EV/EBITDA	10.5	8.3	7.2	5.6	4.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	2.0	3.5	2.7	3.0	2.9
ROE	5.3	8.8	6.8	7.4	7.5
ROIC	4.3	5.7	5.7	7.1	9.1
매출채권회전율	6.1	6.9	7.3	6.5	6.6
재고자산회전율	6.3	5.9	5.3	4.8	4.8
부채비율	153.7	144.0	149.6	150.1	155.9
순차입금비율	78.4	56.5	49.1	30.2	8.9
이자보상배율	2.9	5.0	6.1	6.7	6.8
총차입금	6,059.9	6,413.6	7,113.6	7,673.6	8,233.6
순차입금	4,678.6	4,631.6	4,450.6	3,027.9	984.6
NOPLAT	1,189.5	1,387.0	1,460.4	1,613.4	1,675.9
FCF	-22.1	195.8	541.8	1,777.4	2,383.7

Compliance Notice

- 당사는 4월 28일 현재 '한화솔루션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

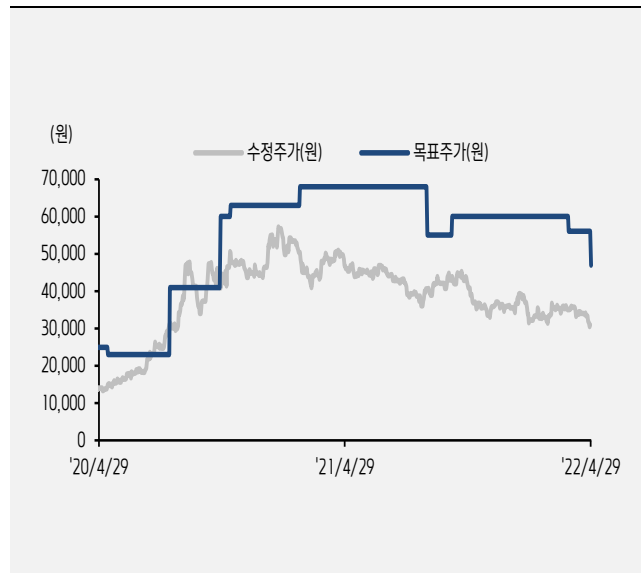
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2020/05/12	Buy(Maintain)	23,000원	6개월	-10.06	39.25
	2020/08/12	Buy(Maintain)	41,000원	6개월	-0.75	20.04
	2020/09/26	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-22.87	-13.06
	2020/11/11	Buy(Maintain)	63,000원	6개월	-19.18	-6.40
	2021/02/23	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.72	-30.66
	2021/03/25	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-33.97	-28.38
	2021/03/30	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.24	-25.15
	2021/05/12	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-31.95	-25.15
	2021/06/08	Buy(Maintain)	68,000원	6개월	-34.33	-25.15
	2021/08/31	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-23.96	-18.55
	2021/10/05	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.52	-25.17
	2021/10/19	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-27.64	-24.50
	2021/10/29	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-36.74	-24.50
	2022/01/12	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-38.11	-24.50
	2022/02/17	Buy(Maintain)	60,000원	6개월	-39.05	-24.50
	2022/03/29	Buy(Maintain)	56,000원	6개월	-39.26	-35.80
	2022/04/29	Buy(Maintain)	47,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

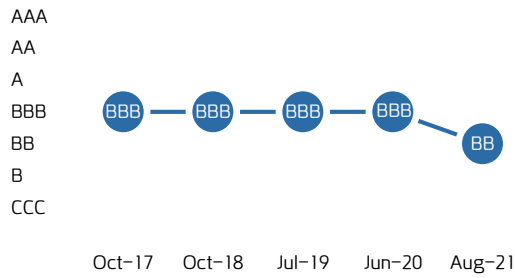
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계(2021/04/01~2022/03/31)

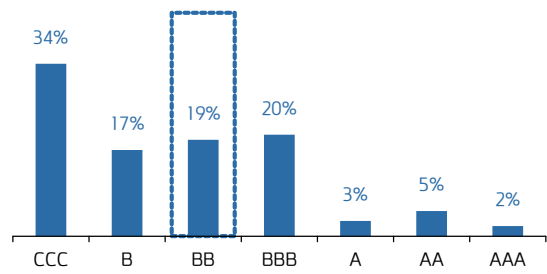
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 화학 기업 64개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	4.1	3.3		
<b>환경</b>	5.1	3.6	56.0%	▲0.4
탄소배출	6.9	4.6	15.0%	▲0.5
유독 물질 배출과 폐기물	5.1	2.5	15.0%	▲0.6
물 부족	2.7	3.5	15.0%	▲0.3
친환경 기술 관련 기회	5.8	3.6	11.0%	▼0.1
<b>사회</b>	4.4	2.4	11.0%	▲0.2
화학적 안전성	4.4	2.3	11.0%	▲0.2
<b>지배구조</b>	2.4	3.3	33.0%	▲0.4
기업 지배구조	3.0	4.4		▼0.1
기업 활동	4.5	4.1		▲1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (유기화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
DOW INC.	●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	AA	
Saudi Basic Industries Corporation SJSC	●●●●●	●●●●●	●●	●●●●	●●●●●	●●	●●●●	BBB	◀▶
LyondellBasell Industries N.V.	●●	●●	●●	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	BBB	▼
Yunnan Energy New Material Co., Ltd.	●●	●●●●●	●●●●●	●	●	●●●●	●●	BBB	▲▲
LG CHEM LTD	●●●●●	●●●●●	●	●●●●●	●●●●●	●	●●	BBB	▲
HANWHA SOLUTIONS CORPORATION	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●	●●●●●	●	●●●●	BB	▼

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치