

2022. 7. 29

한화솔루션 009830

태양광은 글로벌 주도테마

이차전지/석유화학

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

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

2Q22 Review: 수요 기반의 평가 인상으로 때 이른 흑자전환 성공

동사의 2Q22 Review Highlight는 예상외 영업이익 서프라이즈에 기여한 신재생에너지부문(태양광)의 흑자전환으로 귀결. 당초 당사/시장 예상은 태양광 Upstream 소재(폴리실리콘/웨이퍼) 강세 장기화로 Downstream 소재(셀/모듈) 생산 기업들에 수익성 부진 장기화였음. 태양광 소재들의 아시아 거래가격 1H22 누적 기준 폴리실리콘 +28%, 웨이퍼 +38%, 셀 +20%, 모듈 -14%. 동사의 주력 판매 시장 미국과 유럽에서 견고했던 태양광 수요를 확인. 특히 유럽 러시아-우크라이나 전쟁 발생 이후 천연가스/원유 등 전통 에너지원에 의존도 감소 노력으로 태양광/풍력의 신재생 에너지 투자 정책이 발표되며 태양광 소재들에 수요가 높았던 점으로 추정

3Q22E 영업이익 2,033억원: 신재생에너지 흑자 지속, 케미칼 Hard-landing

22년 이후 화학업황 부진 장기화로 동사의 케미칼부문의 분기별 수익성 둔화가 지속될 전망. 3Q22 연결기준 영업이익은 2,033억원을 추정, (1) 케미칼 1,528억원(주력 판매 제품들의 스프레드 하락: PVC -23% QTD, 가성소다 -13% QTD, LDPE -15%), (2) 신재생에너지 376억원(이익률 3.0%)

연료 전환의 한 축을 담당하는 태양광

: 미국/유럽의 신재생 에너지 육성 정책 강화, 동사에 Multiple 상향 가능성

2022년 글로벌 태양광 설치량은 230~240Gw로 연간 증가세를 유지할 전망. 유럽은 올 상반기 러시아-우크라이나 전쟁 발생으로 신재생 에너지로 연료 의존도를 높이기 위한 육성 정책 강화, 미국은 하반기 중 BBB(Build Back Better) 법안 통과 가능성 높아지며 태양광 산업 및 관련 기업들에 대한 관심 고조. 당사는 (1) 태양광에 긍정적인 다수의 정책 발표 중, (2) 수요 기반으로 태양광 소재별 원활한 가격 인상-전가 발생으로 정책 모멘텀과 수익성이 확보된 국내 태양광 기업들에 비중확대 전략을 제시

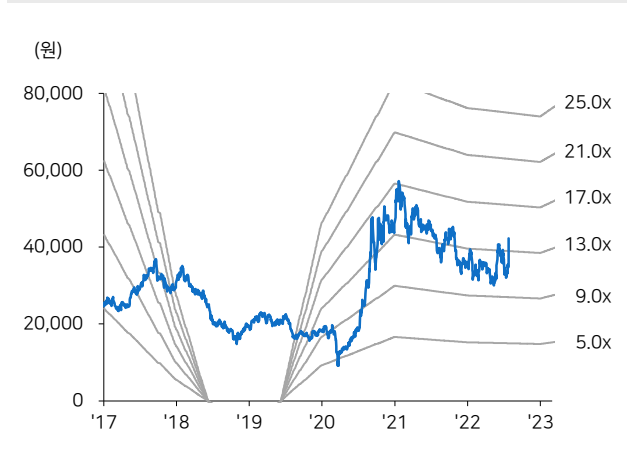
22.5월 이후 해외 태양광 관련 기업들의 주가 성과 또한 긍정적. 동기간 폴리실리콘 생산기업 GCL-Poly +40%, Longi +24%, 기타 소재 Enphase Energy +58%, Tongwei +32% 상승

올 하반기 동사는 신재생에너지부문의 수익성 확보 및 주력 시장의 강화된 정부 정책으로 적용 Multiple 상향 가능성을 염두, 현 주가에서도 매수 전략으로 대응 필요

표1 한화솔루션 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	2,970.3	3,389.1	2,898.6	2,866.0	2,942.6	2,981.3	2,989.7	2,962.8	12,124.0	11,876.5	12,473.9
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	151.8	153.3	154.9	156.4	158.0	159.6	561.0	628.9	654.4
신재생에너지(큐셀)	920.6	1,234.3	1,252.8	1,279.1	1,298.3	1,308.7	1,321.8	1,337.6	4,686.8	5,266.4	5,694.9
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	203.3	161.9	212.1	212.8	213.2	213.2	800.9	851.3	961.0
%OP	5.3%	8.2%	7.0%	5.6%	7.2%	7.1%	7.1%	7.2%	6.6%	7.2%	7.7%
케미칼	257.6	228.0	152.8	119.8	155.2	159.2	160.8	161.2	758.2	636.4	695.4
첨단소재	3.0	16.6	5.8	-4.7	3.7	3.7	4.7	-4.8	20.7	7.3	7.5
갤러리아	9.0	3.6	9.1	7.7	10.8	6.3	6.3	10.4	29.4	33.8	35.2
신재생에너지(큐셀)	-114.2	35.2	37.6	39.7	40.2	41.9	43.6	46.8	-1.8	172.6	222.4
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	197.4	153.2	203.0	204.1	205.1	203.2	810.5	815.4	963.4
순이익(지배주주)	100.9	239.0	137.8	105.2	141.5	142.0	142.5	140.5	583.0	566.5	666.2
%YoY											
매출액	23.5	22.0	12.3	-3.3	-0.9	-12.0	3.1	3.4	13.0	-2.0	5.0
영업이익	-38.0	25.6	14.0	92.1	34.3	-23.4	4.9	31.7	8.5	6.3	12.9
세전이익	-76.7	16.0	-20.6	흑전	61.9	-39.0	3.9	32.6	-5.2	0.6	18.2
순이익(지배주주)	-73.9	7.2	-28.9	흑전	40.2	-40.6	3.4	33.5	-5.8	-2.8	17.6
%QoQ											
매출액	0.2	14.1	-14.5	-1.1	2.7	1.3	0.3	-0.9			
영업이익	87.4	75.9	-26.8	-20.4	31.0	0.3	0.2	0.0			
세전이익	흑전	166.7	-41.0	-22.4	32.5	0.5	0.5	-1.0			
순이익(지배주주)	흑전	136.9	-42.3	-23.7	34.5	0.3	0.3	-1.4			

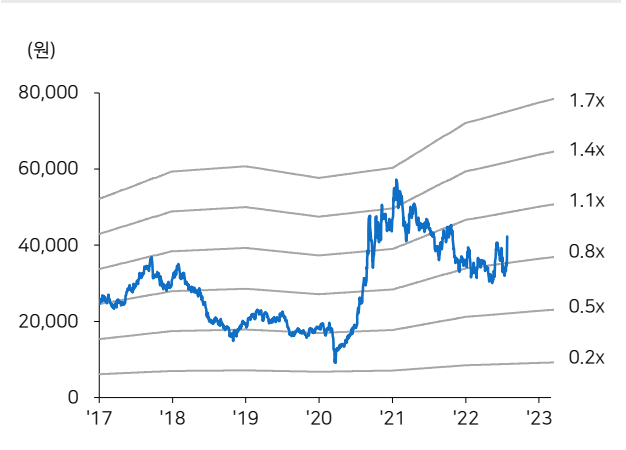
자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드 차트



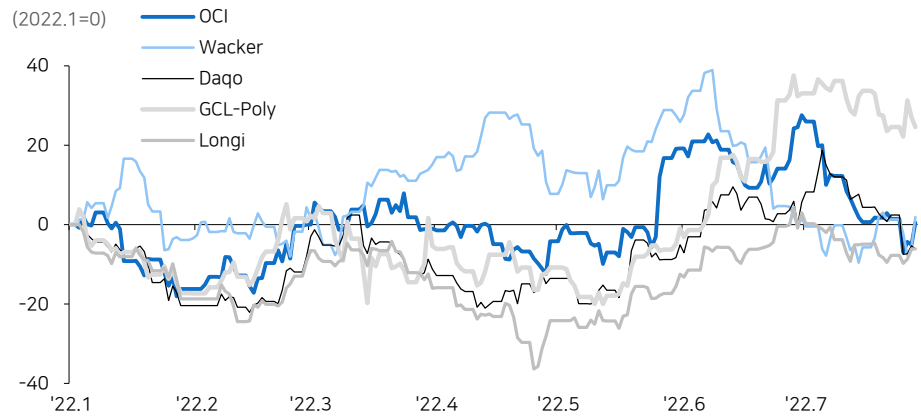
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드 차트



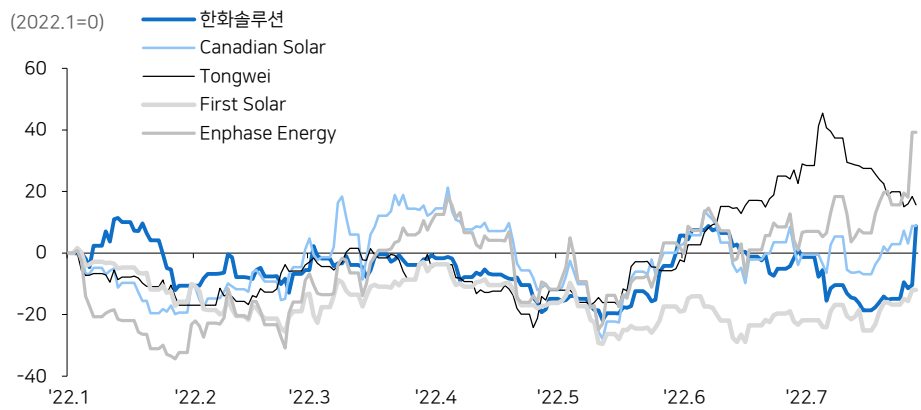
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 2022년 이후 글로벌 폴리실리콘 생산기업들의 YTD 주가 추이



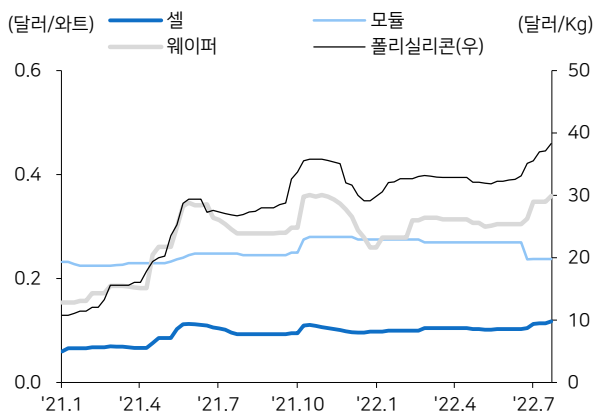
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 2022년 이후 글로벌 태양광 소재 생산기업들의 YTD 주가 추이



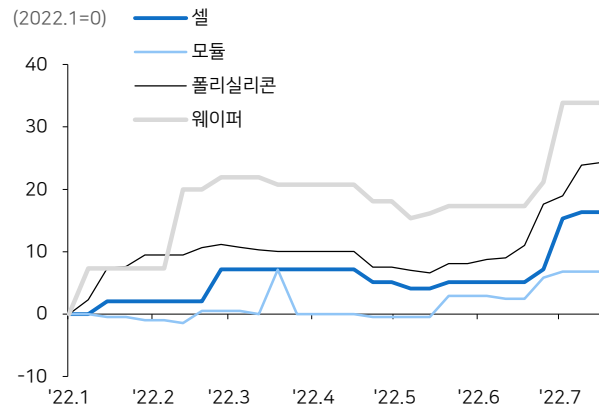
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 태양광 소재별 가격 흐름



자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림6 태양광 소재별 연초대비 가격 성장률 (YTD)



자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

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.