

2023. 4. 3



Company Analysis | 화학/태양광

Analyst 이주영

02 3779 8482 _ juyzong@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지) 66,000 원

현재주가 53,700 원

상승여력 22.9 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(3/31)	2,476.86 pt
시가총액	102,717 억원
발행주식수	191,278 천주
52 주 최고가/최저가	54,600 / 30,050 원
90 일 평균거래대금	590.17 억원
외국인 지분율	25.8%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	49,429 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 26.4%
	6 개월 -1.1%
	12 개월 59.6%
주주구성	한화 (외 5인) 36.5%
	국민연금공단 (외 1인) 7.7%
	BlackRock Fund (외 13인) 6.2%

Stock Price



한화솔루션 (009830)

AMPC로 열려있는 상승여력

1Q23 Preview: 컨센서스 하회 예상

1Q23 연결 기준 영업이익은 2,085억원(+14.4% QoQ, +32.1% YoY)으로 컨센서스(2,278억원)를 다소 하회할 전망이다. 태양광 부문의 경우 일회성 비용 400억원이 제거된다는 점은 긍정적이거나 1)계절적 비수기에 따른 출하량 감소, 2)모듈 ASP 하락, 3)프로젝트 매각 OP 감소 영향으로 영업이익 1,649억원(-28.9% QoQ, OPM 14.4%)이 예상된다. 케미칼 부문은 일회성 비용 소멸과 주요 제품 스프레드 개선으로 412억원(흑전 QoQ, OPM 3.2%)의 영업이익이 기대된다.

First Solar로 점쳐보는 한화솔루션의 주가 방향성

First Solar 주가는 4Q22 실적발표 이후 +26.1% 상승했다. 올해 연간 세액공제액 가이던스가 6.6-7.1억달러로 제시됐으며 해당 금액이 매출원가 차감 계정으로 인식되어 영업이익을 증가시킬 가능성이 제기됐기 때문이다. 한화솔루션 역시 동일한 IRA 수혜를 적용받으며 증설 규모(2024년 기준 동사 8.4GW vs. First Solar 10GW)도 유사하다. 한화솔루션은 한 달간의 거래정지 기간을 거치고 지난 31일 거래가 재개됐다. 1)미국 태양광 Peer의 주가 강세, 2)AMPC의 손익 증가 가능성 등의 모멘텀이 발생했으나 거래정지로 인해 주가에 반영되지 못했다. 거래정지로 인해 벌어졌던 First Solar와의 간극이 충분히 줄어들 수 있다고 판단한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 66,000원 유지

현 주가는 12M Fwd 기준 EV/EBITDA 7.1x, P/E 16.5x로 IRA 법안 통과 이전 시점보다도 낮은 저평가 상태다. 연간 실적 추정치를 기존 대비 매출 -6.0%, 영업이익 -9.3% 하향조정하나 추후 세제혜택(2023년 1.2억달러 예상) 회계처리 방식이 확정될 경우 당사의 실적 추정치를 상회할 가능성이 있으며, 목표주가 역시 조정될 수 있다. 추정치 하향조정에도 1)우선주 시가총액 및 보통주 발행주식수의 감소, 2)Peer multiple 상향에 따라 목표주가 66,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	12,450	13,829	13,411
영업이익	738	966	1,080	1,331	1,266
순이익	616	366	506	695	588
EPS (원)	3,248	1,904	2,680	3,660	3,098
증감률 (%)	74.1	-41.4	40.8	36.5	-15.3
PER (x)	10.9	22.6	20.0	14.7	17.3
PBR (x)	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
영업이익률 (%)	6.9	7.1	8.7	9.6	9.4
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	14.6	15.9	17.2
ROE (%)	8.8	4.2	5.5	7.0	5.6

주: IFRS 연결 기준

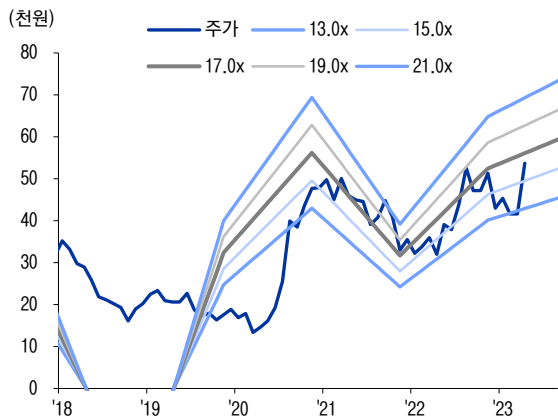
자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한화솔루션 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	2,970	3,389	3,366	3,929	2,832	3,234	3,299	3,085	13,654	12,450
태양광	921	1,234	1,332	2,082	1,148	1,510	1,533	1,310	5,569	5,501
케미칼	1,549	1,599	1,466	1,295	1,273	1,308	1,344	1,350	5,909	5,276
첨단소재	262	300	313	278	286	289	295	298	1,152	1,167
갤러리아	124	132	127	150	-	-	-	-	533	-
기타	114	124	129	124	125	127	128	127	491	507
영업이익	158	278	348	182	209	314	369	188	966	1,080
태양광	-114	35	197	232	165	221	251	167	350	803
케미칼	258	235	128	-32	41	83	106	33	589	264
첨단소재	3	17	20	-4	10	18	14	-1	35	41
갤러리아	9	4	8	17	-	-	-	-	37	-
기타	3	-13	-4	-31	-8	-7	-2	-11	-45	-28
세전이익	125	334	222	-113	156	238	243	123	569	761
지배주주순이익	101	239	137	-118	108	153	157	88	359	506
YoY(%)										
매출액	23.5	22.0	30.4	32.6	-4.6	-4.6	-2.0	-21.5	27.3	-8.8
태양광	23.6	22.6	61.0	110.3	24.7	22.3	15.1	-37.1	56.0	-1.2
케미칼	24.1	20.0	11.8	-12.0	-17.8	-18.2	-8.3	4.3	10.2	-10.7
첨단소재	16.3	33.6	38.1	5.7	9.0	-3.6	-5.8	7.2	22.7	1.3
갤러리아	2.1	4.2	5.0	2.8	-	-	-	-	3.5	-
기타	77.5	42.6	35.5	34.0	9.7	2.1	-0.6	2.0	44.9	3.2
영업이익	-38.0	25.6	95.3	116.4	32.1	13.2	5.8	3.3	30.9	11.7
세전이익	-76.7	16.0	-10.5	적지	24.5	-28.8	9.4	흑전	-33.4	33.6
지배주주순이익	-73.9	7.2	-29.3	적지	6.6	-35.9	14.3	흑전	-42.0	40.8
OPM(%)	5.3	8.2	10.4	4.6	7.4	9.7	11.2	6.1	7.1	8.7

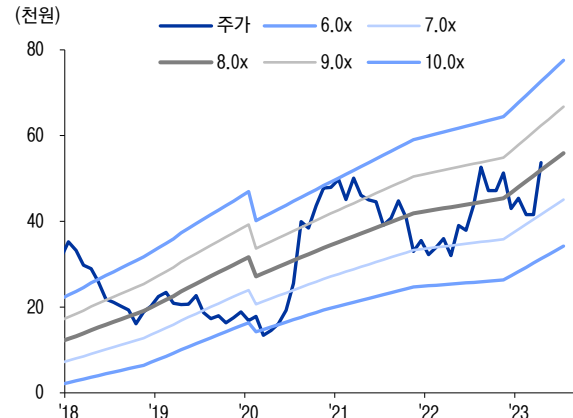
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한화솔루션 12M Fwd P/E band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Fwd EV/EBITDA band



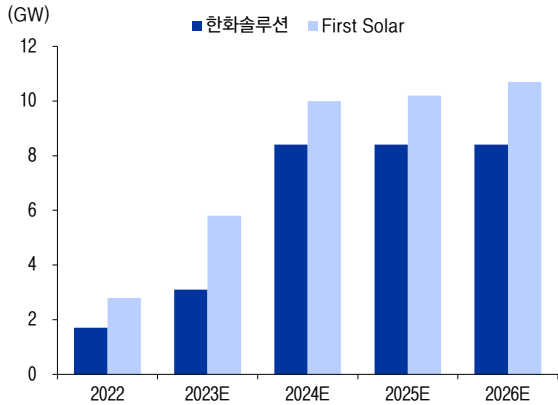
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 당사 추정 한화솔루션 세액공제 혜택

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
한화솔루션 적용 IRA 세액공제 혜택(₩/W)										
모듈	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	5.3	3.5	1.8
셀	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	3.0	2.0	1.0
웨이퍼	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7	3.5	2.4	1.2
미국 내 한화솔루션 생산설비(GW)										
모듈	1.7	3.1	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
Georgia 1공장	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Georgia 2공장		1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Georgia 3공장			2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Georgia 4공장			3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
셀			3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
웨이퍼			3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
한화솔루션 예상 가동률										
모듈										
Georgia 1공장	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Georgia 2공장		50%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Georgia 3공장			60%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Georgia 4공장			60%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
셀			60%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
웨이퍼			60%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
미국 내 한화솔루션 예상 생산량(GW)										
모듈	1.7	2.4	6.3	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
Georgia 1공장	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Georgia 2공장		0.7	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Georgia 3공장			1.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Georgia 4공장			2.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
셀			2.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
웨이퍼			2.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
한화솔루션 예상 Credit(백만달러)										
모듈	119	168	440	588	588	588	588	441	294	147
Georgia 1공장	119	119	119	119	119	119	119	89	60	30
Georgia 2공장		49	98	98	98	98	98	74	49	25
Georgia 3공장			84	140	140	140	140	105	70	35
Georgia 4공장			139	231	231	231	231	173	116	58
셀			79	132	132	132	132	99	66	33
웨이퍼			93	155	155	155	155	116	78	39
한화솔루션 예상 Credit(십억원)										
모듈	152	214	560	750	750	750	750	562	375	187
Georgia 1공장	152	152	152	152	152	152	152	114	76	38
Georgia 2공장		62	125	125	125	125	125	94	62	31
Georgia 3공장			107	179	179	179	179	134	89	45
Georgia 4공장			177	295	295	295	295	221	147	74
셀			101	168	168	168	168	126	84	42
웨이퍼			119	198	198	198	198	148	99	49
합계	152	214	780	1,116	1,116	1,116	1,116	837	558	279

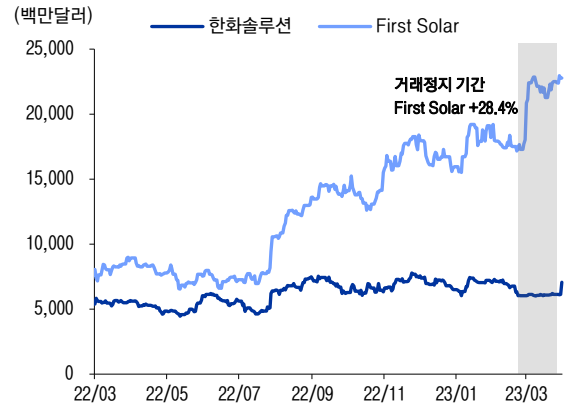
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 내 한화솔루션 및 First Solar 모듈 CAPA



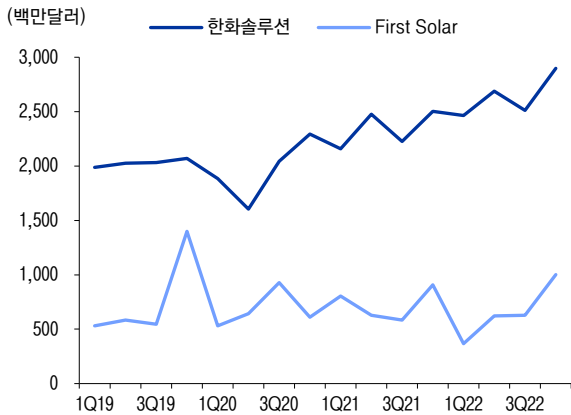
자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 한화솔루션과 First Solar 시가총액 비교



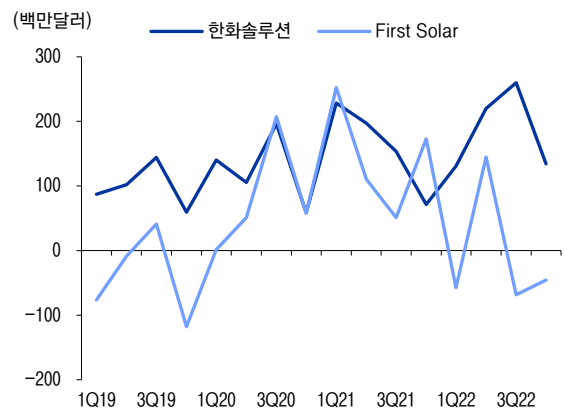
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 한화솔루션과 First Solar 매출 비교



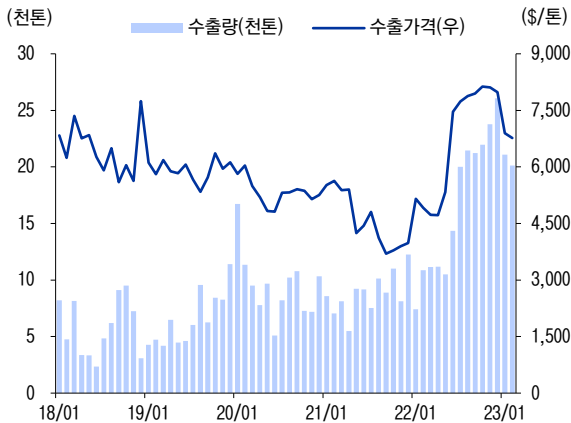
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 한화솔루션과 First Solar 영업이익 비교



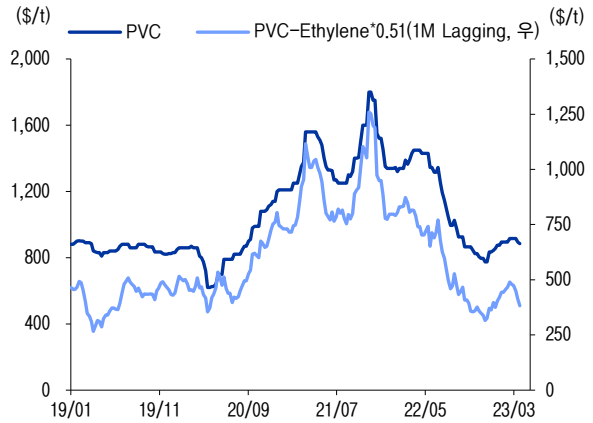
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 미국향 모듈 수출량 및 가격



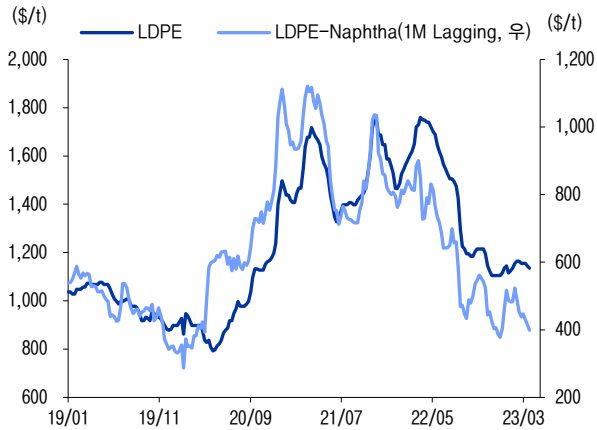
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 PVC 가격 및 스프레드 추이



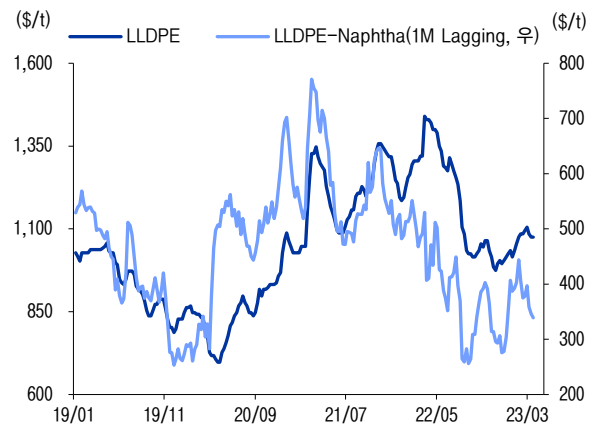
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 LDPE 가격 및 스프레드 추이



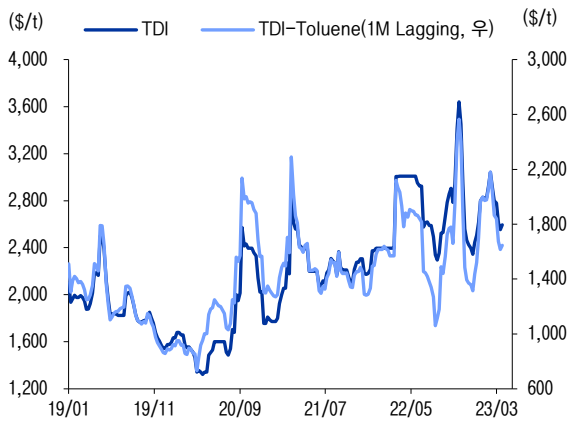
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 LLDPE 가격 및 스프레드 추이



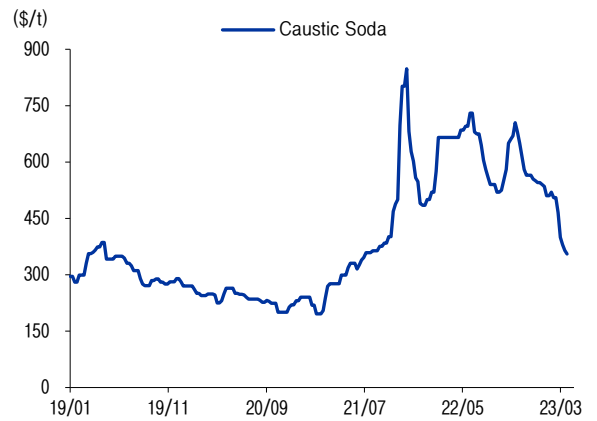
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,074	8,573	8,998	9,356	9,612
현금 및 현금성자산	1,567	2,548	3,386	3,527	4,375
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	1,714	1,766	1,400
재고자산	2,232	3,060	3,184	3,314	3,056
기타유동자산	641	685	713	750	781
비유동자산	12,524	13,634	14,068	15,041	16,176
관계기업투자등	3,528	3,896	4,054	4,219	4,390
유형자산	6,452	6,879	7,029	7,704	8,534
무형자산	1,581	1,644	1,725	1,807	1,887
자산총계	20,008	23,832	24,756	26,156	27,618
유동부채	5,788	6,808	6,259	6,597	6,566
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,197	2,488	2,413
단기금융부채	2,710	3,199	3,199	3,212	3,219
기타유동부채	391	829	863	898	934
비유동부채	4,774	5,685	6,511	7,467	8,334
장기금융부채	3,708	4,786	5,579	6,501	7,332
기타비유동부채	1,066	899	932	966	1,002
부채총계	11,806	13,935	14,269	15,625	16,524
지배주주지분	8,159	8,921	9,510	10,216	10,767
자본금	978	978	978	978	978
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,051	5,561	6,067	6,757	7,342
비지배주주지분(연결)	42	976	976	316	328
자본총계	8,201	9,897	10,487	10,532	11,095

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	991	116	1,439	1,134	2,265
당기순이익(손실)	616	366	506	695	588
비현금수익비용가감	701	1,340	1,059	312	1,111
유형자산감가상각비	617	637	704	829	1,001
무형자산상각비	31	38	39	37	38
기타현금수익비용	52	664	103	-826	-359
영업활동 자산부채변동	-191	-1,626	-126	127	566
매출채권 감소(증가)	-21	-400	566	-51	366
재고자산 감소(증가)	-692	-35	-124	-129	257
매입채무 증가(감소)	507	-812	-583	291	-75
기타자산, 부채변동	15	-379	16	17	18
투자활동 현금	-1,655	-1,477	-1,500	-1,950	-2,242
유형자산처분(취득)	-780	-889	-904	-1,505	-1,831
무형자산 감소(증가)	-6	-37	-119	-119	-119
투자자산 감소(증가)	-389	-463	-428	-275	-239
기타투자활동	-481	-87	-49	-51	-53
재무활동 현금	1,076	2,322	793	956	825
차입금의 증가(감소)	-157	1,207	793	935	838
자본의 증가(감소)	1,325	-91	0	21	-13
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-92	1,206	0	0	0
현금의 증가	452	965	861	141	848
기초현금	1,200	1,652	2,548	3,409	3,550
기말현금	1,652	2,616	3,409	3,550	4,398

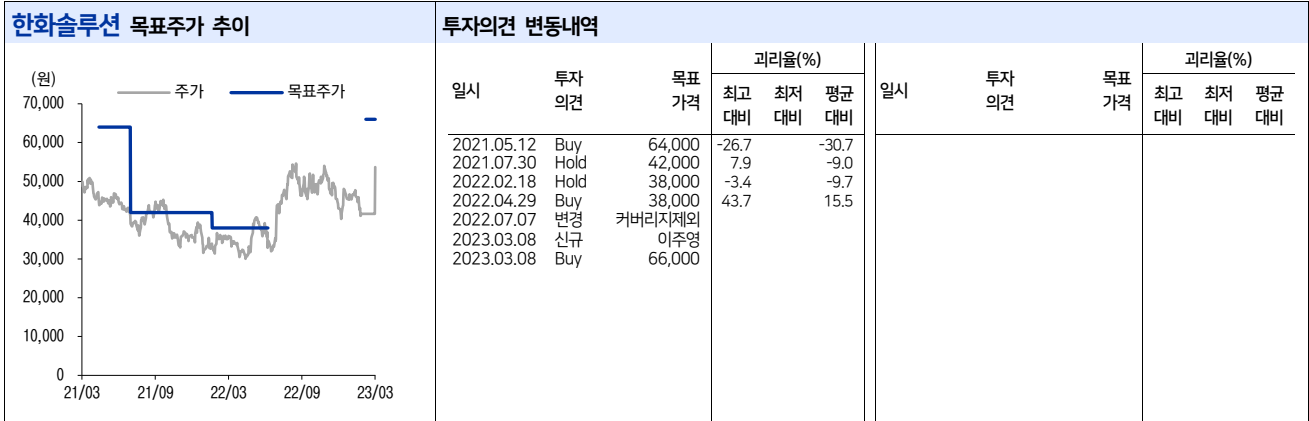
자료: 삼성바이오로직스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	12,450	13,829	13,411
매출원가	8,529	10,853	9,896	10,992	10,659
매출총이익	2,196	2,801	2,554	2,837	2,751
판매비 및 관리비	1,458	1,835	1,703	1,526	1,534
영업이익	738	966	1,079	1,331	1,266
(EBITDA)	1,387	1,642	1,822	2,198	2,306
금융손익	-215	-244	-198	-368	-460
이자비용	148	226	308	409	502
관계기업등 투자손익	206	-116	-259	-91	-56
기타영업외손익	126	-37	139	61	62
세전계속사업이익	855	569	761	933	812
계속사업법인세비용	239	203	262	239	224
계속사업이익	616	366	499	694	588
중단사업이익	0	0	7	1	0
당기순이익	616	366	506	695	588
지배주주	619	359	506	690	584
총포괄이익	877	430	590	688	568
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	20.5	20.5	20.5
영업이익률 (%)	6.9	7.1	8.7	9.6	9.4
EBITDA 마진률 (%)	12.9	12.0	14.6	15.9	17.2
당기순이익률 (%)	5.7	2.7	4.1	5.0	4.4
ROA (%)	3.5	1.6	2.1	2.7	2.2
ROE (%)	8.8	4.2	5.5	7.0	5.6
ROIC (%)	6.2	6.2	6.3	8.5	7.5

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	22.6	20.0	14.7	17.3
P/B	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.3	8.2	8.5	7.4	7.1
P/CF	5.2	4.9	6.6	10.3	6.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	16.6	27.3	-8.8	11.1	-3.0
영업이익	24.3	30.9	11.7	23.3	-4.9
세전이익	89.4	-33.4	33.6	22.6	-12.9
당기순이익	104.3	-40.6	38.3	37.3	-15.3
EPS	74.1	-41.4	40.8	36.5	-15.3
안정성 (%)					
부채비율	144.0	140.8	136.1	148.4	148.9
유동비율	104.9	125.9	143.8	141.8	146.4
순차입금/자기자본(x)	56.4	52.3	48.9	56.0	53.0
영업이익/금융비용(x)	5.0	4.3	3.5	3.3	2.5
총차입금 (십억원)	6,419	7,985	8,778	9,713	10,551
순차입금 (십억원)	4,625	5,180	5,125	5,900	5,879
주당지표 (원)					
EPS	3,248	1,904	2,680	3,660	3,098
BPS	42,408	46,364	49,429	53,095	55,958
CFPS	6,837	8,854	8,133	5,236	8,831
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이주영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이건 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자이건 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)