

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

### 적극매수 (유지)

목표주가 77,000원

현재가 (4/20) 53,100원

KOSPI (4/20)	2,563.11pt
시가총액	9,232십억원
발행주식수	174,468천주
액면가	5,000원
52주 최고가	54,700원
최저가	30,050원
60일 일평균거래대금	75십억원
외국인 지분율	24.6%
배당수익률 (2023F)	0.0%

주주구성	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	7.74%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	18%	-7%	67%
절대기준	28%	7%	58%

	현재	직전	변동
투자의견	적극매수	적극매수	-
목표주가	77,000	77,000	-
EPS(23)	2,692	2,692	-
EPS(24)	4,834	4,834	-

#### 한화솔루션 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 한화솔루션 (009830)

## 미국의 태양광 가두리에 편승하다

### 아직 갈 길이 멀다

First Solar의 시가총액은 원화 기준 30조원을 돌파하며, 정당한 가치를 평가 받고 있다. 국가별 시스템 리스크와 주식 시장 규모를 고려하더라도 한화솔루션과의 가치 차이가 과도하게 벌어진 상황이다. 한편 미국 모듈 생산능력만을 고려할 경우 작년 동사의 모듈 생산능력은 1.7GW로 First Solar 대비 65% 수준에 불과하였으나, 지속적인 증설 추진으로 2025년에는 93% 수준으로 생산능력 차이가 크게 줄 전망이다. 차입금 차이에도 불구하고, 첨단소재/화학(지분법 포함) 자산의 장부가치와 엇비슷한 미국 태양광 자산의 생산능력을 감안할 경우 시가총액이 3배 이상 차이 나는 점은 합리적이지 않다는 판단이다.

### 미국 증설 발표의 이면을 고려할 필요가 있다

동사 미국 증설 발표의 이면을 고려할 필요가 있다. 동사는 미국에서 고효율인 N타입이 아닌 기존 P타입 모듈을 신증설할 계획이다. 향후 개조/전환 비용을 고려하더라도 빠르게 미국 인센티브를 수취하는 것이 투자 경제성 측면에선 월등히 좋은 선택이고, N타입이 발전 효율은 높지만 상대적으로 복잡한 공정과 비싼 제조원가 때문에 P타입을 건설 시 투자비를 크게 줄일 수 있으며, P타입 웨이퍼의 공급 과잉 전환으로 오히려 추가적인 원재료 가격 측면의 이득도 고려한 것으로 판단된다.

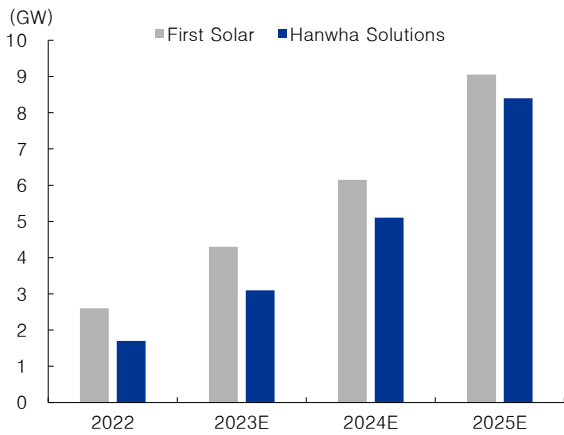
한편 동사의 미국 통합 태양광 콤플렉스(카터스빌)의 계획된 부지는 약 40만평이다. 이는 역대 통합 설비보다 덜 촘촘한 생산 라인/보관 창고/사무실 면적을 가정하더라도, 계획된 생산능력을 한번 더 증설할 수 있는 규모이다. 참고로 일반적으로 화학 산업의 묘미는 디보틀네킹/리밸런싱/신증설의 추진이다. 개인적으로는 동사의 오랜 화학 사업 영위 DNA의 고려할 경우 연간 1조원 이상의 인센티브 수취 가능 및 EBITDA가 2조원 규모에 근접한 시점에 동사의 대규모 태양광 추가 투자가 발생할 가능성도 있어 보인다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	11,972	12,659	13,148
영업이익	738	966	1,000	1,325	1,488
세전이익	855	569	626	1,101	1,404
지배주주순이익	619	359	478	843	1,075
EPS(원)	3,301	1,864	2,692	4,834	6,164
증가율(%)	79.4	-43.5	44.4	79.5	27.5
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.4	10.5	11.3
순이익률(%)	5.7	2.7	4.1	6.8	8.3
ROE(%)	8.8	4.2	5.2	8.7	10.1
PER	10.8	23.1	19.7	11.0	8.6
PBR	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	8.6	8.7	7.4	6.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

2030년의 업황/증설 계획을 현가화하는 타 업종을 차치하더라도, 동사 태양광 콤플렉스가 완공되는 2025년까지는 20개월 정도밖에 남지 않았다. 태양광 업황의 단기적인 변동이 있겠으나, 방향성은 우상향할 것이고, 의도적으로 갇힌 미국 시장에서의 지배력을 고려하여 동사에 대해 기존 낙관적인 시각을 유지한다. 또한 중국 폴리실리콘/동남아시아 모듈의 미국향 수출 증가 움직임에도 불구하고, 미국의 대규모 투자 프로젝트가 완료되는 시점에는 미국 시장이 다시 닫힐 가능성이 클 것으로 판단된다.

그림 1. 한화솔루션/First Solar 미국 모듈 생산능력 추이/전망



자료: 각사, IBK투자증권

그림 2. 한화솔루션 미국 솔라 허브 위치



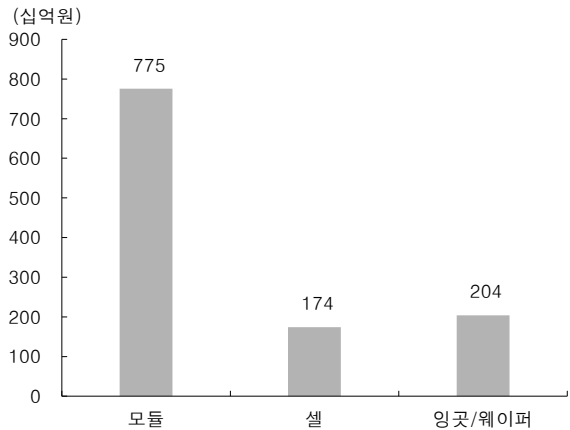
자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 3. Tier-1 태양광 업체들의 생산능력과 세계 수요 추이/전망



자료: PVIL, IBK투자증권

그림 4. Full Capa 생산 가정 시 연간 최대 세금 감면액(추정치)



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

한화솔루션 (009830)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	11,972	12,659	13,148
증가율(%)	16.6	27.3	-12.3	5.7	3.9
매출원가	8,529	10,853	9,335	9,597	9,855
매출총이익	2,196	2,801	2,637	3,061	3,293
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	22.0	24.2	25.0
판매비	1,458	1,835	1,637	1,737	1,805
판매비율(%)	13.6	13.4	13.7	13.7	13.7
영업이익	738	966	1,000	1,325	1,488
증가율(%)	24.3	30.9	3.5	32.5	12.4
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.4	10.5	11.3
순금융손익	-126	-190	-212	-228	-268
이자손익	-129	-193	-212	-228	-268
기타	3	3	0	0	0
기타영업외손익	-20	-105	3	4	4
종속/관계기업손익	263	-102	-165	0	180
세전이익	855	569	626	1,101	1,404
법인세	239	203	139	242	309
법인세율	28.0	35.7	22.2	22.0	22.0
계속사업이익	616	366	486	859	1,095
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	616	366	486	859	1,095
증가율(%)	104.3	-40.6	32.9	76.5	27.6
당기순이익률 (%)	5.7	2.7	4.1	6.8	8.3
지배주당당기순이익	619	359	478	843	1,075
기타포괄이익	273	219	0	0	0
총포괄이익	890	585	486	859	1,095
EBITDA	1,387	1,642	1,634	2,143	2,476
증가율(%)	16.6	18.4	-0.5	31.1	15.6
EBITDA마진율(%)	12.9	12.0	13.6	16.9	18.8

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,301	1,864	2,692	4,834	6,164
BPS	42,356	46,307	53,355	58,189	64,353
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	10.8	23.1	19.7	11.0	8.6
PBR	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	8.6	8.7	7.4	6.4
성장성지표(%)					
매출증가율	16.6	27.3	-12.3	5.7	3.9
EPS증가율	79.4	-43.5	44.4	79.5	27.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	8.8	4.2	5.2	8.7	10.1
ROA	3.5	1.7	2.1	3.6	4.2
ROIC	7.3	3.7	4.7	7.5	8.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	144.0	140.8	118.0	124.6	123.5
순차입금 비율(%)	55.4	49.6	39.4	49.8	45.2
이자보상배율(배)	5.0	4.3	3.3	4.1	3.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.2	7.6	6.7	8.1	8.0
재고자산회전율	5.9	5.2	4.5	5.0	4.7
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,074	8,573	7,728	8,330	9,576
현금및현금성자산	1,567	2,548	3,300	3,258	4,332
유가증권	203	184	136	144	149
매출채권	1,543	2,055	1,520	1,613	1,668
재고자산	2,232	3,060	2,263	2,775	2,869
비유동자산	12,524	13,634	13,511	15,439	16,478
유형자산	6,452	6,879	7,257	9,172	10,215
무형자산	1,581	1,644	1,608	1,575	1,545
투자자산	3,738	4,197	4,118	4,132	4,140
자산총계	20,008	23,832	22,441	25,044	27,372
유동부채	5,788	6,808	5,181	5,463	5,629
매입채무및기타채무	1,809	1,832	1,355	1,437	1,486
단기차입금	2,004	2,443	1,807	1,917	1,982
유동성장기부채	607	560	560	560	560
비유동부채	4,774	5,685	5,901	7,298	8,326
사채	1,649	2,047	2,535	3,885	4,885
장기차입금	1,615	2,158	2,158	2,158	2,158
부채총계	11,806	13,935	12,147	13,891	15,124
지배주주지분	8,159	8,921	9,309	10,152	11,228
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
자본조정등	-24	-154	-154	-154	-154
기타포괄이익누계액	151	215	215	215	215
이익잉여금	5,051	5,561	6,039	6,883	7,958
비지배주주지분	42	976	985	1,000	1,020
자본총계	8,201	9,897	10,294	11,152	12,248
비이자부채	5496	6293	4654	4937	5105
총차입금	6,310	7,642	7,493	8,954	10,019
순차입금	4,540	4,910	4,058	5,551	5,538

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	1,993	1,176	1,814
당기순이익	616	366	486	859	1,095
비현금성 비용 및 수익	701	1,340	1,008	1,042	1,072
유형자산감가상각비	617	637	598	785	957
무형자산상각비	31	38	36	33	30
운전자본변동	-191	-1,626	711	-497	-85
매출채권등의 감소	-21	-400	535	-93	-55
재고자산의 감소	-692	-35	797	-511	-94
매입채무등의 증가	507	-812	-477	83	49
기타 영업현금흐름	-135	36	-212	-228	-268
투자활동 현금흐름	-1,655	-1,477	177	-2,854	-2,089
유형자산의 증가(CAPEX)	-813	-903	-975	-2,700	-2,000
유형자산의 감소	33	14	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-37	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-610	-590	278	-14	-8
기타	-259	39	874	-140	-81
재무활동 현금흐름	1,076	2,322	-1,487	1,636	1,349
차입금의 증가(감소)	-71	1,304	0	0	0
자본의 증가	1,339	0	-90	0	0
기타	-192	1018	-1397	1636	1349
기타 및 조정	40	4	1	0	-1
현금의 증가	452	965	684	-42	1,073
기초현금	1,200	1,652	2,616	3,300	3,258
기말현금	1,652	2,616	3,300	3,258	4,332

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자이건 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이건 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자이건 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.04.01~2023.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	148	94.3
중립	9	5.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

