

2023. 7. 6



Company Analysis | 태양광/2차전지

Analyst 이주영

02 3779 8482 _juyzong@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지) 66,000 원

현재주가 42,100 원

상승여력 56.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(7/5)	2,579.00 pt
시가총액	72,367 억원
발행주식수	171,893 천주
52 주 최고가/최저가	68,119 / 39,923 원
90 일 평균거래대금	892.33 억원
외국인 지분율	24.0%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	50,194 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -10.2%
	6 개월 -30.1%
	12 개월 -18.8%
주주구성	한화 (외 5인) 36.5%
	국민연금공단 (외 1인) 7.7%
	BlackRock Fund (외 13인) 6.2%

Stock Price



한화솔루션 (009830)

고성장하는 미국 태양광 시장, 1등은 걱정 안 해

2Q23 Preview: 컨센서스 부합 예상

2Q23 연결 실적은 매출액 2조 9,470억원(-4.9% QoQ, -9.6% YoY), 영업이익 2,522억원(-7.1% QoQ, -7.3% YoY)으로 컨센서스 영업이익(2,514억원)에 부합할 전망이다. 태양광 영업이익은 2,293억원(-6.4% QoQ, OPM 16.9%)으로 모듈 판매량과 AMPC 손익 증가에도 불구하고 프로젝트 매각 수익 감소(1Q23 650억원 → 2Q23E 100억원)에 따른 감익이 예상된다.

고성장하는 미국 태양광 시장, 1등은 걱정 안 해

태양광 밸류체인 전반에 걸친 대규모 증설로 금년 지속적인 가격 하락은 불가피할 것으로 보이나, 최근 업스트림 중심으로 이어진 큰 폭의 가격 하락으로 인해 2H23에는 오히려 스프레드 개선에 따른 수익성 개선이 예상된다. 또한 발전사업이 이미 또 하나의 메인 비즈니스로 자리잡아 매 분기 추가적인 수익원으로 기여하고 있으며, 향후 미국 태양광 시장 내 대부분의 성장을 견인할 유틸리티 및 상업용 시장으로까지 타겟을 확장하고 있다는 점에서 긍정적이다. 한화솔루션은 미국 주거용과 상업용 태양광 m/s 1위 기업으로 상업용 시장 점유율의 경우 2022년 17.7%에서 1Q23 35.3%로 대폭 상승했다(주거용: 22년 33.7% → 1Q23 35.0%). 미국 태양광 시장은 2022년 140GW에서 2024년 210GW로 성장할 전망이기에 시장 규모 확대에 따른 실적 증가가 기대된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 66,000원 유지

투자 의견 Buy와 목표주가 66,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd P/E 12.1x, P/B 0.8x로 밴드 평균을 하회하고 있다. 모듈 가격 하락과 미국 주택용 태양광 시장 수요 위축 우려가 과도하게 반영되었으며, 12M Fwd 실적을 고려할 때 현저하게 저평가되었다. 미국 정부의 중국 기업에 대한 제재가 기존 예상 대비 강하지 않다는 점은 아쉽지만 여전히 동사에게 우호적인 환경이 지속될 것이며, 다수의 중국 기업들의 미국 시장 진출 랠리에도 불구하고 2025년 기준 미국 내 모듈 공급 부족이 예상된다는 점에서도 수익성 방어는 충분히 가능할 것으로 보인다. 또한 CAPA와 AMPC 측면에서 유사한 First Solar(12M Fwd 기준 P/E 26.3x, P/B 3.1x) 대비 지나치게 할인받고 있어 재평가가 필요하다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	12,076	12,872	13,515
영업이익	738	966	1,057	1,356	1,386
순이익	616	366	539	651	673
EPS (원)	3,248	1,904	3,109	3,824	3,948
증감률 (%)	74.1	-41.4	63.3	23.0	3.2
PER (x)	10.9	22.6	13.5	11.0	10.7
PBR (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
영업이익률 (%)	6.9	7.1	8.7	10.5	10.3
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	14.5	16.9	17.6
ROE (%)	8.8	4.2	5.9	7.1	6.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

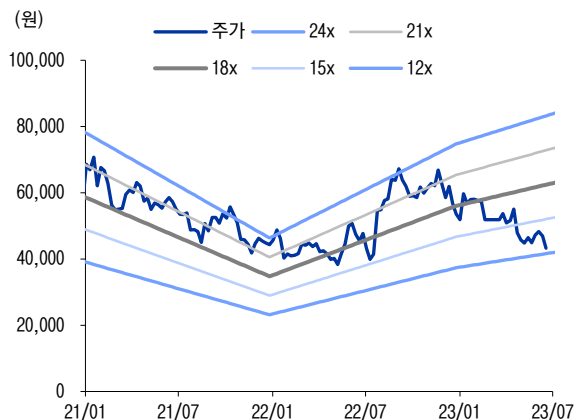
표1 한화솔루션 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	2,848	3,260	3,242	3,781	3,100	2,947	3,064	2,964	13,131	12,076
태양광	921	1,234	1,332	2,082	1,366	1,360	1,438	1,238	5,569	5,402
케미칼	1,549	1,599	1,466	1,295	1,348	1,186	1,243	1,336	5,909	5,113
첨단소재	262	300	313	278	254	266	248	252	1,152	1,020
기타	116	127	131	127	133	134	136	138	501	542
영업이익	147	272	337	168	271	252	277	256	924	1,057
태양광	-114	35	197	232	245	229	248	241	350	963
케미칼	258	235	128	-32	34	18	22	33	589	107
첨단소재	3	17	20	-4	22	16	11	-2	35	48
기타	0	-15	-8	-28	-29	-11	-4	-17	-51	-61
세전이익	201	321	77	137	98	218	246	267	741	829
지배주주순이익	116	231	64	106	77	171	192	207	521	647
YoY(%)										
매출액	24.8	23.0	31.8	34.2	8.9	-9.6	-5.5	-21.6	28.6	-8.0
태양광	23.6	22.6	61.0	110.3	48.4	10.2	8.0	-40.5	56.0	-3.0
케미칼	24.1	20.0	11.8	-12.0	-13.0	-25.8	-15.2	3.2	10.2	-13.5
첨단소재	16.3	33.6	38.1	5.7	-3.4	-11.2	-20.8	-9.0	22.7	-11.5
기타	80.1	45.4	38.2	36.9	14.7	6.3	3.4	9.1	47.7	8.2
영업이익	-39.5	24.3	96.3	119.8	85.0	-7.3	-17.7	52.2	30.2	14.4
세전이익	60.4	-4.0	-65.2	흑전	-51.1	-32.1	217.8	95.4	30.1	12.0
지배주주순이익	15.2	-3.2	-53.6	흑전	-33.8	-26.2	202.1	95.3	45.1	24.2
OPM(%)	5.2	8.4	10.4	4.4	8.8	8.6	9.1	8.6	7.0	8.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

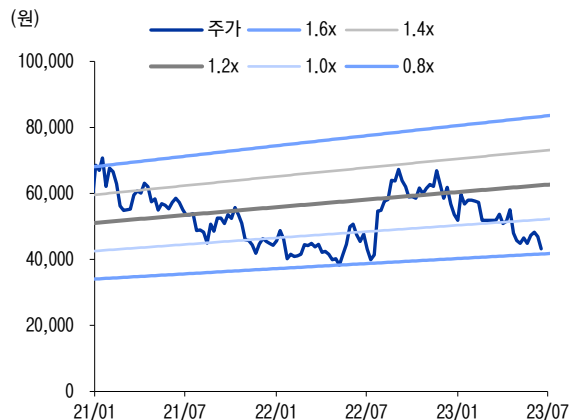
주) 갤럭시 사업부 인적분할에 따라 2022년 실적에서 갤럭시 제외

그림1 한화솔루션 12M Fwd P/E band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Fwd P/B 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	3.1	8.4	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	1.4
Georgia 3공장		2.0	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	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	20%	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	2.0	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	0.3	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	139	168	440	588	588	588	588	441	294	147
Georgia 1공장	119	119	119	119	119	119	119	89	60	30
Georgia 2공장	20	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	177	214	560	750	750	750	750	562	375	187
Georgia 1공장	152	152	152	152	152	152	152	114	76	38
Georgia 2공장	25	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	177	214	780	1,116	1,116	1,116	1,116	837	558	279

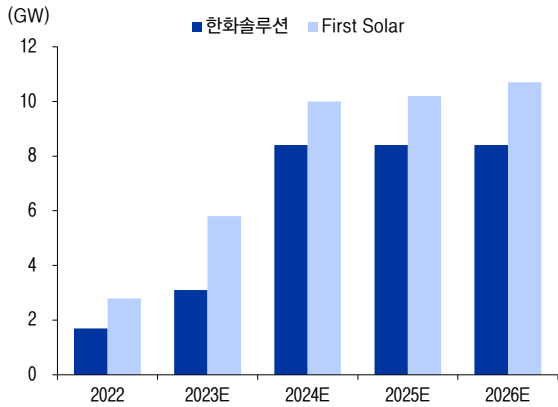
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 1Q23 기준 한화솔루션의 미국 상업용 태양광 시장 점유율 크게 증가 (2022년 17.7% → 1Q23 35.3%)

미국 주거용 태양광 시장 점유율 순위			미국 상업용 태양광 시장 점유율 순위		
순위	기업명	점유율	순위	기업명	점유율
1	한화솔루션	35.0%	1	한화솔루션	35.3%
2	Maxon	8.0%	2	Trina	10.9%
3	JA Solar	7.6%	3	Canadian Solar	9.0%
4	REC	6.8%	4	LONGi	5.2%
5	Canadian Solar	6.2%	5	Maxon	3.4%
6	LONGi	6.2%	6	First Solar	3.4%

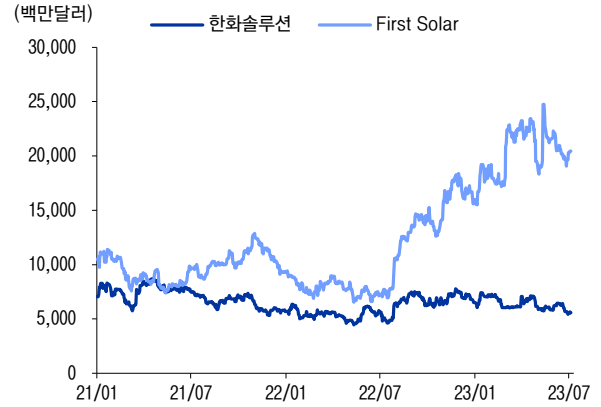
자료: Wood Mackenzie, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 내 한화솔루션과 First Solar 모듈 CAPA



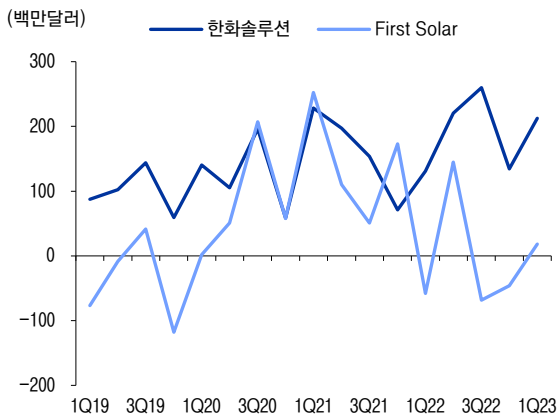
자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 한화솔루션과 First Solar 시가총액 비교



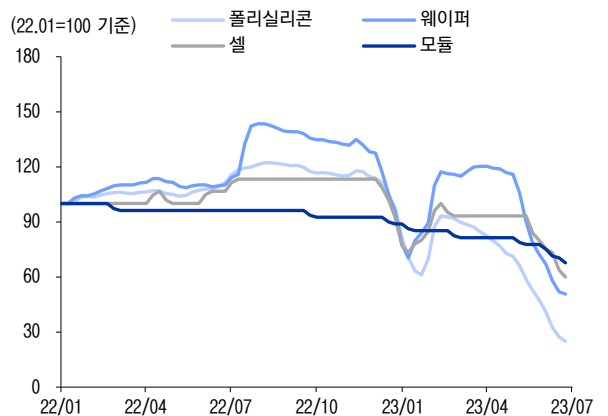
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 한화솔루션과 First Solar 영업이익 비교



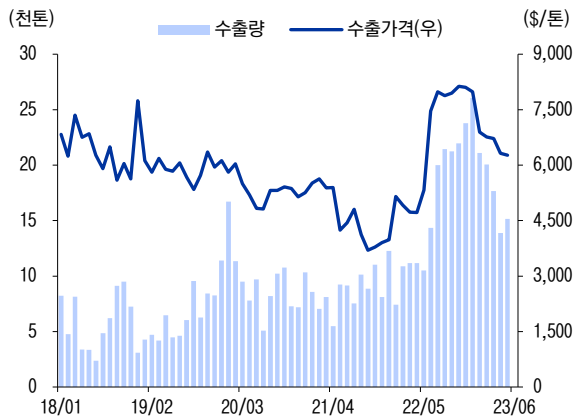
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 태양광 제품 가격 추이



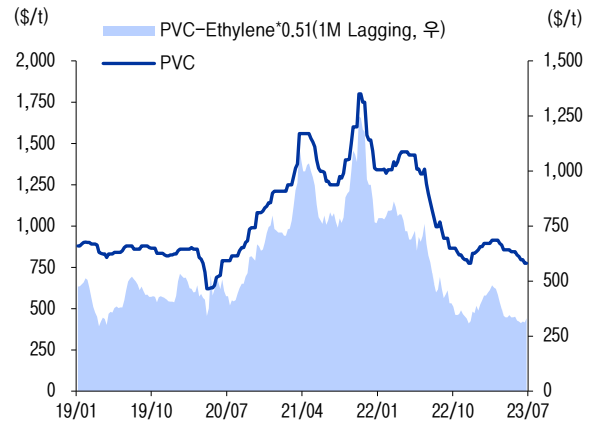
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 미국향 모듈 수출량 및 가격



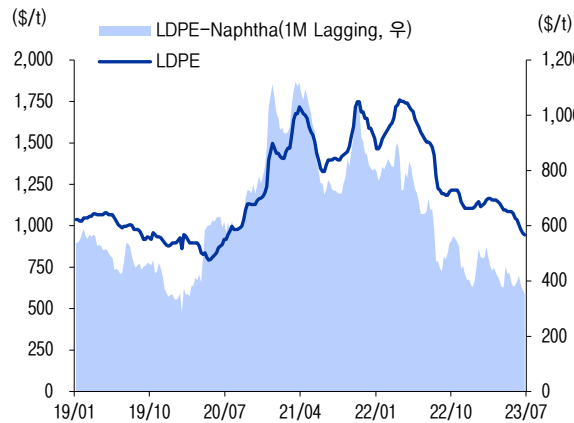
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 PVC 가격 및 스프레드 추이



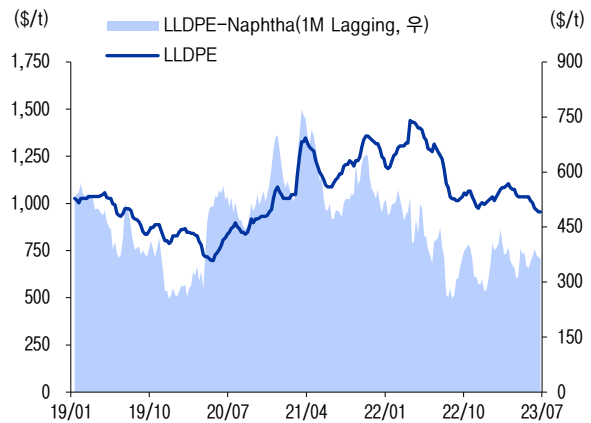
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 LDPE 가격 및 스프레드 추이



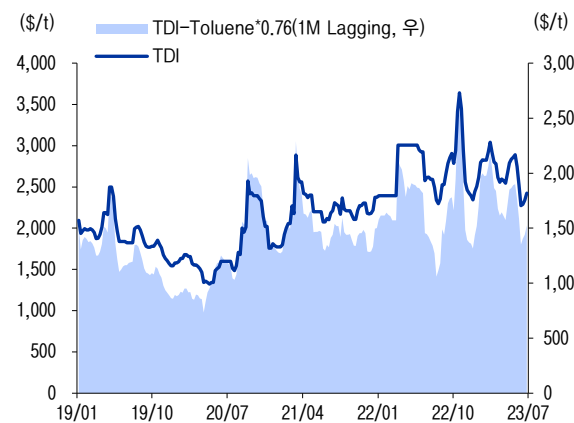
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 LLDPE 가격 및 스프레드 추이



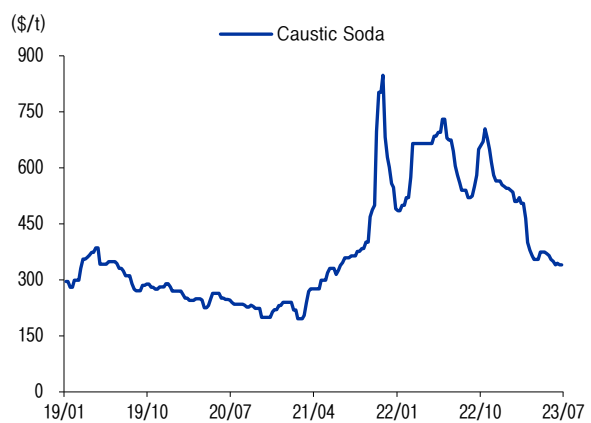
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

한화솔루션 목표주가 추이		투자 의견 변동내역									
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비				평균 대비	최고 대비	최저 대비
	2021.05.12	Buy	64,000	-26.7	-30.7						
	2021.07.30	Hold	42,000	7.9	-9.0						
	2022.02.18	Hold	38,000	-3.4	-9.7						
	2022.04.29	Buy	38,000	43.7	15.5						
	2022.07.07	변경	커버리지제외								
	2023.03.08	신규	이주영								
	2023.03.08	Buy	66,000								

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 리서치본부가 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 당사에 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)	투자 의견 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)	+15% 이상 기대	94.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유) Sell (매도)	-15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	6.0%	
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2022. 7. 1 ~ 2023. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)