

Company Basic

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

적극매수 (상향)

목표주가 86,000원

현재가 (2/1) 46,050원

KOSPI (2/1)	2,449.80pt
시가총액	8,908십억원
발행주식수	174,644천주
액면가	5,000원
52주 최고가	54,600원
최저가	30,050원
60일 일평균거래대금	77십억원
외국인 지분율	26.3%
배당수익률 (2022F)	0.0%

주주구성	
한화 외 3 인	36.47%
국민연금공단	10.03%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	4%	55%
절대기준	7%	4%	43%

	현재	직전	변동
투자의견	적극매수	매수	▲
목표주가	86,000	68,000	▲
EPS(22)	3,616	3,616	-
EPS(23)	5,501	4,681	▲

한화솔루션 주가추이



본 조서분석자료는 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)

2024년 목표 시가총액 20조원

올해 태양광부문 영업이익, 작년 대비 164.2% 증가 전망

한화솔루션의 올해 태양광부문 영업이익은 1조167억원으로 작년 동기 대비 164.2% 증가할 전망이다. 미국 모듈 증설 효과, 혼합 평균 모듈 판가 개선 및 원재료비/운송비 하락 등에 기인한다. 또한 동사는 올해 매 분기 발전 자산 매각으로 추가적인 실적 개선이 예상된다. 한편 올해부터 발생할 미국 IRA 관련 이익이 영업외수익이 아닌 매출원가에 적용된다면, 동사의 태양광부문 영업이익은 당사 추정치 및 시장 기대치를 상회할 가능성도 존재한다. 그리고 원재료 가격 하락 등으로 유럽/중국의 모듈 판가는 하락세에 있으나, 동사의 주력 시장인 미국 모듈의 경우 Section 201/301/반덤핑 관세 적용으로 타 지역 대비 높은 가격을 지속하고 있는 점도 동사 태양광부문 실적 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

케미칼부문, 점진적 실적 개선 예상

동사 케미칼부문의 주요 제품 중 하나인 PVC는 규제 완화 및 리오프닝 효과로 인한 역내 수요 증가가 예상되는 가운데, 인도의 총선 전 인프라 활성화 기대 등으로 업황 개선이 전망된다. 또한 가성소다는 최근 수요가 반등하고 있고, 미국의 노후/비친환경적인 공법들의 설비 폐쇄/전환으로 견고한 업황을 지속할 것으로 예상된다.

투자의견 적극매수, 목표주가 86,000원 제시

동사에 대해 투자의견 적극매수를 제시하고, 목표주가는 기존 68,000원에서 86,000원으로 상향한다. 목표주가는 현재주가 대비 86.8%의 상승여력이 있으며, 당 리서치센터는 Peer 그룹 배수, 미국 태양광 증설 효과, 케미칼 본업/지분법 업체들의 실적 정상화 전망 등을 고려하여, 내년에는 목표주가를 100,000원으로 추가 상향할 계획이 있다. 동사에 대해 투자의견 적극매수를 제시한 이유는 1) 케미칼부문은 정밀화학 등 고부가 제품 비중을 확대하고 있고, 2) 태양광광부문은 N타입/대면적 제품의 판매 비중이 증가하는 가운데, 미국 법인의 인센티브 효과와 다운스트림 매각이 올해부터 본격적으로 실적에 추가될 것으로 예상되기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	9,195	10,725	12,948	11,976	12,363
영업이익	594	738	1,106	1,421	1,706
세전이익	452	855	964	1,272	1,637
지배주주순이익	309	619	696	977	1,258
EPS(원)	1,840	3,301	3,616	5,501	7,203
증가율(%)	-231.3	79.4	9.5	52.2	30.9
영업이익률(%)	6.5	6.9	8.5	11.9	13.8
순이익률(%)	3.3	5.7	5.5	8.3	10.3
ROE(%)	5.3	8.8	7.9	9.8	11.4
PER	25.2	10.8	11.9	8.4	6.4
PBR	1.3	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.4	8.2	7.9	6.6	5.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

CONTENTS

I. 태양광부문 투자 포인트 점검

- 1.1. 올해 태양광부문 영업이익, 작년 대비 164.2% 증가 전망
- 1.2. 판가/원가 개선 효과 발생
- 1.3. 물량 증가 전망
- 1.4. Low Carbon 폴리실리콘 확보

II. 케미칼부문, 점진적 실적 개선 전망

- 2.1. PVC 업황 개선 전망
- 2.2. 가성소다, 미국 설비 폐쇄 진행 중
- 2.3. 여천NCC/한화토탈에너지스 지분가치 과도한 저평가

III. 케미칼/첨단소재부문, 포트폴리오 강화 움직임

- 3.1. 고순도 크레졸 사업 진출
- 3.2. XDI, 세계 2위 시장 점유율 확보
- 3.3. 수전해/PEKK/FMM 사업 진행

IV. 실적 전망 및 Valuation

- 4.1. 실적 전망
- 4.2. Valuation

I. 태양광부문 투자 포인트 점검

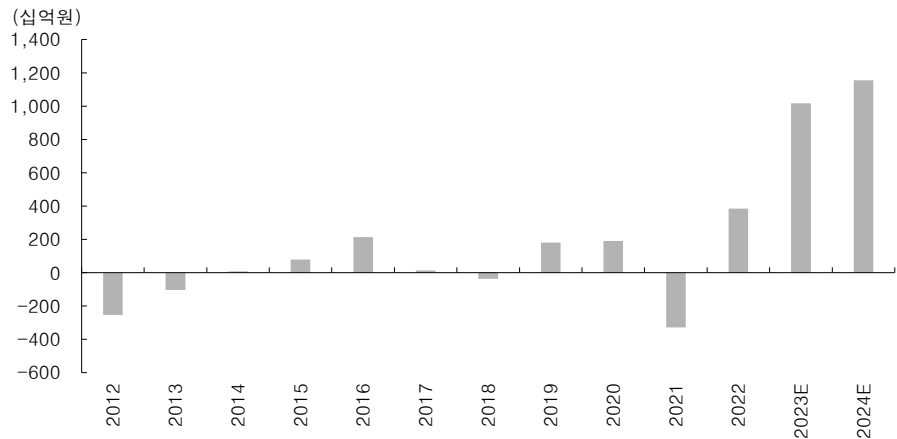
1.1. 올해 태양광부문 영업이익, 작년 대비 164.2% 증가 전망

올해 태양광부문
영업이익, 작년 대비
164.2% 증가 전망

한화솔루션의 올해 신재생에너지부문(태양광부문) 영업이익은 1조167억원으로 작년 동기 대비 164.2% 증가할 전망이다. 미국 증설 효과, 혼합 평균 모듈 판가 개선 및 원재료비/운송비 하락 등에 기인한다. 또한 동사는 올해 매 분기 발전 자산 매각으로 추가적인 실적 개선이 예상된다.

한편 올해부터 발생할 미국 IRA 관련 이익이 영업외수익이 아닌 매출원가에 적용된다면, 태양광부문 영업이익은 당 리서치센터의 추정치를 상회하게 될 가능성도 존재한다. 아래에 동사 태양광부문 관련 투자 포인트를 좀 더 부연한다.

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지(태양광부문) 영업이익 추이/전망



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

1.2. 판가/원가 개선 효과 발생

관세 영향으로 미국 모듈
판가는 높은 수준 유지
전망

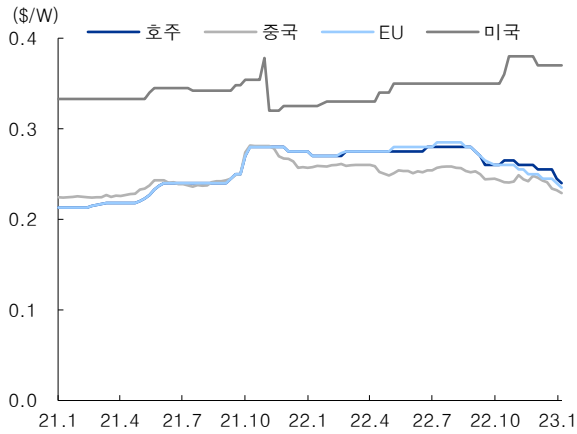
한화솔루션의 판가 개선 효과가 지속될 전망이다. 폴리실리콘 공급 확대에도 불구하고, 동사의 태양광부문 혼합 판가는 견조한 수준을 유지할 가능성이 크다. 중국의 모듈 판가는 원재료 가격 하락으로 동반 하락할 가능성이 존재하나, 동사의 주력 시장인 미국의 모듈 판가는 높은 수준을 유지할 전망이다. 이는 미국으로 타 지역 모듈의 수출이 제한적인 가운데, 미국의 중국향 모듈에 대한 Section 201/301/반덤핑관세 적용으로 실제 미국의 모듈 가격 하방이 높은 수준을 유지할 가능성이 크기 때문이다.

동사는 작년 하반기부터 TOPCon 셀 시험 생산(400MW)에 들어갔고, 올해 4월 이후 추가적인 TOPCon 셀 물량이 가동될 전망이다. 기존 PERC 셀 라인의 개조로 생산능력의 확대(+800MW)는 제한적이나, 현재 TOPCon 셀과 PERC 셀의 가격 차이가 와트 당 \$0.2~0.3인 것을 고려하면 추가적인 판가 개선도 예상된다. 고효율의 제품 생산을 위해 기존의 M6(16.6cm x 16.6cm) 웨이퍼를 면적이 큰 M10(18.2cm x 18.2cm)

으로 대체하기 위한 라인 전환으로 추가적인 판가 개선도 예상된다. 동사는 물류 여건 /로딩 효율/신뢰성/고객 수요 등으로 고려하여, 점진적으로 M6를 페이즈 아웃하고 M10 이상으로 전환할 계획이다.

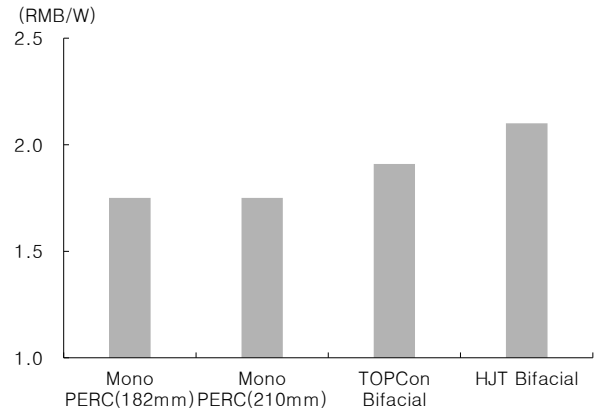
또한 작년 세계 태양광 밸류체인 이익은 폴리실리콘부문에 대부분 발생하였다. 다만 작년 하반기부터 증설 물량의 본격 가동으로 인한 폴리실리콘 공급 확대에 올해는 동사와 같은 태양광 미드스트림 익스포저가 큰 업체들의 실적 반등이 예상된다. 또한 최근 운송비/수출 운임 하락도 동사 태양광부문 실적에 긍정적인 영향을 줄 전망이다. 참고로 중국 CNINA에 따르면 작년 120만톤까지 증가하였던 중국 폴리실리콘 생산능력은 올해 말에 240만톤으로 작년 대비 약 100% 증가할 전망이다.

그림 2. 각 지역 태양광 모듈 가격 추이



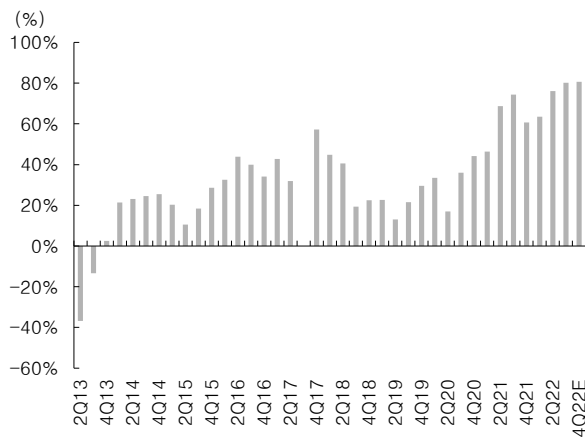
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 중국 P타입/N타입 모듈 가격 비교



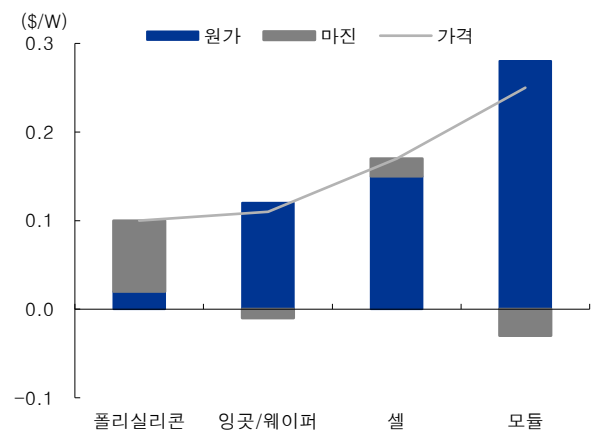
자료: InfoLink, IBK투자증권

그림 4. Daqo New Energy 매출총이익률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 태양광 밸류체인 마진/원가 현황(중국 Mono PERC기준)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

13. 물량 증가 전망

미국 생산능력, 공격적
확대 증

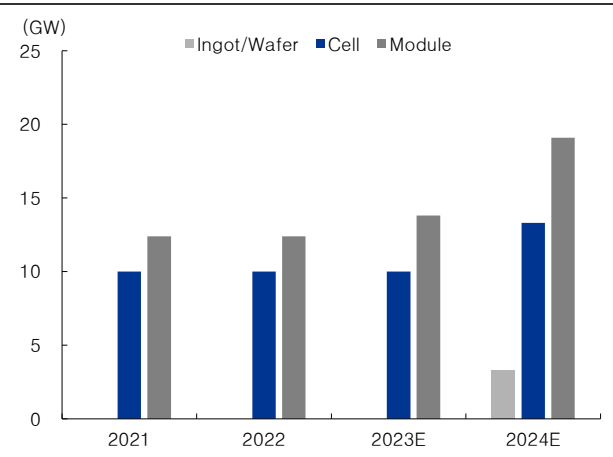
물량 증가 효과도 고려할 필요가 있다. 동사는 현재 12.4GW의 모듈 생산능력을 2025년 19.1GW로 약 54% 이상 늘릴 계획이다. 올해 하반기부터 미국 1.4GW의 증설분이 본격 가동하는 가운데, 내년 하반기에는 2GW, 내후년에는 3.3GW의 추가 판매가 확대될 전망이다. 이에 2021년 30% 수준에 불과하였던 동사의 미국향 판매 비중은 2025년에 70% 수준으로 확대될 전망이다. 또한 동사는 미국 신규 태양광 콤플렉스 (3.3GW, Cartersville)에는 3.3GW를 추가로 증설할 수 있는 부지(총 부지 면적 약 40만평)를 확보하였다. 성장성이 큰 미국 시장 성장률, 업황 변동에 따라 예상보다 빠른 증설이 나올 가능성도 염두에 둘 필요가 있다.

한편 IRA로 인한 투자 여건 개선으로 미국의 모듈 생산능력의 확대가 예상된다. 현재 미국의 OEM 포함 태양광 모듈 생산능력은 7.6GW인데, 동사, First Solar, JA Solar 등의 투자 확대로 발표된 향후 신증설 물량은 22GW이다. 다만 Top-Tier 업체들의 대규모 증설을 제외한 소규모 신규 업체들의 투자 불확실성 존재 및 일부 중국 업체의 규모 대비 높은 투자비 발표 등을 고려할 경우 발표된 물량이 모두 현실화되지는 못할 전망이다.

중국의 대형 투자 대비 동사의 미국 태양광 투자비는 인건비/장비 조달 등의 비용이 높게 형성되어 있는 것으로 보인다. 하지만 동사는 IRA로 인한 투자비 절감 및 미국의 관세 보호 혜택으로 프로젝트 경제성을 확보하게 되었다. 또한 기존 REC실리콘 지분 인수로 투자비가 큰 폴리실리콘 건설 비용이 제거된 점도 동사 미국 태양광 투자비 감소에 영향을 준 것으로 판단된다.

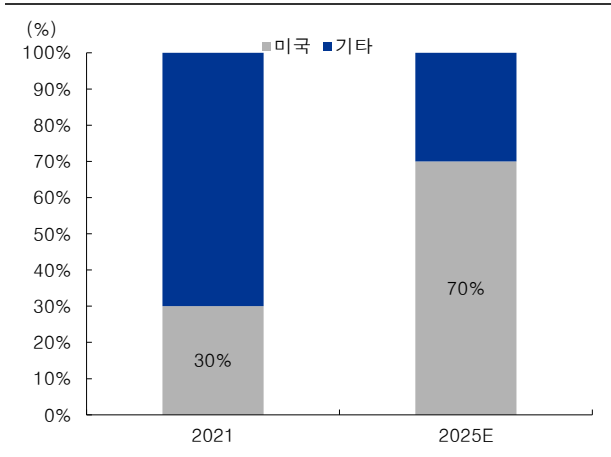
동사가 미국에 대규모 태양광 설비를 건설하는 이유는 1) 미국 태양광 설치 수요가 작년 19GW에서 2026년 44GW로 증가하며, 매년 23% 이상의 고성장이 이어질 것으로 전망되고, 2) 중국의 미국 시장 진출 제한 및 현지 생산/판매 네트워크 구축으로 경쟁사/경쟁국 대비 경쟁 우위를 확보할 수 있으며, 3) 중국 대비 높은 투자비 집행에도 불구하고, IRA/ITC 효과로 프로젝트 경제성이 높은 수준을 유지할 가능성이 크기 때문이다. 한편 기존 미국 모듈 생산능력과 이번 프로젝트의 증설 물량 고려 시 동사의 IRA로 인해 창출될 총 이익은 8조원에 육박할 전망이다.

그림 6. 한화솔루션 Ingot/Wafer/Cell/Module 생산능력 전망



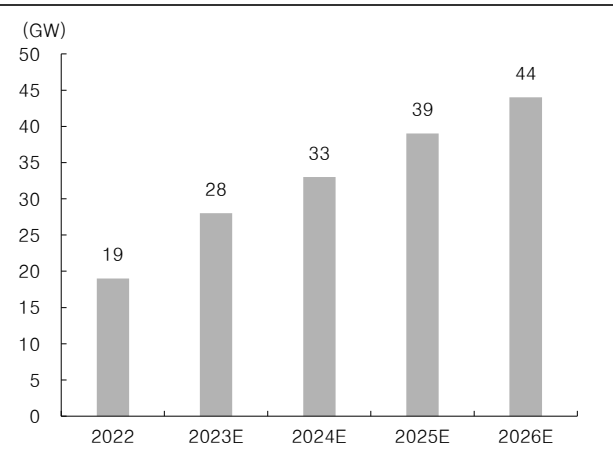
자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 7. 한화솔루션 미국 태양광 판매 비중 전망



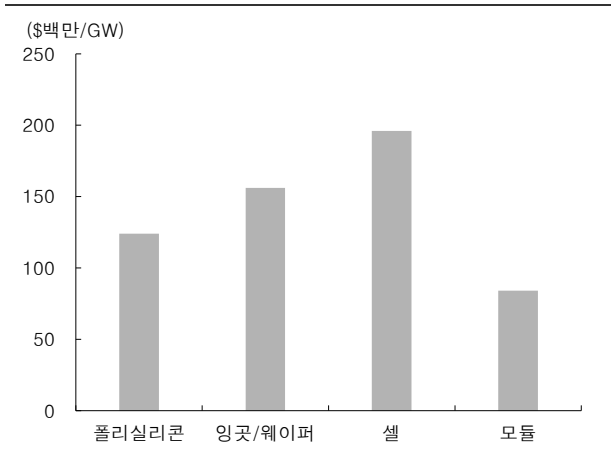
자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 8. 미국 태양광 설치량 전망



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 9. 미국 태양광 설비 Capex(최근 발표 평균치)



자료: BNEF, IBK투자증권

표 1. 미국 태양광 업체 증설 계획

Company	HQ	U.S. location (state)	Current Capacity	Expected Capacity/	Type	Status
			(MW)	Expansion Amount		
Adion Solar	USA	Georgia		500	c-Si	Under Construction
Auxin Solar	USA	California	150		c-Si	Producing
Convallt Energy	USA	New York		900	c-Si	Under Construction
Crossroads Solar	USA	Indiana	12	30	c-Si	Producing
First Solar 1	USA	Ohio	600		CdTe thin-film	Producing
First Solar 2	USA	Ohio	1,800	1,200	CdTe thin-film	Producing
First Solar 3	USA	Ohio		3,500	CdTe thin-film	Under Construction
First Solar 4	USA	Alabama		3,500	CdTe thin-film	Under Construction
GAF Energy	USA	California	50		c-Si	Producing
GAF Energy	USA	Texas		250	c-Si	Under construction
Heliene Minnesota 1	Canada	Minnesota	150	150	c-Si	Producing
Heliene Minnesota 2	Canada	Minnesota	420		c-Si	Producing
Heliene Florida	Canada	Florida	100		c-Si	Producing
JA Solar	China	Arizona		2,000	c-Si	Under construction
JinkoSolar	China	Florida	400		c-Si	Producing
Locally Grown Power	USA	California		14	c-Si	Unknown
Merlin Solar	USA	California	5		c-Si	Producing
Meyer Burger	USA	Arizona		1,500	c-Si	Under Construction
Mission Solar	USA	Texas	200	800	c-Si	Producing
Qcells 1	South Korea	Georgia	1,700		c-Si	Producing
Qcells 2	South Korea	Georgia		1,400	c-Si	Under Construction
Qcells 3	South Korea	Georgia		2,000	c-Si	Under Construction
Qcells 4	South Korea	Georgia		3,300	c-Si	Under Construction
Silfab Solar -Bellingham	Canada	Washington	400		c-Si	Producing
Silfab Solar - Burlington	Canada	Washington	400		c-Si	Producing
Solar4America	USA	California	650		c-Si	Producing
SunSpark/SolarMax	USA	California	250		c-Si	Producing
SunSpark	USA	California	250		c-Si	Producing
SunTegra	USA	New York	10		c-Si	Producing
Toledo Solar	USA	Ohio	100		CdTe thin-film	Producing
Trading Philadelphia Solar	USA	??		1,200	c-Si	Under Construction

자료: 각사, IBK투자증권

1.4. Low Carbon 폴리실리콘 확보

Low Carbon 폴리실리콘 확보로 탄소국경세 관련 리스크 제한

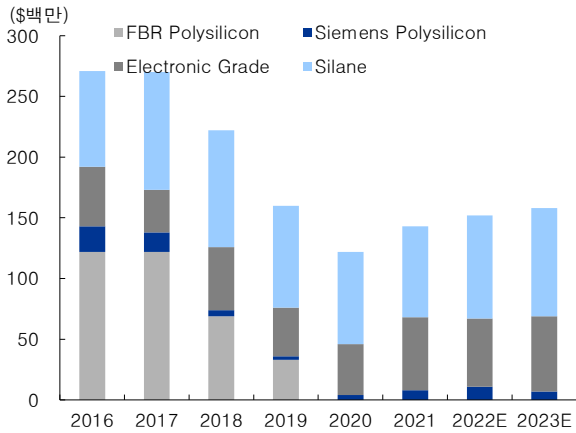
REC실리콘은 동사와 공급 계약에 대한 논의를 진행 중에 있고, 가동을 정지하였던 워싱턴 Moses Lake 폴리실리콘 설비의 재가동 절차(내년 4분기 가동)를 계획 하에 진행하고 있다. REC실리콘의 태양광용 폴리실리콘 자산은 FBR 공법 폴리실리콘 생산설비로 지멘스 공법 대비 에너지 사용이 54% 절감된다. 또한 인근 수력 발전을 활용하여 중국의 폴리실리콘 제조 대비 CO2 배출을 75% 가량 감축시킬 수 있는 Low Carbon 제조 설비이다. 향후 유럽의 탄소국경세 발생으로 인하여 신재생에너지 인프라 경매에서 경쟁력을 확보할 것으로 판단된다.

한편 REC실리콘은 반도체/디스플레이용 특수 가스인 실란가스의 세계 1위 사업자이며, 서구의 유일한 제조업체이다. 실란가스는 기존 전방 수요가 견고한 가운데, 실리콘음극재 등 신규 수요 증가로 향후에도 높은 수익성을 지속할 것으로 판단된다. 참고로 동사는 REC실리콘의 최대주주이나, 동사의 최대주주인 한화의 REC실리콘 지분

인수로 REC실리콘 실적은 동사의 지분법실적으로 한화의 연결 실적으로 편입될 전망이다.

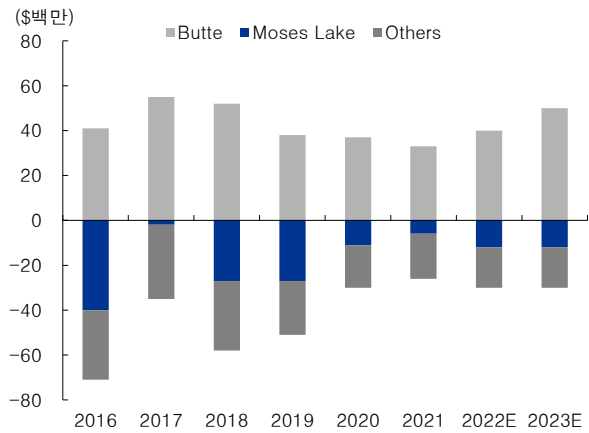
또한 동사는 OCI와 폴리실리콘 장기공급 MOU를 체결하였다. OCIMSB의 친환경 수력발전을 이용한 태양광용 폴리실리콘을 도입하여, 미국/유럽 등 저탄소 태양광 모듈 시장을 공략하기 위함으로 판단된다.

그림 10. REC실리콘 매출액 추이/전망



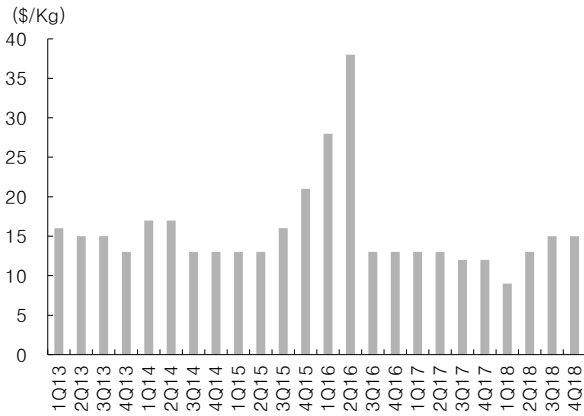
자료: REC실리콘, IBK투자증권

그림 11. REC실리콘 EBITDA 추이/전망



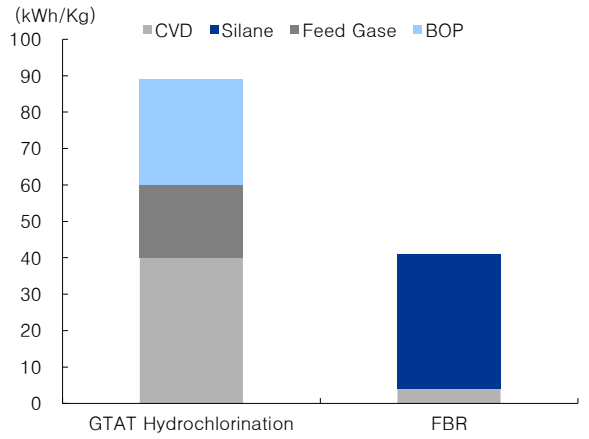
자료: REC실리콘, IBK투자증권

그림 12. REC실리콘 Moses Lake FBR Cash Cost 추이



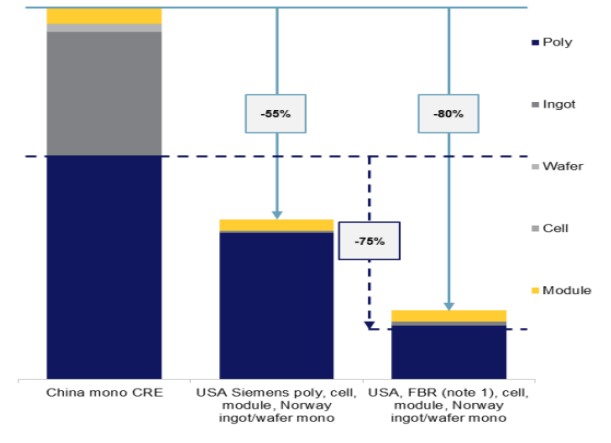
자료: REC실리콘, IBK투자증권

그림 13. 폴리실리콘 생산 공법별 에너지 사용 비교



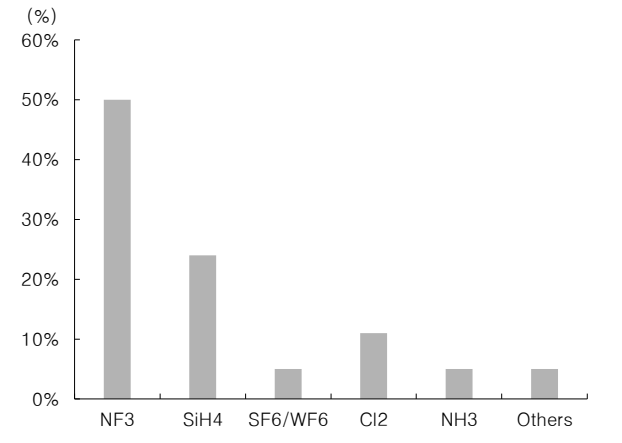
자료: 업계, IBK투자증권

그림 14. Combined Carbon Footprint 비교



자료: REC실리콘, IBK투자증권

그림 15. 세계 제품별 특수가스 점유율 현황



자료: Linde Gas, IBK투자증권

II. 케미칼부문, 점진적 실적 개선 전망

2.1. PVC 업황 개선 전망

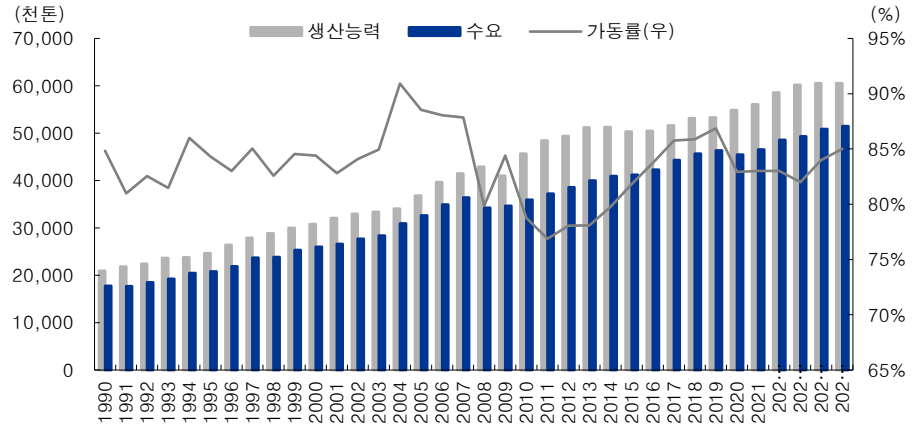
올해 PVC 업황 개선
전망

작년 연초 이후 가격 하락세를 기록하던 PVC의 업황 개선이 예상된다. 규제 완화 및 리오프닝 효과로 중국의 PVC 수요가 증가하며 중국의 동남아향 PVC 수출이 감소할 것으로 보이고, 동사의 주요 수출지역인 인도의 PVC 수요도 동반 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

올해 인도 PVC 시장은 여러 규제가 철폐될 전망이다. 이는 인도 PVC 수요의 60% 이상을 차지하고 있는 농업부문에 반영될 전망이다. 동시에 지역의 시설 계획에 할당된 정부 지원 자금 확대로 PVC 파이프 수요는 추가적으로 증가할 것으로 보인다. 또한 2024년 총선을 앞두고, 인도는 인프라 활성화에 대한 기대감이 나오고 있다. 보통 선거를 1년 앞두고 정부의 지출이 확대되기 때문이다. 참고로 국내 업체들은 PVC 업황 개선으로 2월 출하분이 모두 매진되면서 모든 오퍼를 중단한 것으로 보인다.

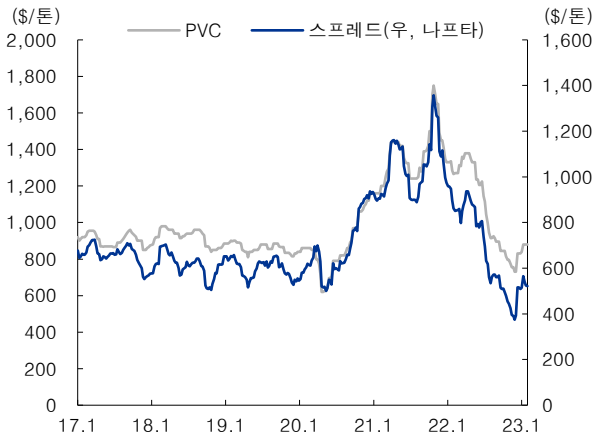
한편 올해 PVC 공급 순증 물량은 160만톤으로 작년 대비 2.7% 증가할 전망이다. 다만 PVC 수요가 건축/인프라/도시화 확대로 인하여 2025년까지 4.5%의 성장률을 지속하는 가운데, 지난 10년 이상 지속된 신규 용량 투자 부족, 기존 PVC 자산의 노후화, 중국의 탈탄소화 노력으로 인한 전석법 PVC 설비들의 가동률 축소 및 전해조/스팀 크래커/VCM 동반 투자 필요 등으로 PVC는 타 폴리머 대비 중기적으로 수급 타이트 현상이 지속될 전망이다.

그림 16. 세계 PVC 수급 추이/전망



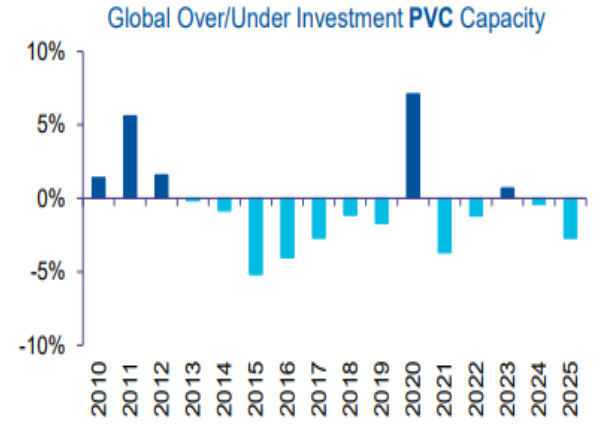
자료: 업계, ICIS, Chemweek, IBK투자증권

그림 17. 국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 18. 세계 GDP 대비 PVC 생산능력 증가율 추이/전망



자료: IHS, IMF, Westlake Chemical, IBK투자증권

22. 가성소다, 미국 설비 폐쇄 진행 중

미국 등의 설비 폐쇄로
가성소다 업황 견조세
지속 전망

최근 펄프, 제지, 농업 수요 회복에도 불구하고, 비닐, 이산화티타늄, 우레탄 수요 등의 수요 둔화 및 중국의 가성소다 수출 확대로 역내 가성소다 가격이 작년 대비 약세를 기록하고 있다. 또한 올해 세계 가성소다 공급 순증은 약 160만톤으로 작년 대비 증가하는 점도 업황 둔화에 일부 영향을 미치고 있다.

다만 세계 가성소다 수급은 2021~2022년 미국 Diaphragm 설비 폐쇄, 전기료 상승에 따른 유럽 플랜트들의 가동률 축소 및 대규모 투자 제한으로 중기적으로 견조한 상태를 유지할 전망이다. 참고로 미국 Olin은 작년말 Texas Freeport에 있는 22.5만톤 규모의 가성소다 플랜트를 폐쇄하였고, 지난 2년 동안 총 100만톤의 Diaphragm Process 공장을 가동정지하였다. 또한 미국 EPA는 클로르알키리 전해조에 사용되는

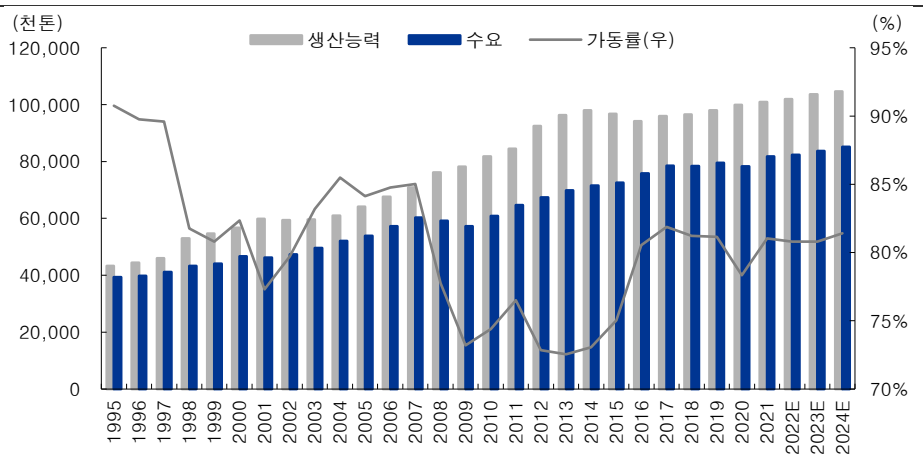
격막용 Asbestos를 포함하여, 기타 석면의 수입 및 사용을 금지하는 결정을 공표하였다. 이 법안은 최종 법안의 공표로부터 2년후에 발효된다. 현재 미국에서 전체 CA 생산능력의 1/3가 Asbestos 격막을 사용하고 있으며, 10개 공장이 가동 중에 있다. 이 중 1개 공장은 2022년에 폐쇄되었고, 나머지 공장은 향후 IM Process로 전환될 것으로 예상된다.

한편 국내 가성소다 수요는 2025년까지 연평균 5% 이상 증가할 전망이다. 양극재/경량소재 등의 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 인도/중국의 환경 규제로 향후 5~6년 동안 세계 클로르알카리 생산능력 증가는 지난 25년래 최저치를 기록할 전망이다.

동사는 연산 84만톤의 가성소다를 생산하는 국내 1위 클로르알카리 업체이며, 향후 수급 타이트를 반영하며 가성소다 생산능력을 27만톤 증설할 계획이다. 또한 가성소다 증설로 염소/수소도 각각 25만톤/0.7만톤의 생산능력이 동시에 증가할 전망이다.

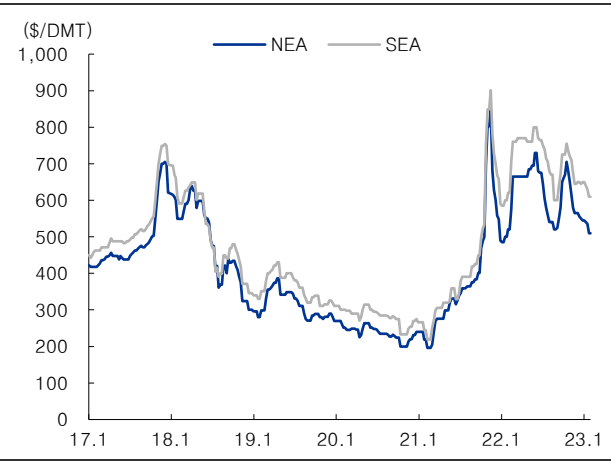
참고로 국내 양극재 전구체에 들어가는 가성소다는 재작년 기준 4만톤 수준으로 전체 국내 가성소다 수요의 2~3%에 불과한 것으로 추정된다. 다만 국내 양극재 업체들의 전구체 내재화 확대로 2026년 국내 전구체용 가성소다 수요는 37만톤으로 매년 60% 이상의 성장세가 이어질 전망이다. 포스코케미칼, 에코프로지이엠, 엘앤에프, 코스모신소재, 이엔드디 등 국내 업체들의 전구체 생산능력 확대에 기인한다. 참고로 NCM 양극재의 경우 톤당 가성소다가 0.89톤이 투입되는 것으로 추정된다. 또한 향후 성장성이 큰 폐배터리 회수/재활용 및 업스트림 메탈 채굴에도 가성소다 수요가 추가적으로 증가할 전망이다.

그림 19. 세계 가성소다 수급 추이/전망



자료: 업계, ICIS, Chemweek, IBK투자증권

그림 20. 역대 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, IBK투자증권

표 2. 미국 주요 가성소다 업체 생산능력 현황

업체명	공장위치	생산능력(천톤)
Olin	Freeport, Texas	2,918
Westlake Vinyl	Lake Charles, Louisiana	1,445
Shintech	Plaquemine, Louisiana	1,157
Olin	Plaquemine, Louisiana	1,120
Formosa Plastics USA	Point Comfort, Texas	1,016
OxyChem	Corpus Christi, Texas	678
OxyChem	La Porte, Texas	582
OxyChem	Taft, Louisiana	577
Westlake Chemical	Plaquemine, Louisiana	476
Westlake Chemical	Natrium, West Virginia	409

자료: ICIS, IBK투자증권

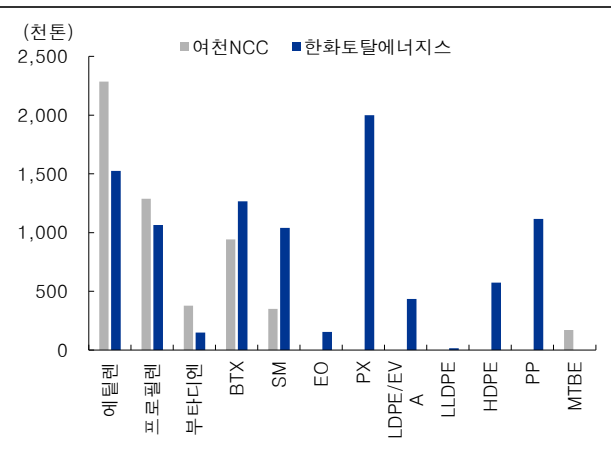
2.3. 여천NCC/한화토탈에너지스 지분가치 과도한 저평가

유화 업황 둔화로 지분법 NCC 업체들의 저평가 움직임

작년 연초 이후 올레핀/방향족 가격 및 스프레드 하락으로 동사의 지분법 업체인 여천 NCC/한화토탈에너지스의 실적이 저조한 수준을 기록하고 있다. 이에 국내 3/4위권 올레핀/방향족 생산능력을 확보한 여천NCC/한화토탈에너지스의 지분가치가 과도하게 저평가 받고 있다.

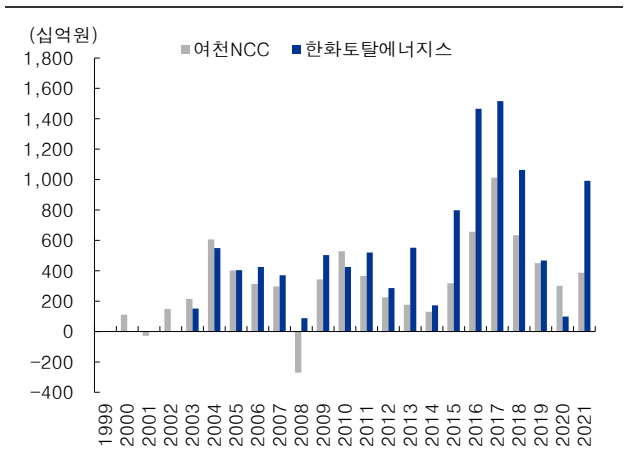
다만 중국의 리오프닝 및 춘절 이후 수요 개선으로 작년 하반기와 올해 1분기를 저점으로 내년까지 올레핀/방향족 스프레드의 점진적인 상승이 예상되는 점은 동사 지분법 업체들의 지분가치 개선에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 또한 여천NCC/한화토탈에너지스는 대규모 투자 완료로 향후 실적 개선 시 동사의 배당수익이 증가할 수 있는 점도 고려할 필요가 있어 보인다.

그림 21. 여천NCC/한화토탈에너지스 주요 제품 생산능력 현황



자료: 각사, IBK투자증권

그림 22. 여천NCC/한화토탈에너지스 영업이익 추이



자료: 각사, IBK투자증권

III. 케미칼/첨단소재부문, 포트폴리오 강화 움직임

3.1. 고순도 크레졸 사업 진출

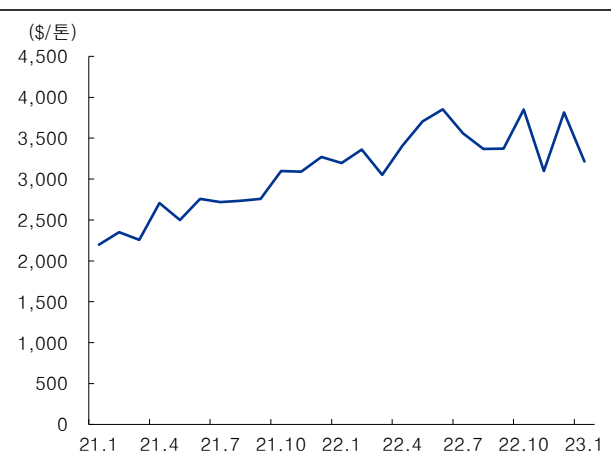
고마진인 고순도 크레졸
시장 진출 계획

동사는 그룹 화학계열사와의 시너지 창출과 화성제품 포트폴리오 다변화를 위하여 약 1,200억원을 투자하여 99% 이상의 고순도 크레졸 사업에 신규 진입할 계획이다. 크레졸은 이성질체에 따라 적용할 수 있는 분야가 다양한 제품이다. 참고로 m-cresol은 주로 thymol, menthol, Vitamin E 등 헬스케어와 전자재료 등의 원료로 사용되고, p-cresol은 에폭시 크레졸 노블락 수지와 같은 전자재료, PVC와 같은 범용 제품의 산화방지제인 BHT에 투입되며, o-cresol은 전자재료, 산화방지제, 농화학의 원재료로 사용된다.

크레졸의 전세계 수요량은 천연산과 합성산을 포함하여 약 18.5만톤 규모이며, 헬스케어, 전자재료 등에 사용되는 고순도 제품은 Lanxess, Anhui Haihua, Mitsui Chemical 등 소수 업체만이 생산하고 있다. 프로젝트가 성공적으로 마무리되면, 동사는 연산 3만톤의 고순도 크레졸 생산능력을 보유하게 된다. 특히 m-cresol은 전 세계 2위 생산능력을 확보하며 품질뿐만 아니라 규모에서도 경쟁력을 갖추게 된다.

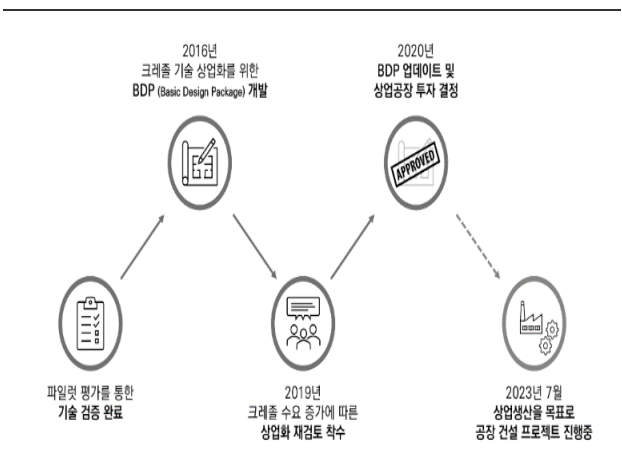
국내 크레졸 수입량은 연간 약 1만톤으로 동사는 국내 수입 수요를 상당부분 대체할 가능성이 크고, 최근 들어 기존 제조사의 신규 유도체 사업 진출 및 전자제품/헬스케어 시장 성장에 따른 수요 증가로 크레졸 가격은 가격 강세를 지속하고 있다. 또한 톨루엔/페놀 대비 3배 이상의 가격을 고려할 경우 보수적으로도 10% 후반대의 높은 수익성이 예상된다.

그림 23. 국내 크레졸 수입 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 24. 한화솔루션 크레졸 프로젝트 추진 계획



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

3.2. XDI, 세계 2위 시장 점유율 확보

XDI, 범용
이소시아네이트 대비
10배 이상 프리미엄 거래

동사는 기존 이소시아네이트 사업의 경쟁력 강화를 위하여 고순도 XDI 제조 기술을 국내 최초로 개발 완료하였다. 이후 연산 1,200톤의 XDI 생산을 통하여 Mitsui Chemical에 이어 세계 2위 XDI 업체로 등극하였다.

XDI는 압축 렌즈로 불리는 고급 렌즈의 핵심 원료로 XDI를 활용하면 투명성과 굴절 성이 좋은 것은 물론, 기존 렌즈보다 약 30% 얇고 선명한 프리미엄 렌즈를 생산할 수 있다. 또한 최근 플렉시블 디스플레이, 광학용 투명 접착 필름 등 다양한 수요처에 XDI 적용이 확대되고 있다.

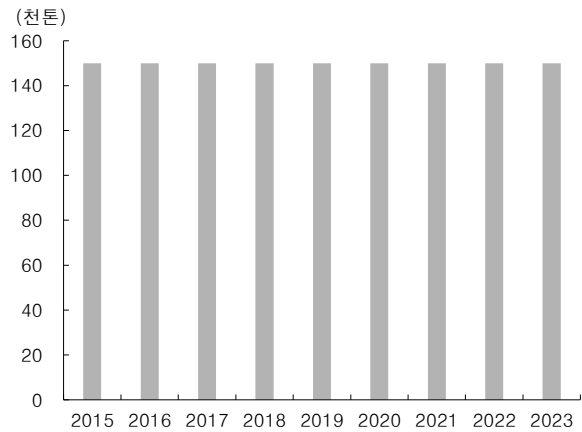
동사의 99.5% 이상 고순도 XDI는 범용 이소시아네이트 대비 약 10배 이상 프리미엄 거래되고 있으며, 2020년 상업화 완료 이후 고순도 XDI 매출액은 꾸준히 증가하였고, 작년 약 250억원의 매출액을 달성한 것으로 추정된다.

그림 25. 한화솔루션 XDI 플랜트 전경



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 26. 한화솔루션 TDI 생산능력 추이/전망



자료: KPIA, IBK투자증권

3.3. 수전해/PEKK/FMM 사업 진행

다양한 중기 모멘텀 보유

동사는 향후 수전해시장의 급성장에 대응하기 위하여 음이온교환막 수전해(AEMEC) 기술을 개발하고 있다. AEMEC 기술은 알카라인(AEC) 기술과 양성자교환막 수전해(PEMEC) 기술의 장점을 융합하여 낮은 투자비와 적은 전력으로 대량의 수소를 생산할 수 있는 차세대 수전해 기술이다.

동사는 현재 파일럿 규모의 검증을 마치고 PEKK 데모 플랜트 건설을 위한 기본 설계를 진행 중에 있다. PEKK는 열가소성 플라스틱 중 최고의 내열성과 강도, 내화학성, 자기윤활성을 지닌 슈퍼엔지니어링 플라스틱으로 압출/사출 성형, 탄소섬유복합체, 3D 프린팅, 절삭 가공, 임플란트 등 의료분야, 태양광 등에 사용되고 있다. 동사는 내년 데모 플랜트 운영을 통하여 2027년 양산/시장 진출을 계획하고 있다.

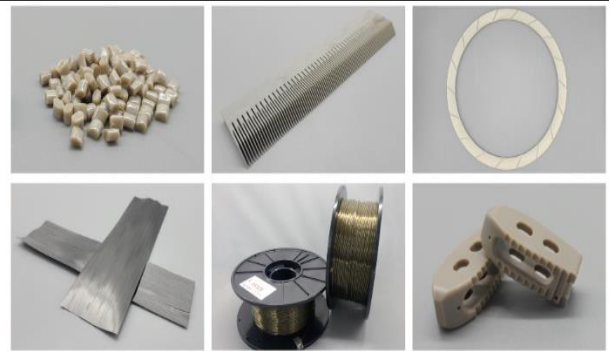
동사는 재작년 인수한 더블유오에스에 계획된 대로 대규모 투자(약 2천억원)를 진행하고 있다. 더블유오에스는 OLED 패널 제조의 핵심 소재인 FMM 기술을 보유한 기업으로, 동사의 대규모 투자를 통해 양산 체계를 올해 말까지 구축할 계획이다. 현재 전 세계 FMM 시장의 90% 이상을 일본 업체들이 차지하고 있으며, 2026년까지 매년 34% 이상의 높은 성장률을 보이고 있는 시장이다. 기술 진입 장벽이 높은 FMM 시장은 일본 업체인 DNP(Dai Nippon Printing)가 사실상 독점하고 있으며 영업이익률이 50%가 넘는 것으로 추정되어, 동사가 성공적으로 사업 안착 시 멀티플 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다.

표 3. 수전해기술 비교

구분	초기 투자비	생산성	내구성	양산화(상업화)
AEC	낮음	낮음	높음(10~20년)	완료
PEMEC	높음	높음	낮음(2~5년)	완료
AEMEC	낮음	높음	R&D 중	R&D 중

자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 27. PEKK 적용 시제품 현황



PEKK적용 시제품
(상단 좌측부터 PEKK 펠렛, 태양광 Cell Picker, CMP Retainer Ring, 탄소섬유 Prepreg, 3D 프린팅용 필라멘트, 척추용 임플란트)

자료: 한화솔루션, IBK투자증권

IV. 실적 전망 및 Valuation

4.1. 실적 전망

2018년 이후 증익 추세
지속 전망

동사의 올해 영업이익은 1조4,212억원으로 작년 대비 28.5% 증가하며, 2018년 이후 증익 추세가 지속될 전망이다. 갤러리아 분할 및 케미칼부문의 감익에도 불구하고, 미국 태양광 증설 효과, 혼합 평균 모듈 판가 개선, 원가 하락 및 다운스트림 판매 확대 등으로 신재생에너지부문의 실적 호조세가 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 특히 올해부터 발생할 미국 IRA 관련 이익이 영업외수익이 아닌 매출원가에 적용된다면, 태양광부문 영업이익은 추가적으로 증가할 가능성도 존재한다.

표 4. 한화솔루션 실적 전망

(십억원)	2021				2022				2020	2021	2022E	2023E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	2,404	2,778	2,580	2,963	2,970	3,389	3,366	3,223	9,195	10,725	12,948	11,976
영업이익	255	221	178	84	158	278	348	322	594	738	1,106	1,421
영업이익률	10.6%	8.0%	6.9%	2.8%	5.3%	8.2%	10.4%	10.0%	6.5%	6.9%	8.5%	11.9%
케미칼	1,248	1,333	1,311	1,472	1,548	1,604	1,470	1,121	3,327	5,364	5,743	4,305
첨단소재	226	224	227	263	262	300	313	247	752	939	1,122	1,009
매출액	121	127	121	146	124	132	127	161	453	515	543	
갤러리아	745	1,007	827	990	921	1,234	1,332	1,569	3,702	3,569	5,055	6,161
신재생에너지	64	87	95	93	115	119	125	125	962	339	485	501
기타												
영업이익	255	293	267	232	258	228	120	31	381	1,047	636	346
케미칼	7	2	2	-2	3	17	20	10	-8	10	49	43
첨단소재	12	2	7	8	9	4	8	10	3	29	31	
갤러리아	-15	-65	-96	-153	-114	35	197	267	190	-329	385	1,017
신재생에너지	-5	-12	-2	-1	2	-6	4	4	27	-19	5	15
기타												

자료: 한화솔루션, IBK투자증권

4.2. Valuation

투자 의견 적극매수,
목표주가 86,000원 제시

동사에 대해 투자 의견 적극매수를 제시하고, 목표주가는 기존 68,000원에서 86,000원으로 상향한다. 목표주가는 현재주가 대비 86.8%의 상승여력이 있다. 한편 당 리서치센터는 Peer 그룹 배수, 미국 태양광 증설 효과 및 본업/지분법 업체들의 실적 정상화 전망 등을 고려하여, 2024년에는 동사의 목표주가를 100,000원으로 추가 상향할 계획이 있다.

동사에 대해 투자 의견 적극매수를 제시하는 이유는 1) 케미칼부문은 정밀화학 등 고부가 제품 비중 확대 효과가 발생하고 있고, 2) 태양광부문은 N타입/대면적 제품의 판매 비중이 증가하는 가운데, 미국 법인의 인센티브 효과와 다운스트림 매각이 올해부터 본격적으로 실적에 추가될 것으로 예상되기 때문이다.

동사의 목표주가 산정은 영업가치와 투자자산가치를 합산한 Sum of the Parts 방식을 적용하였다. 1) 사업부문별 EBITDA는 2023년 추정치를 사용하였고, 2) 순차입금은

2023년 연결 추정치를 활용하였으며, 3) 사업부문별 배수는 글로벌, 한국업체들의 2023년 컨센서스 수치를 적용하였다. 한편 태양광부문 Target 배수는 미국과의 시장 차이를 고려하여 First Solar의 배수(24배)를 50% 할인한 보수적 수치(12배)를 사용하였다.

올해 추정 기준 PER/PBR은 각각 8.4배/0.8배로 국내 화학 업체 대비는 높지만, First Solar 등 글로벌 태양광 업체 대비는 절대적으로 낮은 수준이다. 또한 내년과 내후년은 미국 태양광 설비의 본격 가동 및 IRA 관련 보조금 수취로 PER/PBR은 추가적으로 낮아질 전망이다.

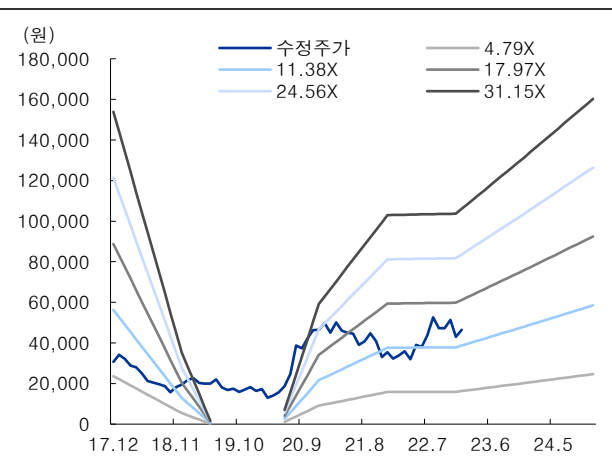
한편 여천NCC/한화임팩트(구 한화종합화학)는 작년 2분기 장부가치를 적용하는 등 투자자산가치를 매우 보수적으로 산정하였다.

표 5. 한화솔루션 목표주가 산정

(억원, 배, 천주)	EBITDA	Multiple		비고
케미칼	6,000	4.0	23,999	2023년 추정 기준
신재생에너지	13,797	12.0	165,559	2023년 추정 기준
첨단소재 등	1,471	4.0	5,882	2023년 추정 기준
영업가치 합(A)			195,440	
투자자산가치(B)			18,513	2022년 장부가치
순차입금(C)			50,792	2023년 추정 기준
우선주(D)			391	2/1일 종가 기준
시가총액(E=A+B-C-D)			162,770	
주식수(F)			189,989	자사주 제외
적정주가(E/F)			85,673	
목표주가			86,000	백원 단위 절상
현재주가			46,050	2/1일 종가 기준
상승여력			86.8%	현재주가 대비

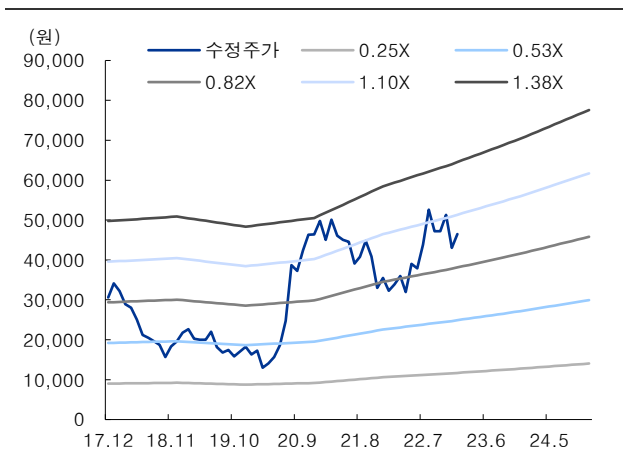
자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 28. 한화솔루션 PER 밴드



자료: Fnguide, IBK투자증권

그림 29. 한화솔루션 PBR 밴드



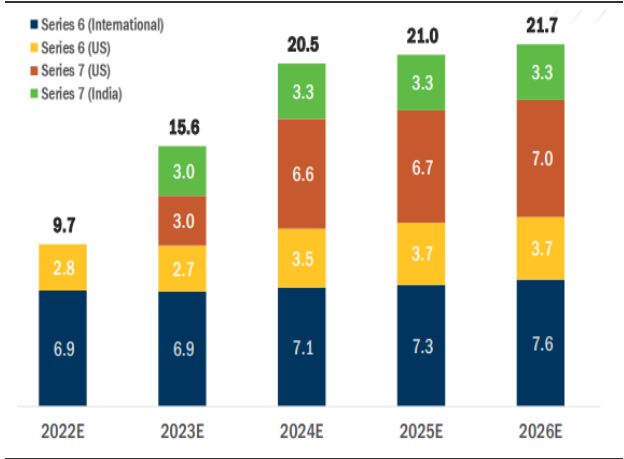
자료: Fnguide, IBK투자증권

표 6. First Solar Valuation

구분	2019	2020	2021	2022	2023
Capitalization	5 899	10 483	9 267	19 120	19 120
Enterprise Value (EV)	4 206	9 015	7 681	17 753	17 648
P/E ratio	-51,3x	26,5x	19,9x	-370x	33,3x
Capitalization / Revenue	1,93x	3,87x	3,17x	7,29x	5,60x
EV / Revenue	1,37x	3,33x	2,63x	6,77x	5,16x
EV / EBITDA	10,3x	16,2x	11,0x	65,5x	23,9x
Enterprise Value (EV) / FCF	-8,51x	-23,8x	-25,4x	-22,8x	-63,8x
FCF Yield	-11,8%	-4,21%	-3,94%	-4,39%	-1,57%
Price to Book	1,16x	1,89x	1,56x	3,29x	2,97x
Nbr of stocks (in thousands)	105 407	105 976	106 327	106 606	106 606
Reference price (USD)	56,0	98,9	87,2	179	179

자료: MS, IBK투자증권

그림 30. First Solar 모듈 생산능력 추이/전망



자료: First Solar, IBK투자증권

한화솔루션 (009830)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	9,195	10,725	12,948	11,976	12,363
증가율(%)	-2.8	16.6	20.7	-7.5	3.2
매출원가	7,269	8,529	10,067	8,907	8,955
매출총이익	1,926	2,196	2,881	3,069	3,408
매출총이익률 (%)	20.9	20.5	22.3	25.6	27.6
판매비	1,332	1,458	1,775	1,648	1,702
판매비율(%)	14.5	13.6	13.7	13.8	13.8
영업이익	594	738	1,106	1,421	1,706
증가율(%)	29.4	24.3	49.7	28.5	20.0
영업이익률(%)	6.5	6.9	8.5	11.9	13.8
순금융손익	-180	-126	-187	-233	-253
이자손익	-181	-129	-189	-233	-253
기타	1	3	2	0	0
기타영업외손익	-123	-20	53	4	4
중속/관계기업손익	160	263	-7	80	180
세전이익	452	855	964	1,272	1,637
법인세	112	239	258	280	360
법인세율	24.8	28.0	26.8	22.0	22.0
계속사업이익	340	616	706	992	1,277
중단사업손익	-38	0	0	0	0
당기순이익	302	616	706	992	1,277
증가율(%)	-221.2	104.3	14.6	40.5	28.7
당기순이익률 (%)	3.3	5.7	5.5	8.3	10.3
지배주주당기순이익	309	619	696	977	1,258
기타포괄이익	-48	273	613	0	0
총포괄이익	254	890	1,319	992	1,277
EBITDA	1,190	1,387	1,767	2,160	2,594
증가율(%)	16.6	16.6	27.4	22.2	20.1
EBITDA마진율(%)	12.9	12.9	13.6	18.0	21.0

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,840	3,301	3,616	5,501	7,203
BPS	35,416	42,356	49,561	59,687	66,890
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	25.2	10.8	11.9	8.4	6.4
PBR	1.3	0.8	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.4	8.2	7.9	6.6	5.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.8	16.6	20.7	-7.5	3.2
EPS증가율	-231.3	79.4	9.5	52.2	30.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	5.3	8.8	7.9	9.8	11.4
ROA	2.0	3.5	3.2	4.1	4.8
ROIC	3.8	7.3	7.0	8.7	10.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	153.7	144.0	142.1	132.8	129.7
순차입금 비율(%)	77.4	55.4	53.7	47.2	41.3
이자보상배율(배)	2.9	5.0	5.2	5.2	5.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.3	7.2	7.8	7.1	7.5
재고자산회전율	6.3	5.9	4.7	4.0	4.6
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,958	6,074	8,545	8,665	10,060
현금및현금성자산	1,200	1,567	2,653	3,651	4,847
유가증권	170	203	182	167	174
매출채권	1,433	1,543	1,758	1,613	1,677
재고자산	1,432	2,232	3,327	2,661	2,767
비유동자산	10,179	12,524	13,862	15,046	16,192
유형자산	6,416	6,452	7,114	8,409	9,552
무형자산	414	1,581	1,660	1,627	1,596
투자자산	2,798	3,738	4,464	4,439	4,450
자산총계	15,137	20,008	23,884	25,066	27,661
유동부채	5,251	5,788	7,057	6,539	6,767
매입채무및기타채무	1,202	1,809	1,590	1,458	1,516
단기차입금	2,576	2,004	2,840	2,605	2,708
유동성장기부채	396	607	795	795	795
비유동부채	3,918	4,774	5,659	6,563	7,605
사채	1,552	1,649	2,047	3,047	4,047
장기차입금	1,165	1,615	2,004	2,004	2,004
부채총계	9,170	11,806	14,021	14,299	15,617
지배주주지분	5,929	8,159	9,536	10,424	11,682
자본금	821	978	978	889	889
자본잉여금	798	2,003	2,148	2,148	2,148
자본조정등	-10	-24	-84	-84	-84
기타포괄이익누계액	-110	151	636	636	636
이익잉여금	4,430	5,051	5,858	6,835	8,093
비지배주주지분	39	42	328	343	362
자본총계	5,968	8,201	9,864	10,767	12,044
비이자부채	3181	5496	5889	5402	5616
총차입금	5,989	6,310	8,132	8,897	10,001
순차입금	4,619	4,540	5,297	5,079	4,980

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,070	991	112	2,276	1,892
당기순이익	302	616	706	992	1,277
비현금성 비용 및 수익	872	701	1,047	888	957
유형자산감가상각비	565	617	626	705	857
무형자산상각비	30	31	36	33	31
운전자본변동	-129	-191	-1,399	629	-89
매출채권등의 감소	111	-21	66	145	-64
재고자산의 감소	-26	-692	-906	666	-106
매입채무등의 증가	12	507	-484	-131	58
기타 영업현금흐름	25	-135	-242	-233	-253
투자활동 현금흐름	-43	-1,655	-1,183	-1,732	-2,112
유형자산의 증가(CAPEX)	-884	-813	-963	-2,000	-2,000
유형자산의 감소	19	33	16	0	0
무형자산의 감소(증가)	8	-6	-6	0	0
투자자산의 감소(증가)	250	-610	-354	25	-11
기타	564	-259	124	243	-101
재무활동 현금흐름	-887	1,076	1,755	454	1,416
차입금의 증가(감소)	-571	-71	1,365	0	0
자본의 증가	0	1,339	0	-89	0
기타	-316	-192	390	543	1416
기타 및 조정	-25	40	318	0	0
현금의 증가	115	452	1,002	998	1,196
기초현금	1,085	1,200	1,652	2,653	3,651
기말현금	1,200	1,652	2,653	3,651	4,847

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								

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

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

투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	150	95.5
중립	7	4.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

