

Company Update

Analyst 이동욱
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

적극매수 (유지)

목표주가	77,000원
현재가 (3/30)	41,600원

KOSPI (3/30)	2,453.16pt
시가총액	8,066십억원
발행주식수	174,468천주
액면가	5,000원
52주 최고가	54,600원
최저가	30,050원
60일 일평균거래대금	50십억원
외국인 지분율	25.8%
배당수익률 (2023F)	0.0%

주주구성	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	7.74%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	-23%	32%
절대기준	0%	-12%	18%

	현재	직전	변동
투자이건	적극매수	적극매수	-
목표주가	77,000	77,000	-
EPS(23)	2,692	4,082	▼
EPS(24)	4,834	6,820	▼



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)

3년에 불과한 Payback period를 고려하자

올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 소폭 하회 전망

한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 2,152억원으로 전 분기 대비 18.1% 증가할 전망이다이나, 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 보인다. 원가 개선 및 경량소재 판매량 확대에 따른 첨단소재부문의 증익에도 불구하고, 전력비 상승과 수요 둔화로 케미칼 화성부문(PVC/가성소다)의 실적이 감소할 것으로 예상되며, 케미칼 유화부문(PE/EVA)은 공급 과잉 현상이 지속되고 있기 때문이다. 또한 주력 사업인 신재생에너지부문도 비수기 효과 발생, 전 분기 대비 다운스트림 매각 축소 및 석영 도가니 부족으로 인한 웨이퍼 가격 견조세 등으로 영업이익이 전 분기 대비 23.4% 감소할 전망이다.

First Solar와의 시가총액 격차는 축소될 전망이다

단기 실적 변동에 흔들릴 필요가 없어 보인다. 미국 태양광 프로젝트의 수익성이 IRA 효과로 인하여 예상 보다 훨씬 좋기 때문이다. 약 3.2조원이 투자되는 동사의 미국 태양광 프로젝트는 최대 용량으로 가동 시 보조금 수취만으로 3년 정도에 투자금을 회수할 수 있을 것으로 추정된다. 또한 모듈 플랜트만으로 한정하면 Payback period는 1.7년으로 단축될 것으로 보인다. 한편 동사의 통합 태양광 콤플렉스는 규정 상으로는 웨이퍼/셀/모듈에서 와트 당 총 16센트의 보조금을 수취 가능하다. 이는 현재 중국/유럽/호주의 단결정 모듈 평균 가격의 71% 수준이며, 미국 단결정 모듈 가격의 44% 수준이다. 절대적으로 역외 지역 대비 원가 측면의 우위가 발생할 수 밖에 없는 구조이다. 참고로 BNEF는 올해 미국 내 태양광 모듈 업체들의 매출총이익률을 26~32%로 전망하고 있으며, 동사는 작년 타 미국 모듈 업체 대비 압도적인 수익성을 기록하였었다.

내년/내후년으로 갈수록 화학 자산(YNCC/한화토탈에너지스 포함)의 수익성 반등과 미국 태양광 자산의 순차적 가동으로 First Solar와의 시가총액 괴리는 해소될 가능성이 커 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	15.5	8.6	6.7
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.2	8.6	8.0	6.8	5.9

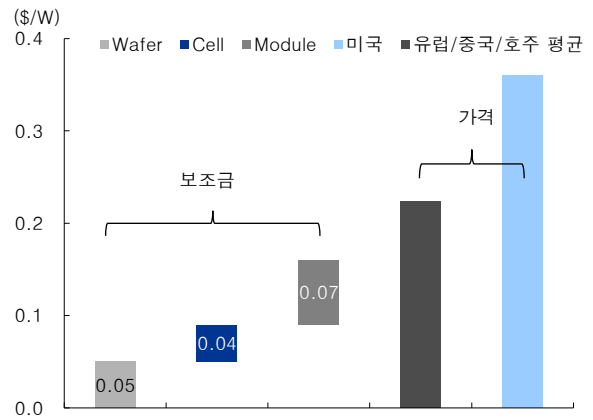
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 2023년 세계 신규 태양광 설치량 전망(BNEF)

Market	Gigawatts (DC)
Mainland China	129
US	30
India	16
Brazil	10
Spain	8
Others	127
Total	320

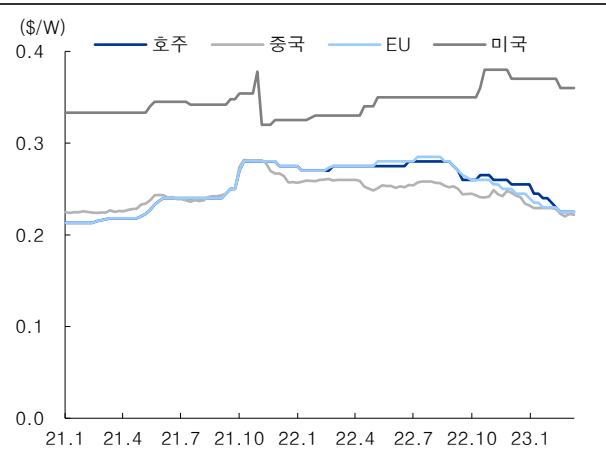
자료: BNEF, IBK투자증권

그림 2. 세계/미국 모듈 가격 대비 미국 태양광 생산 보조금



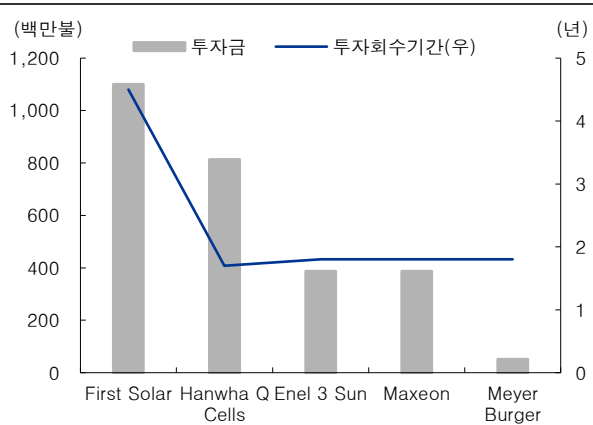
자료: BNEF 등, IBK투자증권

그림 3. 지역별 태양광 모듈 가격 추이



자료: PVIL, IBK투자증권

그림 4. 미국 태양광 모듈 업체의 보조금 적용 Payback period



자료: BNEF, IBK투자증권

표 1. 한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2022				2023				2020	2021	2022	2023E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE					
매출액	2,970	3,389	3,366	3,929	2,903	2,954	3,209	2,906	9,195	10,725	13,654	11,972	
영업이익	158	278	348	182	215	257	286	242	594	738	966	1,000	
영업이익률	5.3	8.2	10.4	4.6	7.4	8.7	8.9	8.3	6.5	6.9	7.1	8.4	
매출액	케미칼	1,548	1,604	1,470	1,295	1,119	1,001	1,151	1,034	3,327	5,364	5,916	4,305
	첨단소재	262	300	313	278	238	249	254	267	752	939	1,152	1,009
	갤러리아	124	132	127	150	0	0	0	0	453	515	533	
	신재생에너지	921	1,234	1,332	2,082	1,422	1,580	1,680	1,480	3,702	3,569	5,569	6,161
	기타	115	119	125	124	124	124	124	124	962	339	484	497
영업이익	케미칼	258	235	128	-32	28	66	82	80	381	1,047	589	256
	첨단소재	3	17	20	-4	10	10	10	13	-8	10	35	43
	갤러리아	9	4	8	17	0	0	0	0	3	29	37	
	신재생에너지	-114	35	197	232	178	182	193	148	190	-329	350	701
	기타	2	-13	-4	-31	0	0	0	0	27	-19	-45	0

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
중속/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
지배주주당기순이익	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	15.5	8.6	6.7
PBR	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.2	8.6	8.0	6.8	5.9
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												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (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

