

석유화학
장현구
02)739-5846
hkchang@heungkuksec.co.kr

(009830)

한화솔루션

BUY(유지)

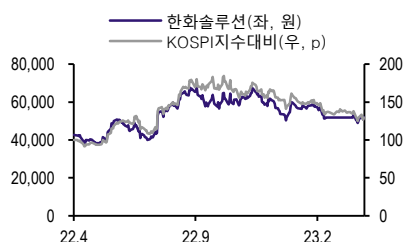
IRA 수혜에 커지는 매력

목표주가	80,000원(상향)
현재주가(04/13)	52,200원
상승여력	53.3%
시가총액	8,973십억원
발행주식수	171,893천주
52주 최고가 / 최저가	68,119 / 37,490원
3개월 일평균거래대금	70십억원
외국인 지분율	24.8%
주요주주	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
BlackRock Fund Advisors	6.2%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	0.6 -12.6 -7.8 21.3
상대수익률(KOSPI)	-5.7 -19.9 -26.3 27.0

(단위: 십억원, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	10,725	13,654	13,755	13,931
영업이익	738	966	1,064	1,325
EBITDA	1,387	1,642	1,867	2,344
지배주주순이익	619	359	792	974
EPS	3,236	1,878	4,198	5,162
순차입금	4,625	5,180	5,178	5,275
PER	11.0	22.9	12.3	10.0
PBR	0.8	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.3	8.2	7.6	6.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	8.8	4.2	8.6	9.7
컨센서스 영업이익	738	966	1,043	1,325
컨센서스 EPS	3,236	1,878	3,089	4,615

주가추이



1Q23 Preview: 매출액 +8%, 영업이익 +27% YoY

한화솔루션은 '23년 1분기(1~3월) 매출액 3조 2,089억원(+8.0% YoY, -18.3% QoQ), 영업이익 1,997억원(+26.5% YoY, +9.6% QoQ, OPM 6.2%)을 기록할 것으로 전망함. 케미칼은 전분기 대비 흑자전환하나 주요 제품 수요 회복 부진하며 제한적인 수익성, 태양광은 전분기 대비 감익 전망하지만 견조한 수익성을 기록할 것으로 예상함.

본체가 된 태양광

■ 케미칼: 영업이익 354억원(흑전 QoQ, OPM 2.6%)을 기록할 것으로 전망함. 리오프닝에 따른 수요 회복이 예상보다 미진하지만 일회성 비용 소멸 및 주요 제품 스프레드 확대되며 흑자전환 할 것으로 예상함. 1Q23 PVC, LDPE의 래깅 스프레드는 전분기 대비 각 +16.9%, +1.0% 상승함. 향후 리오프닝에 따른 수요 회복과 PVC의 경우 제한적인 증설 속 건설 업황 회복이 예상됨에 따라 스프레드 회복세가 확대될 것으로 전망함.

■ 태양광: 영업이익 1,745억원(-57.4% QoQ, OPM 12.3%)을 기록할 것으로 전망함. 계절적 비수기에 따른 출하량 감소 및 유럽, 중국 모듈 가격 하락에 전분기 대비 매출액과 영업이익 감소하나 견조한 수익성은 유지할 것으로 전망함. 4Q22 발전자산 매각 이익이 700억원 반영된 점 감안한다면 당분기 감익폭은 제한적이라고 판단함.

■ 첨단소재: 영업이익 29억원(흑전 QoQ, OPM 1.0%)을 기록할 것으로 전망함. 물량 확대 및 원재료 가격 하락에 마진 개선되며 흑자전환 예상함.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 80,000원 상향

태양광 사업부 12M EBITDA 추정치 상향하며 동사에 대해 투자의견 유지하고 목표주가 80,000원으로 상향함. LG에너지솔루션이 AMPC를 1분기 영업이익에 반영하였고 주요 피어 종목인 First Solar 또한 영업이익에 AMPC 반영할 수 있다는 언급 이후 현재까지 주가는 30% 가량 상승함. 동사도 IRA 시행에 따라 AMPC의 이익 반영 가능성 존재하며 주가에도 긍정적인 영향을 불러올 것으로 예상함. 현존 미국 모듈 CAPA 1.7기기와 하반기 양산 예정인 1.4기기의 AMPC 취득 가정할 시 동사의 12M Fwd EBITDA와 주가는 추가 상승할 수 있는 여력이 존재한다고 판단함.

이익에 AMPC 반영 시 상승 여력 추가 확대

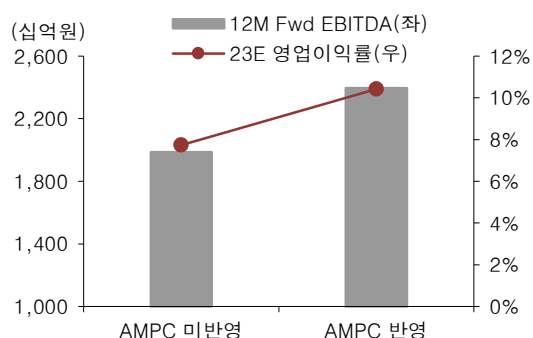
동사는 미국 태양광 시장의 판매 비중 확대 전략 및 IRA 시행에 따른 세제 혜택 확대를 배경으로 미국 현지에서 3.2조원의 신규 투자로 모듈 기준 5.3GW 추가 증설 계획을 발표했다. 증설분은 24년 하반기에 준공될 예정이며 기존 설비 포함 8.4GW의 모듈 CAPA로 지원받을 수 있는 세제 혜택 규모는 당사 추정 기준 약 6조 8,600억원이다.

주목해야 할 점은 지원되는 AMPC(Advanced Manufacturing Production Credit)가 회계처리 방식에서 손익으로 인식되는지의 여부이다. 현재 피어그룹이자 미국 내 주요 경쟁사인 First Solar의 경우 4Q22 실적발표 당시 IRA로 받는 세제 혜택이 매출원가 차감 계정으로 인식되어 영업이익이 증가할 가능성이 높다고 발표한 바 있다.

IRA의 총 예산은 4,300억 달러이며, 2차전지 및 신재생 에너지의 미국 현지 대규모 투자가 이루어지고 있는데, 현재는 항목별 예산이나 기업별, 시기별로 한도를 설정할 수 있을지에 대한 여부는 아직 확정되지 않았다. 세부안은 6월 중 발표될 것으로 예상된다.

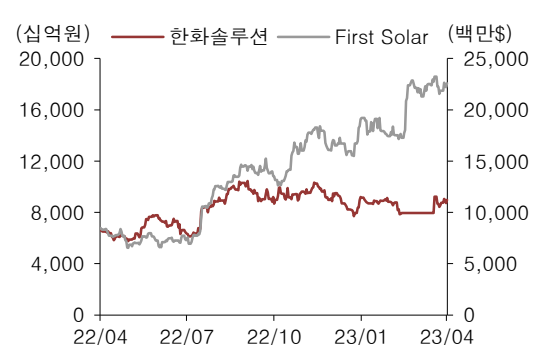
현재 당사는 동사의 23년, 24년 영업이익을 각 1조 640억원과 1조 3,250억으로 추정한다. 여기에 동사의 미국 현지 증설분이 완공 및 양산되어 기존의 AMPC 기준에 따라 세제 혜택을 지원받고, First Solar와 동일하게 영업이익에 반영한다고 가정했을 때 동사의 영업이익은 23년 1조 3,830억원 24년 1조 6,530억원으로 증가할 수 있다. 향후 대규모 증설분이 본격 가동되어 생산량이 증가한다면 세제 혜택 규모가 영업이익에 기여하는 비중은 지속해서 높아질 것이다.

그림 1 IRA 세제 혜택 반영 전후 12M Fwd EBITDA 및 OPM



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 2 한화솔루션, First Solar 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

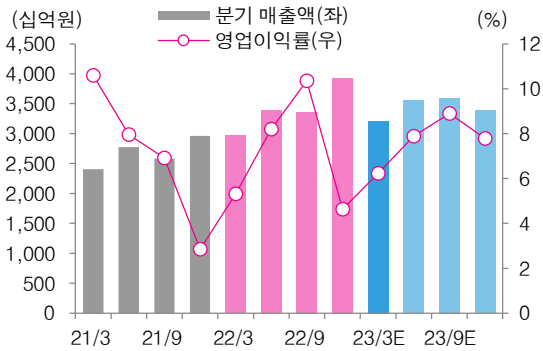
표 1 한화솔루션 IRA 세액공제 혜택 전망

(GW)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
CAPA (GW)										
잉곳/웨이퍼		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	3.3
모듈 합계	3.1	5.1	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
모듈 1 공장	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
모듈 2 공장	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
모듈 3 공장		2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
모듈 4 공장			3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
가동률 (연간)										
잉곳/웨이퍼			60%	80%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
셀			60%	80%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
모듈 1 공장	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
모듈 2 공장	20%	60%	80%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
모듈 3 공장		5%	60%	80%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
모듈 4 공장			60%	80%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
생산량 (GW)										
잉곳/웨이퍼	0.0	0.0	2.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
셀	0.0	0.0	2.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
모듈 합계	1.9	3.8	5.9	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
단위당 Tax Credit (\$/W)										
잉곳/웨이퍼	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.048	0.036	0.024	0.012
셀	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.040	0.030	0.020	0.010
모듈	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070	0.070	0.053	0.035	0.018
세액공제 규모 (백만\$)										
잉곳/웨이퍼	0.0	0.0	95.0	150.5	150.5	150.5	150.5	112.9	75.2	37.6
셀	0.0	0.0	79.2	125.4	125.4	125.4	125.4	94.1	62.7	31.4
모듈 합계	132.7	266.4	414.1	558.6	558.6	558.6	558.6	419.0	279.3	139.7
총 합계	133	266	588	834	834	834	834	626	417	209
세액공제 규모 (십억원)	163	328	724	1,026	1,026	1,026	1,026	770	513	257

주: 웨이퍼 Tax Credit은 w당 4.8센트로 변환 (기존 m당 12달러), 환율 1,230원 가정

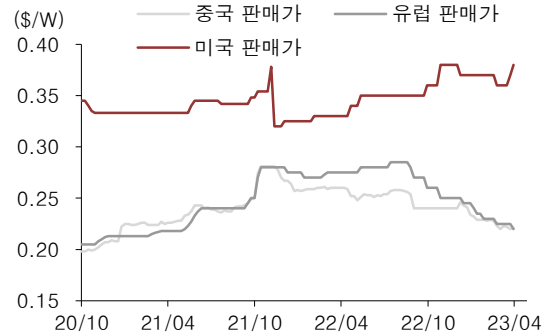
자료: 한화솔루션, 흥국증권 리서치센터

그림 3 한화솔루션 분기 매출액과 영업이익률



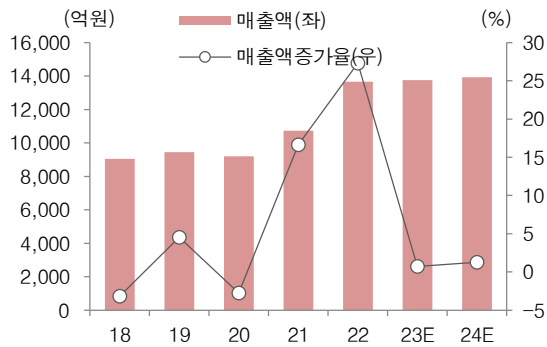
자료: 한화솔루션, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 연결 기준

그림 4 지역별 태양광 모듈 판매가 추이



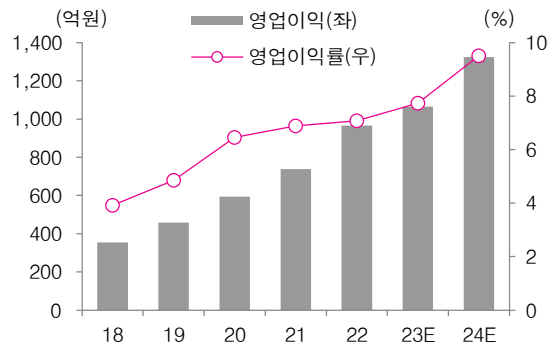
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 5 한화솔루션 매출액과 매출액증가율



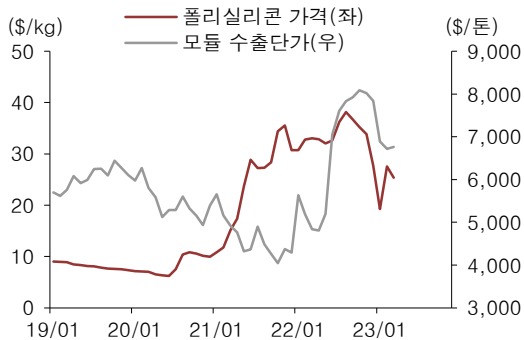
자료: 한화솔루션, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 연결 기준

그림 6 한화솔루션 영업이익과 영업이익률



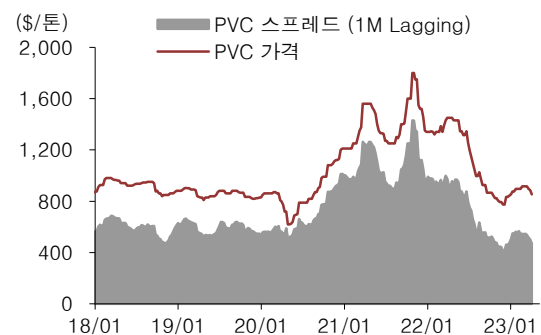
자료: 한화솔루션, 흥국증권 리서치센터 / K-IFRS 연결 기준

그림 7 폴리실리콘 가격 및 모듈 수출단가 추이



자료: Bloomberg, KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 8 PVC 가격 및 스프레드 (1M Lagging) 추이



자료: Ciscem, 흥국증권 리서치센터

표 2 [연결]한화솔루션 연간/분기 실적 추이

(십억원, %, 배)	22/03	22/06	22/09	22/12	23/03E	23/06E	23/09E	23/12E	2021	2022E	2023E
매출액	2,970	3,389	3,366	3,929	3,209	3,555	3,600	3,391	13,654	13,755	13,931
YoY	23.5	22.0	30.4	32.6	8.0	4.9	6.9	-13.7	27.3	0.7	1.3
[사업부문별 매출액]											
케미칼	1,549	1,599	1,466	1,295	1,365	1,458	1,410	1,378	5,909	5,611	5,404
태양광	921	1,234	1,332	2,082	1,425	1,640	1,714	1,579	5,569	6,357	6,597
첨단소재	262	300	313	278	302	330	344	305	1,152	1,281	1,409
리테일	124	132	127	150	-	-	-	-	533	-	-
기타	114	124	129	124	118	128	133	128	491	506	521
영업이익	158	278	348	182	200	280	320	264	966	1,064	1,325
YoY	-38.0	25.6	95.3	116.3	26.5	0.8	-8.1	44.8	30.9	10.1	24.5
영업이익률	5.3	8.2	10.4	4.6	6.2	7.9	8.9	7.8	7.1	7.7	9.5
[사업부문별 영업이익]											
케미칼	258	235	128	-32	35	73	97	80	589	285	457
태양광	-114	35	197	232	175	191	203	191	350	760	841
첨단소재	3	17	20	-4	3	15	18	-4	35	32	33
리테일	9	4	8	17	-	-	-	-	37	-	-
기타	3	-13	-4	-31	-3	1	2	2	-45	2	8
세전이익	125	334	222	-113	188	306	321	204	569	1,019	1,265
법인세	22	90	84	7	40	66	70	45	203	221	285
법인세율	17.8	26.9	37.7	-5.9	21.3	21.5	21.7	22.0	35.6	21.6	22.5
당기순이익	103	245	139	-120	148	240	252	159	366	799	980
YoY	-73.2	9.8	-28.4	적지	43.2	-1.8	81.5	흑전	-40.6	118.2	22.7
지배기업순이익	101	239	137	-118	146	235	250	162	359	792	974
YoY	-73.9	7.2	-29.3	적지	44.2	-1.8	82.5	흑전	-42.0	120.5	23.0

주: K-IFRS 연결재무제표 기준

자료: 한화솔루션, 흥국증권 리서치센터

표 3 한화솔루션 순자산가치(NAV) 가치평가(Valuation)

구분	12M Fwd EBITDA (십억원)	적용 EV/EBITDA	EV(십억원)	비고
A. 영업가치	1,986		17,072	
케미칼	757	5.1	3,833	국내 주요 화학업체 평균
태양광	1,166	11.0	12,882	글로벌 셀/모듈 업체 평균
첨단소재	63	5.7	357	국내 스페셜티 화학 평균
B. 투자자산가치			1,757	'23년 사업보고서 기준
C. 순차입금			5,168	12M Fwd 순차입금 기준
D. 우선주			100	4/13 기준
E. NAV(A+B-C-D)			13,560	
발행주식수(천주)			169,500	자사주 제외
F. 목표주가(원)			80,000	
G. 현재주가(원)			52,200	4/13 기준
상승여력(%)			53.3	

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	13,755	13,931	14,466
증가율 (Y-Y,%)	16.6	27.3	0.7	1.3	3.8
영업이익	738	966	1,064	1,325	1,468
증가율 (Y-Y,%)	24.3	30.9	10.1	24.5	10.8
EBITDA	1,387	1,642	1,867	2,344	2,675
영업외손익	117	(397)	(45)	(60)	(70)
순이자수익	(127)	(191)	(278)	(303)	(327)
외화관련손익	(88)	(53)	(18)	(13)	(13)
지분법손익	206	(116)	(324)	(311)	(303)
세전계속사업손익	855	569	1,019	1,265	1,398
당기순이익	616	366	799	980	1,071
지배기업당기순이익	619	359	792	974	1,064
증가율 (Y-Y,%)	100.3	(42.0)	120.5	23.0	9.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.8	13.0	14.4	9.1	1.9
영업이익증가율(3Yr)	27.7	28.1	21.4	21.5	14.9
EBITDA증가율(3Yr)	20.4	17.2	16.2	19.1	17.7
순이익증가율(3Yr)	56.6	n/a	38.3	16.7	43.0
영업이익률(%)	6.9	7.1	7.7	9.5	10.1
EBITDA마진(%)	12.9	12.0	13.6	16.8	18.5
순이익률 (%)	5.7	2.7	5.8	7.0	7.4
NOPLAT	532	622	834	1,027	1,124
(+) Dep	649	675	803	1,020	1,208
(-) 운전자본투자	(173)	957	(338)	184	31
(-) Capex	813	903	1,896	1,801	1,675
OpFCF	541	(562)	78	61	626

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,074	8,573	9,059	9,988	11,236
현금성자산	1,794	2,805	3,620	4,238	5,379
매출채권	1,634	2,280	2,076	2,211	2,224
재고자산	2,232	3,060	2,916	3,075	3,149
비유동자산	12,524	13,634	14,943	15,953	16,657
투자자산	4,491	5,107	5,314	5,530	5,755
유형자산	6,452	6,879	8,009	8,828	9,334
무형자산	1,581	1,644	1,620	1,594	1,568
자산총계	20,008	23,832	24,002	25,941	27,892
유동부채	5,788	6,808	6,875	7,054	7,183
매입채무	2,687	2,781	2,755	2,848	2,887
유동성이자부채	2,710	3,199	3,257	3,309	3,361
비유동부채	4,774	5,685	6,550	7,336	8,095
비유동이자부채	3,708	4,786	5,541	6,204	6,824
부채총계	11,806	13,935	13,425	14,390	15,277
자본금	978	978	978	978	978
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,051	5,561	6,353	7,327	8,391
자본조정	127	61	(51)	(51)	(51)
자기주식	(21)	(112)	(112)	(112)	(112)
자본총계	8,201	9,897	10,577	11,551	12,615
투하자본	9,132	10,995	11,701	12,606	13,031
순차입금	4,625	5,180	5,178	5,275	4,807
ROA(%)	3.5	1.6	3.3	3.9	4.0
ROE(%)	8.8	4.2	8.6	9.7	9.6
ROIC(%)	6.2	6.2	7.3	8.4	8.8

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data (원)					
EPS	3,236	1,878	4,198	5,162	5,642
BPS	42,408	46,364	49,899	54,960	60,492
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	11.0	22.9	12.3	10.0	9.1
PBR	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/ EBITDA	8.3	8.2	7.6	6.1	5.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	5.2	4.9	4.7	4.1	3.7
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	144.0	140.8	126.9	124.6	121.1
Net debt/Equity	56.4	52.3	49.0	45.7	38.1
Net debt/EBITDA	333.4	315.5	277.3	225.0	179.7
유동비율	104.9	125.9	131.8	141.6	156.4
이자보상배율	5.8	5.1	3.8	4.4	4.5
이자비용/매출액	1.4	1.7	2.3	2.5	2.6
자산구조 (%)					
투하자본	59.2	58.2	56.7	56.3	53.9
현금+투자자산	40.8	41.8	43.3	43.7	46.1
자본구조 (%)					
차입금	43.9	44.7	45.4	45.2	44.7
자기자본	56.1	55.3	54.6	54.8	55.3

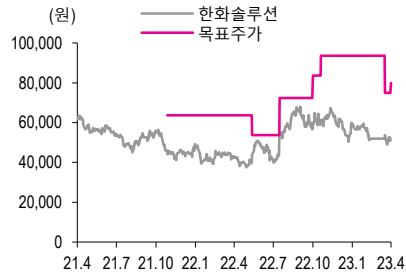
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	991	116	2,441	2,244	2,683
당기순이익	616	366	799	980	1,071
자산상각비	649	675	803	1,020	1,208
운전자본증감	(191)	(1,626)	338	(184)	(31)
매출채권감소(증가)	(21)	(400)	203	(135)	(13)
재고자산감소(증가)	(692)	(35)	144	(158)	(75)
매입채무증가(감소)	507	(812)	(26)	93	40
투자현금	(1,655)	(1,477)	(2,449)	(2,351)	(2,226)
단기투자자산감소	4	(5)	(10)	(11)	(11)
장기투자증권감소	(392)	(458)	(482)	(476)	(474)
설비투자	(813)	(903)	(1,896)	(1,801)	(1,675)
유무형자산감소	28	(24)	(12)	(12)	(12)
재무현금	1,076	2,322	814	714	673
차입금증가	(157)	1,207	814	714	673
자본금증가	1,325	(91)	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
현금 증감	452	965	805	607	1,129
총현금흐름(Gross CF)	1,317	1,706	2,103	2,428	2,713
(-) 운전자본증가(감소)	(173)	957	(338)	184	31
(-) 설비투자	813	903	1,896	1,801	1,675
(+) 자산매각	28	(24)	(12)	(12)	(12)
Free Cash Flow	705	(178)	533	431	996
(-) 기타투자	392	458	482	476	474
잉여현금	313	(636)	51	(45)	521

한화솔루션 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자이전	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2021-11-09	Buy	63,627	(32.2)	(22.8)
2022-05-26	담당자변경			
2022-05-26	Buy	53,647	(15.0)	(1.7)
2022-07-29	Buy	72,361	(16.5)	(5.9)
2022-10-14	Buy	83,589	(26.8)	(22.4)
2022-11-02	Buy	93,570	(39.4)	(28.0)
2023-04-14	Buy	80,000		

투자이전(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2023년 03월 31일 기준)

Buy (96.8%)	Hold (3.2%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286