



한화솔루션 (009830)

재조명 받을 IRA 수혜

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

Buy (유지)

목표주가(유지): 67,000원

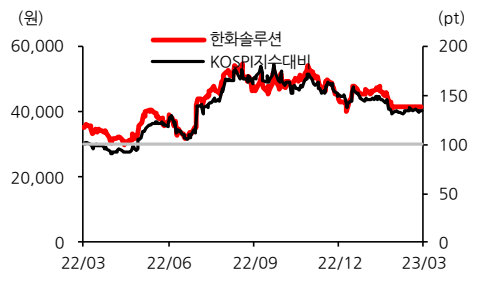
현재 주가(3/28)	41,600원
상승여력	▲61.1%
시가총액	79,572억원
발행주식수	191,278천주
52 주 최고가 / 최저가	54,600 / 30,050원
90 일 일평균 거래대금	514.66억원
외국인 지분율	25.8%
주주 구성	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
BlackRockFundAdvisors (외)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-5.9	-11.4	18.5
상대수익률(KOSPI)	-0.9	-12.7	-23.6	29.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	10,725	13,654	13,779	14,036
영업이익	738	966	1,121	1,416
EBITDA	1,387	1,642	1,792	2,125
지배주주순이익	619	359	716	916
EPS	3,236	1,884	3,756	4,804
순차입금	4,625	5,180	4,954	4,513
PER	11.0	22.8	11.1	8.7
PBR	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	8.3	8.2	7.3	5.9
배당수익률	-	-	-	-
ROE	8.8	4.2	7.7	9.1

주가 추이



1Q23 영업이익 2,016억원 전망

1Q23 한화솔루션 실적은 매출 3.1조원, 영업이익 2,016억원을 기록해 컨센서스(매출 3.3조원, 영업이익 2,432억원)를 소폭 하회할 전망이다. 중국 리오프닝에도 불구하고 케미칼 영업이익은 92억원(OPM 0.7%)으로 부진할 전망이다. 경기 침체에 따른 전망 수요 약세로 주요 제품 스프레드 회복이 더디기 때문이다. 특히 가성소다는 에너지/전기요금 하락에 따라 공급이 증가하며 가격이 QoQ -22% 하락했다.

신재생 영업이익은 1,834억원(QoQ -20.9%)을 전망한다. 계절적 비수기에 따른 출하량 감소에 따라 모듈 판매 이익이 다소 감소하겠으나, 여전히 스프레드는 견조하게 유지 중인 것으로 판단한다. 1분기 발전 사업 매각 이익은 약 100억원(OPM 10%)을 예상한다.

IRA 시행으로 2026년부터 연간 1조원의 이익 향상 기대

IRA 시행으로 미국 내 생산된 태양광 모듈에 대해 0.07\$/W, 전 밸류체인 수직계열화되었을 경우 0.14\$/W의 세제혜택이 지급될 예정이다.

동사는 지난 1월 미국 내 2.0GW의 모듈 증설과 잉곳/웨이퍼/셀/모듈 통합 생산시설 3.3GW 건설을 발표했다. 그 결과 미국 내 태양광 모듈 생산능력은 (2022년) 1.7GW → (2023년) 3.1GW → (2024년 말) 8.4GW(잉곳/웨이퍼 3.3GW, 셀 3.3GW 포함)까지 확대될 전망이다. 이에 세계 혜택은 2023년 1.4억달러에서 2026년 7.9억달러로 확대될 것으로 추정한다.

2032년까지 예상되는 IRA 세제혜택은 약 53억 달러로, 현금 지급에 따른 투자금 조기 회수와 기업 가치 상승이 가능할 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 6.7만원 유지

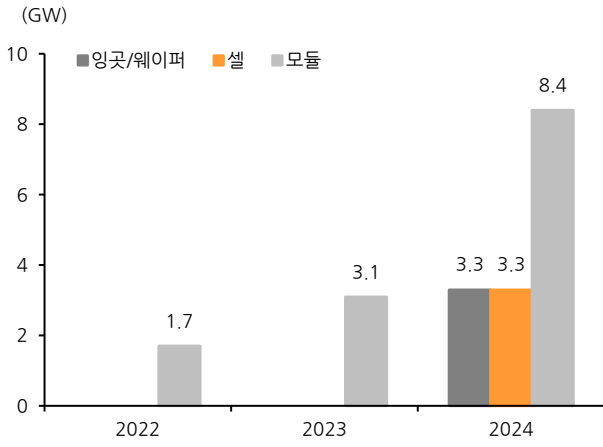
미국의 중국산 모듈 수입 재개는 설치량 증가에 따른 자연스러운 현상이며, 고율 관세는 여전히 적용되고 있어 앞으로도 기타 시장 대비 프리미엄은 계속될 것이라는 판단이다. 또한, 폴리실리콘/웨이퍼 강세 역시 공급 증가로 이어져 안정화될 전망이다. IRA 세제혜택 및 미국 내 대규모 투자에 따른 태양광 사업부의 성장 기대는 아직 유효하며, 거래 정지 리스크도 해소될 것이다. 이에 투자의견과 목표주가를 유지한다.

[표1] IRA 시행에 따른 한화솔루션 예상 세제혜택 규모

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
제품별 세제혜택(센트/Watt)											
폴리실리콘		1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	1.05	0.79	0.53	0.26
웨이퍼		2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18	1.64	1.09	0.55
셀		4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.00	2.00	1.00
모듈		7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	5.25	3.50	1.75
한화솔루션 미국 태양광 설비 생산능력(GW)											
웨이퍼				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
모듈	1.7	3.1	3.1	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
Georgia No.1	1.7	3.1	3.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Georgia No.2(Solar Hub)				3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
한화솔루션 미국 태양광 설비 예상 가동률(%)											
웨이퍼				63%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
셀				63%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
모듈	100%	65%	90%	85%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Georgia No.1	100%	65%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Georgia No.2(Solar Hub)				63%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
한화솔루션 미국 태양광 설비 생산실적(GW)											
웨이퍼				2.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
셀				2.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
모듈	1.7	2.0	2.8	7.2	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
Georgia No.1	1.7	2.0	2.8	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Georgia No.2(Solar Hub)				2.1	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
한화솔루션 예상 세제혜택(백만달러)											
웨이퍼		0	0	45	72	72	72	72	54	36	18
셀		0	0	83	132	132	132	132	99	66	33
모듈		140	196	501	588	588	588	588	441	294	147
합계		140	196	629	792	792	792	792	594	396	198

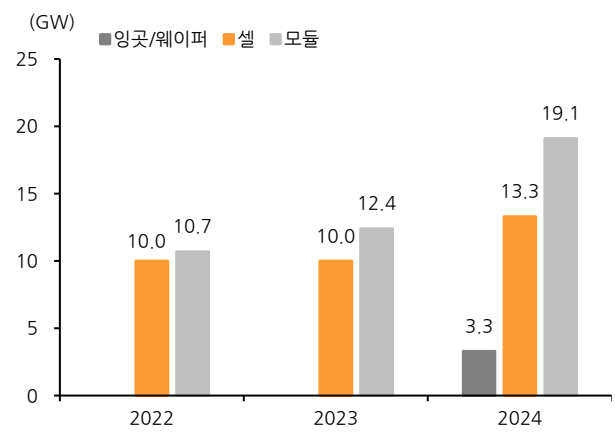
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화솔루션 미국 태양광 설비 생산능력 전망



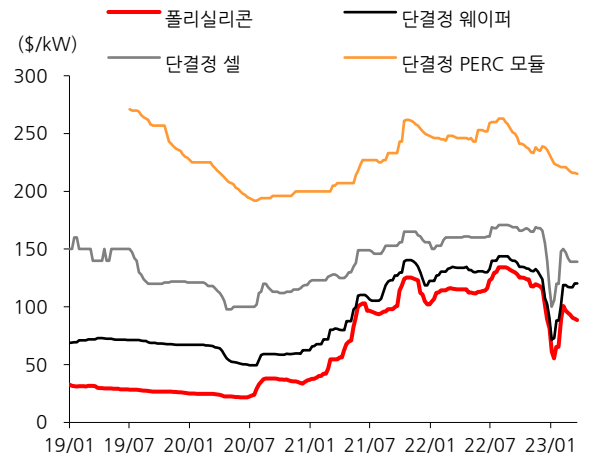
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화솔루션 글로벌 태양광 설비 생산능력 전망



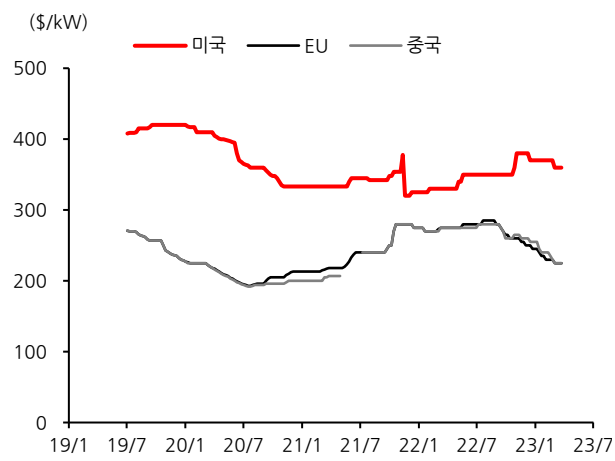
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 태양광 제품 가격 추이



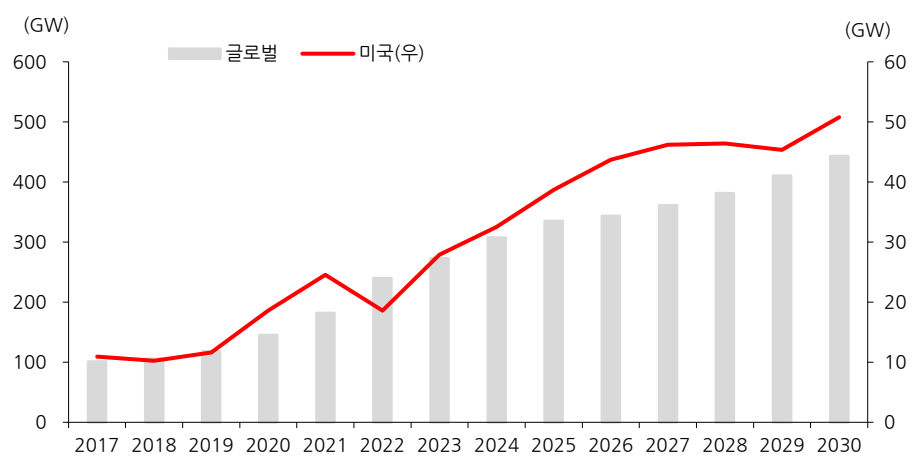
자료: PV Insights, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 지역별 모듈 가격 추이



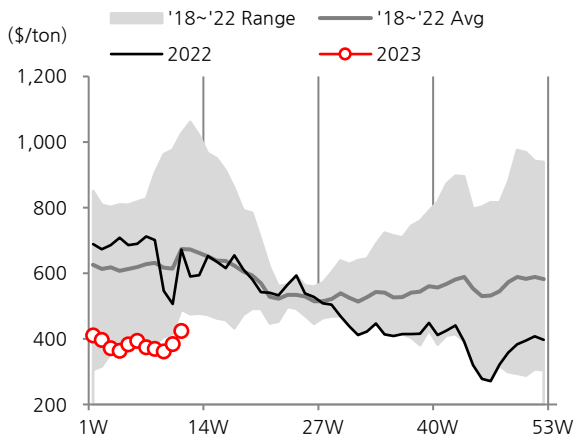
자료: PV Insights, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 태양광 신규 설치 전망



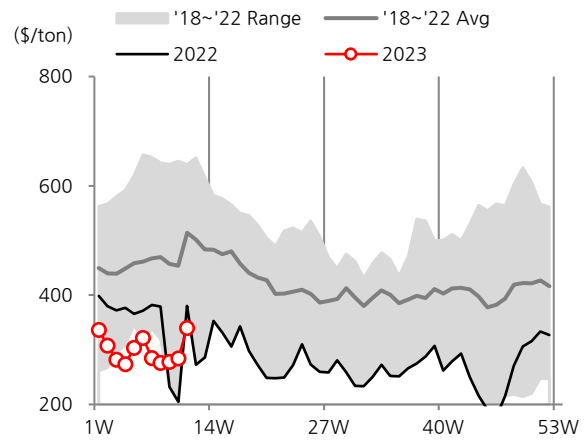
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] LDPE 스프레드(LDPE - Naphtha)



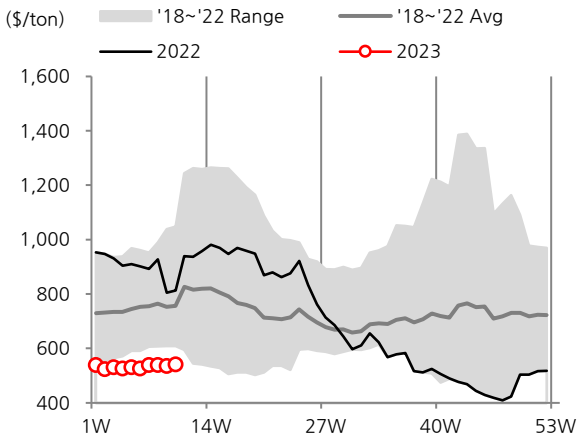
자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] LLDPE 스프레드(LLDPE - Naphtha)



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] PVC 스프레드(PVC - Naphtha/EDC)



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 가성소다 가격



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

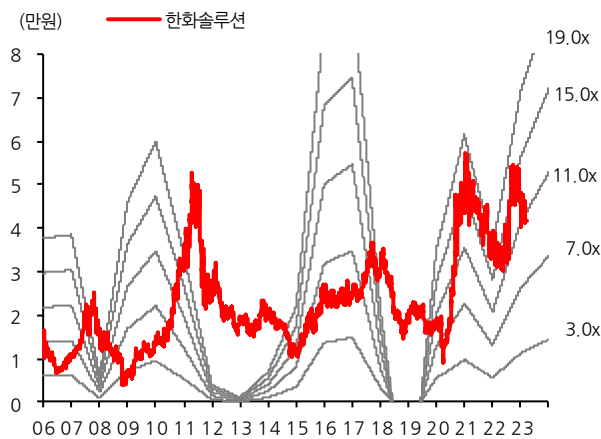
[표2] 한화솔루션 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	2,970.3	3,389.1	3,365.7	3,928.8	3,124.1	3,597.1	3,602.4	3,455.6	10,725.2	13,653.9	13,779.3
QoQ(%)	0.2%	14.1%	-0.7%	16.7%	-20.5%	15.1%	0.1%	-4.1%			
YoY(%)	23.5%	22.0%	30.4%	32.6%	5.2%	6.1%	7.0%	-12.0%	16.6%	27.3%	0.9%
케미칼	1,548.1	1,604.1	1,469.9	1,294.6	1,357.3	1,353.1	1,398.1	1,237.0	5,364.0	5,916.7	5,345.4
태양광	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,268.0	1,826.6	1,783.7	1,807.9	3,568.5	5,568.5	6,686.2
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	297.9	293.6	295.4	286.6	427.2	447.9	406.4
리테일	123.9	131.9	126.5	150.4	79.4	0.0	0.0	0.0	514.7	532.7	79.4
기타	114.3	124.1	128.7	124.2	121.5	123.8	125.2	124.1	339.1	491.3	494.6
영업이익	157.9	277.8	348.4	182.2	201.6	310.9	329.4	279.2	738.3	966.2	1,121.0
영업이익률(%)	5.3%	8.2%	10.4%	4.6%	6.5%	8.6%	9.1%	8.1%	6.9%	7.1%	8.1%
QoQ(%)	87.4%	75.9%	25.4%	-47.7%	10.6%	54.2%	6.0%	-15.3%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	-38.0%	25.6%	95.3%	116.3%	27.7%	11.9%	-5.4%	53.2%	24.3%	30.9%	16.0%
케미칼	257.6	228.0	128.0	-32.1	9.2	86.0	122.4	87.2	1,046.8	581.5	304.9
영업이익률(%)	16.6%	14.2%	8.7%	-2.5%	0.7%	6.4%	8.8%	7.1%	19.5%	9.8%	5.7%
태양광	-114.2	35.2	197.2	231.9	183.4	221.3	197.1	199.6	-328.5	350.1	801.5
영업이익률(%)	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	14.5%	12.1%	11.1%	11.0%	-9.2%	6.3%	12.0%
첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	9.7	12.4	12.3	6.3	9.7	35.3	40.7
영업이익률(%)	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	3.3%	4.2%	4.2%	2.2%	2.3%	7.9%	10.0%
리테일	9.0	3.6	7.7	17.0					28.9	37.3	3.0
영업이익률(%)	7.3%	2.7%	6.1%	7.0%					5.6%	7.0%	3.8%
기타	2.5	-13.1	-4.3	-30.5	-3.8	-8.9	-2.4	-14.0	-18.6	-45.4	-29.1
자본법손익	-6.3	55.2	-70.7	-80.1	-12.8	-12.0	10.3	20.5	258.5	-101.9	6.0
당기순이익	103.1	244.5	138.6	-120.2	155.6	276.6	249.0	50.9	616.3	366.0	732.1
지배순이익	100.9	239.0	137.0	-117.8	152.2	270.6	243.6	49.4	619.1	359.1	715.8
순이익률(%)	3.4%	7.1%	4.1%	-3.0%	4.9%	7.5%	6.8%	1.4%	5.8%	2.6%	5.2%

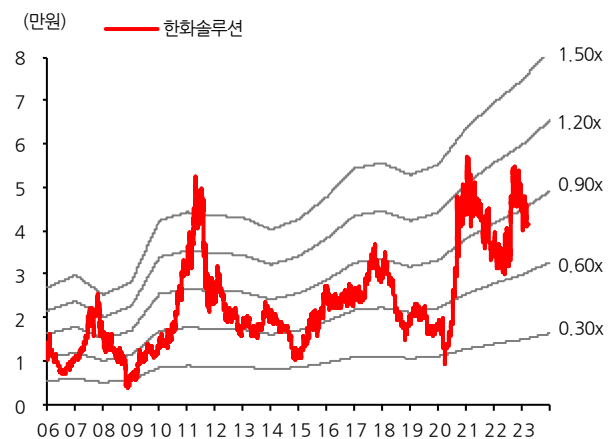
자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	9,195	10,725	13,654	13,779	14,036
매출총이익	1,926	2,196	2,801	2,885	3,213
영업이익	594	738	966	1,121	1,416
EBITDA	1,190	1,387	1,642	1,792	2,125
순이자손익	-180	-127	-191	-173	-205
외화관련손익	32	-88	-53	0	0
지분법손익	139	206	-116	0	0
세전계속사업손익	452	855	569	915	1,178
당기순이익	302	616	366	732	942
지배주주순이익	309	619	359	716	916
증가율(%)					
매출액	-2.8	16.6	27.3	0.9	1.9
영업이익	29.4	24.3	30.9	16.0	26.3
EBITDA	16.6	16.6	18.4	9.2	18.5
순이익	흑전	104.3	-40.5	99.8	28.7
이익률(%)					
매출총이익률	20.9	20.5	20.5	20.9	22.9
영업이익률	6.5	6.9	7.1	8.1	10.1
EBITDA 이익률	12.9	12.9	12.0	13.0	15.1
세전이익률	4.9	8.0	4.2	6.6	8.4
순이익률	3.3	5.7	2.7	5.3	6.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	1,070	991	116	1,277	1,594
당기순이익	302	616	366	732	942
자산상각비	595	649	675	671	708
운전자본증감	-129	-191	-1,626	-74	-56
매출채권 감소(증가)	111	-21	-400	-14	-63
재고자산 감소(증가)	-26	-692	-35	-112	-88
매입채무 증가(감소)	12	507	-812	35	78
투자현금흐름	-43	-1,655	-1,477	-1,062	-1,163
유형자산처분(취득)	-865	-780	-889	-965	-1,061
무형자산 감소(증가)	8	-6	-37	-37	-41
투자자산 감소(증가)	0	4	-5	-10	-11
재무현금흐름	-887	1,076	2,322	1,000	1,200
차입금의 증가(감소)	-631	-157	1,207	1,000	1,200
자본의 증가(감소)	-62	1,325	-91	0	0
배당금의 지급	33	0	0	0	0
총현금흐름	1,174	1,317	1,706	1,352	1,650
(-)운전자본증가(감소)	4	-173	957	74	56
(-)설비투자	884	813	903	965	1,061
(+)자산매각	27	28	-24	-37	-41
Free Cash Flow	313	705	-178	275	492
(-)기타투자	-689	1,238	1,215	49	51
잉여현금	1,002	-533	-1,393	226	441
NOPLAT	447	532	622	897	1,133
(+) Dep	595	649	675	671	708
(-)운전자본투자	4	-173	957	74	56
(-)Capex	884	813	903	965	1,061
OpFCF	154	541	-562	529	724

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	4,958	6,074	8,573	9,942	11,753
현금성자산	1,391	1,794	2,805	4,030	5,672
매출채권	1,459	1,634	2,280	2,294	2,357
재고자산	1,432	2,232	3,060	3,172	3,259
비유동자산	10,179	12,524	13,631	14,011	14,455
투자자산	3,349	4,491	5,107	5,156	5,207
유형자산	6,416	6,452	6,879	7,206	7,591
무형자산	414	1,581	1,644	1,649	1,657
자산총계	15,137	20,008	23,832	25,643	27,967
유동부채	5,251	5,788	6,808	6,877	6,990
매입채무	1,726	2,687	2,781	2,816	2,893
유동성이자부채	3,060	2,710	3,199	3,199	3,199
비유동부채	3,918	4,774	5,685	6,718	7,952
비유동이자부채	3,073	3,708	4,786	5,786	6,986
부채총계	9,170	11,806	13,935	15,095	16,503
자본금	821	978	978	881	881
자본잉여금	798	2,003	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	4,430	5,051	5,561	6,277	7,193
자본조정	-120	127	61	-3	-3
자기주식	0	-21	-112	-112	-112
자본총계	5,968	8,201	9,897	10,548	11,464

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,861	3,236	1,884	3,756	4,804
BPS	36,829	42,408	46,364	49,750	54,509
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,013	6,837	8,854	7,025	8,576
ROA(%)	2.0	3.5	1.6	2.9	3.4
ROE(%)	5.3	8.8	4.2	7.7	9.1
ROIC(%)	5.6	6.2	6.2	8.0	9.7
Multiples(x, %)					
PER	24.9	11.0	22.8	11.1	8.7
PBR	1.3	0.8	0.9	0.8	0.8
PSR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	6.6	5.2	4.9	5.9	4.9
EV/EBITDA	10.5	8.3	8.2	7.3	5.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	153.7	144.0	140.8	143.1	144.0
Net debt/Equity	79.5	56.4	52.3	47.0	39.4
Net debt/EBITDA	398.6	333.4	315.5	276.4	212.4
유동비율	94.4	104.9	125.9	144.6	168.1
이자보상배율(배)	2.9	5.0	4.3	5.5	6.0
자산구조(%)					
투하자본	62.7	59.2	58.2	55.4	52.2
현금+투자자산	37.3	40.8	41.8	44.6	47.8
자본구조(%)					
차입금	50.7	43.9	44.7	46.0	47.0
자기자본	49.3	56.1	55.3	54.0	53.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 03월 29일)

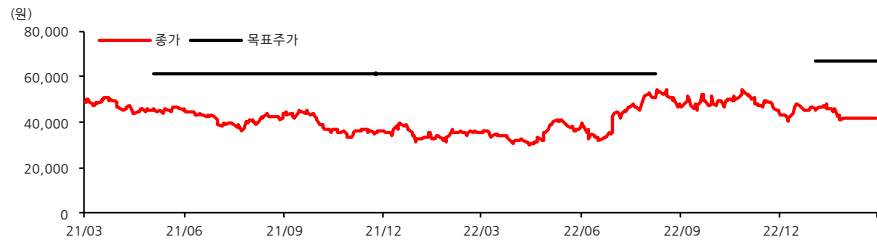
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화솔루션 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

일시	투자이전	투자이전	투자이전	투자이전	투자이전	투자이전	
2016.08.12	투자등급변경	2021.05.31	담당자변경	2021.05.31	Buy	2021.06.08	Buy
	목표가격		전우제		61,000		61,000
2021.09.08	Buy	2021.09.30	Buy	2021.10.05	Buy	2021.10.14	Buy
	61,000		61,000		61,000		61,000
2022.01.12	Buy	2022.02.18	Buy	2022.03.10	Buy	2022.04.21	Buy
	61,000		61,000		61,000		61,000
2022.06.08	Buy	2022.06.29	Buy	2022.07.29	Buy	2022.08.16	Buy
	61,000		61,000		61,000		61,000
						2023.01.31	담당자변경
							윤용식
						2023.01.31	Buy
							67,000
2023.02.17	Buy	2023.03.29	Buy				
	67,000		67,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.31	Buy	61,000	-37.67	-23.11
2022.06.08	Buy	61,000	-25.48	-10.49
2023.01.31	Buy	67,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%