

한화솔루션 (009830)

글로벌 에너지 부족 사태 지속과 2023년 원가부담 경감 가능성

글로벌 가스/전력 공급 부족 해소는 만만치 않다

G7의 원유 가격 상한제에 대응해 러시아는 Nord Stream 1을 통한 유럽향 가스공급 차단을 무기한 연장했다. 이에 TTF 가스가격은 20~30% 수준에서 급등 중이다. 유럽 각국의 가스 재고는 현재 85~90%까지 충전된 상태지만, 러시아의 공급이 중단될 경우 2.5개월이 버틸 수 있는 최대이며 겨울 이후에 다시 재고를 채워야 한다. 중국의 2022년 1~7월 누적 가스 수입량이 YoY -21% 급감했다는 점과 내수 침체로 가스를 유럽에 Resale한 중국의 올 겨울 재고 확충 수요 등을 감안하면, 글로벌 가스 및 전력 공급 부족은 적어도 내년 상반기까지 지속될 수 밖에 없다.

유럽 태양광 설치 수요 급증과 글로벌 태양광 증설 러시

전력난 해소 목적의 유럽 태양광 설치 수요도 급증 중이다. 2021년 유럽의 설치량은 27GW, 2022년 전망치는 당초 30GW에서 최근 39GW 후반까지 상향 조정 중이다. 상반기 영국의 가정용 루프탑 태양광 설치량은 106MW까지 대폭 확대되었는데, 이는 작년 연간 설치량과 맞먹는 규모다. 현재 속도라면 2022년 설치량은 보조금이 존재했던 2016년 설치량인 140MW를 넘어설 것으로 예상된다. 독일 또한 설치량이 YoY +22% 가량 급증했다. 급증하는 수요에 발맞춰 업체들의 증설 러시도 잇따른다. First Solar는 IRA 법안을 겨냥해 2025년을 목표로 미국에 3.5GW 패널 공장 건설을 발표했고, 한화솔루션도 미국에 2.4조원의 투자를 통해 폴리실리콘부터 셀/모듈까지 아우르는 수직계열화는 물론, 모듈 Capa 확장(현재 1.7GW → 2025년 12.1GW)을 계획 중인 것으로 파악된다.

2023년 폴리실리콘 가격 하락 시 태양광 이익 추가 개선

Bloomberg는 2023년 폴리실리콘 Capa를 2022년 285GW 대비 약 75% 급증한 500GW로 전망(vs. 수요 Max 300GW)한다. 폴리실리콘/웨이퍼 안정화 요인이다. 1) 태양광 설치 수요 강세와 2) 미국 중심의 Capa 확대 및 수직계열화 3) 폴리실리콘/웨이퍼 등 원가 부담 경감은 태양광 실적의 추가 개선 요인이다. 하나증권은 2023년 태양광 실적 추정치를 YoY +285% 증가한 약 4천억원으로 추정하나, 폴리실리콘 가격 하락 시 추가 개선될 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 64,000원 | CP(9월05일): 50,900원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,403.68
52주 최고/최저(원)	52,600/30,050
시가총액(십억원)	9,736.1
시가총액비중(%)	0.51
발행주식수(천주)	191,278.5
60일 평균 거래량(천주)	2,332.8
60일 평균 거래대금(십억원)	101.2
22년 배당금(예상, 원)	0
22년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	21.45
주요주주 지분율(%)	
한화 외 3인	36.47
국민연금공단	8.98
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.7 42.8 30.8
상대	19.9 61.2 74.3

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	12,989.2	13,654.3
영업이익(십억원)	907.4	1,107.2
순이익(십억원)	665.5	842.5
EPS(원)	3,399	4,252
BPS(원)	46,466	51,112

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	9,195.0	10,725.2	13,168.2	13,149.6	12,690.8
영업이익	십억원	594.2	738.3	913.4	932.0	955.5
세전이익	십억원	451.5	855.3	903.4	952.9	1,027.1
순이익	십억원	309.1	619.1	707.8	727.4	784.0
EPS	원	1,843	3,305	3,679	3,781	4,075
증감율	%	흑전	79.33	11.32	2.77	7.78
PER	배	25.19	10.74	13.89	13.51	12.54
PBR	배	1.31	0.84	1.11	1.02	0.95
EV/EBITDA	배	10.51	8.29	8.59	8.01	7.31
ROE	%	5.30	8.79	8.31	7.88	7.85
BPS	원	35,466	42,408	46,087	49,868	53,942
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 윤재성

02-3771-7567

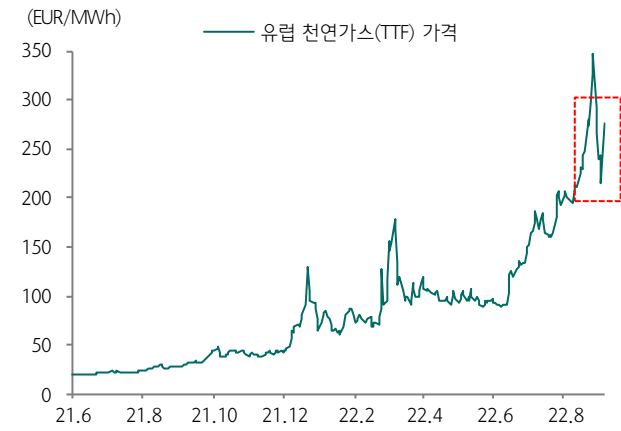
js.yoon@hanafn.com

RA 신홍주

02-3771-7790

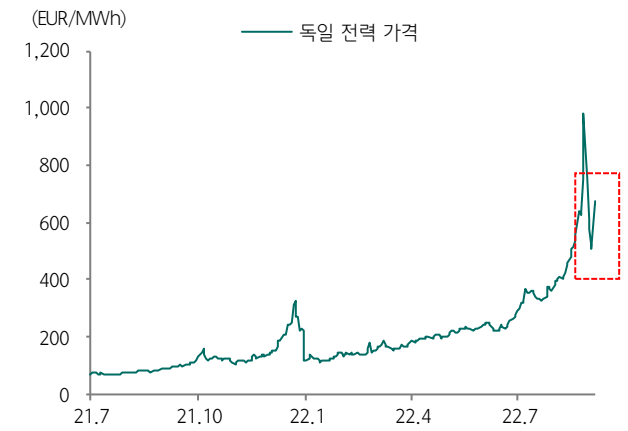
hongjushin@hanafn.com

그림 1. 유럽 천연가스 가격(네덜란드 TTF) 20~30% 수준 급등 중



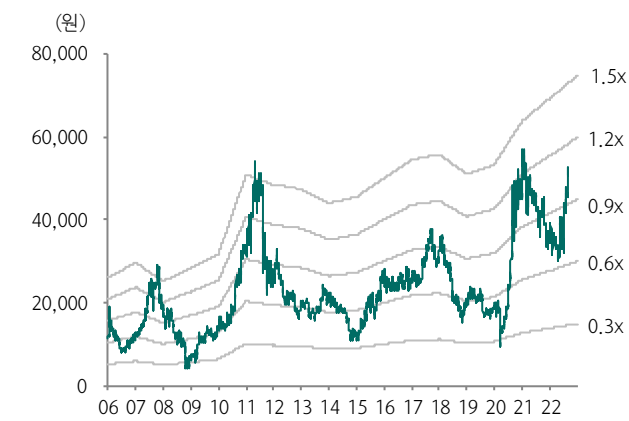
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 2. 독일 전력 가격도 30% 가량 급등 중



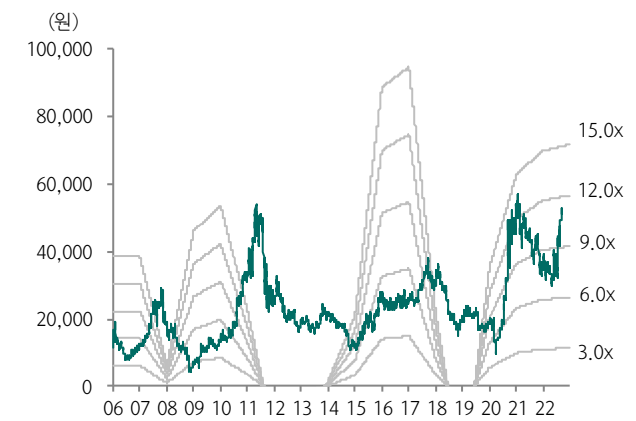
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

그림 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

표 1. 한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
매출액	2,404.3	2,777.5	2,580.3	2,963.1	2,970.3	3,389.1	3,405.2	3,403.5	9,195.0	10,725.2	13,168.2	13,149.6
QoQ(%)	-6.1%	15.5%	-7.1%	14.8%	0.2%	14.1%	0.5%	-0.1%				
YoY(%)	6.9%	42.0%	6.3%	15.7%	23.5%	22.0%	32.0%	14.9%	-3.2%	16.6%	22.8%	-0.1%
케미칼	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,471.5	1,548.1	1,604.1	1,568.0	1,579.1	3,326.5	5,364.0	6,299.4	6,066.3
태양광	744.7	1,006.5	827.3	990.0	920.6	1,234.3	1,281.0	1,260.7	3,702.3	3,568.5	4,696.6	4,894.8
가공소재	225.5	224.3	226.5	262.6	262.3	299.6	223.6	214.7	751.9	938.9	1,000.2	882.0
리테일	121.3	126.6	120.5	146.3	123.9	131.9	138.3	154.5	452.7	514.7	548.7	529.1
기타	64.4	87.0	95.0	92.7	115.4	119.2	194.3	194.5	961.6	339.1	623.4	777.4
영업이익	254.6	221.1	178.4	84.2	157.9	277.7	244.8	233.1	594.2	738.3	913.4	932.0
영업이익률(%)	10.6%	8.0%	6.9%	2.8%	5.3%	8.2%	7.2%	6.8%	6.5%	6.9%	6.9%	7.1%
QoQ(%)	289.3%	-13.2%	-19.3%	-52.8%	87.5%	75.9%	-11.9%	-4.8%				
YoY(%)	52.4%	72.1%	-23.5%	28.7%	-38.0%	25.6%	37.2%	176.8%	45.2%	24.3%	23.7%	2.0%
케미칼	254.8	293.0	266.8	232.2	257.6	228.0	138.4	116.6	381.2	1,046.8	740.5	445.3
영업이익률(%)	20.4%	22.0%	20.4%	15.8%	16.6%	14.2%	8.8%	7.4%	11.5%	19.5%	11.8%	7.3%
QoQ(%)	286.1%	15.0%	-8.9%	-13.0%	10.9%	-11.5%	-39.3%	-15.7%				
YoY(%)	300.6%	215.7%	68.0%	251.8%	1.1%	-22.2%	-48.1%	-49.8%	47.5%	174.6%	-29.3%	-39.9%
태양광	-14.9	-64.6	-95.7	-153.3	-114.2	35.2	89.7	94.6	190.4	-328.5	105.2	405.0
영업이익률(%)	-2.0%	-6.4%	-11.6%	-15.5%	-12.4%	2.9%	7.0%	7.5%	5.1%	-9.2%	2.2%	8.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	154.7%	5.4%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	5.2%	적전	흑전	284.9%
첨단소재	7.2	2.2	2.3	-2.0	3.0	16.6	11.6	11.9	-7.6	9.7	43.1	49.8
영업이익률(%)	3.2%	1.0%	1.0%	-0.8%	1.1%	5.5%	5.2%	5.5%	-1.0%	1.0%	4.3%	5.6%
QoQ(%)	흑전	-69.4%	4.5%	적전	흑전	453.3%	-30.0%	2.0%				
YoY(%)	흑전	흑전	-69.7%	적지	-58.3%	654.5%	405.2%	흑전	적지	흑전	344.0%	15.7%
리테일	12.1	2.2	6.8	7.8	9.0	3.6	7.1	10.6	2.8	28.9	30.3	38.3
영업이익률(%)	10.0%	1.7%	5.6%	5.3%	7.3%	2.7%	5.1%	6.9%	0.6%	5.6%	5.5%	7.2%
QoQ(%)	16.3%	-81.8%	209.1%	14.7%	15.4%	-60.0%	97.3%	49.7%				
YoY(%)	흑전	흑전	423.1%	-25.0%	-25.6%	63.6%	4.4%	36.3%	-63.2%	932.1%	5.0%	26.1%
기타	-4.6	-11.7	-1.8	-0.5	2.5	-5.7	-2.0	-0.6	27.4	-18.6	-5.7	-6.3
영업이익률(%)	-7.1%	-13.4%	-1.9%	-0.5%	2.2%	-4.8%	-1.0%	-0.3%	2.8%	-5.5%	-0.9%	-0.8%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지				
YoY(%)	적전	적지	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	-34.8%	적전	적지	적지
지분법이익	122.6	74.5	87.1	-21.3	-6.3	55.2	36.3	34.2	160.2	262.9	119.3	148.6
QoQ(%)	270.3%	-39.2%	16.9%	적전	적지	흑전	-34.3%	-5.7%				
YoY(%)	흑전	-39.5%	-6.5%	적전	적전	-25.9%	-58.4%	흑전	-25.1%	64.1%	-54.6%	24.5%
당기순이익	385.2	222.8	193.4	-185.1	103.1	244.5	182.5	174.6	301.7	616.3	704.7	724.2
당기순이익률(%)	16.0%	8.0%	7.5%	-6.2%	3.5%	7.2%	5.4%	5.1%	3.3%	5.7%	5.4%	5.5%
QoQ(%)	흑전	-42.2%	-13.2%	적전	흑전	137.2%	-25.4%	-4.3%				
YoY(%)	501.4%	51.3%	2.0%	적지	-73.2%	9.8%	-5.7%	흑전	흑전	104.3%	14.3%	2.8%
지배순이익	386.4	223.0	193.8	-184.1	100.9	239.0	183.3	184.6	309.1	619.1	707.8	727.4

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	9,195.0	10,725.2	13,168.2	13,149.6	12,690.8
매출원가	7,269.1	8,529.0	10,540.6	10,469.1	9,951.8
매출총이익	1,925.9	2,196.2	2,627.6	2,680.5	2,739.0
판매비	1,331.7	1,457.8	1,714.1	1,748.4	1,783.4
영업이익	594.2	738.3	913.4	932.0	955.5
금융손익	(179.8)	(125.6)	(130.1)	(128.4)	(120.1)
종속/관계기업손익	160.2	262.9	119.3	148.6	190.9
기타영업외손익	(123.0)	(20.3)	0.7	0.7	0.7
세전이익	451.5	855.3	903.4	952.9	1,027.1
법인세	112.0	239.0	198.8	228.7	246.5
계속사업이익	339.6	616.3	704.7	724.2	780.6
중단사업이익	(37.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	301.7	616.3	704.7	724.2	780.6
비배주주지분 순이익	(7.4)	(2.7)	(3.1)	(3.2)	(3.4)
지배주주순이익	309.1	619.1	707.8	727.4	784.0
지배주주지분포괄이익	267.7	886.2	702.0	721.5	777.6
NOPAT	446.8	532.0	712.5	708.3	726.2
EBITDA	1,189.5	1,387.0	1,582.2	1,620.2	1,662.4
성장성(%)					
매출액증가율	(2.77)	16.64	22.78	(0.14)	(3.49)
NOPAT증가율	81.26	19.07	33.93	(0.59)	2.53
EBITDA증가율	16.58	16.60	14.07	2.40	2.60
영업이익증가율	29.40	24.25	23.72	2.04	2.52
(지배주주)순이익증가율	흑전	100.29	14.33	2.77	7.78
EPS증가율	흑전	79.33	11.32	2.77	7.78
수익성(%)					
매출총이익률	20.95	20.48	19.95	20.38	21.58
EBITDA이익률	12.94	12.93	12.02	12.32	13.10
영업이익률	6.46	6.88	6.94	7.09	7.53
계속사업이익률	3.69	5.75	5.35	5.51	6.15

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,843	3,305	3,679	3,781	4,075
BPS	35,466	42,408	46,087	49,868	53,942
CFPS	7,000	7,033	7,767	8,116	8,556
EBITDAPS	7,092	7,406	8,224	8,421	8,640
SPS	54,824	57,268	68,441	68,344	65,960
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	25.19	10.74	13.89	13.51	12.54
PBR	1.31	0.84	1.11	1.02	0.95
PCR	6.63	5.05	6.58	6.30	5.97
EV/EBITDA	10.51	8.29	8.59	8.01	7.31
PSR	0.85	0.62	0.75	0.75	0.77
재무비율(%)					
ROE	5.30	8.79	8.31	7.88	7.85
ROA	2.01	3.52	3.40	3.30	3.46
ROIC	5.48	5.87	6.97	6.73	6.84
부채비율	153.65	143.96	143.18	132.34	120.71
순부채비율	79.41	56.39	55.19	44.77	33.54
이자보상배율(배)	2.89	5.00	6.04	6.15	6.31

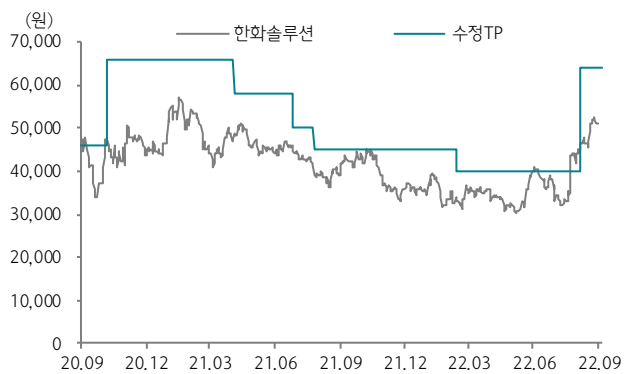
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,958.4	6,074.0	6,762.0	7,358.6	7,994.4
금융자산	1,394.4	1,794.1	1,526.2	2,130.0	2,945.4
현금성자산	1,199.8	1,567.2	1,247.5	1,851.7	2,676.9
매출채권	1,433.4	1,542.5	1,893.9	1,891.2	1,825.2
재고자산	1,431.6	2,231.5	2,739.8	2,735.9	2,640.5
기타유동자산	699.0	505.9	602.1	601.5	583.3
비유동자산	10,179.0	12,523.6	13,485.7	13,606.2	13,573.3
투자자산	2,797.7	3,737.8	4,568.7	4,562.4	4,406.3
금융자산	112.5	299.4	347.1	346.7	337.8
유형자산	6,416.5	6,451.6	6,611.8	6,765.7	6,913.9
무형자산	413.9	1,580.6	1,551.5	1,524.5	1,499.4
기타비유동자산	550.9	753.6	753.7	753.6	753.7
자산총계	15,137.3	20,007.6	21,657.8	22,374.8	22,977.8
유동부채	5,251.1	5,787.9	6,490.6	6,485.2	6,353.3
금융부채	3,059.8	2,710.5	2,733.1	2,732.9	2,728.7
매입채무	1,202.1	1,809.0	2,221.0	2,217.9	2,140.5
기타유동부채	989.2	1,268.4	1,536.5	1,534.4	1,484.1
비유동부채	3,918.5	4,774.5	5,017.3	5,015.5	4,969.9
금융부채	3,073.3	3,708.4	3,708.4	3,708.4	3,708.4
기타비유동부채	845.2	1,066.1	1,308.9	1,307.1	1,261.5
부채총계	9,169.6	11,806.3	12,751.8	12,744.7	12,567.1
지배주주지분	5,929.1	8,159.4	8,867.2	9,594.6	10,378.6
자본금	821.2	978.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	798.5	2,003.2	2,003.2	2,003.2	2,003.2
자본조정	(10.3)	(24.2)	(24.2)	(24.2)	(24.2)
기타포괄이익누계액	(110.0)	150.7	150.7	150.7	150.7
이익잉여금	4,429.8	5,051.4	5,759.2	6,486.6	7,270.6
비배주주지분	38.6	41.8	38.7	35.5	32.1
자본총계	5,967.7	8,201.2	8,905.9	9,630.1	10,410.7
순금융부채	4,738.7	4,624.8	4,915.4	4,311.4	3,491.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,069.5	990.9	1,200.7	1,333.2	1,420.3
당기순이익	301.7	616.3	704.7	724.2	780.6
조정	896.9	565.8	589.8	608.3	622.1
감가상각비	595.3	648.7	668.8	688.2	706.9
외환거래손익	(53.0)	89.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
지분법손익	(139.0)	(206.4)	0.0	0.0	0.0
기타	493.6	34.5	(78.3)	(79.2)	(84.1)
영업활동 자산부채 변동	(129.1)	(191.2)	(93.8)	0.7	17.6
투자활동 현금흐름	(42.7)	(1,655.0)	(1,461.4)	(585.9)	(436.9)
투자자산감소(증가)	207.7	(677.2)	(830.9)	6.3	156.1
자본증가(감소)	(865.1)	(779.6)	(800.0)	(815.0)	(830.0)
기타	614.7	(198.2)	169.5	222.8	237.0
재무활동 현금흐름	(886.8)	1,076.3	(119.7)	(142.7)	(146.8)
금융부채증가(감소)	(524.1)	285.9	22.6	(0.2)	(4.3)
자본증가(감소)	(6.0)	1,361.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(324.1)	(571.4)	(142.3)	(142.5)	(142.5)
배당지급	(32.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	115.3	451.7	(404.0)	604.2	825.2
Unlevered CFO	1,174.1	1,317.1	1,494.4	1,561.6	1,646.1
Free Cash Flow	185.8	178.2	400.7	518.2	590.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.8.12	BUY	64,000		
22.2.18	BUY	40,000	-11.07%	16.25%
21.7.30	Neutral	45,000	-15.06%	0.67%
21.6.30	Neutral	50,000	-13.87%	-11.00%
21.4.8	BUY	58,000	-20.06%	-12.24%
21.2.19	BUY	66,000	-30.62%	-24.09%
20.10.11	BUY	66,000	-26.85%	-13.33%
20.8.25	BUY	46,000	-11.55%	3.78%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.67%	4.33%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 09월 03일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 9월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2022년 9월 6일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.