



한화솔루션 (009830)

수요가 늘어나는 산업에 투자 하자(2)

Buy(유지)

목표주가 61,000원, 현재 주가(7/28): 42,250원
Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

2Q22 영업이익 2,777억원. 컨센 +72%

- 2Q OP 2,777억원(QoQ +76%, YoY +26%). 컨센서스를 +72% 상회
- 화학/기타(1Q 2,721억 => 2Q 2,425억) 추정치 부합했으나,
- 태양광 OP 1Q(-1,142억) => 2Q(+352억)으로 시장 기대치 -600~700억원을 크게 상회. 서프라이즈 견인
- 태양광 매출액 QoQ +34% = 물량(+10~15%) x ASP/Mix 개선(+15~20%) 효과로 추정

태양광: 하반기 매출/이익 대폭 개선, 연간 흑자전환 예상

- 3Q/4Q 연결 영업이익 2,481억/2,501억원 추정
- 하반기 석유화학 시황 둔화로 3Q/4Q OP 1,642억/1,411억원으로 감익 추정
- 다만, Valuation의 핵심인 태양광 매출(1.3조원/1.4조원)/OPM(5%/7%)로 개선될 전망
- 태양광 판매량 가이던스 확대로, 3Q/4Q 매분기 판매량 확대 가점(QoQ +10%)
- 태양광 3Q/4Q OP는 647억/973억원으로, QoQ +84%/+50%씩 연속 개선될 것

태양광 Up-Cycle, 2Q22 시작

- 가스/석탄 가격 급등으로, 세계 전기 구매단가 +30~80% 인상, 독일 Spot 구매가격은 8배 급등
⇒ 태양광은 변동비 안정적이며, 빠른 설치 가능해 신규 에너지원으로 사용 가능. “글로벌 수요 장기 개선”
- 미국 “Inflation Reduction Act of 2022” 통과 가능성
⇒ BBB의 기후변화 부문을 우선 축소/통과시키는 것으로 해석. (투자비 3,690억 USD = 480조원)
⇒ BBB 기준, 2030년까지 미국 태양광 1위인 한화솔루션의 세계 혜택은 2~7조원으로 분석. Inflation Reduction Act of 2022 세부법안 확인 필요하나, 예산 66% 감소한점 고려, 1~5조원 수준 기대
⇒ 해당 법안 통과는, 1) 단순 세제 혜택 뿐만 아니라, 2) 미국 정책 확대로 수요 개선 효과 기대됨

2023년 실적 대폭 개선 기대

- 2022/23년 매출액 13.2조(YoY +23%), 15.0조원(YoY +14%)
- 2022/23년 영업이익 9,338억원(YoY +27%), 1.3조원(YoY +39%)
- 석유화학부문 감익에도, 태양광 2022년 흑전(830억원), 2023년 4,918억원(OPM 7.5%)

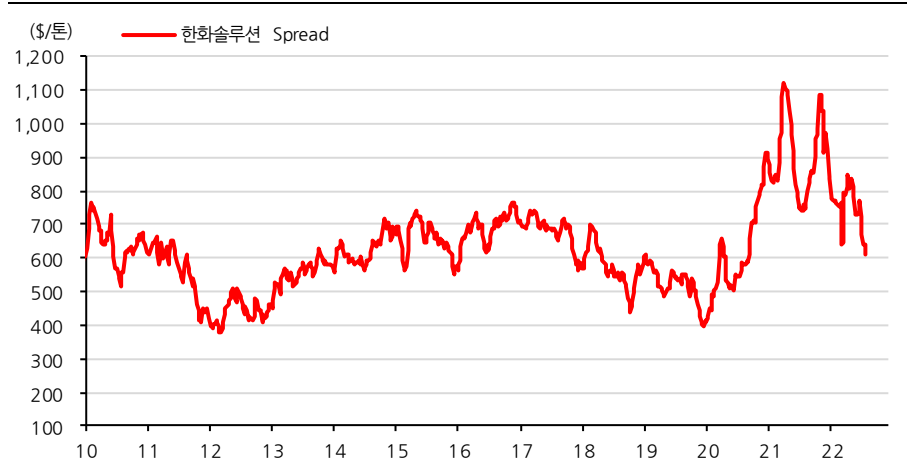
[표1] 한화솔루션 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	2,404.3	2,777.5	2,580.3	2,963.1	2,970.3	3,389.1	3,432.2	3,360.4	10,725.2	13,152.0	15,024.7
QoQ(%)	-6.1%	15.5%	-7.1%	14.8%	0.2%	14.1%	1.3%	-2.1%			
YoY(%)	6.9%	42.0%	6.3%	15.7%	23.5%	22.0%	33.0%	13.4%	16.6%	22.6%	14.2%
케미칼	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,471.5	1,548.1	1,604.1	1,671.1	1,494.6	5,364.0	6,317.9	6,364.6
태양광	744.7	1,006.5	827.3	990.0	920.6	1,234.3	1,293.6	1,389.9	3,568.5	4,838.4	6,657.3
첨단소재	225.5	224.3	226.5	262.6	262.3	299.6	227.5	225.9	938.9	1,015.3	1,032.8
리테일	121.3	126.6	120.5	146.3	123.9	131.9	140.0	150.0	514.7	545.8	570.0
기타	64.4	87.0	95.0	92.7	115.4	119.2	100.0	100.0	339.1	434.6	400.0
영업이익	254.6	221.1	178.4	84.2	157.9	277.7	248.1	250.1	738.3	933.8	1,299.7
영업이익률(%)	10.6%	8.0%	6.9%	2.8%	5.3%	8.2%	7.2%	7.4%	6.9%	7.1%	8.7%
QoQ(%)	289.3%	-13.1%	-19.3%	-52.8%	87.5%	75.9%	-10.7%	0.8%			
YoY(%)	52.3%	72.1%	-23.5%	28.7%	-38.0%	25.6%	39.0%	197.1%	24.2%	26.5%	39.2%
케미칼	254.8	293.0	266.8	232.2	257.6	228.0	164.2	141.1	1,046.8	790.9	735.3
영업이익률(%)	20.4%	22.0%	20.4%	15.8%	16.6%	14.2%	9.8%	9.4%	19.5%	12.5%	11.6%
태양광	-14.9	-64.6	-95.7	-153.3	-114.2	35.2	64.7	97.3	-328.5	83.0	491.8
영업이익률(%)	-2.0%	-6.4%	-11.6%	-15.5%	-12.4%	2.9%	5.0%	7.0%	-9.2%	1.7%	7.4%
첨단소재	7.2	2.2	2.3	-2.0	3.0	16.6	9.4	0.9	9.7	29.9	31.4
영업이익률(%)	3.2%	1.0%	1.0%	-0.8%	1.1%	5.5%	4.1%	0.4%	1.0%	2.9%	3.0%
리테일	12.1	2.2	6.8	7.8	9.0	3.6	7.8	8.8	28.9	29.2	33.2
영업이익률(%)	18.8%	2.5%	7.2%	8.4%	7.8%	3.0%	7.8%	8.8%	5.6%	5.3%	5.8%
기타	-4.6	-11.7	-1.8	-0.5	2.5	-5.7	2.0	2.0	-18.6	0.8	8.0

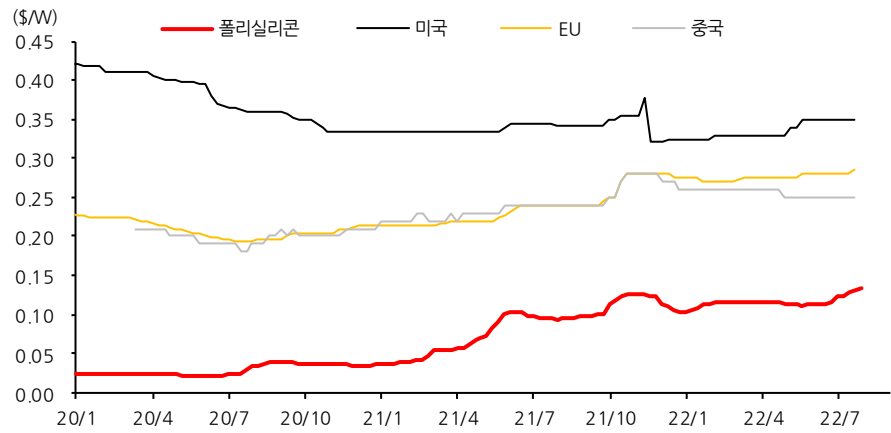
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화솔루션 석유화학 부문 마진 추이



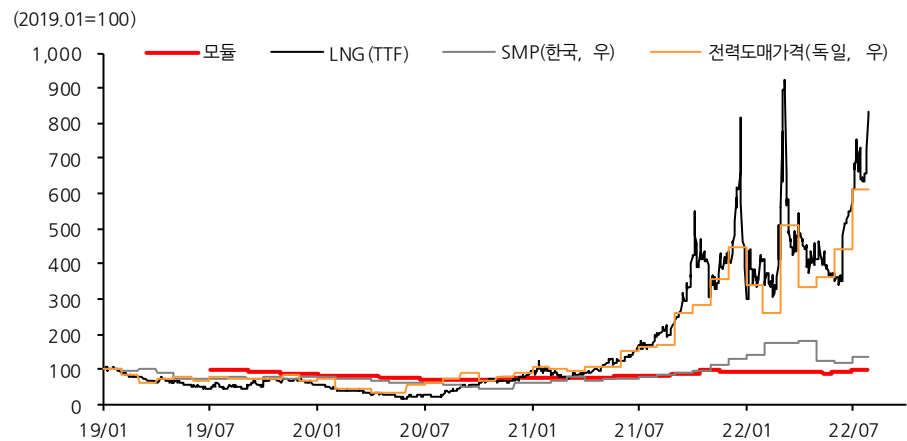
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 폴리실리콘 및 지역별 모듈(단결정 PERC) 가격 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 태양광 모듈, 유럽 LNG, 및 지역별 전기 가격

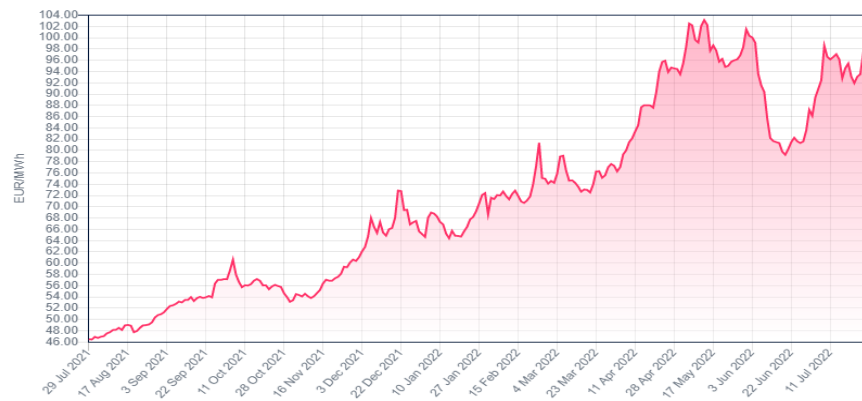


*독일 전력도매가격은 Spot (일부 물량)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 유럽 PPA 가격 추이

27 Jul 2022

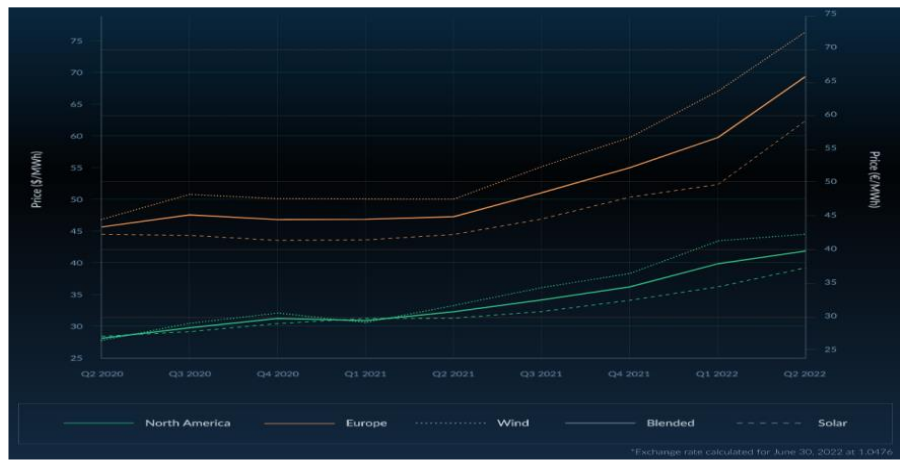


*장기 계약 가격

자료: Pexapark, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 북미/유럽 PPA 가격 추이

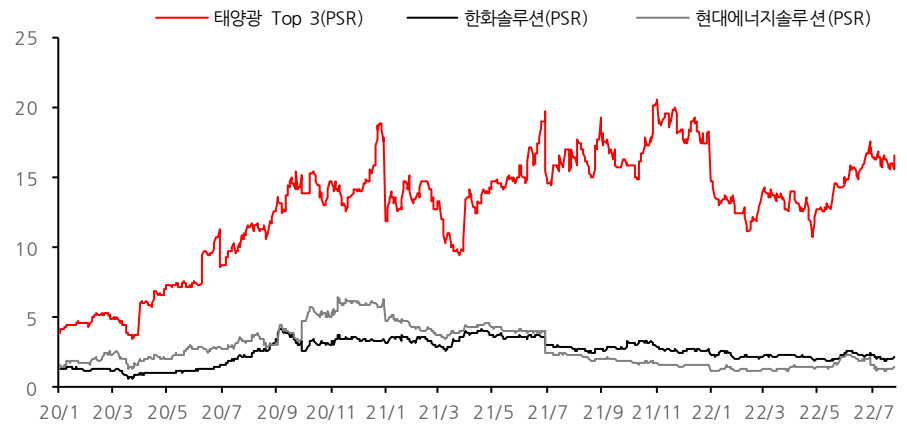
*장기 계약 가격



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 태양광 Top 3, 한화솔루션, 현대에너지솔루션 PSR 비교 (분기 매출액 기준)

Top 3 = Longi/JA/Trina



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 한화큐셀 모듈 변천사



자료: 한화투자증권 리서치센터

Inflation Reduction Act of 2022 (조 맨친 의원 찬성)

조 맨친 의원 찬성 의사

조 맨친 의원, “Inflation Reduction Act of 2022” 공식적으로 찬성. 이는 BBB의 에너지 안보/기후변화 부문을 유지한 채(소폭 축소), 세수 확보를 통해 부채 감축시키는 법안

- 예산을 낭비해 결국 인플레이션 발생한 것이라며, 현재 물가 상승에 따른 고통을 해소하기 위해 민주당/공화당 의견 모두 고려, Inflation Reduction Act of 2022를 검토, 동의하기로 결정함

- 해당 법안은, 1) 인플레이션 완화하면서도 2) 에너지안보와 기후변화를 막을 수 있는 장기-전략적 투자를 포함하고 있다며, 수소/원전/신재생/화석연료/ESS 모두 효율성을 올려 최대한 친환경적으로 전환하는 방향이라 주장.

*“미국을 싫어하는 나라들(적국)”의 에너지 의존도가 높은 것은 위험하다며, 미국산 에너지 생산량을 늘려야 한다고 주장. 유럽처럼 외국에 에너지를 의존하지 않기 위해 다양한 에너지원의 효율성을 개선시키는 프로젝트, 에너지 인프라/파이프 설치 허가

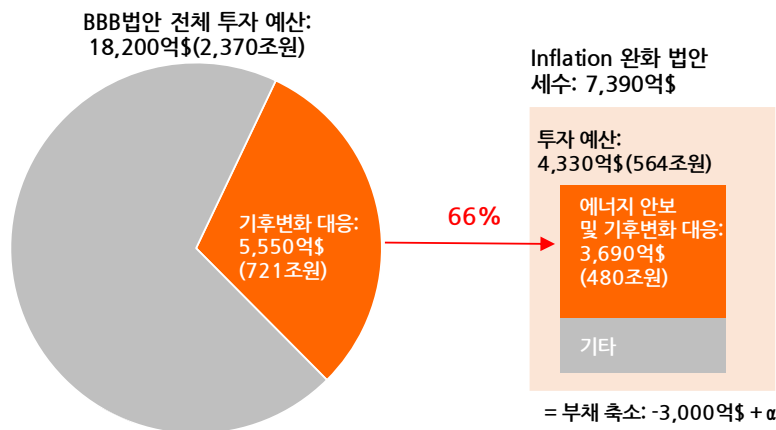
- 이를 통해, 수조 USD의 Spending으로 인플레이션 심화 리스크를 지는 것이 아니라, 미국인들의 세금/보험/의약품 비용을 줄일 것. 또한, 에너지안보와 기후변화에 투자해 미국이 “Global Superpower” 지위를 유지할 수 있도록 할 것임

*Comment

바이든의 주요 공약이었던 “BBB” 통과가 어려울 것이라는 여론이 우세했는데, 일단 BBB의 “기후변화/에너지” 부문은 통과될 가능성이 높아진 것. 큰 틀에서 바뀐점은:

- 1) “미국 생산” 에너지 강조 (한화솔루션: 2023년 3.1GW, M/S 1위)
- 2) 기존 에너지 산업도 효율성 개선. 파이프/강관 설치 허가 등 내용이 흥미로움

[그림8] 2022.07.27 美 민주당 Inflation 완화 법안 합의



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 기존 SEMA 법안 기준 한화솔루션 세금혜택 추정치

*참고자료

- *SEMA(BBB) 법안 통과 시, 미국 정부로부터: 2.0 조원~ 7.0 조원 가량 Credit으로 획득 가능할 것
- * 한화솔루션의 미국 모듈 Capa: 2022년 1.7GW => 2023년 3.1GW
- *6.9GW는 2030년까지 미국 Capa 30GW(50% 자급자족)로 확대 시, 한화솔루션 M/S 23% 유지할 경우의 Capa
- *미국 REC 지분 (폴리실리콘 1GW) 포함

	제품별 세금혜택 규모		세금혜택 규모(십억원)			
	제품	기준 단위	원/kW	1.0GW (기준)	1.7GW (현재)	6.9GW (증설 시)
	폴리실리콘	3\$/kg	12,629.7	12.6	21.5	87.1
	웨이퍼	12\$/m ²	4,099.9	4.1	7.0	28.3
	셀	0.04\$/W	48,113.2	48.1	81.8	332.0
	모듈	0.07\$/W	84,198.1	84.2	143.1	581.0
	수직계열화시		149,040.9	149.0	253.4	1,028.4
누적 세금감면액 (모듈)	2022(100%)			84.2	143.1	581.0
	2023(100%)			168.4	286.3	1,161.9
	2024(100%)			252.6	429.4	1,742.9
	2025(100%)			336.8	572.5	2,323.9
	2026(100%)			421.0	715.7	2,904.8
	2027(100%)			505.2	858.8	3,485.8
	2028(100%)			589.4	1,002.0	4,066.8
	2029(70%)			648.3	1,102.2	4,473.4
	2030(35%)			677.8	1,152.3	4,676.8
누적 세금감면액 (폴리+셀+웨이퍼+모듈)	2022(100%)			149.0	253.4	1,028.4
	2023(100%)			298.1	506.7	2,056.8
	2024(100%)			447.1	760.1	3,085.1
	2025(100%)			596.2	1,013.5	4,113.5
	2026(100%)			745.2	1,266.8	5,141.9
	2027(100%)			894.2	1,520.2	6,170.3
	2028(100%)			1,043.3	1,773.6	7,198.7
	2029(70%)			1,147.6	1,950.9	7,918.5
	2030(35%)			1,199.8	2,039.6	8,278.5

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 7월 29일)

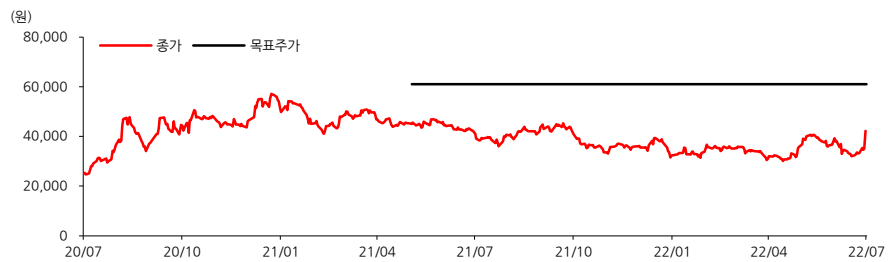
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화솔루션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.31	2021.05.31	2021.06.08	2021.07.14	2021.07.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2021.09.08	2021.09.30	2021.10.05	2021.10.14	2021.10.29	2022.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2022.01.12	2022.02.18	2022.03.10	2022.04.21	2022.04.29	2022.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2022.06.08	2022.06.29	2022.07.29			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	61,000	61,000	61,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	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		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%