



한화솔루션 (009830)

4Q22 Review: 태양광 종합 솔루션 기업으로 진화중

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 67,000원

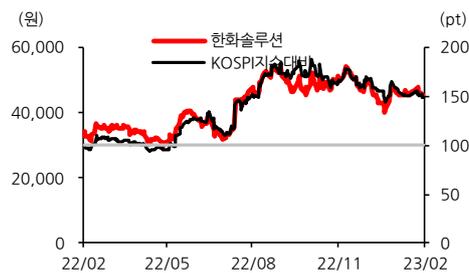
현재 주가(2/16)	45,500원
상승여력	▲47.3%
시가총액	87,032억원
발행주식수	191,278천주
52 주 최고가 / 최저가	54,600 / 30,050원
90 일 일평균 거래대금	702.78억원
외국인 지분율	26.6%
주주 구성	
한화 (외 4인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.2	-11.1	-4.9	34.8
상대수익률(KOSPI)	-6.3	-11.1	-2.6	44.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	10,725	13,654	15,041	15,211
영업이익	738	960	971	975
EBITDA	1,387	1,676	2,021	2,169
지배주주순이익	619	371	587	597
EPS	3,236	1,947	3,078	3,133
순차입금	4,625	6,696	6,641	7,026
PER	11.0	24.6	14.8	14.5
PBR	0.8	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.3	9.5	7.6	7.3
배당수익률	-	-	-	-
ROE	8.8	4.4	6.5	6.2

주가 추이



4Q22 OP 1,822억원(QoQ -48%), 일회성 비용 영향

한화솔루션 4Q22 영업이익은 1,822억원(QoQ -47.7%)으로 컨센서스 3,227억원을 -43.5% 하회했다. 감익의 주요 원인은 성과금 지급 및 정기보수 등 일회성 비용 약 1,200억원이 발생했기 때문이다. 신재생 영업이익은 성과금(400억원) 지급에도 불구하고 사상 최대치인 2,319억원을 시현했다. 발전사업 매각 이익(700억원)과, 판매량 증가, 운임 하락이 증익의 원인으로 작용했다. 그러나 화학은 -321억원으로 적자 전환했다. 성과금/정기보수에 따른 기회비용이 발생했으며, 수요 부진으로 주요 제품 수익성이 감소했기 때문이다.

1Q23 OP 2,207억원(QoQ +21.1%) 전망

1Q23 신재생 영업이익은 2,081억원(QoQ -10.2%)을 전망한다. 일회성 비용 소멸에도 불구하고, 계절적 비수기에 따른 판매량 감소와, 발전 사업 매각 이익(매출 1,000억원, 영업이익 100억원 전망) 축소 때문이다. 2023년 발전 사업 매각에 따른 예상 매출 규모는 1조원이며, 2~3Q에 집중될 예정이다. 화학은 중국 리오프닝 이후 수요 증가에 수익성이 점차 개선되어 85억원(QoQ 흑자전환)을 시현할 것으로 예상된다. 다만, 올해 CA 사업부 수익성은 에너지 가격 하락에 따라 유럽 생산량 늘어나며 다소 감소될 것으로 전망한다. 한화솔루션 1Q23 영업이익은 신재생 감익에도 불구하고, 화학 흑자전환에 힘입어 증익(2,207억원, QoQ +21.1%)을 전망한다.

종합 태양광 솔루션 기업으로 진화중

태양광 모듈 판매뿐만 아니라 동사는 꾸준한 발전 사업 개발 및 매각을 추진해 태양광 종합 솔루션 기업으로 나아갈 방침이다. 단기적으로 모듈 수익성은 결국 폴리실리콘/웨이퍼 가격 상승에 따라 다소 축소된 것으로 추정한다. 그러나 발전 사업 매각 OPM이 약 10%에 달할 것으로 전망돼 스프레드 축소 효과를 일부 상쇄할 것이다. 폴리실리콘은 수요 증가와 웨이퍼 가격 강세에 YTD +57.9% 상승했으나, 2023년 대규모 증설로 인해 결국 조정될 것으로 판단한다. 미국의 모듈 가격도 업스트림 하향 안정화에 따라 결국 하락할 것으로 예상하나, IRA 시행으로 수요 성장은 이어질 것으로 보여 견조한 수준 유지할 수 있을 것이다.

[표1] 한화솔루션 2022년 4분기 실적

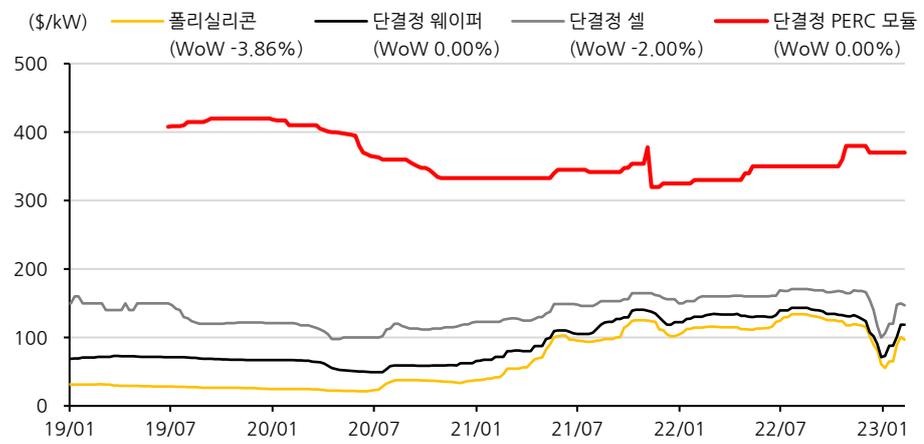
(단위: 십억 원)

	4Q21	3Q22	4Q22P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,963.1	3,365.7	3,928.8	3,689.4	3,627.2	132.6%	16.7%	6.5%	8.3%
영업이익	84.3	348.4	182.2	309.4	322.7	116.3%	-47.7%	-41.1%	-43.5%
순이익	-184.1	137.0	-105.9	71.6	169.8	적자지속	적자전환	-	-
영업이익률	2.8%	10.4%	4.6%	8.4%	8.9%	1.6%pt	-5.9%pt	-3.9%pt	-4.4%pt
순이익률	-6.2%	4.1%	-2.7%	1.9%	4.7%	3.5%pt	-6.8%pt	-4.6%pt	-7.4%pt

주: 4Q22 잠정실적 및 당사 추정치는 별도 기준. 컨센서스는 연결 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

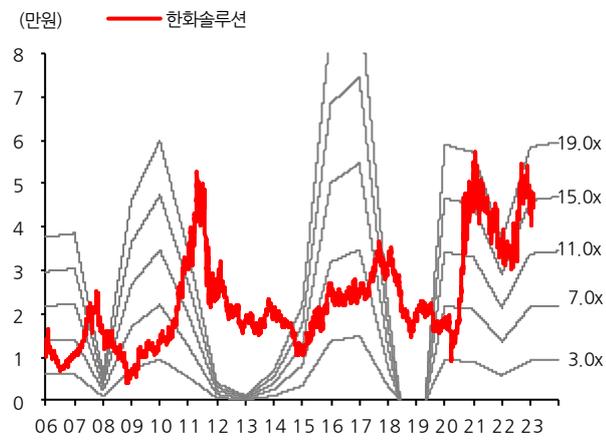
[그림1] 태양광 제품 가격 추이



주: 단결정 PERC 모듈 가격은 미국 가격 기준

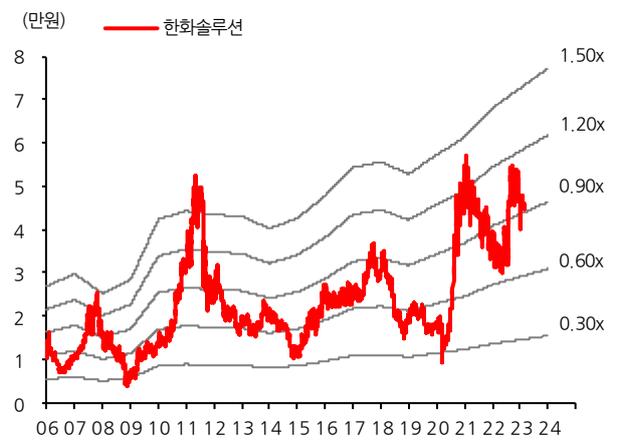
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화솔루션 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	2,970.3	3,389.1	3,365.7	3,928.8	3,628.1	3,891.6	3,922.8	3,598.1	10,725.2	13,653.9	15,040.6
QoQ(%)	0.2%	14.1%	-0.7%	16.7%	-7.7%	7.3%	0.8%	-8.3%			
YoY(%)	23.5%	22.0%	30.4%	32.6%	22.1%	14.8%	16.6%	-8.4%	16.6%	27.3%	10.2%
케미칼	1,548.1	1,604.1	1,469.9	1,294.6	1,319.9	1,297.8	1,330.9	1,175.4	5,364.0	5,916.7	5,124.0
태양광	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,828.5	2,194.9	2,190.1	2,031.1	3,568.5	5,568.5	8,244.5
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	278.8	275.2	276.5	267.5	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	220.7	255.4	281.4	213.6	738.3	966.2	971.0
영업이익률(%)	5.3%	8.2%	10.4%	4.6%	6.1%	6.6%	7.2%	5.9%	6.9%	7.1%	6.5%
QoQ(%)	87.4%	75.9%	25.4%	-47.7%	21.1%	15.7%	10.2%	-24.1%			
YoY(%)	-38.0%	25.6%	95.3%	116.2%	39.8%	-8.1%	-19.2%	17.2%	24.3%	30.9%	0.5%
케미칼	257.6	228.0	119.7	-32.1	8.5	70.3	90.2	64.8	1,046.8	573.2	233.8
영업이익률(%)	16.6%	14.2%	8.1%	-2.5%	0.6%	5.4%	6.8%	5.5%	19.5%	9.7%	4.6%
태양광	-114.2	35.2	197.2	231.9	208.1	189.0	188.5	158.0	-328.5	350.1	743.7
영업이익률(%)	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	11.4%	8.6%	8.6%	7.8%	-9.2%	6.3%	9.0%
첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	4.8	4.9	5.1	4.8	9.7	35.3	19.5
영업이익률(%)	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	2.3%	7.9%	4.8%
리테일	9.0	3.6	7.7	17.0	3.0				28.9	37.3	3.0
영업이익률(%)	7.3%	2.7%	6.1%	11.3%	3.8%				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
자분법손익	-6.3	55.2	-70.7	-80.1	-26.5	-5.3	6.5	11.6	258.5	-101.9	-13.7
당기순이익	103.1	244.5	138.6	-108.2	143.8	176.3	190.0	90.3	616.3	378.0	600.4
지배순이익	100.9	239.0	137.0	-105.9	140.7	172.5	185.9	87.6	619.1	371.1	586.6
순이익률(%)	3.4%	7.1%	4.1%	-2.7%	3.9%	4.4%	4.7%	2.4%	5.8%	2.7%	3.9%

자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	9,195	10,725	13,654	15,041	15,211
매출총이익	1,926	2,196	2,800	2,896	2,922
영업이익	594	738	960	971	975
EBITDA	1,190	1,387	1,676	2,021	2,169
순이자손익	-180	-127	-177	-208	-256
외화관련손익	32	-88	-272	0	30
지분법손익	139	206	-39	-40	-10
세전계속사업손익	452	855	577	770	787
당기순이익	302	616	378	600	614
지배주주순이익	309	619	371	587	597
증가율(%)					
매출액	-2.8	16.6	27.3	10.2	1.1
영업이익	29.4	24.3	30.0	1.2	0.4
EBITDA	16.6	16.6	20.8	20.6	7.3
순이익	흑전	104.3	-38.7	58.8	2.3
이익률(%)					
매출총이익률	20.9	20.5	20.5	19.3	19.2
영업이익률	6.5	6.9	7.0	6.5	6.4
EBITDA 이익률	12.9	12.9	12.3	13.4	14.3
세전이익률	4.9	8.0	4.2	5.1	5.2
순이익률	3.3	5.7	2.8	4.0	4.0

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	1,070	991	-708	1,986	1,805
당기순이익	302	616	378	600	614
자산상각비	595	649	716	1,050	1,194
운전자본증감	-129	-191	-1,670	271	-35
매출채권 감소(증가)	111	-21	-330	193	-38
재고자산 감소(증가)	-26	-692	-1,341	317	-62
매입채무 증가(감소)	12	507	44	-252	49
투자현금흐름	-43	-1,655	-1,519	-1,943	-2,201
유형자산처분(취득)	-865	-780	-934	-1,825	-2,108
무형자산 감소(증가)	8	-6	-9	-18	-21
투자자산 감소(증가)	0	4	-7	-11	-11
재무현금흐름	-887	1,076	2,349	2,010	2,003
차입금의 증가(감소)	-631	-157	1,780	2,010	2,003
자본의 증가(감소)	-62	1,325	-21	0	0
배당금의 지급	-33	0	0	0	0
총현금흐름	1,174	1,317	953	1,715	1,841
(-)운전자본증가(감소)	4	-173	1,504	-271	35
(-)설비투자	884	813	949	1,825	2,108
(+)자산매각	27	28	6	-18	-21
Free Cash Flow	313	705	-1,494	143	-324
(-)기타투자	-689	1,238	735	88	60
잉여현금	1,002	-533	-2,228	54	-385
NOPLAT	447	532	629	757	761
(+) Dep	595	649	716	1,050	1,194
(-)운전자본투자	4	-173	1,504	-271	35
(-)Capex	884	813	949	1,825	2,108
OpFCF	154	541	-1,109	254	-189

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	4,958	6,074	8,657	10,231	11,969
현금성자산	1,391	1,794	2,131	4,196	5,814
매출채권	1,459	1,634	2,289	2,096	2,134
재고자산	1,432	2,232	3,762	3,446	3,507
비유동자산	10,179	12,524	14,059	14,900	15,886
투자자산	3,349	4,491	5,349	5,398	5,448
유형자산	6,416	6,452	7,046	7,853	8,800
무형자산	414	1,581	1,663	1,649	1,638
자산총계	15,137	20,008	24,273	26,752	29,542
유동부채	5,251	5,788	7,850	7,831	8,115
매입채무	1,726	2,687	2,995	2,743	2,792
유동성이자부채	3,060	2,710	4,031	4,231	4,431
비유동부채	3,918	4,774	5,994	7,850	9,700
비유동이자부채	3,073	3,708	4,796	6,606	8,409
부채총계	9,170	11,806	15,220	17,113	19,306
자본금	821	978	978	978	978
자본잉여금	798	2,003	2,148	2,148	2,148
이익잉여금	4,430	5,051	5,533	6,120	6,717
자본조정	-120	127	66	66	66
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	5,968	8,201	9,053	9,639	10,236

12 월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,861	3,236	1,947	3,078	3,133
BPS	36,829	42,408	45,352	48,401	51,504
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,010	6,835	4,947	8,913	9,566
ROA(%)	2.0	3.5	1.7	2.3	2.1
ROE(%)	5.3	8.8	4.4	6.5	6.2
ROIC(%)	5.6	6.2	6.1	6.5	6.1
Multiples(x, %)					
PER	24.9	11.0	24.6	14.8	14.5
PBR	1.3	0.8	1.1	0.9	0.9
PSR	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
PCR	6.6	5.2	9.7	5.1	4.8
EV/EBITDA	10.5	8.3	9.5	7.6	7.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	153.7	144.0	168.1	177.5	188.6
Net debt/Equity	79.5	56.4	74.0	68.9	68.6
Net debt/EBITDA	398.6	333.4	399.6	328.6	323.9
유동비율	94.4	104.9	110.3	130.6	147.5
이자보상배율(배)	2.9	5.0	4.8	4.1	3.4
자산구조(%)					
투하자본	62.7	59.2	60.4	55.4	53.4
현금+투자자산	37.3	40.8	39.6	44.6	46.6
자본구조(%)					
차입금	50.7	43.9	49.4	52.9	55.6
자기자본	49.3	56.1	50.6	47.1	44.4

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 02월 17일)

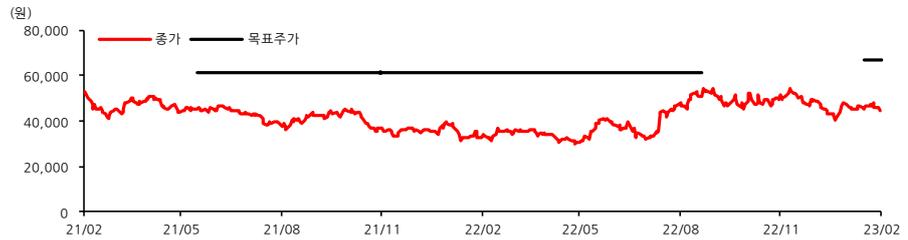
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

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]



[투자이견 변동 내역]

일 시	투자이견	투자등급변경	담당자변경	목표가격	2021.05.31	2021.05.31	2021.06.08	2021.07.14	2021.07.30
2016.08.12	투자이견	투자등급변경	담당자변경	목표가격	전우제	Buy	Buy	Buy	Buy
						61,000	61,000	61,000	61,000
2021.09.08	Buy	Buy	Buy	61,000	2021.10.05	2021.10.14	2021.10.29	2022.01.07	
					61,000	61,000	61,000	61,000	
2022.01.12	Buy	Buy	Buy	61,000	2022.03.10	2022.04.21	2022.04.29	2022.05.12	
					61,000	61,000	61,000	61,000	
2022.06.08	Buy	Buy	Buy	61,000	2022.07.29	2022.08.16	2023.01.31	2023.01.31	
					61,000	61,000	윤용식	Buy	
2023.02.17	Buy			67,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이견	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 투자이견 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%