



한화솔루션 (009830)

1Q23 Review: 태양광 종합 솔루션 기업으로서 Re-rating 필요

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

Buy (유지)

목표주가(유지) 67,000원

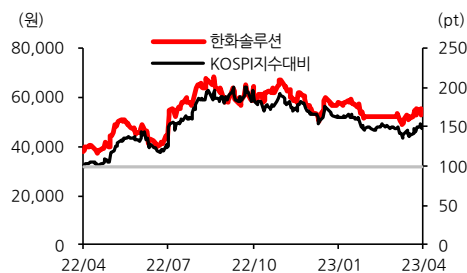
현재 주가(4/27)	51,200원
상승여력	▲30.9%
시가총액	88,009억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	68,119 / 37,490원
90 일 일평균 거래대금	820.01억원
외국인 지분율	24.6%
주주 구성	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%
BlackRockFundAdvisors (외)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.3	-11.6	-20.6	34.6
상대수익률(KOSPI)	-4.9	-12.1	-29.7	40.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	10,725	13,654	13,899	14,569
영업이익	738	966	1,175	1,548
EBITDA	1,387	1,642	1,858	2,367
지배주주순이익	619	359	584	932
EPS	3,236	1,884	3,067	4,893
순차입금	4,625	5,180	5,942	6,700
PER	13.7	28.5	16.7	10.5
PBR	1.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.3	8.2	8.0	6.6
배당수익률				
ROE	8.8	4.2	6.4	9.4

주가 추이



1Q23 OP 7,910억원. 컨센 +35%

1분기 영업이익은 2,966억원으로 컨센서스를 +35% 상회했다. 신재생 실적이 시장 기대치를 크게 상회하는 2,450억원을 시현, 서프라이즈를 견인했다. 해당 이익에는 발전사업 매각 수익(650억), AMPC(229억)이 포함됐다. 모듈 판매 매출 및 이익은 비수기로 인해 QoQ 감소했다.

1)신재생(OP: 2,450억원, QoQ +131억원): 계절적 비수기로 인해 모듈 판매량 감소했지만, 발전사업 매각 이익(650억원, OPM 39.3%)과 AMPC 반영(+229억원)으로 호실적 기록.

2)케미칼(OP: 337억원, QoQ +658억원): LDPE/TDI 등 일부제품 스프레드가 소폭 개선됐으며, 4분기 정기보수/성과급 지급에 따른 일회성 비용 약 -700억원 소멸로 흑자전환

3)첨단소재(OP: 217억원, QoQ +258억원): 4분기 일회성 비용 소멸 및 고객사 재고조정 종료 등에 의해 흑자전환

4)지분법(OP: 250억원, QoQ +1,051억원): 한화임팩트의 대우조선해양 인수계약 관련 파생상품 평가이익이 흑자전환에 기여. 해당 영향 제외 한다면 여전히 적자수준

태양광에너지 종합 솔루션 기업으로서 re-rating 필요

기존 태양광 부품 판매에 따른 이익뿐만 아니라, 발전사업 매각이익도 지난해부터 본격적으로 반영되기 시작했다. 2023년 해당 사업의 매출 가이드는 1조원이며, 이에 따라 관련 이익도 1,630억원(추정) 발생할 것으로 예상된다. 즉, 발전사업 매각으로 인한 매출과 영업이익 비중은 각각 15%, 16%로 무시할 수 없는 수준이다.

NEM 3.0 시행에 캘리포니아의 주택용 태양광 설치 둔화가 우려되는 상황이지만, 최근 동사의 주가 하락은 과도하다는 판단이다. 동사는 1) 동사의 모듈은 주택용 이외에도 Utility용, Commercial용 등으로 다양하게 판매되어 설치업체 대비 해당 정책의 영향이 제한적이며, 2) 발전사업 관련 이익을 고려하면 전체 신재생사업에 미치는 영향은 더욱 줄어들 것으로 예상하기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 6.7만원 유지

[표1] 한화솔루션 2023년 1분기 실적

(단위: 십억 원)

	1Q22	4Q22	1Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	2,970.3	3,928.8	3,088.6	3,124.1	3,149.9	4.0%	-21.4%	-1.1%	-1.9%
영업이익	157.9	182.2	296.6	201.6	220.1	87.9%	62.8%	47.1%	34.8%
순이익	100.9	-117.8	116.2	152.2	122.1	15.2%	후자전환	-23.6%	-4.8%
영업이익률	5.3%	4.6%	9.6%	6.5%	7.0%	4.3%pt	5.0%pt	3.2%pt	2.6%pt
순이익률	3.4%	-3.0%	3.8%	4.9%	3.9%	0.4%pt	6.8%pt	-1.1%pt	-0.1%pt

주: 1Q23 잠정실적 및 당사 추정치는 별도 기준. 컨센서스는 연결 기준

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

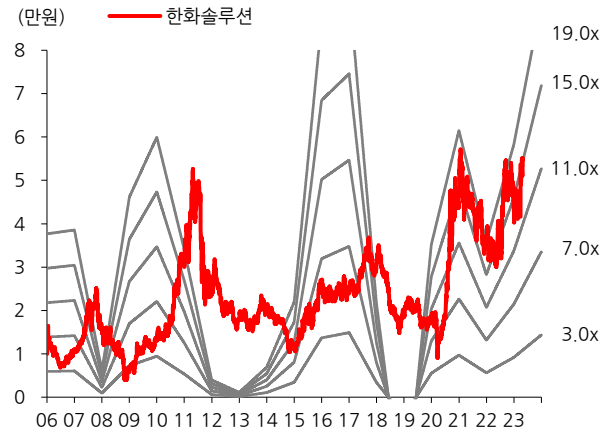
[표2] 한화솔루션 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	2,970.3	3,389.1	3,365.7	3,928.8	3,088.6	3,351.4	3,687.4	3,772.0	13,653.9	13,899.4	14,569.0
QoQ(%)	0.2%	14.1%	-0.7%	16.7%	-21.4%	8.5%	10.0%	2.3%			
YoY(%)	23.5%	22.0%	30.4%	32.6%	4.0%	-1.1%	9.6%	-4.0%	27.3%	1.8%	4.8%
케미칼	1,548.1	1,604.1	1,469.9	1,294.6	1,347.5	1,355.4	1,428.0	1,261.0	5,916.7	5,391.9	5,520.9
태양광	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,548.9	1,807.2	2,068.8	5,568.5	6,791.1	7,179.4
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	253.5	323.3	326.9	318.1	447.9	406.4	447.0
리테일	123.9	131.9	126.5	150.4					532.7		
기타	114.3	124.1	128.7	124.2	121.5	123.8	125.2	124.1	491.3	494.6	495.5
영업이익	157.9	277.8	348.4	182.2	271.4	279.4	310.8	313.4	966.2	1,175.0	1,548.4
영업이익률(%)	5.3%	8.2%	10.4%	4.6%	8.8%	8.3%	8.4%	8.3%	7.1%	8.5%	10.6%
QoQ(%)	87.4%	75.9%	25.4%	-47.7%	48.9%	3.0%	11.2%	0.8%			
YoY(%)	-38.0%	25.6%	95.3%	116.3%	71.9%	0.6%	-10.8%	72.0%	30.9%	21.6%	31.8%
케미칼	257.6	228.0	128.0	-32.1	33.7	23.5	43.8	52.3	581.5	153.3	401.2
영업이익률(%)	16.6%	14.2%	8.7%	-2.5%	2.5%	1.7%	3.1%	4.1%	9.8%	2.8%	7.3%
태양광	-114.2	35.2	197.2	231.9	245.0	241.4	246.8	268.3	350.1	1,001.5	1,096.2
영업이익률(%)	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	15.6%	13.7%	13.0%	6.3%	14.7%	15.3%
첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	21.7	23.4	22.6	6.8	35.3	74.5	86.2
영업이익률(%)	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	8.6%	7.2%	6.9%	2.1%	7.9%	18.3%	19.3%
리테일	9.0	3.6	7.7	17.0					37.3		
영업이익률(%)	7.3%	2.7%	6.1%	7.0%					7.0%		
기타	2.5	-13.1	-4.3	-30.5	-29.0	-8.9	-2.4	-14.0	-45.4	-54.3	-35.2
지분법손익	-6.3	55.2	-70.7	-80.1	25.0	-6.2	17.1	21.9	-101.9	57.8	155.6
당기순이익	103.1	244.5	138.6	-120.2	133.4	232.6	214.1	57.2	366.0	637.3	959.4
지배순이익	100.9	239.0	137.0	-117.8	116.2	209.4	203.4	55.5	359.1	584.5	932.5
순이익률(%)	3.4%	7.1%	4.1%	-3.0%	3.8%	6.2%	5.5%	1.5%	2.6%	4.2%	6.3%

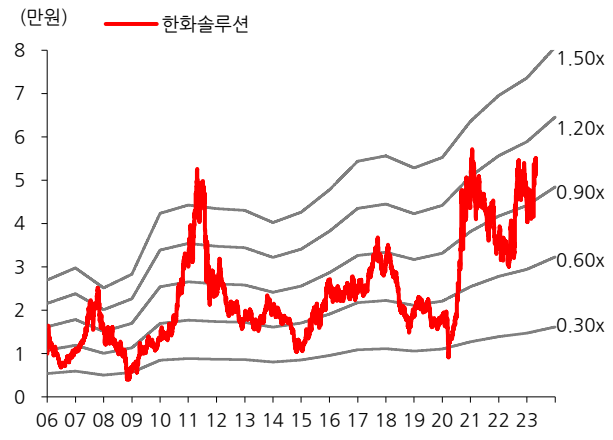
자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	9,195	10,725	13,654	13,899	14,569
매출총이익	1,926	2,196	2,801	2,954	3,413
영업이익	594	738	966	1,175	1,548
EBITDA	1,190	1,387	1,642	1,858	2,367
순이자손익	-180	-127	-191	-271	-319
외화관련손익	32	-88	-53	0	0
지분법손익	139	206	-116	0	0
세전계속사업손익	452	855	569	831	1,199
당기순이익	302	616	366	637	959
지배주주순이익	309	619	359	584	932
증가율(%)					
매출액	-2.8	16.6	27.3	1.8	4.8
영업이익	29.4	24.3	30.9	21.6	31.8
EBITDA	16.6	16.6	18.4	13.2	27.4
순이익	흑전	104.3	-40.5	73.9	50.5
이익률(%)					
매출총이익률	20.9	20.5	20.5	21.3	23.4
영업이익률	6.5	6.9	7.1	8.5	10.6
EBITDA 이익률	12.9	12.9	12.0	13.4	16.2
세전이익률	4.9	8.0	4.2	6.0	8.2
순이익률	3.3	5.7	2.7	4.6	6.6

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	1,070	991	116	915	1,736
당기순이익	302	616	366	637	959
자산상각비	595	649	675	683	818
운전자본증감	-129	-191	-1,626	-317	-41
매출채권 감소(증가)	111	-21	-400	-224	-50
재고자산 감소(증가)	-26	-692	-35	-402	-69
매입채무 증가(감소)	12	507	-812	293	61
투자현금흐름	-43	-1,655	-1,477	-1,687	-2,506
유형자산처분(취득)	-865	-780	-889	-1,567	-2,353
무형자산 감소(증가)	8	-6	-37	-60	-90
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	1,232	1,777
(-)운전자본증가(감소)	4	-173	957	317	41
(-)설비투자	884	813	903	1,567	2,353
(+)자산매각	27	28	-24	-60	-90
Free Cash Flow	313	705	-178	-712	-707
(-)기타투자	-689	1,238	1,215	49	51
잉여현금	1,002	-533	-1,393	-761	-758
NOPLAT	447	532	622	901	1,239
(+) Dep	595	649	675	683	818
(-)운전자본투자	4	-173	957	317	41
(-)Capex	884	813	903	1,567	2,353
OpFCF	154	541	-562	-280	-337

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	4,958	6,074	8,573	9,455	10,034
현금성자산	1,391	1,794	2,805	3,043	3,485
매출채권	1,459	1,634	2,280	2,504	2,554
재고자산	1,432	2,232	3,060	3,462	3,531
비유동자산	10,179	12,524	13,631	14,624	16,300
투자자산	3,349	4,491	5,107	5,156	5,207
유형자산	6,416	6,452	6,879	7,796	9,365
무형자산	414	1,581	1,644	1,672	1,728
자산총계	15,137	20,008	23,832	25,770	28,093
유동부채	5,251	5,788	6,808	7,135	7,231
매입채무	1,726	2,687	2,781	3,073	3,135
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	15,352	16,744
자본금	821	978	978	978	978
자본잉여금	798	2,003	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	4,430	5,051	5,561	6,146	7,078
자본조정	-120	127	61	-3	-3
자기주식	0	-21	-112	-112	-112
자본총계	5,968	8,201	9,897	10,417	11,350

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,861	3,236	1,884	3,067	4,893
BPS	36,829	42,408	46,364	49,068	53,914
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	7,013	6,837	8,854	6,405	9,237
ROA(%)	2.0	3.5	1.6	2.4	3.5
ROE(%)	5.3	8.8	4.2	6.4	9.4
ROIC(%)	5.6	6.2	6.2	7.7	9.4
Multiples(x, %)					
PER	31.1	13.7	28.5	16.7	10.5
PBR	1.6	1.0	1.2	1.0	0.9
PSR	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7
PCR	8.3	6.5	6.1	8.0	5.5
EV/EBITDA	10.5	8.3	8.2	8.0	6.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	153.7	144.0	140.8	147.4	147.5
Net debt/Equity	79.5	56.4	52.3	57.0	59.0
Net debt/EBITDA	398.6	333.4	315.5	319.7	283.1
유동비율	94.4	104.9	125.9	132.5	138.8
이자보상배율(배)	2.9	5.0	4.3	3.9	4.4
자산구조(%)					
투하자본	62.7	59.2	58.2	59.9	61.6
현금+투자자산	37.3	40.8	41.8	40.1	38.4
자본구조(%)					
차입금	50.7	43.9	44.7	46.3	47.3
자기자본	49.3	56.1	55.3	53.7	52.7

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 04월 28일)

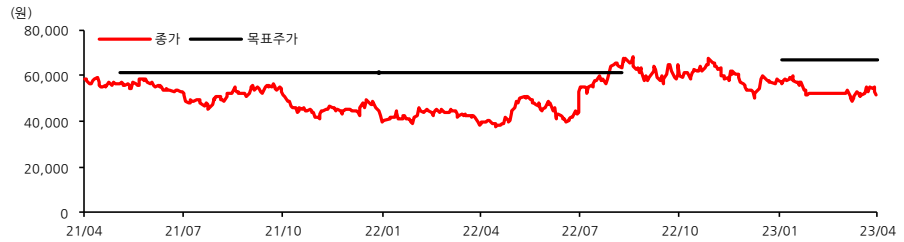
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

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 책임소체에 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	2022.08.16	2023.01.31	2023.01.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	윤용식	67,000
일 시	2023.02.17	2023.03.29	2023.04.28			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	67,000	67,000	67,000			

[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	-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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2023년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%