

## 새로운 도약 전 쉬는 시간

매수  
(유지)

목표가: 60,000원 ▼  
상승여력: 31.9%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

### 투자 의견

#### 매수의견 유지. 목표주가는 9% 하향한 6만원 제시

- 목표주가 하향 요인은 23년 태양광 모듈 가격 전망치 하향 조정 및 케미칼 시황 악화
- 태양광 산업에 대한 높은 성장성은 의심의 여지가 없음. 그러나 천연가스 및 전력 가격 하락과 폴리실리콘 가격 하락세로 인한 태양광 모듈 가격 하락은 반영 필요
- 신재생에너지: 국내 태양광 모듈 수출 가격 하락(-15%) 영향 반영. 다만, 1) 웨이퍼 가격 하락으로 인한 비용절감, 2) 23년 발전 프로젝트 매각(매출액 가이던스는 1조원), 3) 미국 모듈 증설로 인한 미국 판매 비중 확대 등을 통해 가격 하락 영향 상쇄 예상
- 케미칼 부문의 실적 개선 속도는 더딜 것으로 전망해, 23년 실적 전망치 하향 조정

### 4Q22 Review

#### 태양광은 괜찮았으나, 부진했던 케미칼

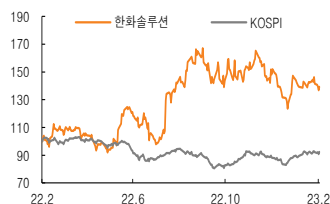
- 4Q22 영업이익 1,822억 원으로 컨센서스 44% 하회(전분기 대비 -48%)
- 전망치 하회 요인은 케미칼 부문의 부진 및 일회성 요인
  - 케미칼: -321억 원(적자전환 QoQ). PE 및 PVC 스프레드 축소
  - 일회성 요인: 성과급 및 정기보수 영향 등 총 1,000억 원 수준
- 신재생에너지: 2,319억 원(+18% QoQ). 발전 프로젝트 매각 대금 700억 원 포함

### 1Q23 Preview

#### 일회성 요인이 사라지면, 여전히 견조한 수익성 예상

- 1Q23 영업이익 2,162억원 전망(+19% QoQ)
- 일회성 비용 소멸로 총 영업이익은 개선 전망
- 신재생에너지: 발전 프로젝트 매각 이익 영향 축소 및 비수기 영향으로 감익 전망
  - 1분기 발전 프로젝트 매각 이익은 전분기 대비 600억 원 감소한 100억 원 예상
  - 출하량은 -9% QoQ, 모듈 가격과 원가는 전분기 대비 약보합 가정

### Key data



현재주가(23/2/16,원)	45,500	시가총액(십억원)	8,703
영업이익(22F,십억원)	966	발행주식수(백만주)	172
Consensus 영업이익(22F,십억원)	1,107	유동주식비율(%)	62.1
EPS 성장률(22F,%)	-41.4	외국인 보유비중(%)	26.6
P/E(22F,x)	22.2	베타(12M) 일간수익률	1.10
MKT P/E(22F,x)	11.8	52주 최저가(원)	30,050
KOSPI	2,475.48	52주 최고가(원)	54,600

### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2	-4.9	34.8
상대주가	-6.1	-2.7	48.7

### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	9,457	9,195	10,725	13,654	13,252	13,702
영업이익 (십억원)	459	594	738	966	1,011	1,603
영업이익률 (%)	4.9	6.5	6.9	7.1	7.6	11.7
순이익 (십억원)	-238	309	619	373	696	1,287
EPS (원)	-1,401	1,840	3,300	1,933	3,912	7,359
ROE (%)	-4.0	5.3	8.8	4.3	7.4	12.4
P/E (배)	-	25.2	10.8	22.2	11.6	6.2
P/B (배)	0.5	1.3	0.8	0.9	0.8	0.7
배당수익률 (%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022P	2023F
매출액	합계	2,970.3	3,389.1	3,365.7	3,928.8	3,154.2	3,449.6	3,433.1	3,214.8	10,725.2	13,653.9	13,251.7
	신재생에너지	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,362.4	1,629.3	1,591.8	1,353.1	3,568.5	5,568.5	5,936.6
	케미칼	1,549.2	1,599.2	1,466.2	1,294.6	1,302.1	1,285.1	1,298.6	1,329.4	5,364.0	5,909.2	5,215.2
	첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	262.3	299.6	312.7	277.6	938.9	1,152.2	1,152.2
	갤러리아	123.9	131.9	126.5	150.4	127.4	135.6	130.0	154.6	514.7	532.7	547.6
	기타	114.3	124.1	128.7	124.2	100.0	100.0	100.0	100.0	339.1	491.3	400.0
영업이익	합계	157.9	270.3	340.1	182.2	216.2	273.3	322.2	199.3	738.3	950.5	1,011.0
	신재생에너지	-114.2	35.2	197.2	231.9	139.6	178.5	190.0	148.1	-328.5	350.1	656.2
	케미칼	257.6	228.0	119.7	-32.1	61.7	88.5	123.4	47.4	1,046.8	573.2	321.0
	첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	7.2	2.2	2.3	-2.0	9.7	35.3	9.7
	갤러리아	9.0	3.6	7.7	17.0	7.6	4.1	6.5	10.8	28.9	37.3	29.0
	기타	2.5	-13.1	-4.3	-30.5	0.0	0.0	0.0	-5.0	-18.6	-45.4	-5.0
세전이익	125.4	334.5	222.5	-105.3	189.0	235.9	297.2	180.2	855.3	577.1	702.3	
당기순이익	100.9	239.0	137.0	-108.2	145.8	182.0	229.3	139.0	619.1	378.0	386.0	

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

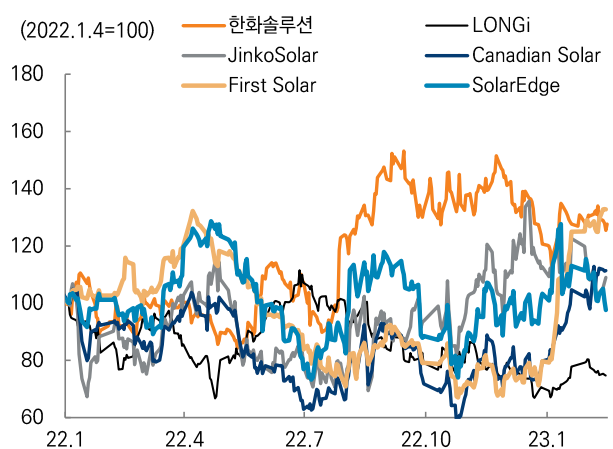
	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	899.0	12.4	11,147.9	글로벌 Peer(LONGi, Canadian Solar 등) 12MF EV/EBITDA 평균
케미칼	661.9	5.8	3,843.5	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	67.5	7.2	483.2	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
갤러리아	57.6	7.0	401.3	국내 Peer(현대백화점, 롯데쇼핑 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	비상장사 장부가액 30% 할인
계			15,986.3	
순차입금			4,476.3	차입금 7.2조 - 현금 2.7조
우선주 시가총액			102.2	
EV			11,407.8	
주식수(백만주)			191.3	
목표가			59,640	목표주가 60,000원

그림 1. 한국 태양광 Peer 상대주가 추이

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이

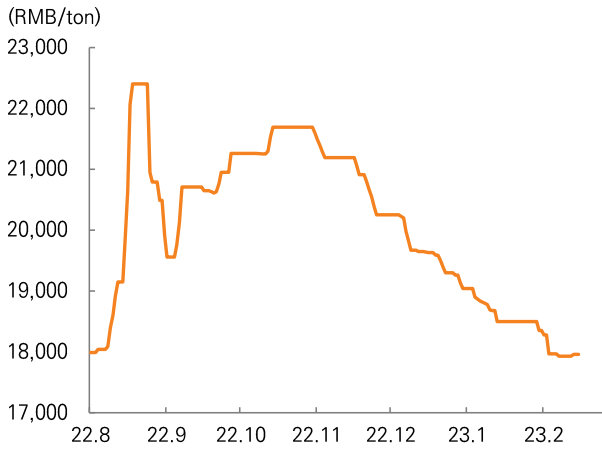


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터



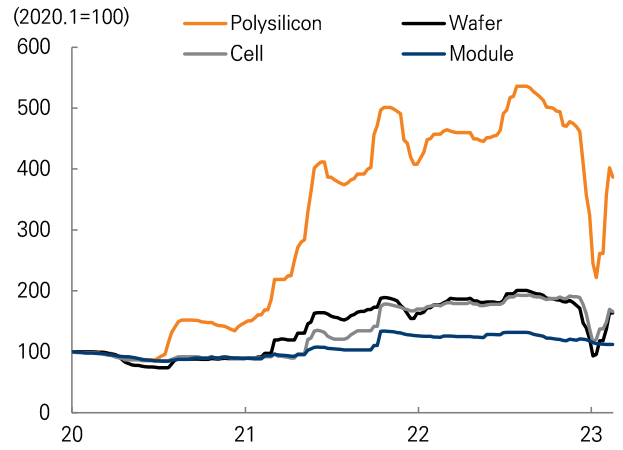
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



자료: Sunsirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



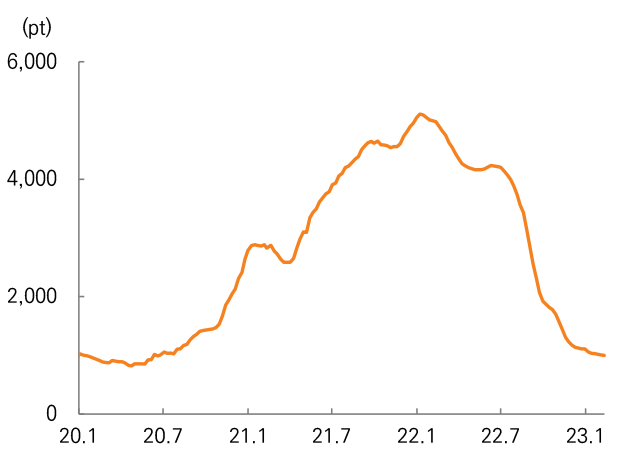
자료: PVInsight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내/중국 태양광 모듈 상대가격 추이



자료: FnGuide, PVInsight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



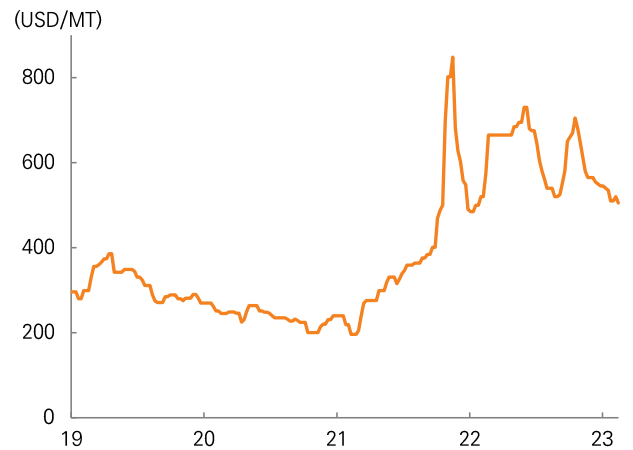
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

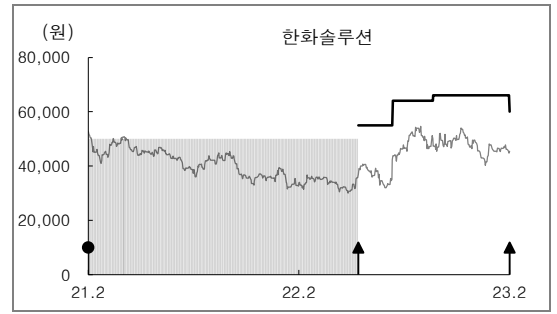
그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2023.02.16	매수	60,000	-	-
2022.10.07	매수	66,000	-27.70	-18.18
2022.07.29	매수	64,000	-23.83	-14.69
2022.05.30	매수	55,000	-33.48	-23.18
2020.11.25	분석 대상 제외		-	-



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

\* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.