

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com
(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com

009830 · 화학

한화솔루션

첫 단추를 잘못 꿰 24년 태양광 실적

(하향)

Trading Buy

목표주가

33,000원 ▼

상승여력

12.6%

현재주가(24/2/22)

29,300원

KOSPI	2,664.27	시가총액(십억원)	5,036	발행주식수(백만주)	172	외국인 보유비중(%)	23.6
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

Report summary

투자 의견 Trading Buy. 목표주가 33,000원으로 하향 조정

동사에 대한 투자 의견을 매수에서 Trading Buy로, 목표주가를 51,000원에서 33,000원으로 35% 하향 조정한다. 투자 의견과 목표주가를 낮춘 이유는 신재생에너지 부문의 부진이다. 1분기 신재생 부문 영업이익 가이드언스가 적자로 제시되어, 24년 분기별 전망치도 모두 하향 조정했다.

1Q24 및 24년 신재생에너지 실적 전망

동사 신재생에너지 부문의 1Q24 영업손익은 -456억원으로 적자전환을 전망한다. 동사는 신재생에너지 부문의 1Q24 가이드언스를 적자로 제시했으며, 모듈 판매량 감소 및 평가 하락을 이유로 밝혔다. 1분기 이후 실적 반등을 전망하지만, 높은 글로벌 재고 수준과 중국 태양광 수출량 증가로 인해 기존 실적 전망 경로로 복귀할 가능성은 낮다. 따라서 24년 전망치 또한 1.3조원에서 4,500억원으로 하향 조정한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.0	-20.6	-28.7
상대주가	-15.8	-25.0	-35.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	10,725	13,654	13,289	12,759	14,243
영업이익 (십억원)	738	966	605	373	1,728
영업이익률 (%)	6.9	7.1	4.6	2.9	12.1
순이익 (십억원)	619	359	35	23	276
EPS (원)	3,301	1,864	198	132	1,582
ROE (%)	8.8	4.2	0.4	0.3	3.2
P/E (배)	10.8	23.1	199.5	221.5	18.5
P/B (배)	0.8	0.9	0.8	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

실적 리뷰 및 전망

4Q23 Review: AMPC가 받쳐준 실적

한화솔루션의 4Q23 영업이익은 407억원으로 컨센서스를 78% 하회했다. 컨센 하회 요인은 태양광 모듈 사업 및 화학 수익성의 부진이다. 신재생에너지 부문의 영업이익은 1,505억원을 기록했다. 세부적으로는 AMPC 1,238억원, EPC 및 발전자산매각 361억원으로, 이 둘을 제외한 모듈 사업은 -85억원의 적자를 기록한 것으로 추정한다. 음성 공장 폐쇄에 따른 300여억원의 일회성 비용을 감안해도 시장 기대치를 하회하는 수익성이다. 화학 부문의 영업손익은 -793억원을 기록해 적자 전환했다.

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

		(십억원)										
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
매출액	합계	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,605.0	2,955.4	3,313.5	3,885.3	13,653.9	13,288.7	12,759.2
	신재생에너지	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	1,091.8	1,432.5	1,791.3	2,329.3	5,568.5	6,615.9	6,645.0
	케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,109.6	1,108.6	1,136.8	1,170.2	5,909.2	5,097.4	4,525.2
	첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	253.5	264.2	235.4	235.8	1,152.2	988.9	988.9
	기타	133.1	158.5	124.6	170.3	150.0	150.0	150.0	150.0	491.3	586.5	600.0
영업이익	합계	271.4	194.1	98.3	40.7	-49.5	34.6	188.3	200.1	950.5	604.5	373.5
	신재생에너지	245.0	138.0	34.7	150.5	-45.6	27.6	172.1	291.5	350.1	568.2	445.6
	케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-1.6	8.8	19.4	-59.1	573.2	59.5	-32.4
	첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	12.7	13.2	11.8	-2.4	35.3	64.3	35.3
	기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-15.0	-15.0	-15.0	-30.0	-45.4	-87.5	-75.0
세전이익	201.2	44.3	33.6	-381.1	-126.7	-30.5	125.2	135.9	569.2	-102.0	103.8	
당기순이익	116.2	7.1	5.9	-94.1	-28.2	-6.8	27.8	30.2	359.1	35.1	23.1	

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Preview: 신재생에너지 부문 1Q 가이드스, 적자

동사의 1Q24 영업손익은 -495억원으로 적자전환을 전망한다. 가장 크게 부정적인 영향을 미친 부문은 신재생에너지다. 동사는 신재생에너지 부문의 1Q24 가이드스를 적자로 제시했으며, 모듈 판매량 감소 및 판가 하락을 이유로 밝혔다. 이는 AMPC와 EPC(당사 추정치: 800억원과 90억원)의 실적을 포함한 적자로, 1분기 모듈 사업은 최소 900억원 이상의 적자를 낼 것으로 보인다. 결론적으로 1Q24 신재생에너지 부문의 영업손익은 -456억원으로 예상된다.

24년 신재생에너지 실적 전망치 하향 조정: 영업이익 1.3조원 → 4,500억원

동사의 신재생에너지 부문의 영업이익 전망치를 1.3조원에서 4,500억원으로 하향 조정한다. 하향 조정 요인은 태양광 모듈 가격 하락과 운임비 증가다. 미국 내 동남아 관세 면제 폐지 전까지 급격하게 늘어나고 있는 중국 태양광 수출 물량 때문에 공급은 증가하고 있으며, 고금리 때문에 수요는 약세가 지속되고 있다. 게다가 미국 및 유럽의 높은 재고 수준은 연내 가격 반등 폭을 제한할 것으로 예상된다.

투자의견

투자 의견 Trading Buy, 목표주가 33,000원으로 하향 조정

동사에 대한 투자 의견을 매수에서 Trading Buy로, 목표주가를 51,000원에서 33,000원으로 35% 하향 조정한다. 1분기 신재생 부문 영업이익 가이드스가 적자로 제시되어, 24년 분기별 전망치도 모두 하향 조정했다. 그리고 24년 신재생에너지 영업이익 전망치인 4,456억원에는 약 4,900억원의 AMPC도 포함되어 있으며, AMPC가 감소할 수 있는 우려 역시 리스크로 상존한다. 동남아 관세 면제 폐지 및 미국 증설이 순조롭게 진행되고 있는 점 등은 긍정적으로 볼 수 있으나, 유럽 및 미국의 재고 수준을 고려할 때 기존 실적 전망치의 경로로 복귀할 가능성은 낮다고 판단한다.

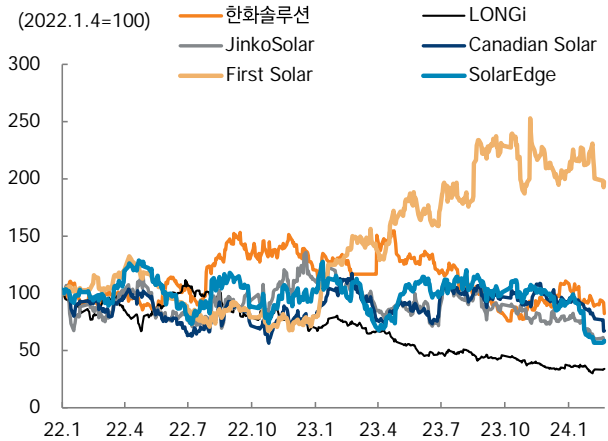
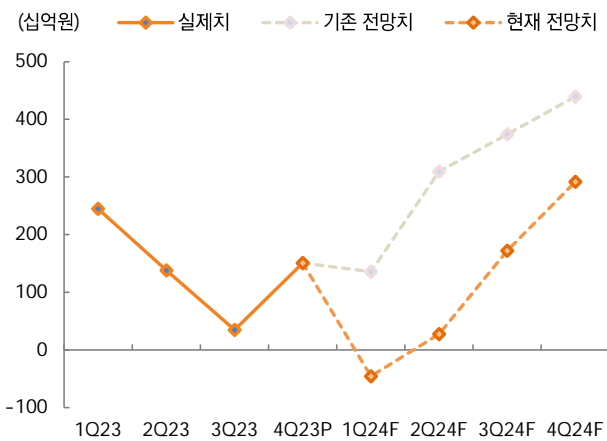
표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	973.1	7.1	6,909.2	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	708.2	6.4	4,532.7	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	160.8	9.1	1,463.4	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			13,015.6	
순차입금			7,265.9	차입금 9.3조 - 현금 2.1조
우선주 시가총액			59.7	
EV			5,689.9	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			33,102	목표주가 3.3만원 산출

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익의 전망치 변화

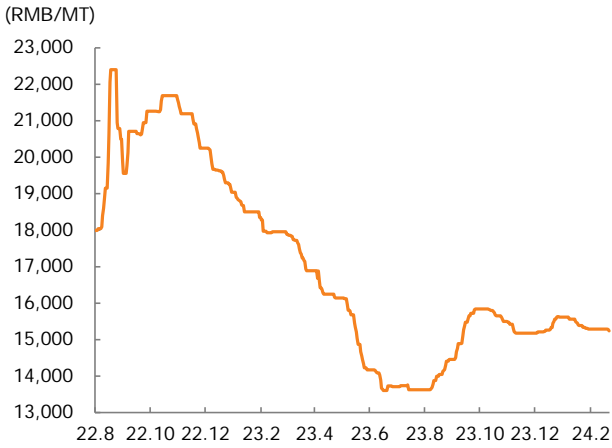
그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

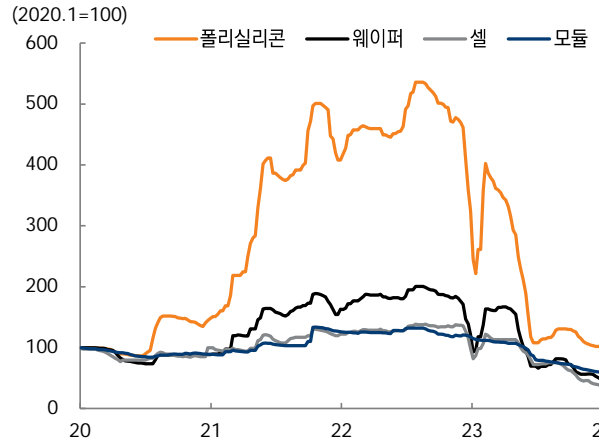
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



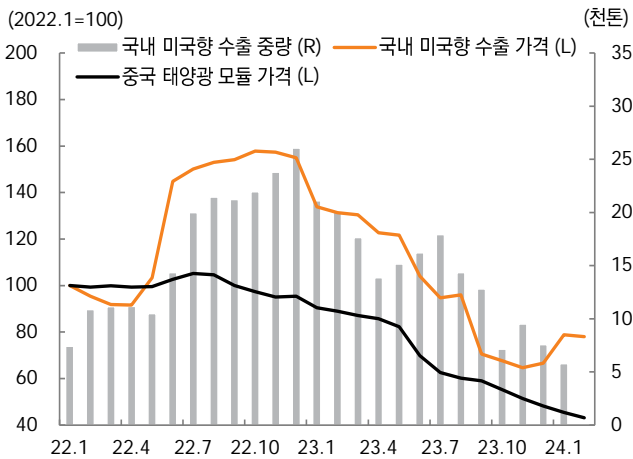
자료: SunSirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



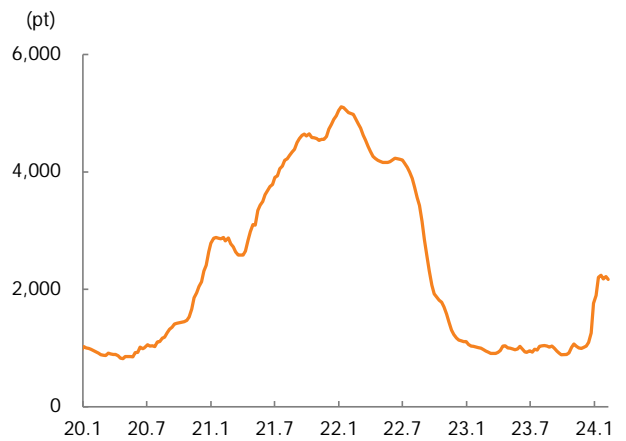
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내/중국 태양광 모듈 상대가격 추이



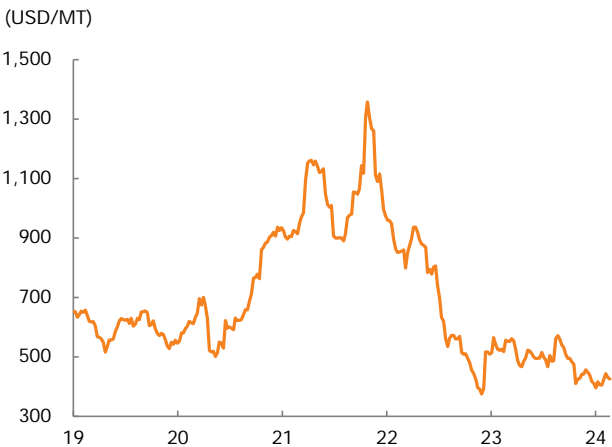
자료: KITA, PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



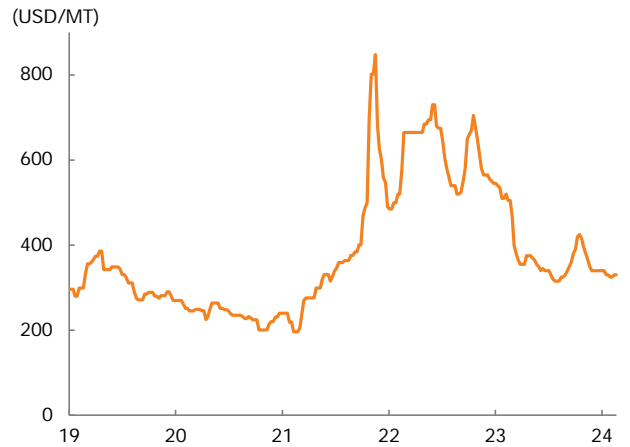
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	13,654	13,289	12,759	14,243
매출원가	10,853	11,022	10,723	10,853
매출총이익	2,801	2,267	2,036	3,390
판매비와관리비	1,835	1,662	1,662	1,662
조정영업이익	966	605	373	1,728
영업이익	966	605	373	1,728
비영업손익	-397	-707	-269	-486
금융손익	-193	-320	-437	-486
관계기업등 투자손익	-102	14	167	0
세전계속사업손익	569	-102	104	1,242
계속사업법인세비용	203	45	23	273
계속사업이익	366	-147	81	968
중단사업이익	0	-8	0	0
당기순이익	366	-155	81	968
지배주주	359	35	23	276
비지배주주	7	-190	58	692
총포괄이익	585	67	81	968
지배주주	580	66	66	785
비지배주주	4	1	15	183
EBITDA	1,642	1,290	1,295	2,720
FCF	-787	-2,662	-1,996	1,895
EBITDA 마진율 (%)	12.0	9.7	10.1	19.1
영업이익률 (%)	7.1	4.6	2.9	12.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	0.3	0.2	1.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	116	-328	1,204	2,495
당기순이익	366	-155	81	968
비현금수익비용가감	1,340	1,019	1,207	1,744
유형자산감가상각비	637	621	853	934
무형자산상각비	38	65	68	58
기타	665	333	286	752
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,626	-973	-11	118
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-400	-565	-9	95
재고자산 감소(증가)	-35	-1,196	-17	186
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-812	232	7	-80
법인세납부	-220	-336	-23	-273
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,477	-2,887	-3,160	-543
유형자산처분(취득)	-889	-2,320	-3,200	-600
무형자산감소(증가)	-37	5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-120	8	-2	24
기타투자활동	-431	-580	42	33
재무활동으로 인한 현금흐름	2,322	2,021	579	-958
장단기금융부채의 증가(감소)	1,566	2,275	1,001	-508
자본의 증가(감소)	317	-856	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	439	602	-422	-450
현금의 증가	965	-638	-1,225	1,152
기초현금	1,652	2,616	1,978	754
기말현금	2,616	1,978	754	1,906

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

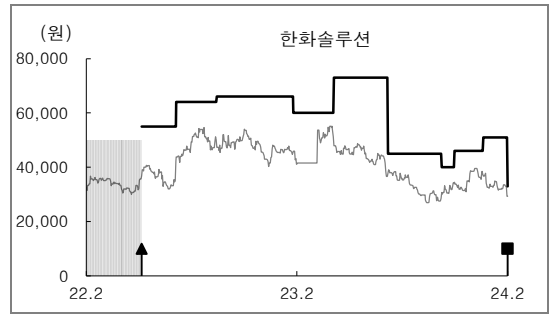
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,573	9,460	8,264	9,118
현금 및 현금성자산	2,548	1,978	754	1,906
매출채권 및 기타채권	2,196	2,361	2,370	2,269
재고자산	3,060	4,335	4,353	4,167
기타유동자산	769	786	787	776
비유동자산	13,634	14,315	16,609	16,046
관계기업투자등	3,745	3,688	3,703	3,545
유형자산	6,879	7,499	9,846	9,512
무형자산	1,644	1,722	1,653	1,595
자산총계	23,832	25,448	26,546	26,837
유동부채	6,808	7,469	8,482	7,843
매입채무 및 기타채무	2,388	2,410	2,418	2,338
단기금융부채	3,199	3,856	4,856	4,348
기타유동부채	1,221	1,203	1,208	1,157
비유동부채	5,685	7,290	7,294	7,256
장기금융부채	4,786	6,405	6,405	6,405
기타비유동부채	899	885	889	851
부채총계	13,935	16,240	17,257	16,579
지배주주지분	8,921	8,346	8,370	8,646
자본금	978	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,554	1,554	1,554
이익잉여금	5,561	5,618	5,641	5,917
비지배주주지분	976	862	919	1,612
자본총계	9,897	9,208	9,289	10,258

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	23.1	199.5	221.5	18.5
P/CF (x)	4.9	8.1	4.0	1.9
P/B (x)	0.9	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	8.8	12.2	12.5	5.6
EPS (원)	1,864	198	132	1,582
CFPS (원)	8,854	4,864	7,380	15,546
BPS (원)	46,887	48,538	48,670	50,252
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	27.3	-2.7	-4.0	11.6
EBITDA증가율 (%)	18.4	-21.4	0.4	110.0
조정영업이익증가율 (%)	30.9	-37.4	-38.2	362.6
EPS증가율 (%)	-43.5	-89.4	-33.2	1,095.9
매출채권 회전율 (회)	7.6	6.2	5.7	6.5
재고자산 회전율 (회)	5.2	3.6	2.9	3.3
매입채무 회전율 (회)	6.0	6.0	5.8	6.0
ROA (%)	1.7	-0.6	0.3	3.6
ROE (%)	4.2	0.4	0.3	3.2
ROIC (%)	5.9	7.7	2.0	8.6
부채비율 (%)	140.8	176.4	185.8	161.6
유동비율 (%)	125.9	126.7	97.4	116.3
순차입금/자기자본 (%)	52.3	87.0	110.2	83.7
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	1.5	0.8	3.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-	-
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25
2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29
2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
2022.10.07	매수	66,000	-27.74	-18.18
2022.07.29	매수	64,000	-23.83	-14.69
2022.05.30	매수	55,000	-33.48	-23.18



* 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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 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.