한화솔루션 BUY(유지)

009830 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	39,000원	현재주가(07/25)	25,500원	Up/Downside	+52.9%

2024. 07. 26

가이던스를 맞춰가기 시작

News

2Q 영업이익 -1,078억원, 추정 대비 케미칼 적자 심화, 신재생 부합: 한화솔루션의 2Q 영업이익은 -1,078억원으로 DB 추정치 -907억원을 하회했다. 신재생은 추정치와 유사했으나 케미칼 실적이 1Q와 유사한 적자 수준에 그치면서 추정치를 하회했다. 신재생은 출하량 반등(1Q 1.3GW→2Q 1.8GW), AMPC 증가, 발전매각 적자 폭 축소에 힘입어 -918억원을 시현했다.(QoQ+935억원) 케미칼 영업이익은 spread는 소폭 반등했으나 운임 상승 등의 영향으로 -174억원에 그쳤다.

Comment

가이던스를 맞춰가기 시작, 하반기 신재생 개선에 초점: 2Q 출하량 반등 폭이 가이던스에 부합했으며 연간 가이던스 역시 9GW로 유지되었다. 가이던스가 맞춰진다면 상반기 대비 하반기 출하량은 2배 가까이 증가한다.(1H24 3.1GW, 3QE 2.3GW) ASP는 1Q 대비 2~3% 하락(2Q $0.24/w)한 것으로 추정되는데 5월까지 동남아산 수입이 집중되었으며, 6월 이후는 관세유예가 종료되었기에 하반기 추가 ASP 하락 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 오히려 미국 수요 surprise에 따른 재고 소진, 동남아 추가 관세 여부(10/1 예비판정)에 따라 연말 전후 가격 반등 가능성이 크다고 판단한다. 3Q 영업이익은 전사 -261억원(신재생 -267억원)을 추정하는데 발전매각 이익이 4Q에 집중되고 3Q까지 적자가 유지될 것으로 예상되기에 신재생 흑자전환 시점은 4Q로 지연될 것으로 판단된다.

Action

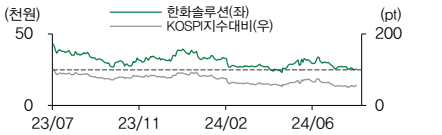
최악의 상황이 모두 반영된 시황, 비중확대 추천: 최대 8,000억원 규모의 신종자본증권 발행 공시로 재무 부담은 소폭 완화될 것으로 판단된다. 관세를 조정하는 과정에서 미국 내 재고가 급증했으나 이는 연말로 갈수록 빠르게 감소할 수 밖에 없다. 추가 관세 부과 시 미국 내 결정형 모듈 반등 속도가 빨라질 수 있으며 박막형 모듈과의 가격 차이가 좁혀질 수 밖에 없다. 하반기 금리 인하는 주거용/상업용 반등을 이끌어낼 것이며 전일 Enphase는 미국 수요가 반등할 것이라 언급했다. 4Q까지의 계절성, 미국 시황 반등 가능성을 근거로 목표주가 3.9만원, 비중확대 의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

FYE Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	13,131	13,289	11,982	13,477	15,077
(증가율)	22.4	1.2	-9.8	12.5	11.9
영업이익	924	605	-122	931	1,449
(증가율)	25.1	-34.6	적전	흑전	55.7
지배주주순이익	359	-208	-753	438	1,018
EPS	1,878	-1,194	-4,380	2,547	5,917
PER (H/L)	29.8/16.0	NA/NA	NA	10.0	4.3
PBR (H/L)	1.2/0.6	1.3/0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (H/L)	10.4/7.5	14.3/10.5	20.4	8.4	6.2
영업이익률	7.0	4.5	-1.0	6.9	9.6
ROE	4.2	-2.5	-10.1	6.0	12.7

Stock Data

52주 최저/최고	23,150/43,050원
KOSDAQ /KOSPI	797/2,711pt
시가총액	43,833억원
60日-평균거래량	2,090,037
외국인지분율	21.5%
60日-외국인지분율변동추이	-1.4%p
주요주주	한화 외 4 인 36.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-14.6	7.1	-40.8
상대기준	-12.6	3.9	-42.4

Analyst 한승재 02 369 3921 sjhan@db-fi.com

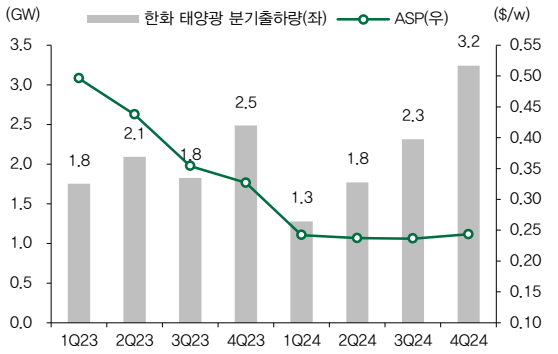
도표 1. 한화솔루션 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	2022	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E
연결 매출액	13,131	13,289	11,982	13,477	3,100	3,393	2,926	3,870	2,379	2,679	3,205	3,720
%YoY	*22.4*	*1.2*	*-9.8*	*12.5*	*8.9*	*4.1*	*-9.7*	*2.3*	*-23.3*	*-21.0*	*9.5*	*-3.9*
%QoQ					*-18.0*	*9.4*	*-13.8*	*32.3*	*-38.5*	*12.6*	*19.6*	*16.1*
신재생에너지	5,569	6,616	5,516	6,690	1,366	1,629	1,280	2,341	764	980	1,584	2,187
- 셀/모듈	4,979	4,566	2,933	3,612	1,201	1,304	878	1,183	421	575	804	1,132
- Downstream	590	2,050	2,583	3,078	165	325	402	1,158	343	405	780	1,055
케미칼	5,909	5,097	4,776	5,073	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,222	1,225	1,107
첨단소재	1,152	989	1,015	1,045	254	264	235	236	250	266	252	248
기타	501	587	675	668	133	159	125	170	143	211	143	179
영업이익	923.7	604.5	-122.3	930.7	271.4	194.1	98.3	40.7	-214.4	-107.8	-26.1	226.0
%YoY	*25.1*	*-34.6*	*적전*	*흑전*	*85.1*	*-28.7*	*-70.8*	*-75.8*	*적전*	*적전*	*적전*	*455.3*
%QoQ					*61.6*	*-28.5*	*-49.4*	*-58.6*	*적전*	*적지*	*적지*	*흑전*
신재생에너지	350.1	568.2	-11.3	704.2	245.0	138.0	34.7	150.5	-185.3	-91.8	-26.7	292.5
- 셀/모듈(AMPC제외)	280.1	264.9	-679.0	-342.1	157.1	109.7	7.5	-9.4	-236.0	-221.5	-154.6	-66.8
- AMPC		209.6	574.7	923.2	22.9	27.9	35.0	123.8	96.6	146.8	151.3	180.0
- Downstream	70.0	93.7	92.9	123.1	65.0	0.4	-7.8	36.1	-45.9	-17.1	-23.4	179.3
케미칼	588.9	59.5	-67.9	214.4	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.7	-17.4	1.5	-33.2
첨단소재	35.3	64.3	28.4	55.3	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	6.3	2.5
기타	-50.6	-87.5	-71.5	-43.2	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.0	-7.6	-7.2	-35.8
영업이익률	7.0	4.5	-1.0	6.9	8.8	5.7	3.4	1.1	-9.0	-4.0	-0.8	6.1
신재생에너지	6.3	8.6	-0.2	10.5	17.9	8.5	2.7	6.4	-24.3	-9.4	-1.7	13.4
케미칼	10.0	1.2	-1.4	4.2	2.5	3.7	4.3	-7.1	-1.5	-1.4	0.1	-3.0
첨단소재	3.1	6.5	2.8	5.3	8.6	8.0	6.8	2.2	4.2	3.4	2.5	1.0
기타	-10.1	-14.9	-10.6	-6.5	-21.8	-9.0	-6.7	-21.0	-14.7	-3.6	-5.0	-20.0

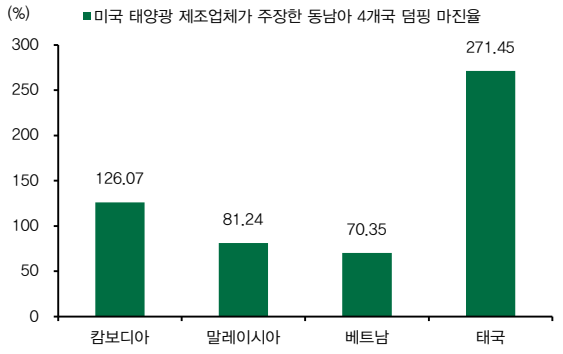
자료: 한화솔루션, DB금융투자

도표 2. 3Q24 이후 YoY 출하량 성장 재개



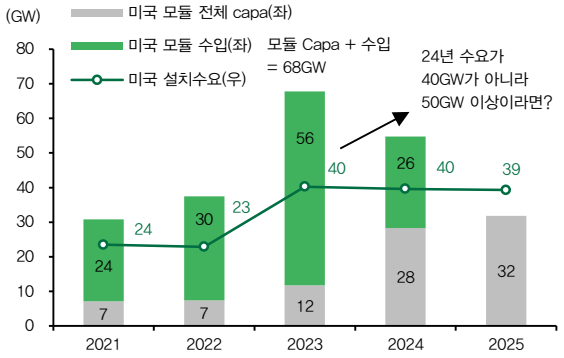
자료: 한화솔루션, DB금융투자

도표 3. 동남아 4개국 추가 관세 예비 판정 10월, 최종 12월



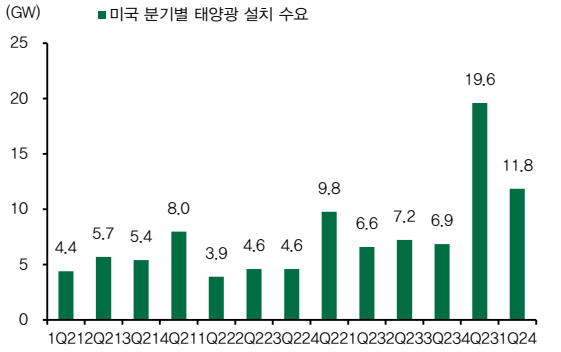
자료: 전미 태양광 제조 무역 연합, KOTRA, DB금융투자

도표 4. 연말로 갈수록 미국 내 재고는 빠르게 감소할 것



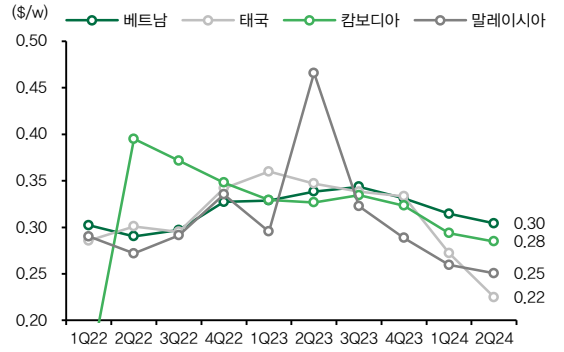
자료: US Census Bureau, SEIA, DB금융투자

도표 5. 미국 단기 설치수요 surprise 지속



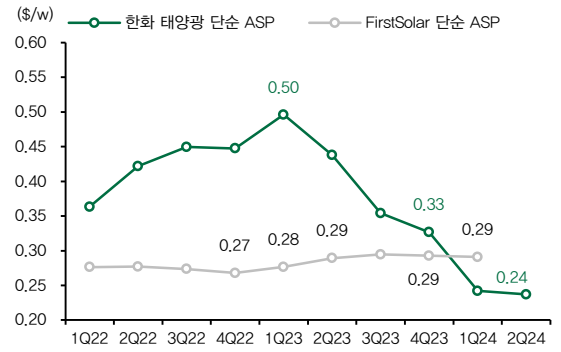
자료: SEIA, DB금융투자

도표 6. 미국 동남아 모듈 수입가격에 관세가 붙는다면?



자료: US Census Bureau, DB금융투자
주: HS CODE 841.43.0010 기준

도표 7. 이미 한화와 FirstSolar ASP는 역전, FirstSolar 25E ASP 가이던스는 $0.30으로 오히려 상승



자료: FirstSolar, 한화솔루션, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	**8,573**	**8,705**	**7,241**	**7,332**	**8,299**
현금및현금성자산	2,548	1,956	972	606	942
매출채권및기타채권	2,280	2,409	2,344	2,597	2,863
재고자산	3,060	3,297	2,996	3,209	3,590
비유동자산	**13,634**	**14,407**	**16,990**	**17,443**	**17,336**
유형자산	6,879	7,046	9,695	10,205	10,149
무형자산	1,644	1,768	1,702	1,644	1,594
투자자산	4,197	4,422	4,422	4,422	4,422
자산총계	**23,832**	**24,493**	**25,611**	**26,155**	**27,015**
유동부채	**6,808**	**7,689**	**8,539**	**8,639**	**8,445**
매입채무및기타채무	2,781	2,934	2,839	2,939	3,245
단기차입금및단기사채	2,443	2,947	3,947	3,947	3,447
유동성장기부채	560	841	841	841	841
비유동부채	**5,685**	**6,598**	**7,598**	**7,598**	**7,598**
사채및장기차입금	4,205	5,562	6,562	6,562	6,562
부채총계	**13,935**	**15,482**	**17,437**	**17,537**	**17,343**
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	4,586	5,007	6,007
비지배주주지분	976	1,163	1,079	1,102	1,156
자본총계	**9,897**	**9,011**	**8,174**	**8,618**	**9,672**

손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**13,131**	**13,289**	**11,982**	**13,477**	**15,077**
매출원가	10,732	11,050	10,033	10,217	11,021
매출총이익	**2,399**	**2,239**	**1,949**	**3,261**	**4,056**
판관비	1,475	1,634	2,071	2,330	2,606
영업이익	**924**	**605**	**-122**	**931**	**1,449**
EBITDA	**1,599**	**1,283**	**795**	**1,978**	**2,557**
영업외손익	**-374**	**-707**	**-714**	**-339**	**-40**
금융손익	-171	-321	-438	-432	-332
투자손익	-102	14	-134	95	294
기타영업외손익	-101	-400	-142	-2	-2
세전이익	**549**	**-102**	**-836**	**591**	**1,409**
중단사업이익	19	-8	0	0	0
당기순이익	**366**	**-155**	**-836**	**461**	**1,071**
지배주주지분순이익	359	-208	-753	438	1,018
비지배주주지분순이익	7	53	-84	23	54
총포괄이익	**585**	**-134**	**-836**	**461**	**1,071**
증감률(%YoY)					
매출액	22.4	1.2	-9.8	12.5	11.9
영업이익	25.1	-34.6	적전	흑전	55.7
EPS	-43.5	적전	적지	흑전	132.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	**116**	**518**	**915**	**1,456**	**1,869**
당기순이익	366	-155	-836	461	1,071
현금유출이없는비용및수익	**1,340**	**1,583**	**1,491**	**1,516**	**1,485**
유형및무형자산상각비	675	679	917	1,047	1,107
영업관련자산부채변동	**-1,626**	**-499**	**260**	**-391**	**-349**
매출채권및기타채권의감소	-400	-544	65	-253	-267
재고자산의감소	-35	-175	301	-213	-381
매입채무및기타채무의증가	-812	290	-95	100	306
투자활동현금흐름	**-1,477**	**-2,799**	**-3,341**	**-1,351**	**-647**
CAPEX	-903	-2,390	-3,500	-1,500	-1,000
투자자산의순증	-561	-211	-134	95	294
재무활동현금흐름	**2,322**	**1,609**	**1,442**	**-471**	**-886**
사채및차입금의 증가	1,566	1,784	2,000	0	-500
자본금및자본잉여금의증가	317	-913	0	0	0
배당금지급	0	0	-52	0	-17
기타현금흐름	3	14	-2	0	0
현금의증가	**965**	**-658**	**-986**	**-366**	**336**
기초현금	**1,652**	**2,616**	**1,958**	**972**	**606**
기말현금	**2,616**	**1,958**	**972**	**606**	**942**

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS	1,878	-1,194	-4,380	2,547	5,917
BPS	46,307	44,979	40,664	43,077	48,810
DPS	0	300	0	100	100
Multiple(배)					
P/E	22.9	NA	NA	10.0	4.3
P/B	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.0	12.1	20.4	8.4	6.2
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.5	-1.0	6.9	9.6
EBITDA마진	12.2	9.7	6.6	14.7	17.0
순이익률	2.8	-1.2	-7.0	3.4	7.1
ROE	4.2	-2.5	-10.1	6.0	12.7
ROA	1.7	-0.6	-3.3	1.8	4.0
ROIC	5.6	7.2	-0.9	4.8	7.0
안정성및기타					
부채비율(%)	140.8	171.8	213.3	203.5	179.3
이자보상배율(배)	4.6	1.5	-0.2	2.0	3.9
배당성향(배)	0.0	-32.7	0.0	3.7	1.6

자료: 한화솔루션 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2024-07-01 기준) – **매수**(93.4%) **중립**(6.6%) **매도**(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Buy**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Hold**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underperform**: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임
- **Overweight**: 초과 상승률 10%p 이상
- **Neutral**: 초과 상승률 -10~10%p
- **Underweight**: 초과 상승률 -10%p 미만

한화솔루션 현주가 및 목표주가 차트

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
22/02/21	Buy	54,000	-35.6	-21.8	24/01/23	Buy	45,000	-27.1	-22.2
22/07/29	Buy	59,000	-17.2	-7.5	24/02/23	Buy	35,000	-23.8	-17.0
22/09/26	Buy	65,000	-25.3	-20.0	24/04/29	Buy	30,000	-2.3	13.0
22/10/28	Buy	71,000	-32.3	-23.9	24/07/15	Buy	39,000	-	-
23/01/12	Buy	74,000	-38.4	-25.5					
23/07/28	Buy	64,000	-48.3	-39.0					
23/11/01	Buy	41,000	-16.8	-3.7					

주: *표는 담당자 변경