태양광

2025년 2~3월부터 의미 있는 회복을 전망

더 많은 리포트 보기

KB증권

배터리/화학/정유 Analyst 전우제
02-6114-2968 wchun@kbfg.com

2024년 4월 23일

Positive 유지

Recommendations	기준일: 2024년 4월 23일
한화솔루션 (009830)	Buy
현재주가: 24,550원	목표주가: 29,000원

주요 기관들의 2024년 태양광 산업 전망

BNEF는 2023년 태양광 설치량을 444GW (+76% YoY)으로 집계, 2024년 설치량은 574GW (+29% YoY)으로 전망했다. 기관별 2024년 설치 전망은 +12~29% YoY 이며, 보수적인 업계 특성을 감안, 이를 상회할 가능성이 높다. 2024년에도 미국은 태양광 위주의 신재생 증설이 예상된다. 유럽은 보조금 정책 부족으로 일부 설치 취소/지연되고 있으나, 중국 수입 의존도가 높아지며 미국과 유사한 Safeguard 정책과, 자국 보조금 지급에 대한 논의가 진행되고 있다. 이에, 성장성 유지될 것으로 기대한다.
다만, 2024년 Tier 1 폴리실리콘/모듈 Capa는 1.1TW/839GW로, 2023년 이상의 공급과잉이 전망된다. 특히 폴리실리콘은 2023년 대비 생산능력이 +81% 늘어나, Cost-Curve 밸런스 지점이 2023년 8.5$/톤 → 2024년 6.5$/톤으로 축소될 것으로 계산된다.

결론적으로 미국의 "동남아 우회 허용"이 종료되는 6월보다는, 현재의 높은 재고가 소진 되어야 하는 12월 이후 의미 있는 회복을 기대한다. 한화솔루션 (Buy, TP 29,000원)은 미국 생산 AMPC 수혜가 예상되나, 미국 내/외 경쟁에 기존 전망 대비 매출/마진 감소가 불가피하다. 무관세로 Bi-facial 모듈 수출하던 기업들도 하반기부터 14.25%의 관세를 지불해야 할 것이다. 반면, 태양광 공급과잉 및 수요 증가는 코팅재 (POE/EVA) 수요 증가로 이어져, POE Capa를 빠르게 확대 중인 DL (BUY, TP 65,000원)에 수혜다. POE/EVA 공급과잉 우려도 있으나, 지난 3~4년간 고마진을 유지해왔던 제품으로, 신규 On-Spec 경쟁사의 출현은 제한적일 것이다.

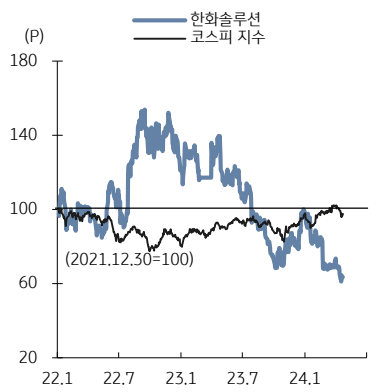
시황 회복 시점: (1) 미국 태양광 모듈 재고 조정 후 (2024년말~)

2024년 미국/유럽 태양광 설치량 38GW/62GW으로 가정, 모듈 재고일수는 1.2/1.5년으로 계산된다. 재고가 늘어난 이유는 ① 중국발 공급과잉 (Tier 1 Capa 839GW vs. 수요 574GW) 외에도, ② 미국이 태양광 설치량 확대를 위해, 2024년 6월 5일까지 중국 업체들의 동남아 우회를 허용한 것이 재고 확대로 이어졌다. 참고로, 미국의 2024년 1~2월 모듈 수입량은 8.4GW이다.
현재 (2022.6~) 중국은 미국에 태양광 모듈을 사실상 "무관세"로 수출 중이나, 2024년 6월부터는 관세 면제 정책이 종료된다. 미국은 중국 기업들에 약 70% (업체별 상이)의 관세를 부여할 것이며, AMPC Credit을 받는 미국 생산자들과 경쟁하게 될 것이다. 관세 부과 시, 중국산 모듈은 BEP 수준의 수출이 가능한 것으로 계산되어 수출 공세는 줄어들 것이다. 필요시, 미국은 언제든 추가 규제를 발표 할 수도 있어 보인다.

시황 회복 시점: (2) 금리 인하기 & 전력/가스 상승기

태양광 발전 사업 이익은 = [전력 생산량 x 가격] - [설치 비용 (이자)]로, 태양광 설치가 극대화 되는 시점은 금리 인하 & 전력/가스 상승기다. 2020~22년 태양광 산업이 급속도로 성장한 이유 중 하나다. IEA는 WACC +1%p 상승 시, 태양광 발전 비용이 +8% 증가하는 것으로 계산하는데, 개발도상국은 금리 외에도, 정치적 불확실성 때문에 WACC이 2~3배 높다. KB증권은 9월부터 금리인하를 전망, 블룸버그 컨센서스 (미국 기준금리)는 1Q~2Q24 5.50% → 3Q24 5.25% → 4Q24 5.00% 인하를 전망한다.

한화솔루션 vs. KOSPI 지수



자료: Quantiwise, KB증권

Contents

I. 주요 기관들의 2024년 전망 3

II. 회복 시점 (1): 미국 태양광 모듈 재고 조정 후 7

회복 시점 (1-1): 미국-동남아 우회 수출 여파 8

III. 회복 시점 (2): 금리 인하기 10

회복 시점 (2-1): 9월부터 연내 2차례 금리 인하 전망 11

IV. 회복 시점 (3): 전력비&가스 상승기 12

V. 기업분석: 한화솔루션 (009830) 13

I. 주요 기관들의 2024년 전망

2023년 태양광 설치량 (=모듈 수요)은 기존 402GW 전망 대비 높은 444GW (+76% YoY) 성장한 것으로 집계되었다 (BNEF, 2024.02.). 기관별 2024년 설치 전망은 +12~29% YoY 성장할 것으로 예측되고 있으나, 확정된 프로젝트 위주로 전망하는 업계 특성상, 2024~25년 전망치는 향후 상향될 가능성이 높다:

기관별 2024년 설치 전망

① BNEF (2024.02.): 2023년 444GW(+76% YoY) → 2024년 574 GW(+29% YoY) → 2025년 627GW(+9% YoY) → 2030년 880 GW
한편, BNEF가 추적하는 Tier 1 업체들의 폴리실리콘/모듈 생산능력은 1.1TW, 839GW로 공급과잉 상태다. 참고로 Tier 1 폴리실리콘 생산능력은 2023년 152만톤/년 → 2024년 275만톤/년으로 확대되며, 폴리실리콘 수급 밸런스 원가는 Cost-Curve 기준 2023년 8.5$/톤 → 2024년 6.5$/톤으로 축소될 것으로 전망했다.

② Solarpower Europe: 2023년 전망치를 256GW(2022.06.) → 341GW(2023.06.)으로 상향했는데, 실제치 (400~450GW)는 이를 크게 하회하고 있다. 당시 2024년 설치 전망은 +18% YoY로 전망했다. 유럽 내 설치량은 전망은 다음과 같다 (2023.12.): 2023년 56GW (+40% YoY) → 2024년 62GW (+11% YoY) → 2025년 74GW (+19% YoY)

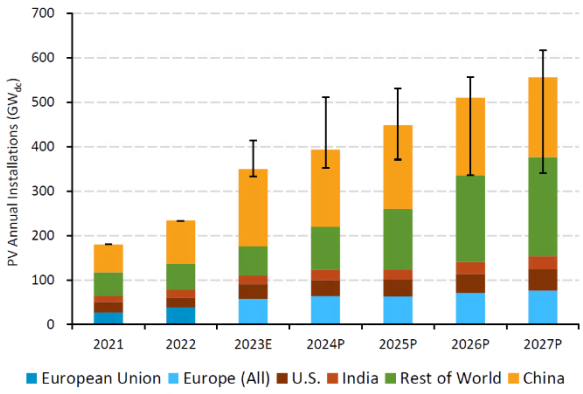
③ S&P Global은 2024년 Clean energy 투자가 800$b로, +10~20% YoY 늘어날 것으로 전망한다. 이중, 태양광이 55%이며, 태양광 외 수전해, ESS, CCUS 가 투자가 늘어날 것으로 전망했다. 다만, 2024년까지 모듈 공급과잉과 가격 인하는 심화 것으로 전망했다. 참고로, S&P가 추정하는 2023/24년 모듈 생산능력은 800/1100GW 수준이다.

그림 1. 태양광 설치 현황/전망 (NREL 취합)

중국 39%, 유럽 12%, 미국 9%, 인도 6%

YoY 성장률:
2023년 +50%, 2024년 +12%,
2025년 +14%, 2026년 +14%
2027년 +9%

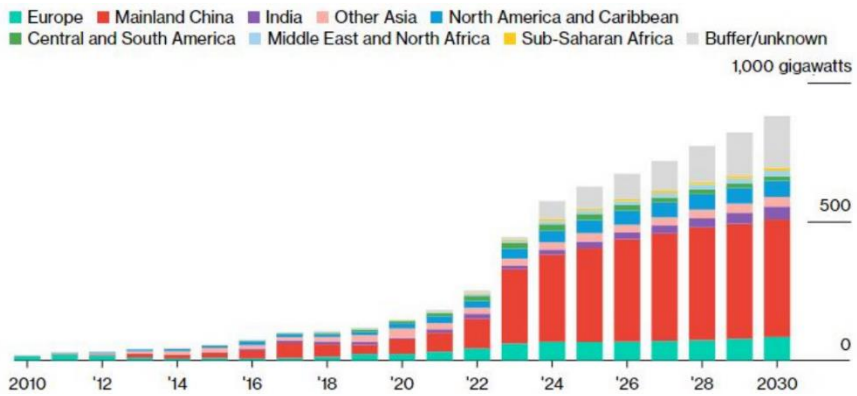
* 전망기관별 6개월간 2025년 추정치가 2~31% 상향됨



자료: NREL (2024.01.), KB증권

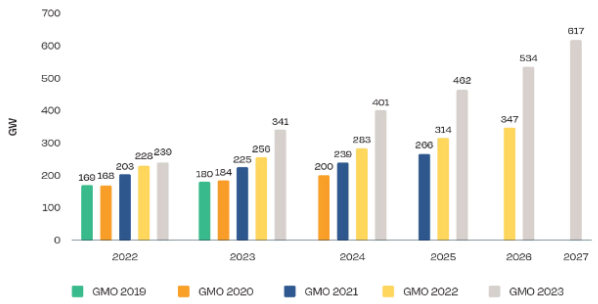
2024년 +29% YoY

그림 2. 태양광 설치 전망 (BNEF)



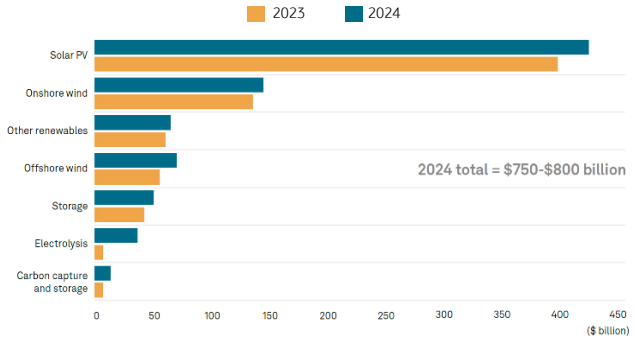
자료: BNEF (2024.02.), KB증권

그림 3. 글로벌 태양광 설치 전망 (Solarpower, 전망 시점별)



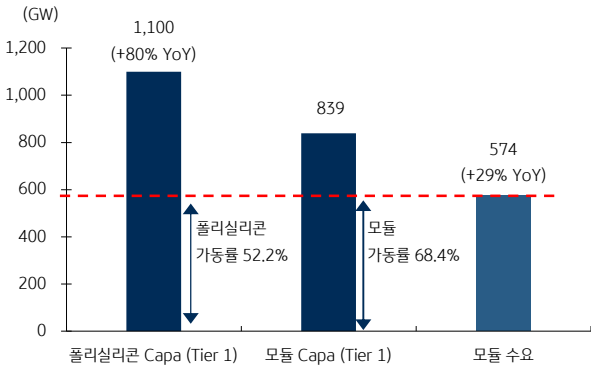
자료: SOLARPOWER EUROPE, KB증권

그림 4. 신재생 에너지 투자 (2023/2024년)



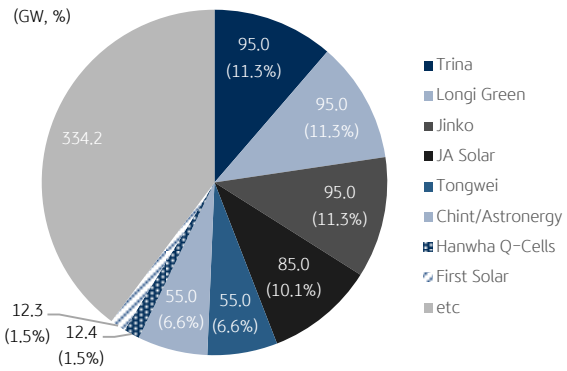
자료: S&P Global, KB증권

그림 5. 태양광 모듈 원가 구성 (2024년말)



자료: BNEF (2024.02.), KB증권

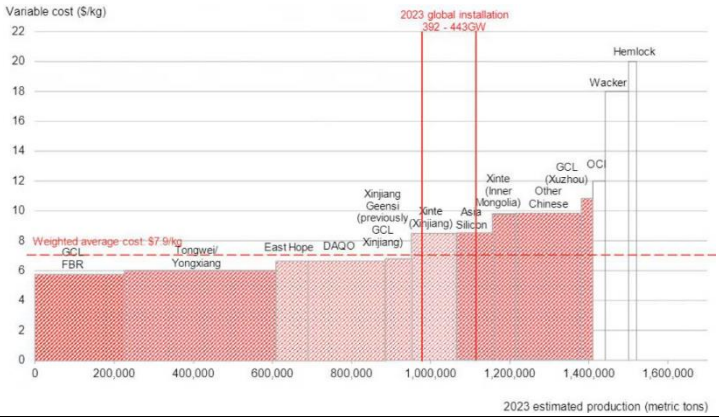
그림 6. Tier 1 태양광 모듈 (폴리실리콘) 2023년말 생산 능력



자료: BNEF (2024.02.), KB증권

수급 밸런스: 원가 기준 8.5$/kg

그림 7. 폴리실리콘 Cost Curve (2023년)

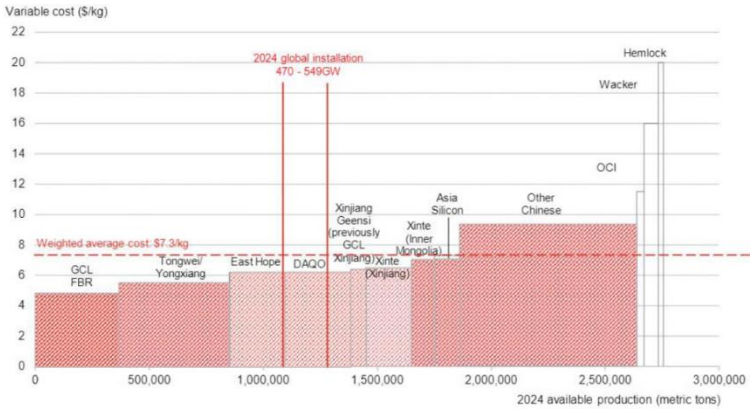


자료: BNEF (2024.02.), KB증권

주: 감가상각 제외, 분홍색 (신장 지역), 빈칸 (중국 외 지역)

수급 밸런스: 원가 기준 6.5$/kg

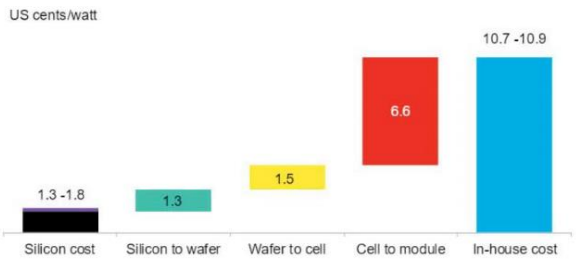
그림 8. 폴리실리콘 Cost Curve (2024년)



자료: BNEF (2024.02.), KB증권

주: 감가상각 제외, 분홍색 (신장 지역), 빈칸 (중국 외 지역)

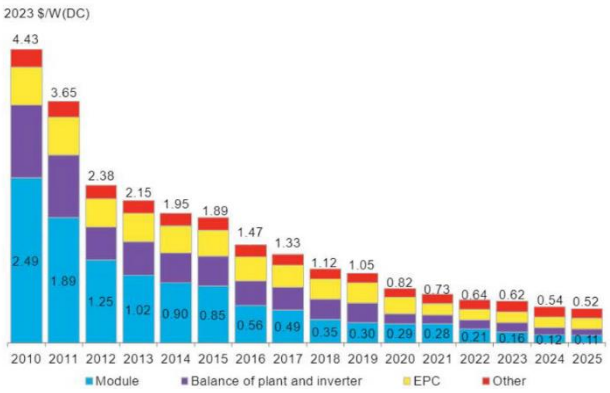
그림 9. 태양광 모듈 원가 구성 (2024년말)



Source: BloombergNEF. Note: Cash cost assumes the in-house production from polysilicon to modules by integrated solar makers. Depreciation and selling, general and administrative expenses are excluded. Purple range based on a polysilicon price of $6-7/kg. Assumes 2.14 grams/ polysilicon in 2024. $1=7 yuan when referring to cost level in mainland China factories.

자료: S&P Global, KB증권

그림 10. 태양광 시스템 원가 구성



자료: S&P Global, KB증권

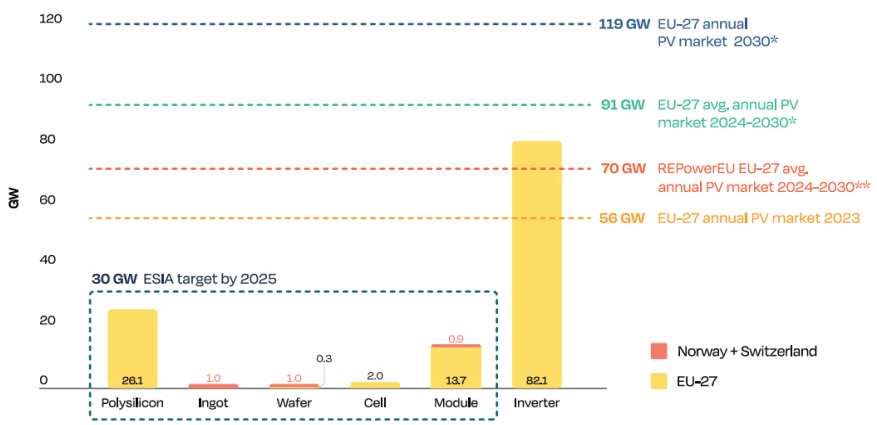
지역별 수요: 미국 성장 지속 vs. 유럽 성장 둔화?

유럽: 태양광 설치량은 2022 40GW (+42% YoY) → 2023년 56GW (+40% YoY) → 2024년 62GW (+11% YoY) → 2025년 74GW (+19% YoY)로 확대될 전망이다 (Solarpower EU, 2023.12.). 다만, 일부 태양광 프로젝트들이 지연/취소 되는 중으로 보도되고 있다. RepowerEU가 설정한 목표를 뒷받침할 보조금 정책이 부족한 것이 주 원인이다.
다만 유럽이 중국산 태양광에 Safeguard를 검토 중이고, 해당 세수로 유럽 기업에 보조금을 지급할 가능성도 있다. 더 이상 유럽은 세계 태양광 생산기지가 아니며, 공격적인 설치 목표와는 다르게, 현재 유럽의 태양광 부품 생산능력은 셀/모듈 2.0/14.6GW에 불과해, 중국 수입 의존도가 높기 때문이다.

미국: 풍력 위주의 신재생 증설에서, 가정용 태양광 위주의 성장으로 전환이 지속될 전망이다. 태양광 설치량은 2022년 22GW → 2023년 33GW로 → 2024년 36~40GW로 확대를 예상하며, EIA는 미국 전력 생산에서 태양광이 차지하는 비중을 2023년 4.0% → 2024년 5.6% → 2025년 7.0%로 확대 전망하고 있다.

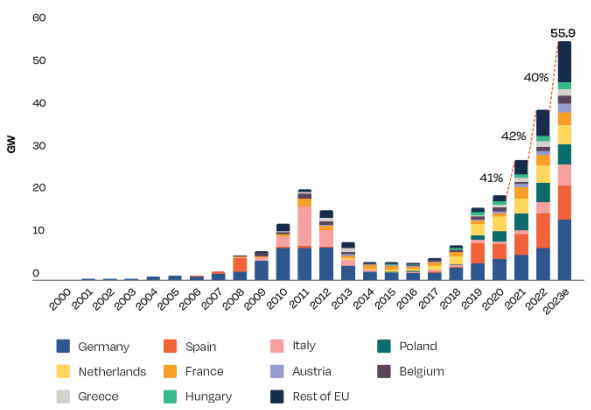
그림 11. 유럽 태양광 부품 생산능력 vs. 2024~30년 설치 목표 (70~91GW/년)

2023년 설치량: 56GW
2024~2030년 연평균 설치량: 70~91GW
(시나리오 별)



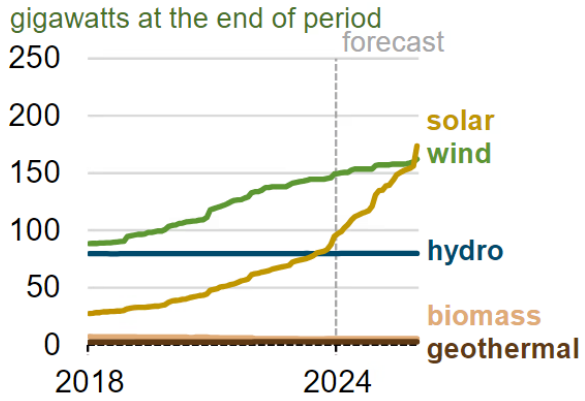
자료: Solarpower Euroupe, KB증권

그림 12. 유럽 태양광 설치량 추이



자료: Solarpower Euroupe (2023.12.), KB증권

그림 13. 미국 신재생: 태양광 위주의 성장을 전망



자료: EIA, KB증권

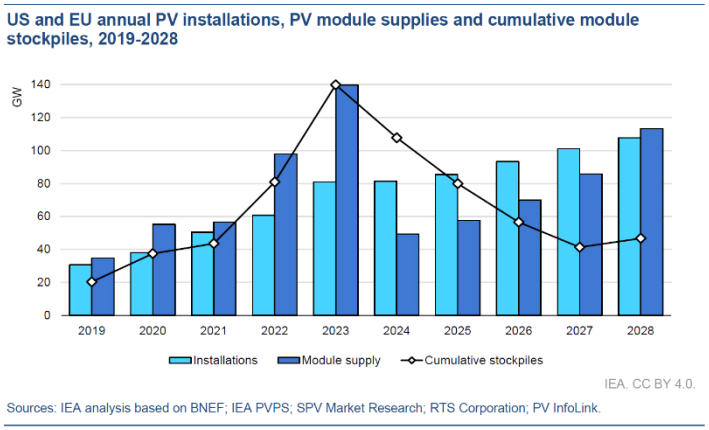
II. 회복 시점 (1): 미국 태양광 모듈 재고 조정 후

미국 IEA는 World Energy Outlook 2023 (2023.10.)에서 2023년말 미국/유럽 모듈 재고를 45GW/90GW로 예상했다. 2024년 미국/유럽 태양광 설치량이 36~40GW, 62GW로 전망되는 점을 감안, 재고는 1.2/1.5년 수준으로 계산된다.

재고가 늘어난 이유는 ① 중국발 공급과잉 (Tier 1 Capa 839GW vs. 수요 574GW)외에도, ② 미국이 태양광 설치량 확대를 위해, 2024년 6월 5일까지 중국 업체들의 동남아 우회를 허용한 것이 재고 확대로 이어졌다. 미국의 태양광 모듈 수입량은 2021년 23.5GW → 2022년 38.7GW → 2023년 45.3GW 로 확대되었다.

이러한 미국/유럽 재고 효과는 3Q부터 단계적으로 회복, 2025년 1Q부터 정상화될 것으로 기대한다. 이미 유럽에서는 재고 보관료 등을 이유로 재고가 조정되는 것으로 파악되고 있다.

그림 14. 미국 전력 발전원: 신재생 (태양광) 위주의 성장을 전망



자료: IEA, KB증권

회복 시점 (1-1): 미국-동남아 우회 수출 여파

중국 업체들의 동남아 우회 수출 (현재: 2022.6.6. ~ 2024.6.5.)

현재 중국은 미국에 태양광 모듈을 사실상 "무관세"로 수출 중이다. 2022년, 바이든은 태양광 수입업자들 (미국 태양에너지산업협회 등)의 의견을 수용, 트럼프 정권의 중국산 태양광 모듈 (중국산 웨이퍼 등 핵심부품 3개 이상이 포함된)에 대한 관세를 회피할 수 있는 "동남아 우회 수출"을 허용했기 때문이다.

미국은 태양광 설치량 확대를 위해 2022.6.6. ~2024.6.5. (2년간) 중국산 모듈이 "동남아를 우회" 수출될 경우, ① 반덤핑 (대부분 25.96% or 249.96%) 및 ② 상계 관세 (15.24%)를 면제하기로 발표했다. ③ 또한, 현재 미국은 외국산 고부가 양면형 (Bi-Facial) 모듈에 대해 Safeguard 관세 (SEC 201: 14.25%)를 면하고 있는데, 기술 확산으로 최근 바이페이셜 수입 비중이 98%까지 상승했다. 이에, 바이든은 4월 17일, 한화솔루션 (및 미국 내 생산 7개 기업)의 요청을 수용 할 것이라 밝혀, 향후 양면형 모듈에도 관세를 적용할 가능성이 높아졌다. ④ 미-중 불공정 수출 관세 (SEC 301: 25%)도 "중국 수출" 기준으로, 동남아시아 우회 수출 시 적용되지 않았다. ⑤ 다만, 중복 관세로 -10.54% 는 차감되는 것으로 계산된다.
*업체별 반덤핑 관세는 18.32~249.96%, 상계 관세는 14.78~15.97%로 상이

결과적으로 미국 수입량은 중 82%는 동남아시아가 한국 태양광 기업들에게는 아쉽지만, 결과적으로 미국은 해당 기간 설치량이 33GW로, +50% YoY 늘어났다.

중국 업체들의 동남아 우회 수출 (향후 시나리오)

2024.6.6.부터는, 관세 일시-면제 정책이 종료된다. 미국은 중국 기업들에 약 70% (①~⑤: 업체별 상이)의 관세를 부여할 것인데, 중국 모듈을 0.34$/W에 수출해야 관세 0.24$/W을 지불하고 0.10$/W (현재 중국 시세)에 판매 가능하다. 이들은 +0.07~0.17$/W의 AMPC Credit을 받는 미국 생산자들과 경쟁하게 될 것이다. 현재 기준 미국 모듈가격은 0.33$/W으로, 미국 업체들은 0.37~0.47$/W 생산 시 마진 확보 가능하다. 미국 생산 업체들에 유리하나, 필요시 미국은 언제든 추가 관세를 발표할 가능성도 있어 보인다.

1) 미국 모듈 가격 상승 제한적일 것: 중국 업체들의 모듈 판매 가격은 0.10$/W 수준으로, 미국의 70% 관세에도 제한적 수출 가능한 수준이다. 또한, 2021년 대비 2023년 늘어난 태양광 모듈은 21.8GW (23.5GW → 45.3GW)로, 2023년 Top Tier 생산능력 783GW의 2.8%에 불과하다. 다만, 한국 업체들의 주 판매처인 미국향 수출 공세는 줄어들 것이다. 미국-중국 모듈 Spread는 확대되겠다.

2) 미국 모듈 수요, 1Q25 회복 예상: 6월 6일부로, "동남아 우회 수출" 관세 면제가 종료되나, 5월 미국 태양광 재고는 여전히 45GW (1.2년치)가 남아 있을 것으로 예상된다. 2024년 1~2월에도 미국은 8.4GW를 수입해, 설치량을 초과한 것으로 파악되기 때문이다. 문제는 12월 5일까지 사용되지 않은 모듈은 관세를 부과해야 한다는 점이다. 최근 1년간 수입된 동남아 모듈은 37.7GW이며, 이중 80%가 우회 물량이라 가정할 경우, 6개월간 최소 30GW의 태양광 설치를 진행해야 하며, 12월초까지 신규 모듈에 대한 수요는 매우 낮을 수 있다. 또한 과도한 설치로 12월~2월은 신규 설치가 제한될 것으로 예상된다. 결국, 미국 내 생산업자 기준, 마진은 3Q24부터 점진적인 회복, 2025 3월 이후 본격적인 회복을 전망한다.

표 1. 미국의 태양광 관세 현황

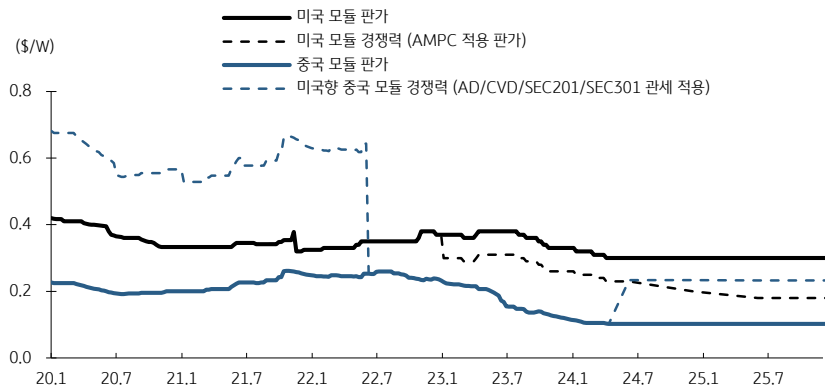
관련 법안	기간	셀/모듈 관세	셀/모듈 쿼터	적용대상
1) AD (반덤핑 관세)	2012.12~	18.32~249.96%	-	China
2) CVD (상계 관세)	2012.12~	27.64~49.79%	-	China
3) SEC 201 Safeguard (트럼프)	2018.2.7~2019.2.6	30.00%	2.5GW	All
	2019.2.7~2020.2.6	25.00%	2.5GW	
	2020.2.7~2021.2.6	20.00%	2.5GW	
	2021.2.7~2022.2.6	15~18.00%	2.5GW	
3) SEC 201 Safeguard (바이든)	2022.2.7~2023.2.6	14.75%	5.0GW	All 양면형 패널 (bifacial panels)은 면제 * 양면형 관세 부과 예정 (2024.4. "수용할 예정"으로 보도)
	2023.2.7~2024.2.6	14.50%	5.0GW	
	2024.2.7~2025.2.6	14.25%	5.0GW	
	2025.2.7~2026.2.6	14.00%	5.0GW	
4) SEC 301 List 2 (트럼프)	2018.8.23~ *List 2 항목으로 현재 "예외적용" 아님	+25%	-	China
5) UFLPA 신장위구르 강제노동방지법	2022.6~	수입 불가		China (위구르 지역)
중국 생산 모듈 (2H24~)	2024.6.~ (Bi-facial 관세 적용 가정)	-0.08$/W (bifacial 관세 가정, 69.45% 추정)		China
비-중국 생산 모듈 (2H24~)	2024.6.~ (Bi-facial 관세 적용 가정)	-0.015$/W (bifacial 관세 가정, 14.25%)		Ex-China
미국 생산 (2023~)	2024.6.~ (Bi-facial 관세 적용 가정)	1) -0.00$/W (미국 생산으로 무관세) 2) +0.07~0.17$/W (미국 생산 AMPC Credit)		US (한화솔루션, First Solar 등)

자료: USTR, 언론 보도, KB증권

2024.6~ 모듈 판가 하락하며,
~2022.7 대비 관세(%) 효과 줄어

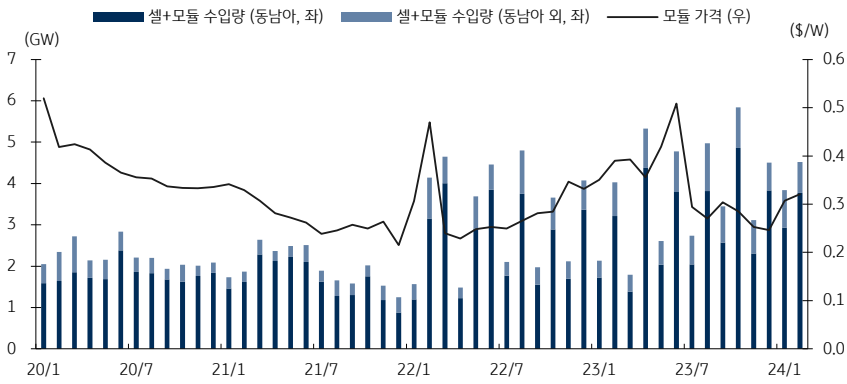
*주요 가정:
20~22년 Bi-facial 비중 40~66%,
2024년말 미국 폴리/웨이퍼/셀 생산 증가

그림 15. 미국 생산 vs. 중국산 수입 경쟁력



자료: IEA, KB증권

그림 16. 미국의 태양광 모듈 수입량



자료: USITC, KB증권

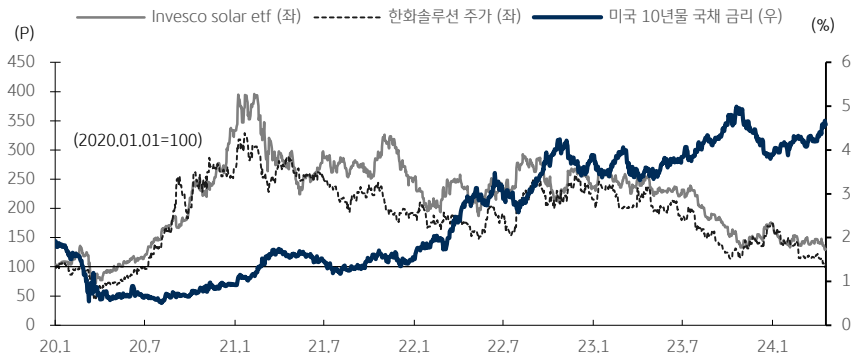
III. 회복 시점 (2): 금리 인하기

2020~21년 이후 계속되는 금리 인상과 에너지 가격 안정화도 태양광 산업/주가에 부정적이다. 태양광 발전은 설치 산업으로, 이익은 다음과 같이 계산되기 때문이다:

태양광 발전 이익 = [전력 생산량 x 가격] – [설치 비용 (이자)]

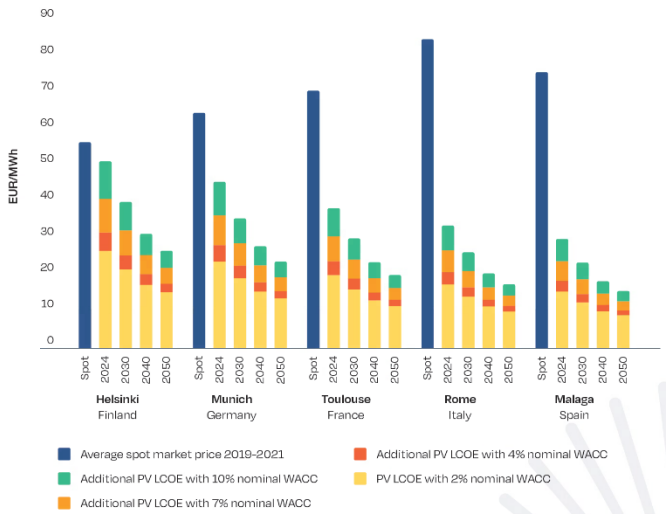
IEA에 따르면, WACC +1%p 상승 시, 태양광 발전 비용이 +8% 증가한다고 한다. 2020~21년 대비 2024년 금리가 3.0%p 가량 인상되었으니, 신규 태양광 발전 설치 수요는 둔화될 수밖에 없다. 선진국 보다 개발도상국이 더 문제다. 개발도상국(케냐, 남아공, 나이지리아, 브라질 등)은 금리가 높을 뿐만이 아니라, 정치적 불확실성 때문에 WACC이 2~3배 높기 때문이다. 향후 금리가 인하 시, 산업/주가 회복에 도움될 수 있겠다.

그림 17. 태양광 주가와 미국 10년물 국채 금리 상관관계



자료: Bloomberg, KB증권

그림 18. 유럽 태양광 LCOE (WACC 2~10% 구간별)

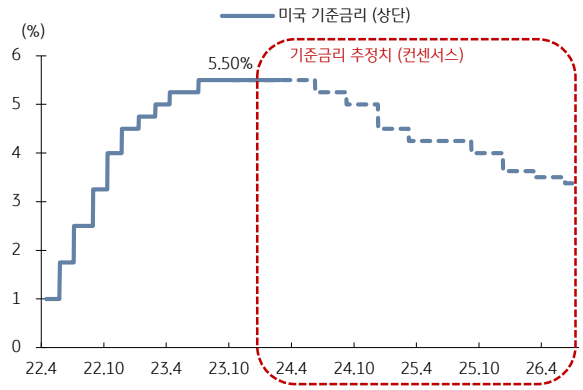


자료: SOLARPOWER Europe (2023.12.), KB증권

회복 시점 (2-1): 9월부터 연내 2차례 금리 인하 전망

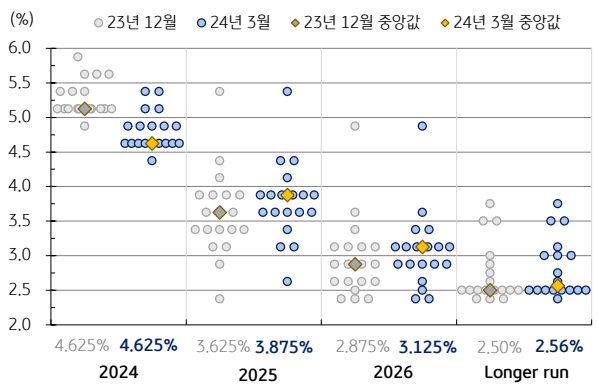
연초 시장은 연준이 3월 금리인하를 시작해 최대 7차례까지 금리인하를 단행할 것으로 예상한 바 있었다. 하지만, 견고한 경제지표와 물가가 3개월 연속 서프라이즈를 기록하면서 시장은 연준이 9월 한 차례 인하에 그치며, 올해에도 연준이 금리를 인하하지 않을 수 있다는 우려가 높아지고 있다 (4/18, 임재균). 연준 인사들의 매파적 발언에 6월 금리인상 가능성 대두되며 미국 10년물 국채수익률 또한 4.63% (+4.5bp)로 상승세를 보였다.
연준의 금리인하 기대감이 후퇴하는 점은 2023년과 유사하지만, 연준의 스탠스는 당시와 다르다. 2023년 연준은 금리인하 가능성을 배제했으며, 오히려 추가로 인상할 가능성을 언급했다. 올해에도 연준 위원들은 빠른 금리인하는 불필요하다고 언급하면서 과도한 금리인하에 대해 경계했으나 2023년처럼 금리인하 가능성을 완전히 배제하고 있지는 않아 금리인하 가능성을 인정했다. 오는 6월 연준의 점도표가 발표되면 3월과 비교해 연내 인하 가능성이 축소될 가능성은 높지만, 인하 가능성을 완전히 배제하지는 않을 것이다.
미국의 물가는 연초 이후 반등 (3개월 이동 평균의 연율화 기준)하고 있으며, 경제도 견고한 모습을 보이고 있다. GDPNow의 1분기 성장률 추정치는 2.8%로 여전히 견고한 모습을 보일 것으로 예상된다. KB증권은 미국의 더딘 물가 둔화세와 견고한 고용 등으로 금리인하는 9월에 시작해 연내 2차례 인하를 단행할 것으로 전망한다. 다만, 9월 FOMC와 11월 FOMC 사이에는 미국 대선 이벤트가 존재한다는 점은 우려 요인. 연준은 정치 이벤트와 상관없이 독립적으로 통화정책을 결정할 것이라고 예상하고 있지만, 이로 인해 금융시장과 경제에 미치는 영향까지 배제하지는 못하기 때문이다. 연준의 금리인하 시점이 더 지연될 가능성도 열어놔야 한다고 판단한다 (4/17, 임재균).
최근 들어 연준이 통화긴축 강도를 높일 수 있다는 우려가 높아지고 있다. 4월 베이지북에서도 고용은 소폭만 상승, 물가는 안정적이라는 평가가 이루어졌다. 그러나 인플레이션이 반등하지 않으면, 강한 경기만으로 긴축 강도가 높아지지는 않을 것이다. 신규 임차인 임대료 지수의 하락이 인플레이션 반등 우려를 낮출 전망이다(4/19, 김일혁).

그림 19. 미국 기준금리



자료: Bloomberg, KB증권
* 주: 기준금리 추정치는 Bloomberg 컨센서스

그림 20. 올해는 인하를 인정하고 있는 연준



자료: FRB, KB증권

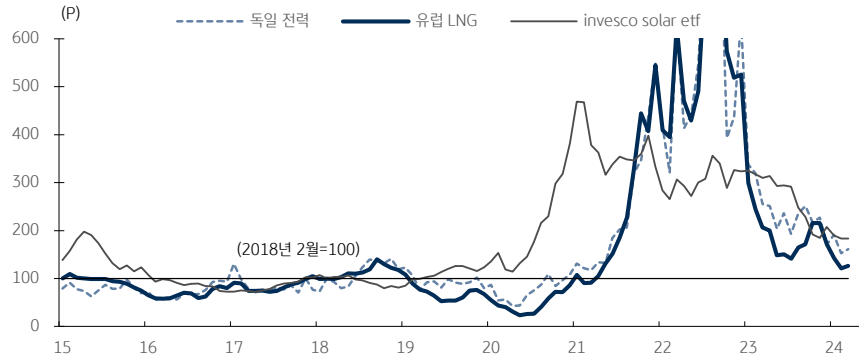
IV. 회복 시점 (3): 전력비&가스 상승기

가스/석탄 가격은 앞서 언급한 3가지 투자 지표 중 가장 연관성이 낮지만, 가스/원유 생산국들의 전쟁이 심화될 경우 의미있는 투자포인트가 될 수 있다.

태양광 발전 이익 = [전력 생산량 x 가격] - [설치 비용 (이자)]

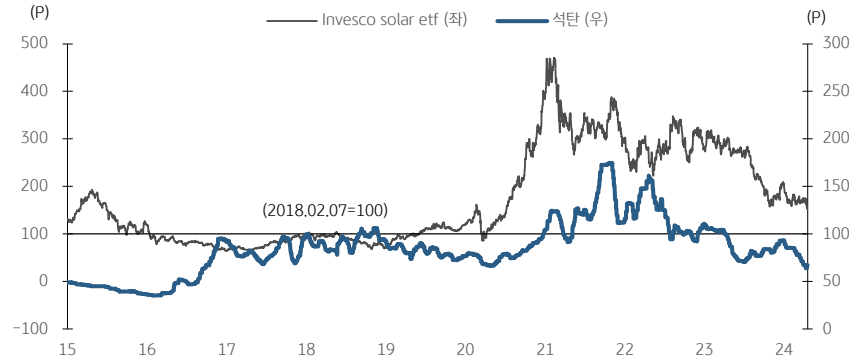
글로벌 전력 가격은 가스가 결정하는데, 가스/석탄 가격이 상승하는 경우, 신재생 에너지 경쟁력이 상승하게 된다. 러시아 전쟁 이후 급등했던 에너지 가격이, 태양광 설치를 늘리게 하는 원동력이 되었던 것이다. 다만, 에너지 절약 등으로 가스/석탄 가격이 빠르게 안정화 되고있는 점도 태양광 산업 주가 하락 요인으로 분석된다.

그림 21. 전기료/가스가격 vs. 태양광 주가



자료: Bloomberg, Ember, KB증권

그림 22. 석탄 가격 vs. 태양광 주가



자료: Bloomberg, KB증권

기업분석

한화솔루션 (009830)

한화솔루션 (009830)

본격적인 시황 회복은 1Q25를 예상

더 많은 리포트 보기

2024년 4월 23일

투자의견 Buy, 목표주가 2.9만원 (하향)

투자의견 Buy 유지하나, 목표주가는 4.6만원 → 2.9만원 (Upside +18.1%)으로 하향한다. 목표주가를 하향한 이유는 2024/25년 EPS 추정치를 3,848원/4,924원 → -147원/4,449원으로, 2024~28년 가중평균 ROE는 8.1%로 하향하며 Target P/B를 0.64배로 조정했기 때문이다 [표 4. 참고]. 태양광 모듈 사업부의 장기 영업이익률도 9.0% → 3.9%로 조정했다. 2024년 모듈 수요가 +29% 늘어나는 가정에도, 중국발 폴리실리콘/모듈 공급과잉 심화되어, 폴리실리콘/모듈 (Tier 1) 가동률은 52%/68%에 불과할 전망이기 때문이다. 이에, 원가/판가가 영구히 하락해 ① 매출액 체력 및 ② 마진 하락 지속 될 가능성이 높다.

기존 투자포인트 둔화

기존 투자포인트에서 변화는: ① 중국의 동남아 우회 수출 종료 (2024.06.) 직전 수입량 증가로, 미국내 재고는 오히려 확대 되었으며, 12월까지 소진을 위해 2024년 신규 모듈 수요는 크게 하락할 것으로 전망한다. ② 한화솔루션은 2024년 AMPC 5,435억원을 수령할 예정이나, 저가 중국산 공세에 모듈/케미칼 사업부 적자 -4,128억원이 이를 상쇄할 것으로 추정된다. ③ 한화솔루션의 미국 모듈 증설 (2Q23 1.7GW → 2Q24 8.4GW)은 여전히 긍정적이나, 중국 업체들도 (Trina 5GW, Canadian 5GW, Longi 5GW) 미국 증설을 진행, 미국 내 태양광 생산능력은 2021년 7GW → 2024년말 30GW 이상으로 확대될 예정이다.

1Q24, 시황 둔화 및 역래깅에 부진한 실적 전망

1Q24 영업이익은 -1,219억원 (신재생 -767억원, 케미칼 -410억원, 첨단소재 109억원)으로 추정한다. AMPC 871억원에도, 미국 내/외 판가가 와트당 3Q 0.37$/0.17$ → 1Q 0.32$/0.12$로 급락하며 시황둔화 및 역래깅 반영됐기 때문이다. 케미칼 실적은 4Q 바닥 후 적자 축소가 예상된다. 2024년 Capa는, ① 2Q24 미국 모듈 +3.3GW, 4Q24 미국 폴리/웨이퍼/셀 3.3GW 증설로 확대되었다. ② 급격한 미국 모듈 Capa 증설에, 2023년 6월부터 한국에서 모듈 (완제품)이 아닌 셀 (반제품) 상태로 수출, AMPC를 최대화 하는 전략을 취하고 있었는데, 4Q23 국내 모듈 설비 3.5GW 폐쇄로 셀 위주의 수출 전환이 예상된다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원)	29,000
Dividend yield* (%)	1.2
Total return (%)	16.7
현재가 (4/23, 원)	24,550
Consensus target price (원)	33,706
시가총액 (조원)	4.3

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

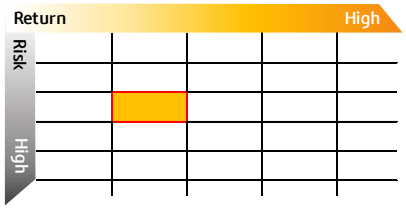
Trading Data

Free float (%)	60.0
거래대금 (3m, 십억원)	30.1
외국인 지분율 (%)	23.4
주요주주 지분율 (%)	한화 외 4 인 36.5
	BlackRock Fund Advisors 외 12 인 6.3

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.1	-22.1	-15.4	-54.1
시장대비 상대수익률	-5.3	-27.4	-24.8	-56.5

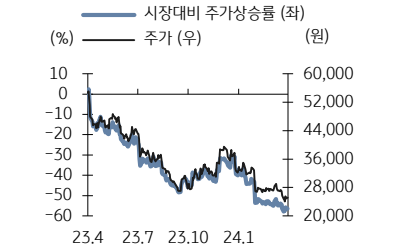
Risk & Total Return (annualized over three years)



Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	13,289	13,318	14,166	14,117
영업이익 (십억원)	605	212	1,249	1,418
지배주주순이익 (십억원)	-208	-26	776	945
EPS (원)	-1,172	-147	4,449	5,415
증감률 (%)	적전	적지	흑전	21.7
P/E (x)	N/A	N/A	5.6	4.6
EV/EBITDA (x)	12.0	15.8	7.2	6.7
P/B (x)	0.9	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	-2.5	-0.3	9.5	10.7
배당수익률 (%)	0.8	1.2	1.2	1.2

Stock Price & Relative Performance



자료: 한화솔루션, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	38,000원 (12M Fwd. P/B 0.8배)
Base-case Scenario (목표주가)	29,000원 (12M Fwd. P/B 0.6배)
현재주가	24,550원
Bear-case Scenario	20,000원 (12M Fwd. P/B 0.4배)

Base-case Scenario: 향후 주가 동인

1) 태양광 성장률 +12~29%
2) 2024년-25년 수요 개선에 따른 NCC 마진 400~500달러/톤 (중/하단)

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

1) 태양광 성장률 +30% 이상
2) 2024년-25년 수요 강세에 따른 NCC 마진 500달러/톤 이상 (중/상단)

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

1) 태양광 성장률 +0~12%
2) 2024년-25년 수요 부진에 따른 NCC 마진 400달러/톤 이하 (하단 이탈)

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	14,127	13,446	13,318	14,166	-5.7	5.4
영업이익	1,362	1,670	212	1,249	-84.5	-25.2
지배주주순이익	796	1,068	-26	776	-103.2	-27.3

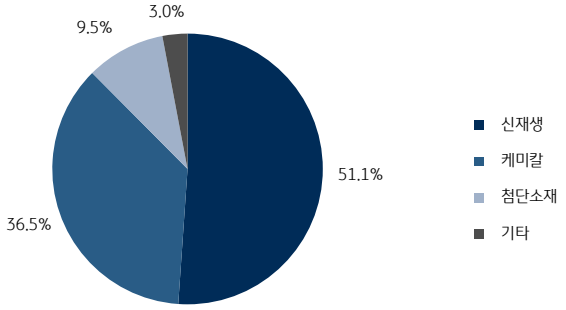
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	13,318	14,166	13,115	14,279	1.5	-0.8
영업이익	212	1,249	333	1,094	-36.4	14.2
지배주주순이익	-26	776	-49	463	-47.7	67.6

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (%, 2024E)



자료: 한화솔루션, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
PBR-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
12M Fwd. BVPS 45,921원 x multiple 0.64배
(COE 10.7%, ROE 8.1%, 영구성장률 3.6%)

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
38,000원 ~ 20,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션
(12M Fwd. Implied) P/B 0.64배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	+342.0	-11.0
달러원 환율 10원 상승 시	-25.8	+1.4

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
한화솔루션	4,270	22.7	6.3	0.6	0.5	8.4	6.0	2.5	9.0	0.0	0.0
Longi Green Energy	22,775	9.7	9.9	2.0	1.8	5.8	5.7	20.7	16.4	1.9	1.5
Canadian Solar	1,285	4.6	3.2	0.3	0.3	4.4	3.5	7.4	8.4	0.0	0.0
First Solar	25,841	12.9	8.5	2.3	1.8	9.9	6.7	18.1	21.6	0.0	0.0

자료: Bloomberg Consensus, 한화솔루션은 KB증권 추정치

중국 업체들의 동남아 우회 수출 (현재: 2022.6.6.~2024.6.5.)

중국 업체들의 동남아 우회 수출 (현재: 2022.6.6. ~ 2024.6.5.)

현재 중국은 미국에 태양광 모듈을 사실상 "무관세"로 수출 중이다. 2022년, 바이든은 태양광 수입업자들 (미국 태양에너지산업협회 등)의 의견을 수용, 트럼프 정권의 중국산 태양광 모듈 (중국산 웨이퍼 등 핵심부품 3개 이상이 포함된)에 대한 관세를 회피할 수 있는 "동남아 우회 수출"을 허용했기 때문이다.

미국은 태양광 설치량 확대를 위해 2022.6.6.~2024.6.5. (2년간) 중국산 모듈이 "동남아를 우회" 수출될 경우, ① 반덤핑 (대부분 25.96% or 249.96%) 및 ② 상계 관세 (15.24%)를 면제하기로 발표했다. ③ 또한, 현재 미국은 외국산 고부가 양면형 (Bi-Facial) 모듈에 대해 Safeguard 관세 (SEC 201: 14.25%)를 면하고 있는데, 기술 확산으로 최근 바이페이셜 수입 비중이 98%까지 상승했다. 이에, 바이든은 4월 17일, 한화솔루션 (및 미국 내 생산 7개 기업)의 요청을 수용 할 것이라 밝혀, 향후 양면형 모듈에도 관세를 적용할 가능성이 높아졌다. ④ 미-중 불공정 수출 관세 (SEC 301: 25%)도 "중국 수출" 기준으로, 동남아시아 우회 수출 시 적용되지 않았다. ⑤ 다만, 중복 관세로 -10.54% 는 차감되는 것으로 계산된다.
*업체별 반덤핑 관세는 18.32~249.96%, 상계 관세는 14.78~15.97%로 상이

결과적으로 미국 수입량은 중 82%는 동남아시아가 한국 태양광 기업들에게는 아쉽지만, 결과적으로 미국은 해당 기간 설치량이 33GW로, +50% YoY 늘어났다.

중국 업체들의 동남아 우회 수출 (향후 시나리오)

중국 업체들의 동남아 우회 수출 (향후 시나리오)

2024.6.6.부터는, 관세 일시-면제 정책이 종료된다. 미국은 중국 기업들에 약 70% (①~⑤: 업체별 상이)의 관세를 부여할 것인데, 중국 모듈을 0.34$/W에 수출해야 관세 0.24$/W을 지불하고 0.10$/W (현재 중국 시세)에 판매 가능하다. 이들은 +0.07~0.17$/W의 AMPC Credit을 받는 미국 생산자들과 경쟁하게 될 것이다. 현재 기준 미국 모듈가격은 0.33$/W으로, 미국 업체들은 0.37~0.47$/W 생산 시 마진 확보 가능하다. 미국 생산 업체들에 유리하나, 필요시 미국은 언제든 추가 관세를 발표할 가능성도 있어 보인다.

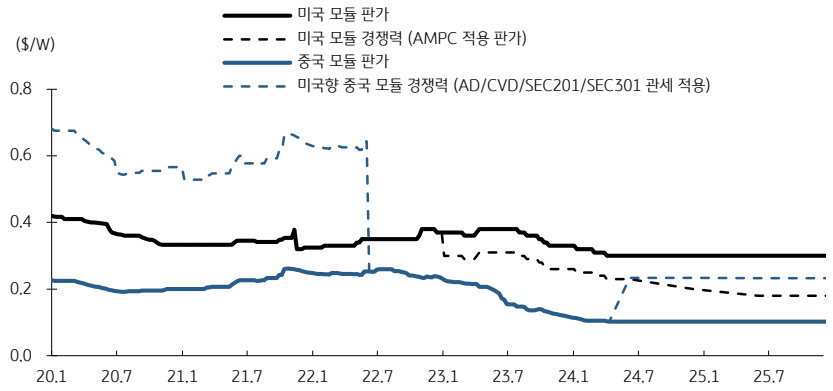
1) 미국 모듈 가격 상승 제한적일 것: 중국 업체들의 모듈 판매 가격은 0.10$/W 수준으로, 미국의 70% 관세에도 제한적 수출 가능한 수준이다. 또한, 2021년 대비 2023년 늘어난 태양광 모듈은 21.8GW (23.5GW → 45.3GW)로, Top Tier 생산능력 783GW의 2.8%에 불과하다. 다만, 한국 업체들의 주 판매처인 미국향 수출 공세는 줄어들 것이다. 미국-중국 모듈 Spread는 확대 되겠다.

2) 미국 모듈 수요, 1Q25 회복 예상: 6월 6일부로, "동남아 우회 수출" 관세 면제가 종료되나, 5월 미국 태양광 재고는 여전히 45GW (1.2년치)가 남아 있을 것으로 예상된다. 2024년 1~2월에도 미국은 8.4GW를 수입해, 설치량을 초과한 것으로 파악되기 때문이다. 문제는 12월 5일까지 사용되지 않은 모듈은 관세를 부과해야 한다는 점이다. 최근 1년간 수입된 동남아 모듈은 37.7GW이며, 이중 80%가 우회 물량이라 가정할 경우, 6개월간 최소 30GW의 태양광 설치를 진행해야 하며, 12월초까지 신규 모듈에 대한 수요는 매우 낮을 수 있다. 또한 과도한 설치로 12월~2월은 신규 설치가 제한될 것으로 예상된다. 결국, 미국 내 생산업자 기준, 마진은 3Q24부터 점진적인 회복, 2025 3월 이후 본격적인 회복을 전망한다.

2024.6~ 모듈 판가 하락하며,
~2022.7 대비 관세(%) 효과 줄어

*주요 가정:
20~22년 Bi-facial 비중 40~66%,
2024년 말 미국 폴리/웨이퍼/셀 생산 증가

그림 23. 미국 생산 vs. 중국산 수입 경쟁력



자료: PV Infolink, KB증권

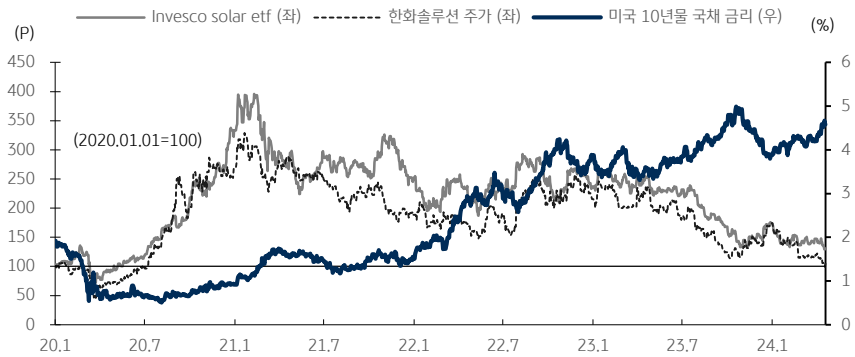
2020~21년 이후 계속되는 금리 인상과 에너지 가격 안정화도 태양광 산업/주가에 부정적이다. 태양광 발전은 설치 산업으로, 이익은 다음과 같이 계산되기 때문이다:

태양광 발전 이익 = [전력 생산량 x 가격] - [설치 비용 (이자)]

IEA에 따르면, WACC +1%p 상승 시, 태양광 발전 비용이 +8% 증가한다고 한다. 2020~21년 대비 2024년 금리가 3.0%p 가량 인상되었으니, 신규 태양광 발전 설치 수요는 둔화될 수 밖에 없다. 선진국 보다 개발도상국이 더 문제다. 개발도상국(케냐, 남아공, 나이지리아, 브라질 등)은 금리가 높을 뿐만이 아니라, 정치적 불확실성 때문에 WACC이 2~3배 높기 때문이다. 향후 금리가 인하 시, 산업/주가 회복에 도움될 수 있겠다.

가스/석탄 가격은 앞서 언급한 3가지 투자 지표 중 가장 연관성이 낮지만, 가스/원유 생산국들의 전쟁이 심화될 경우 의미 있는 투자포인트가 될 수 있다.

그림 24. 태양광 주가와 미국 10년물 국채 금리 상관관계



자료: Bloomberg, KB증권

표 2. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	**3,100.2**	**3,393.0**	**2,925.8**	**3,869.7**	**2,863.5**	**3,459.2**	**3,602.8**	**3,466.0**	**13,130.6**	**13,288.7**	**13,391.4**	**14,051.2**
신재생	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	1,276.7	1,742.3	1,891.1	1,932.6	5,568.5	6,615.9	6,842.7	7,757.1
(1)신재생	1,201.1	1,304.0	878.1	1,183.0	976.7	1,042.3	1,141.1	1,182.6	4,978.5	4,566.2	4,342.7	5,157.1
(2)발전사업	165.0	325.0	401.8	1,157.9	300.0	700.0	750.0	750.0	590.0	2,049.7	2,500.0	2,600.0
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,198.2	1,287.3	1,267.7	1,128.0	5,909.2	5,097.4	4,881.3	4,806.3
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	288.5	329.6	344.0	305.4	1,152.2	988.9	1,267.4	1,087.8
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	100.0	100.0	100.0	100.0	500.7	586.5	400.0	400.0
영업이익	**271.4**	**194.1**	**98.3**	**40.7**	**-100.6**	**62.2**	**114.6**	**148.2**	**923.7**	**604.5**	**1,192.4**	**1,574.0**
신재생	245.0	138.0	34.7	150.5	-55.4	83.1	135.0	186.3	350.1	568.2	349.0	1,284.3
(1-1) 신재생	157.1	109.7	7.5	-9.4	-136.7	-52.1	-34.2	-23.7	280.1	264.9	-246.7	262.7
(1-2) AMPC	22.9	27.9	35.0	123.8	81.3	114.3	131.7	172.4	0.0	209.6	499.7	891.6
(2) 발전사업	65.0	0.4	-7.8	36.1	0.0	21.0	37.5	37.5	70.0	93.7	96.0	130.0
케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-41.0	-22.9	-18.3	-27.3	588.9	59.5	-109.5	24.6
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.9	17.0	12.9	4.2	35.3	64.3	44.9	53.8
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-50.6	-87.5	-60.0	-60.0
영업이익률	**8.8**	**5.7**	**3.4**	**1.1**	**-3.5**	**1.8**	**3.2**	**4.3**	**7.0**	**4.5**	**8.9**	**11.2**
신재생	17.9	8.5	2.7	6.4	-4.3	4.8	7.1	9.6	6.3	8.6	5.1	16.6
(1)신재생	13.1	8.4	0.9	-0.8	-14.0	-5.0	-3.0	-2.0	5.6	5.8	-5.7	5.1
(2)발전사업	39.4	0.1	-1.9	3.1	0.0	3.0	5.0	5.0	11.9	4.6	3.8	5.0
케미칼	2.5	3.7	4.3	-7.1	-3.4	-1.8	-1.4	-2.4	10.0	1.2	-2.2	0.5
첨단소재	8.6	8.0	6.8	2.2	3.8	5.1	3.7	1.4	3.1	6.5	3.5	4.9
기타	-21.8	-9.0	-6.7	-21.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-10.1	-14.9	-15.0	-15.0
지분법손익	**25.0**	**-75.5**	**28.5**	**36.1**	**6.7**	**19.4**	**23.4**	**34.2**	**-101.9**	**14.1**	**83.7**	**140.9**
당기순이익	**133.4**	**20.8**	**20.6**	**-330.1**	**239.2**	**179.4**	**268.0**	**155.0**	**366.0**	**-155.3**	**841.7**	**1,141.7**
지배주주순이익	**116.2**	**7.1**	**5.9**	**-337.3**	**215.3**	**161.5**	**241.2**	**139.5**	**359.1**	**-208.1**	**757.5**	**1,027.6**

자료: 한화솔루션, KB증권 추정

표 3. P/B-ROE Valuation: 목표주가 29,000원으로 하향

(배, 원)	10월 31일	4월 23일	비고
(A) 자기자본비용 (COE)	**9.9%**	**10.7%**	**A=a+(b x c)**
(a)무위험수익률	3.4%	3.6%	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
(b)시장위험 프리미엄	5.4%	6.1%	WMI500 Total Return - 1년 만기 통안채 Total Return
(c)베타	1.2	1.2	KOSPI 대비 52주 기준 Adjusted 베타
(B) ROE	**9.3%**	**8.1%**	**2024~33년 10개년 가중평균 ROE**
(C) 영구성장률	3.4%	3.6%	30년 만기 국고채 수익률 90일 평균
(D) Target P/B	**0.90**	**0.64**	**D=(B-C)/(A-C)**
(E) 12M FWD BVPS	50,889	45,921	
(F) 목표주가(원)	**46,000**	**29,000**	**F=D x E**
현재주가(원)		25,100	
상승여력		15.5%	

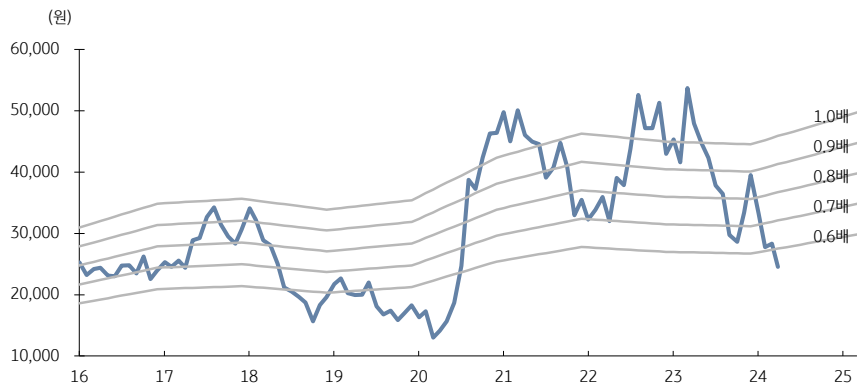
자료: 한화솔루션, KB증권 추정

표 4. 한화솔루션 ROE

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
8.5%	0.7%	0.2%	1.4%	4.3%	16.3%	15.6%	3.1%	-3.9%	5.4%
2021	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
10.4%	4.4%	-2.3%	-0.3%	10.0%	11.1%	10.7%	11.2%	11.5%	11.2%

자료: 한화솔루션, KB증권 추정

그림 25. 한화솔루션 12개월 선행 P/B 추이



자료: 한화솔루션, KB증권 추정

표 5. 한화솔루션 가중평균비용 (WACC) 변동 내역

항목 (십억원, %)	변경 전 (10/31)	변경 후 (4/23)	비고
COE (A) = a + b x c	9.9	10.7	
Risk free rate (a)	3.7	3.6	통안채 1년물 금리
조정 beta (b)	1.2	1.2	52주 주간 Adj. Beta
Risk premium (c = d – e)	5.4	6.1	
Market (d)	8.72	10.6	2001년~2022년 WMI500 연평균 Total return
Risk free rate (e)	3.38	3.5	2001년~2022년 통안채 1년물 연평균 Total return
COD (B)	4.0	4.5	
적정주주가치	9,541	8,930	
차입금	8,492	9,726	
주식가치 가중치 (j)	52.9	47.9	
차입금 가중치 (k)	47.1	52.1	
WACC (C) = (A x j) + (B x k)	6.7	8.2	

자료: Bloomberg, Quantiwise, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	13,131	13,289	13,318	14,166	14,117
매출원가	10,732	11,050	11,506	11,215	11,003
매출총이익	2,399	2,239	1,811	2,950	3,113
판매비와관리비	1,475	1,634	1,600	1,702	1,696
영업이익	924	605	212	1,249	1,418
EBITDA	1,599	1,283	911	1,968	2,159
영업외손익	-374	-707	-247	-184	-122
이자수익	29	92	96	101	106
이자비용	201	416	437	459	482
지분법손익	-102	14	94	174	254
기타영업외손익	-100	-396	0	0	0
세전이익	549	-102	-35	1,065	1,296
법인세비용	202	41	-7	202	246
당기순이익	366	-155	-28	862	1,050
지배주주순이익	359	-208	-26	776	945
수정순이익	359	-208	-26	776	945

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	22.4	1.2	0.2	6.4	-0.3
영업이익 성장률	25.1	-34.6	-65.0	490.0	13.5
EBITDA 성장률	15.3	-19.8	-29.0	116.2	9.7
지배기업순이익 성장률	-42.0	적전	적지	흑전	21.7
매출총이익률	18.3	16.9	13.6	20.8	22.1
영업이익률	7.0	4.6	1.6	8.8	10.0
EBITDA이익률	12.2	9.7	6.8	13.9	15.3
세전이익률	4.2	-0.8	-0.3	7.5	9.2
지배기업순이익률	2.7	-1.6	-0.2	5.5	6.7

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	116	518	814	1,521	1,316
당기순이익	366	-155	-28	862	1,050
유무형자산상각비	675	679	699	720	742
기타비현금손익 조정	664	905	-101	28	-8
운전자본증감	-1,626	-499	238	113	-221
매출채권감소 (증가)	-400	-544	347	42	-83
재고자산감소 (증가)	-35	-175	346	74	-146
매입채무증가 (감소)	-812	290	-393	-36	71
기타운전자본증감	-379	-70	-62	33	-64
기타영업현금흐름	37	-411	7	-202	-246
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-2,247	-1,254	-1,675
유형자산투자감소 (증가)	-889	-2,349	-2,022	-1,373	-1,441
무형자산투자감소 (증가)	-37	-18	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-594	-689	-225	119	-233
기타투자현금흐름	45	257	0	0	0
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	112	212	67
금융부채 증감	1,207	1,989	50	100	0
자본의 증감	-91	40	0	0	0
배당금 당기지급액	0	0	-52	-52	-155
기타재무현금흐름	1,206	-420	113	164	222
기타현금흐름	3	14	0	0	0
현금의 증가 (감소)	965	-658	-1,321	480	-291
기말현금	2,616	1,958	637	1,117	825
잉여현금흐름 (FCF)	-774	-1,831	-1,208	148	-125
순현금흐름	-367	-2,447	-1,541	380	-291
순현금 (순차입금)	-4,904	-7,351	-8,892	-8,513	-8,804

자료: 한화솔루션, KB증권 추정

재무상태표

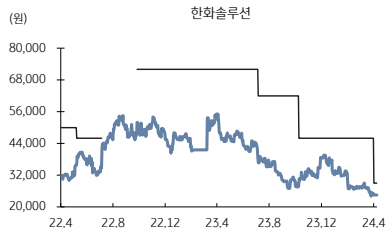
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	23,832	24,493	24,091	24,955	25,890
유동자산	8,573	8,705	6,755	7,086	7,087
현금 및 현금성자산	2,548	1,956	637	1,117	825
단기금융자산	216	196	196	196	196
매출채권	2,055	2,023	1,676	1,634	1,717
재고자산	3,060	3,297	2,951	2,877	3,022
기타유동자산	694	1,233	1,295	1,262	1,326
비유동자산	13,634	14,407	15,955	16,489	17,422
투자자산	4,270	4,500	4,725	4,606	4,839
유형자산	6,879	7,046	8,437	9,159	9,931
무형자산	1,644	1,768	1,700	1,630	1,558
기타비유동자산	840	1,093	1,093	1,093	1,093
부채총계	13,935	15,482	15,159	15,212	15,303
유동부채	6,808	7,689	7,296	7,259	7,331
매입채무	1,832	1,837	1,444	1,408	1,479
단기금융부채	3,003	3,788	3,961	3,961	3,961
기타유동부채	1,974	2,063	1,891	1,891	1,891
비유동부채	5,685	6,598	6,667	6,757	6,777
장기금융부채	4,665	5,715	5,765	5,865	5,865
기타비유동부채	1,021	883	903	892	912
자본총계	9,897	9,011	8,930	9,741	10,584
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
기타자본항목	-154	-135	-135	-135	-135
기타포괄손익누계액	215	258	258	258	258
이익잉여금	5,561	5,339	5,262	5,986	6,724
지배지분 계	8,921	7,847	7,770	8,495	9,233
비지배지분	976	1,163	1,160	1,246	1,351

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	23.1	N/A	N/A	5.6	4.6
P/B	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
P/S	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.8	12.0	15.8	7.2	6.7
EV/EBIT	15.3	25.4	68.1	11.3	10.2
배당수익률	0.0	0.8	1.2	1.2	1.2
EPS	1,864	-1,172	-147	4,449	5,415
BVPS	46,307	44,979	44,537	48,690	52,920
SPS (주당매출액)	68,162	74,882	76,333	81,193	80,914
DPS (주당배당금)	0	300	300	300	300
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	6.7	5.5
수익성지표					
ROE	4.2	-2.5	-0.3	9.5	10.7
ROA	1.7	-0.6	-0.1	3.5	4.1
ROIC	3.6	1.2	2.4	6.9	7.6
안정성지표					
부채비율	140.8	171.8	169.7	156.2	144.6
순차입비율	49.6	81.6	99.6	87.4	83.2
유동비율	1.3	1.1	0.9	1.0	1.0
이자보상배율 (배)	4.6	1.5	0.5	2.7	2.9
활동성지표					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	7.3	6.5	7.2	8.6	8.4
매입채무회전율	7.2	7.2	8.1	9.9	9.8
재고자산회전율	5.0	4.2	4.3	4.9	4.8

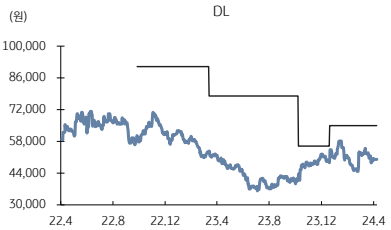
투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



한화솔루션 (009830)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-04-19	Buy	백영찬	50,000	-35.91	
22-05-30	Buy	백영찬	46,000	-6.50	18.70
22-10-11	담당자변경	전우제			
22-10-18	Buy	전우제	72,000	-35.53	-23.47
23-07-28	Buy	전우제	62,000	-46.49	-37.02
23-10-31	Buy	전우제	46,000	-31.73	-14.13
24-04-23	Buy	전우제	29,000		



DL (000210)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
22-10-18	Buy	전우제	91,000	-33.73	-22.20
23-04-04	Buy	전우제	78,000	-44.66	-31.15
23-10-30	Buy	전우제	56,000	-13.78	-6.43
24-01-11	Buy	전우제	65,000		

종목명	인수 합병 업무관련	1년이내 IPO	BW/CB/EB 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	주식/파생 등 유동성공급	ETF 설정/해지	ELW 발행/유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
한화솔루션												
DL									O			

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며,
외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2024. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.6	12.4	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.