Company Note
2024. 04. 26

한화솔루션 (009830)

BUY
TP 32,000원

AI 서버향 전력수요 급성장. 태양광 시장 빠른 회복 기대

Analyst 강동진
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

현재주가 (4/25)	23,800원
상승여력	34.5%
시가총액	4,091십억원
발행주식수	171,893천주
자본금/액면가	889십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	55,100원/23,800원
일평균 거래대금 (60일)	30십억원
외국인지분율	22.90%
주요주주	한화 외 4 인 36.48%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-12.7	-27.8	-17.9
상대주가(%p)	-9.0	-32.1	-26.2

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	-662	3,375	32,000
After	-3,059	2,758	32,000
Consensus	-273	2,754	33,444
Cons. 차이	1020.5%	0.1%	-4.3%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 1Q24 실적은 컨센서스를 대폭 하회하는 실적. 다만, 2Q24는 태양광 사업 적자폭 크게 축소
- 1Q24 미국 태양광 설치 수요는 비수기에도 불구 약 12GW 설치. 전년비 180% 성장
- 이러한 강한 수요는 AI 서버향 전력 수요 급증으로 인한 것으로 추정. 특히, AI 서버 전력 소비량은 일반 서버 대비 강력. 특히 병렬 연산 특성 감안 시 전력 수요 급증 전망
- 주요 AI 서버 투자 주체인 Big Tech들은 최대 재생에너지 사용자. 전체 전력 수요의 대부분을 재생에너지로 사용. 주가는 충분히 부진을 반영하여 하락. 투자의견 Buy로 상향

주요이슈 및 실적전망

- 1Q24 신재생 실적은 부진했으나, 2Q24 신재생 실적은 출하량 40% 증가 및 이에 따른 AMPC 급증으로 적자폭이 대폭 축소될 것으로 전망
- 1Q24 미국 태양광 설치 수요는 12GW로 역대 1분기 중 사상 최고. Enphase는 가정용 태양광 시장 역시 2Q24부터 전분기비 개선될 것으로 전망
- 시장은 미국 태양광 설치 수요가 약 40GW 수준으로 추정. 지난해 말 미국 내 모듈 재고가 이 수준임을 감안하면 재고 소진이 1년 정도의 시간이 필요할 것으로 우려. 하지만 태양광 설치 수요 전망이 상향될 경우 우려는 낮아질 것. 하반기 동남아산 패널 수입 규제 강화로 재고 소진 가속화될 것
- Nvidia H100의 피크전력은 700W. Intel, AMD의 기존 서버 프로세서 Peak 전력 사용량 280W 대비 약 2.5배. 특히 LLM을 학습하기 위한 GPU는 병렬 연산을 하기 때문에 동시 구동. 지난해 H100 출하량 150만개, 올해 200만개 전망되는 가운데, 이들 중 50%가 동시 가동될 경우 Peak 전력 부하는 약 2.5GW. 서버 전력 수요는 일반적으로 Computing 수요가 40%, 냉각이 40%, 기타 20%. 이를 산술적으로 감안 시 AI 서버향 수요는 올해 말 6GW 신규 창출. 50%라는 보수적 가정에서도 지난해 미국 내 설치된 전력 설비가 55GW 수준임을 감안하면, 단지 2년만에 엄청난 신규 전력 수요가 오직 AI 서버향으로 창출되는 것. 특히, Microsoft, Meta 등은 대부분의 전력을 재생에너지로 사용함에 따라, 태양광 등 재생에너지 수요 급증 전망
- 실질적인 AI 서버 전력 수요는 올해부터 반영. 1Q24 미국 태양광 설치 수요 급증이 우연한 결과로 보여지지는 않음. 강한 수요로 예상보다 빠르게 미국 내 태양광 재고 소진 전망

주가전망 및 Valuation

- AI 서버향 전력 수요 강세로 재고부담 빠르게 완화 전망. 주가도 점진적 회복 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	13,131	924	359	1,599	1,878	-43.5	22.9	0.9	8.7	4.2	0.0
2023	13,289	605	-208	1,283	-1,194	적전	NA	0.9	12.0	NA	0.8
2024F	11,395	145	-525	1,002	-3,059	적지	NA	0.6	14.5	NA	1.3
2025F	12,342	1,284	475	2,262	2,758	흑전	8.6	0.5	6.5	6.3	1.3
2026F	12,914	1,396	536	2,408	3,115	12.9	7.6	0.5	6.1	6.8	1.3

K-IFRS 연결 기준

현대차증권

<표1> 한화솔루션 1분기 잠정실적 요약

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	1Q24P	1Q23	4Q23	(YoY)	(QoQ)	1Q24P	대비	1Q24P	대비
매출액	2,392.9	3,100.2	3,869.7	-22.8%	-38.2%	3,395.0	-29.5%	2,777.0	-13.8%
영업이익	-216.6	271.4	40.7	적전	적전	-80.6	N/A	-110.0	N/A
영업이익률	-9.1%	8.8%	1.1%	-17.8%p	-10.1%p	-2.4%	-6.7%p	-4.0%	-5.1%p
세전이익	-518.0	193.4	-381.7	적전	적지	-207.4	N/A	-199.3	N/A
지배지분순이익	-458.6	116.2	-337.3	적전	적지	-150.5	N/A	-139.2	N/A

자료: 한화솔루션, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

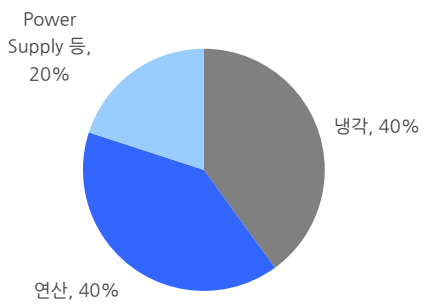
<표2> 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2024F					2025F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	11,395.2	13,382.3	-14.8%	13,126.4	-13.2%	12,342.4	13,596.8	-9.2%	14,272.9	-13.5%
영업이익	145.4	328.2	-55.7%	326.0	-55.4%	1,284.3	1,307.7	-1.8%	1,102.2	16.5%
영업이익률	1.3%	2.5%	-1.2%p	2.5%	-1.2%p	10.4%	9.6%	0.8%p	7.7%	2.7%p
지배지분순이익	-524.9	-113.9	N/A	-47.6	N/A	475.0	580.1	-18.1%	480.5	-1.1%

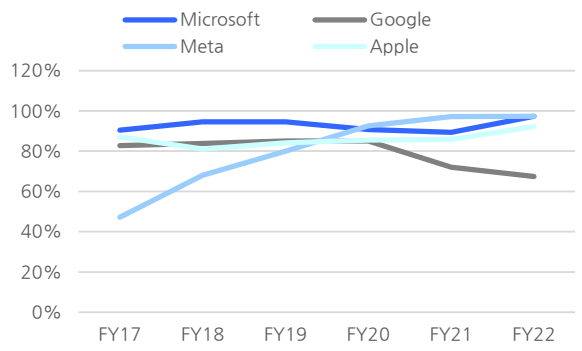
자료: 한화솔루션, Fnguide, 현대차증권

<그림1> 일반적인 서버 전력 사용처



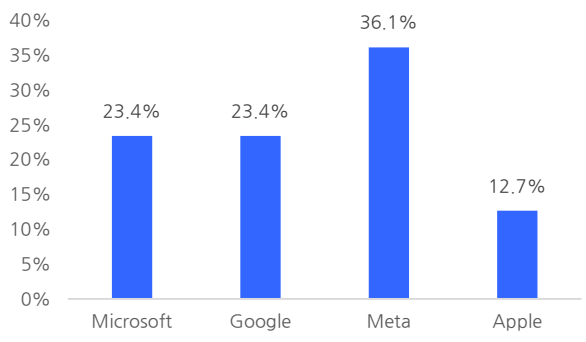
자료: 산업자료, 현대차증권

<그림2> 주요 Big Tech 기업 전력 사용 중 재생에너지 비중



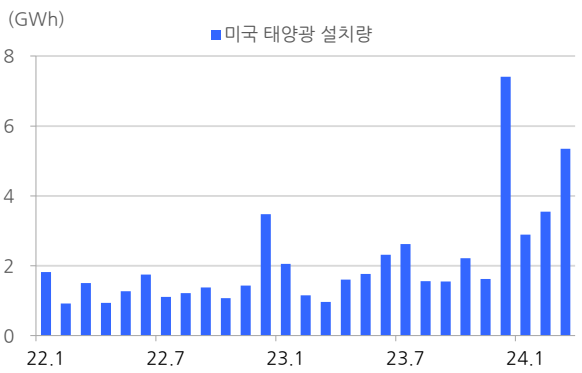
자료: 각 사, 현대차증권

<그림3> 주요 Big Tech 기업 전력 사용량 CAGR (FY17~FY22). 아직 AI 서버 도입 전에도 고성장



자료: 각 사, 현대차증권

<그림4> 미국 1Q24 태양광 설치량 서프라이즈



자료: EIA, 현대차증권

<표3> 한화솔루션 상세 실적 추이 및 전망

	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F
매출액	**13,289**	**11,395**	**12,342**	**3,100**	**3,393**	**2,926**	**3,870**	**2,393**	**2,820**	**3,151**	**3,032**
기초소재	5,097	5,010	5,095	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,314	1,342	1,132
첨단소재	989	1,029	1,111	254	264	235	236	250	280	250	250
리테일	0	0		0	0	0	0	0	0	0	0
신재생	6,616	4,743	5,502	1,366	1,629	1,280	2,341	779	1,063	1,429	1,473
기타	587	612	634	133	159	125	170	142	163	130	177
(yoy %)											
매출액	1.2%	-14.2%	8.3%	4.4%	0.1%	-13.1%	13.6%	-22.8%	-16.9%	7.7%	-21.7%
기초소재	-13.8%	-1.7%	1.7%	-13.0%	-16.4%	-12.5%	-13.3%	-9.3%	-2.0%	4.4%	0.8%
첨단소재	-14.2%	4.1%	8.0%	-3.4%	-11.8%	-24.7%	-15.1%	-1.5%	6.0%	6.0%	6.0%
리테일	NA	NA	NA	-100.0%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
신재생	18.8%	-28.3%	16.0%	48.4%	32.0%	-3.9%	12.4%	-43.0%	-34.8%	11.7%	-37.1%
기타	-1602.1%	4.4%	3.5%	15.3%	33.0%	-0.5%	-142.7%	7.1%	3.0%	4.0%	4.0%
영업이익	605	145	1,284	271	194	98	41	-217	-55	202	215
기초소재	60	-7	45	34	49	56	-79	-19	-6	20	-2
첨단소재	64	59	64	22	21	16	5	11	25	17	6
리테일	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
신재생	568	162	1,239	245	138	35	151	-187	-57	177	229
기타	-88	-68	-63	-29	-14	-8	-36	-21	-16	-13	-18
(yoy %)											
영업이익	-34.6%	-75.9%	783.3%	71.9%	-30.1%	-71.8%	-70.9%	적전	적전	105.1%	429.0%
기초소재	-89.6%	적전	흑전	-86.9%	-78.4%	-53.3%	적지	적전	적전	-64.6%	적지
가공소재	82.2%	-8.4%	8.0%	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
리테일	NA	NA	NA	적전	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
신재생	62.3%	-71.5%	664.5%	흑전	292.0%	-82.4%	-35.1%	적전	적전	411.1%	52.2%
기타	적지	적지	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
OPM	4.5%	1.3%	10.4%	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-1.9%	6.4%	7.1%
기초소재	1.2%	-0.1%	0.9%	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-1.5%	-0.5%	1.5%	-0.2%
신재생	8.6%	3.4%	22.5%	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-24.0%	-5.4%	12.4%	15.6%
세전이익	-102	-609	640	201	44	34	-381	-518	-211	42	78
지배주주순이익	-208	-525	475	116	7	6	-337	-459	-153	30	57
NPM	-1.6%	-4.6%	3.8%	3.7%	0.2%	0.2%	-8.7%	-19.2%	-5.4%	1.0%	1.9%

자료: 한화솔루션, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,395	12,342	12,914
증가율 (%)	22.4	1.2	-14.3	8.3	4.6
매출원가	10,732	11,050	9,867	9,560	9,951
매출원가율 (%)	81.7	83.2	86.6	77.5	77.1
매출총이익	2,399	2,239	1,529	2,783	2,963
매출이익률 (%)	18.3	16.8	13.4	22.5	22.9
증가율 (%)	9.2	-6.7	-31.7	82.0	6.5
판매관리비	1,475	1,634	1,383	1,498	1,568
판관비율(%)	11.2	12.3	12.1	12.1	12.1
EBITDA	1,599	1,283	1,002	2,262	2,408
EBITDA 이익률 (%)	12.2	9.7	8.8	18.3	18.6
증가율 (%)	15.3	-19.8	-21.9	125.7	6.5
영업이익	924	605	145	1,284	1,396
영업이익률 (%)	7.0	4.6	1.3	10.4	10.8
증가율 (%)	25.2	-34.5	-76.0	785.5	8.7
영업외손익	-272	-721	-639	-565	-672
금융수익	30	95	70	63	82
금융비용	201	416	532	588	604
기타영업외손익	-101	-400	-177	-40	-150
종속/관계기업관련손익	-102	14	-116	-79	0
세전계속사업이익	549	-102	-609	640	723
세전계속사업이익률	4.2	-0.8	-5.3	5.2	5.6
증가율 (%)	-35.8	적전	적지	흑전	13.0
법인세비용	202	41	-96	175	198
계속사업이익	347	-147	-514	465	525
중단사업이익	19	-8	0	0	0
당기순이익	366	-155	-514	465	525
당기순이익률 (%)	2.8	-1.2	-4.5	3.8	4.1
증가율 (%)	-40.6	적전	적지	흑전	12.9
지배주주지분 순이익	359	-208	-525	475	536
비지배주주지분 순이익	7	53	11	-10	-11
기타포괄이익	219	21	0	0	0
총포괄이익	585	-134	-514	465	525

(단위:십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	6,870	7,254	7,525
현금성자산	2,548	1,956	1,380	1,826	1,856
단기투자자산	256	245	247	250	261
매출채권	2,055	2,023	1,470	1,447	1,511
재고자산	3,060	3,297	2,588	2,547	2,661
기타유동자산	653	1,184	1,184	1,184	1,237
비유동자산	13,634	14,407	16,318	16,914	17,305
유형자산	6,879	7,046	8,877	9,373	9,622
무형자산	1,644	1,768	1,681	1,607	1,546
투자자산	4,197	4,422	4,589	4,763	4,966
기타비유동자산	914	1,171	1,171	1,171	1,171
기타금융업자산	1,624	1,381	1,381	1,381	1,381
자산총계	23,832	24,493	24,568	25,549	26,211
유동부채	6,808	7,689	7,120	7,103	7,550
단기차입금	2,443	2,947	2,947	2,947	2,947
매입채무	1,832	1,837	1,266	1,246	1,302
유동성장기부채	560	841	841	841	1,141
기타유동부채	1,973	2,064	2,066	2,069	2,160
비유동부채	5,685	6,598	7,807	8,392	8,134
사채	2,047	2,387	2,887	2,887	2,887
장기차입금	2,158	3,174	3,874	4,474	4,174
장기금융부채	147	93	93	93	93
기타비유동부채	1,333	944	953	938	980
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	13,935	15,482	16,123	16,691	16,879
지배주주지분	8,921	7,848	7,271	7,694	8,178
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
자본조정 등	-154	-135	-135	-135	-135
기타포괄이익누계액	215	258	258	258	258
이익잉여금	5,561	5,339	4,762	5,186	5,670
비지배주주지분	976	1,163	1,174	1,164	1,153
자본총계	9,897	9,011	8,445	8,858	9,331

(단위:십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	116	518	1,538	1,974	1,915
당기순이익	366	-155	-514	465	525
유형자산 상각비	637	613	769	904	951
무형자산 상각비	38	66	87	73	61
외환손익	109	30	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-1,626	-499	700	29	-49
기타	592	463	496	503	427
투자활동으로인한현금흐름	-1,477	-2,799	-2,781	-1,555	-1,303
투자자산의 감소(증가)	-216	-240	-283	-253	-203
유형자산의 감소	14	41	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-903	-2,390	-2,600	-1,400	-1,200
기타	-372	-210	102	98	100
재무활동으로인한현금흐름	2,322	1,609	676	26	-582
차입금의 증가(감소)	680	963	700	600	-300
사채의증가(감소)	399	340	500	0	0
자본의 증가	317	-913	0	0	0
배당금	0	0	-52	-52	-52
기타	926	1,219	-472	-522	-230
기타현금흐름	3	14	-12	0	0
현금의증가(감소)	965	-658	-578	445	30
기초현금	1,652	2,616	1,958	1,380	1,826
기말현금	2,616	1,958	1,380	1,826	1,856

(단위:원, 배, %)

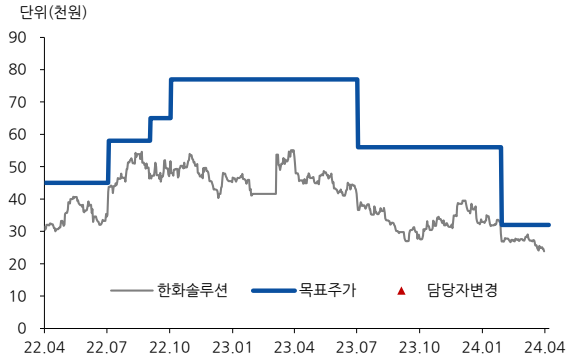
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	1,914	-892	-2,994	2,699	3,048
EPS(지배순이익 기준)	1,878	-1,194	-3,059	2,758	3,115
BPS(자본총계 기준)	51,375	51,646	48,405	50,773	53,485
BPS(지배지분 기준)	46,307	44,979	41,674	44,101	46,878
DPS	0	300	300	300	300
P/E(당기순이익 기준)	22.5	-44.3	-8.0	8.8	7.8
P/E(지배순이익 기준)	22.9	-33.1	-7.8	8.6	7.6
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	8.7	12.0	14.5	6.5	6.1
배당수익률	0.0	0.8	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-42.2	적전	적지	흑전	12.9
EPS(지배순이익 기준)	-43.5	적전	적지	흑전	12.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.0	-1.6	-5.9	5.4	5.8
ROE(지배순이익 기준)	4.2	-2.5	-6.9	6.3	6.8
ROA	1.7	-0.6	-2.1	1.9	2.0
안정성 (%)					
부채비율	140.8	171.8	190.9	188.4	180.9
순차입금비율	48.0	82.4	108.9	105.5	99.8
이자보상배율	4.6	1.5	0.3	2.2	2.3

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.02.18	BUY	45,000	-22.71	-6.11
2022.07.29	BUY	58,000	-15.89	-5.86
2022.09.28	BUY	65,000	-25.15	-20.00
2022.10.28	BUY	77,000	-39.00	-28.44
2023.04.28	AFTER 6M	77,000	-41.71	-36.75
2023.07.28	BUY	56,000	-40.09	-29.46
2024.01.28	AFTER 6M	56,000	-41.58	-37.50
2024.02.23	M.PERFORM	32,000	-16.40	-9.22
2024.04.26	BUY	32,000		

▶ 최근 2년간 한화솔루션 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.04.01~2024.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	91.3%
보유	14건	8.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.