

한화솔루션 009830

리스크 요인들이 하나씩 걷어내지는 중

2Q Review: 태양광 판매량 플러스 전환

2분기 실적은 매출액 2.7조원(-20.4% YoY)과 영업적자 1,078억원을 기록했다. 태양광은 매출액 9,802억원으로 전년 동기 대비 39% 감소했으며 전 분기 대비로는 28% 증가했다. AMPC 1,468억원을 빼면 모듈 부문은 2,000억원이 넘는 적자가 이어졌으나 판매량 증가와 함께 판매 가격 급락 진정 흐름은 긍정적인 부분이었다. 2분기 개발자산 매각/EPC 매출액은 4,052억원이었으며 3분기에는 EPC를 중심으로 약 8,000억원의 매출 발생이 이루어질 전망이다. 2분기부터 플러스로 돌아선 모듈 판매량은 하반기에도 분기 평균 30% 이상 증가할 것으로 예상하며 가격 정상화에 따른 흑자 전환도 전망한다.

업황 회복 + 미국 대선 이슈에 따른 주가 변동성 확대

현재 미국 태양광 기업들의 실적 발표도 이어지고 있다. 태양광 업황은 작년 말부터 올해 초까지가 가장 안 좋았던 시기였으며 해당 기간 각 기업들의 재고소진이 진행되었고 관세 정책 등으로 하반기에는 돌아설 것으로 예상된다. 하지만 최근 불거진 미국 대선 이슈에 따른 정책 불확실성으로 주가 변동성이 확대되고 있다. 한화솔루션의 경우 미국 매출 비중이 절대적으로 높고 조 단위의 자금을 투입해 미국 내 현지 생산시설을 증설하고 있어 정책 관련 이슈에 더욱 민감할 수 밖에 없다. 그럼에도 분명 업황은 분기별로 갈수록 좋아질 것으로 보이는 만큼 주가의 하방은 막혀있다 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 32,000원 유지

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 32,000원을 유지한다. 2024년은 태양광과 케미칼에서의 영업적자 영향으로 부진한 실적이 예상된다. 이미 올해 실적에 대한 기대감이 많이 낮아져 있어 현재는 전방 시장 흐름 변화 캐치를 통한 내년 실적에 대한 기대감이 높아지는 것이 중요하다. 올해 상반기 태양광에서 큰 규모의 적자가 나타났으나 시간이 갈수록 개선 시그널들이 확인되고 있는 만큼 긍정적인 관점을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	10,725	13,131	13,289	11,252	12,835
영업이익	738	924	605	-183	565
영업이익률(%)	6.9	7.0	4.5	-1.6	4.4
세전이익	855	549	-102	-1,019	155
지배주주지분순이익	619	359	-208	-1,185	132
EPS(원)	3,236	1,878	-1,216	-7,034	782
증감률(%)	73.9	-42.0	적전	적지	흑전
ROE(%)	8.8	4.2	-2.5	-16.4	2.0
PER(배)	11.0	22.9	-32.5	-3.6	32.6
PBR(배)	0.8	0.9	0.9	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.3	8.4	11.2	23.8	10.8

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2024.07.26

매수(유지)

목표주가(유지)	32,000원
현재주가(07/25)	25,500원
상승여력	25.5%

Stock Data

KOSPI	2,710.7pt
시가총액(보통주)	4,383십억원
발행주식수	171,893천주
액면가	5,000원
자본금	0십억원
60일 평균거래량	2,077천주
60일 평균거래대금	62,206백만원
외국인 지분율	21.5%
52주 최고가	43,000원
52주 최저가	23,000원
주요주주	
한화(외 5인)	36.5%
국민연금공단(외 1인)	6.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-14.6	-12.3
3M	7.1	4.0
6M	-22.6	-32.3

주가차트

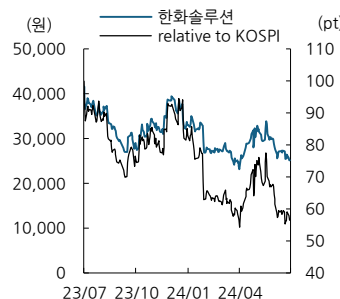


표1 한화솔루션 2분기 실적 리뷰

(십억원)	2Q24P	2Q23	1Q24	%YoY	%QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,679.3	3,364.2	2,378.5	-20.4%	12.6%	2,782.3	-3.7%
영업이익	-107.8	182.2	-214.4	적전	적지	-61.2	76.2%
지배주주순이익	-367.1	9.2	-458.6	적전	적지	-134.4	173.1%
영업이익률	-4.0%	5.4%	-9.0%	적전	적지	-2.2%	-1.8%p
순이익률	-13.7%	0.3%	-19.3%	적전	적지	-4.8%	-8.9%p

자료: Quantivise, 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

표2 한화솔루션 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	3,082.4	3,364.2	2,904.4	3,847.4	2,378.5	2,679.3	2,968.5	3,225.4	13,198.4	11,251.8	12,834.6
증가율	8.2%	3.2%	-10.4%	1.7%	-22.8%	-20.4%	2.2%	-16.2%	0.5%	-14.7%	14.1%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,222.4	1,235.4	1,238.9	5,097.4	4,919.0	5,415.8
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	265.9	247.8	246.3	988.9	1,009.6	1,226.7
신재생	1,348.3	1,600.2	1,258.5	2,318.6	764.1	980.2	1,323.3	1,578.7	6,525.6	4,646.2	5,477.9
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	210.8	162.1	161.5	586.5	676.9	714.1
영업이익	256.6	182.2	89.3	50.5	-214.4	-107.8	37.6	101.2	578.6	-183.5	564.7
영업이익률	8.3%	5.4%	3.1%	1.3%	-9.0%	-4.0%	1.3%	3.1%	4.4%	-1.6%	4.4%
케미칼	34.0	49.5	56.2	-79.0	-18.7	-17.4	-12.4	-12.4	60.7	-60.8	135.4
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	9.5	8.9	64.3	37.9	55.2
신재생	229.9	125.8	25.4	158.7	-185.3	-91.8	46.3	110.5	539.8	-120.3	410.8
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-34.5	-21.0	-7.6	-5.8	-5.8	-86.2	-40.3	-36.7
지배주주 순이익	118.4	9.2	5.9	-337.3	-458.6	-367.1	-193.6	-165.9	-88.2	-1,185.2	131.8
순이익률	3.8%	0.3%	0.2%	-8.8%	-19.3%	-13.7%	-6.5%	-5.1%	-0.7%	-10.5%	1.0%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

[한화솔루션 009830]

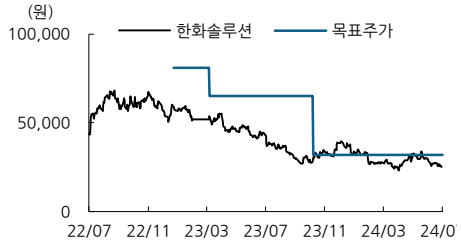
재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	6,074	8,573	8,705	7,986	7,915	매출액	10,725	13,131	13,289	11,252	12,835
현금 및 현금성자산	1,567	2,548	1,956	1,131	858	매출원가	8,529	10,732	11,050	9,803	10,666
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	2,409	2,451	2,556	매출총이익	2,196	2,399	2,239	1,449	2,169
재고자산	2,232	3,060	3,297	3,362	3,458	판매비 및 관리비	1,458	1,475	1,634	1,632	1,604
기타	641	685	1,043	1,043	1,043	영업이익	738	924	605	-183	565
비유동자산	12,524	13,634	14,407	14,042	14,130	(EBITDA)	1,387	1,599	1,283	549	1,248
관계기업투자등	3,528	3,896	4,271	4,271	4,871	금융손익	-215	-224	-306	-418	-434
유형자산	6,452	6,879	7,046	6,882	6,368	이자비용	148	201	416	470	475
무형자산	1,581	1,644	1,768	1,769	1,771	관계기업등 투자손익	206	-116	11	11	11
자산총계	20,008	23,832	24,493	23,409	23,620	기타영업외손익	126	-34	-411	-429	14
유동부채	5,788	6,808	7,689	7,819	8,014	세전계속사업이익	855	549	-102	-1,019	155
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,934	3,034	3,149	계속사업법인세비용	239	202	41	83	33
단기금융부채	2,710	3,199	3,967	3,997	4,077	계속사업이익	616	347	-147	-1,102	122
기타유동부채	391	829	788	788	788	중단사업이익	0	19	-8	0	0
비유동부채	4,774	5,685	6,598	6,804	6,912	당기순이익	616	366	-155	-1,102	122
장기금융부채	3,708	4,786	5,802	6,002	6,083	지배주주	619	359	-208	-1,185	132
기타비유동부채	1,066	899	796	803	829	총포괄이익	877	430	-112	-1,102	122
부채총계	11,806	13,935	15,482	15,635	16,081	매출총이익률 (%)	20.5	18.3	16.8	12.9	16.9
지배주주지분	8,159	8,921	7,847	6,611	6,376	영업이익률 (%)	6.9	7.0	4.5	-1.6	4.4
자본금	978	978	889	889	889	EBITDA마진률 (%)	12.9	12.2	9.7	4.9	9.7
자본잉여금	2,003	2,320	1,497	1,497	1,497	당기순이익률 (%)	5.7	2.8	-1.2	-9.8	1.0
이익잉여금	5,051	5,561	5,339	4,102	3,867	ROA (%)	3.5	1.6	-0.9	-4.9	0.6
비지배주주지분(연결)	42	976	1,163	1,163	1,163	ROE (%)	8.8	4.2	-2.5	-16.4	2.0
자본총계	8,201	9,897	9,011	7,774	7,539	ROIC (%)	6.2	5.8	3.8	-1.1	3.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	518	-245	773	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	616	366	-155	-1,102	122	P/E	11.0	22.9	-32.5	-3.6	32.6
비현금수익비용가감	701	1,340	1,583	864	738	P/B	0.8	0.9	0.9	0.7	0.7
유형자산감가상각비	617	637	613	664	615	P/S	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
무형자산상각비	31	38	66	68	68	EV/EBITDA	8.3	8.4	11.2	23.8	10.8
기타현금수익비용	52	664	905	-634	-711	P/CF	5.2	4.9	4.8	n/a	5.2
영업활동 자산부채변동	-191	-1,626	-499	-7	-86	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	8.4	n/a
매출채권 감소(증가)	-21	-400	-544	-42	-105	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-692	-35	-175	-65	-97	매출액	16.6	22.4	1.2	-15.3	14.1
매입채무 증가(감소)	507	-812	290	100	115	영업이익	24.3	25.1	-34.6	적전	흑전
기타자산 부채변동	15	-379	-70	0	0	세전이익	89.4	-35.8	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-1,655	-1,477	-2,799	-559	-760	당기순이익	104.3	-40.6	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-780	-889	-2,349	-500	-100	EPS	73.9	-42.0	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-6	-37	-18	-70	-70	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-389	-463	-607	11	-590	부채비율	144.0	140.8	171.8	201.1	213.3
기타투자활동	-481	-87	175	0	0	유동비율	104.9	125.9	113.2	102.1	98.8
재무활동 현금	1,076	2,322	1,609	-22	-286	순차입금/자기자본(x)	56.4	52.3	84.0	110.9	120.1
차입금의 증가(감소)	-157	1,207	1,989	30	80	영업이익/금융비용(x)	5.0	4.6	1.5	-0.4	1.2
자본의 증가(감소)	1,325	-91	40	-52	-366	총차입금 (십억원)	6,419	7,985	9,769	9,998	10,159
배당금의 지급	0	0	0	52	366	순차입금 (십억원)	4,625	5,180	7,568	8,623	9,057
기타재무활동	-92	1,206	-420	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	452	965	-658	-826	-273	EPS	3,236	1,878	-1,216	-7,034	782
기초현금	1,200	1,652	2,616	1,956	1,131	BPS	42,408	46,364	44,979	37,890	36,545
기말현금	1,652	2,616	1,958	1,131	858	SPS	55,675	68,162	76,167	64,492	73,564
NOPLAT	532	584	438	-133	443	CFPS	6,837	8,854	8,186	-1,362	4,928
FCF	-529	-1,397	-1,870	-804	14	DPS	n/a	n/a	300	2,130	n/a

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화솔루션 (009830) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-01-16	담당자변경				
2023-01-16	매수	65,000	-45.1	-26.5	
2023-02-17	매수	65,000	-47.2	-29.4	
2023-04-04	매수	65,000	-37.3	-15.2	
2023-06-19	매수	65,000	-44.1	-26.4	
2023-08-16	매수	65,000	-50.8	-41.9	
2023-11-01	유지	32,000	-5.1	23.4	
2023-11-13	유지	32,000	-5.2	23.4	
2024-01-11	유지	32,000	-9.0	-27.7	
2024-02-23	유지	32,000	-12.9	5.9	
2024-04-16	매수	32,000	-11.8	5.9	
2024-04-26	매수	32,000	-10.3	5.9	
2024-07-26	매수	32,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	산업	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	비중확대	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이거나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.