

한화솔루션 (009830)

강한 4분기 가이드نس

투자의견

BUY(유지)

목표주가

38,000 원(하향)

현재주가

28,650 원(10/31)

시가총액

4,925(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 실적 수정 반영해 목표주가 38,000원으로 19% 하향, 투자의견 BUY 유지. 3Q23 매출액 2.9조원(-14%qoq, -10%yoy), 영업이익 983억원(-49%qoq, -71%yoy), 순이익 206억원(-1%qoq, -85%yoy)으로 부진한 실적 발표. 신재생에너지는 영업이익 347억원(OPM 2.7%)으로 수익성 악화(AMPC 350억원 반영). 3Q 모듈 판매량은 10% 감소, 가격은 33% 하락, 마진 스프레드 75% 축소 추정. 당사 추정 판가는 0.22달러/W로 시장 가격 대비 54% 프리미엄이 존재하나, 2Q(82%)에 비하면 감소한 수치. 4Q 시장 모듈 가격이 10% 하락 중이나 동사는 수익성 개선 가이드نس를 제시. 선제적인 실적 악화, 투입 시차 등 고려하면 합리적인 전망이라 판단
- 4Q23 매출액 2.6조원(-10%qoq, -33%yoy), 영업이익 875억원(-11%qoq, -52%yoy) 전망. 태양광 영업이익률 4.1%로 반등, 기타 사업 감익으로 3Q와 유사한 실적. 당사는 보수적으로 발전소 매각 이익을 반영하지 않았으나 동사의 가이드نس는 매출액 1조원, 영업이익 800억원 내외. 매각 가능성 고려하면 실적은 바닥을 확인했다고 판단

주가(원,10/31)	28,650
시가총액(십억원)	4,925

발행주식수(천주)	171,893
52주 최고가(원)	57,000
최저가(원)	26,500
52주 일간 Beta	1.63
60일 일평균거래대금(억원)	352
외국인 지분율(%)	23.1
배당수익률(2023F, %)	0.0

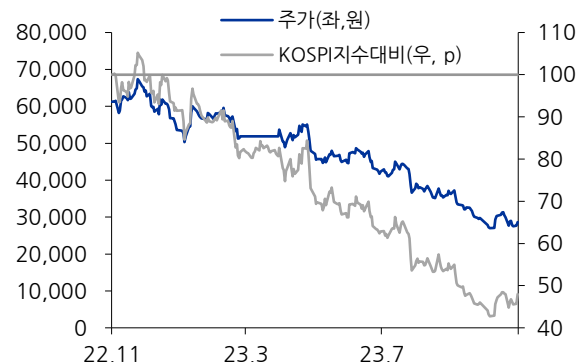
주주구성(%)	
한화 (외 5인)	36.5
국민연금공단 (외 1인)	8.4

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.9	-31.3	-50.7
절대기준	-3.7	-40.3	-51.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	38,000	47,000	▼
영업이익(23)	651	821	▼
영업이익(24)	515	810	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	13,654	12,054	12,690	12,957
영업이익	966	651	515	544
세전손익	569	298	388	431
당기순이익	366	229	299	329
EPS(원)	1,878	900	1,423	1,516
증감률(%)	-42.0	-52.1	58.2	6.5
PER(배)	22.9	31.8	20.1	18.9
ROE(%)	4.2	1.9	3.1	3.2
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.2	5.8	6.6	6.5

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 신재생 실적 부진 원인 및 전망

- ①판매량 감소(-10%qoq, 통상적 변동폭); ②평가 하락
- 평가 하락폭이 원가 하락폭보다 커지며 스프레드 일시적 축소
- 4Q 판매량(+20%qoq) 및 스프레드 개선 전망
- 연간 판매량 가이드스 8GW 초중반 → 8GW 초반으로 정정

Q. 발전 자산 개발 및 EPC

- PJT 일부 지연되고 있으나 3Q 태양광 발전소 프로젝트 1 건 성공적 매각 완료
- 4Q 발전 자산 개발 및 EPC 사업 매출액 1 조원 및 하이싱글 OPM 예상

Q. 태양광 시장 상황?

- 설치용 시장 큰 폭 성장
 - 2022 년 220GW → 2023 년 300~400GW 전망
 - 유럽 에너지 안보 및 신재생에너지 관심 증가로 당초 시장규모 50GW에서 60GW까지도 전망
 - 중국 200GW, 미국 30GW 성장 전망
- 전 밸류체인 가격 하락세이나 안정화되고 있는 상황이라 판단. 지역별로 나눠볼 필요
- 유럽 관세장벽 없어 낮은 가격대 형성
- 미국 ASP 가격 하락세에도 불구하고 프리미엄 유지 중
 - 신규 모듈공장 쏠 라인 가동 개시 → 2024년 미국향 판매 비중 확대 전망
- 유럽 전체 비중 ↓ & 주거용, 상업용 확대 중
 - 단순 모듈 판매 이외에도 분산 전원 사업 추진 중
 - 전력 개발, VPP 사업 등 전개 예정
 - 가정용 ESS 부착률 80~90%로 증가. 장기적으로 분산 전원 사업에 긍정적

Q. CAPA?

- (기존) 셀 10GW 모듈 12.4GW → 셀 12GW 모듈 17.8GW

Q. TOPCon?

- 한국공장 TOPCon 생산 본격 개시 및 마케팅 중
- 효율 개선으로 한국 공칭 CAPA 6.2GW 까지 증가
 - TOPCon CAPA 약 1.4~1.5GW
- 초기 단계이므로 향후 변동 가능. 연말에 재차 소통 예정

Q. ASP?

- 3Q:

- 지역별로는 유럽 지역의 하락이 두드러졌으며, 전분기 대비 주거용 하락 大
- 유틸리티는 과거에 계약하고 딜리버리타임이 존재해 시장흐름과 다소 상이
- 시장 흐름이 회사 흐름과 반드시 일치하지는 않으나 대략적인 방향은 추세적 하락
- 원가도 같이 하락했으므로 단순 ASP 하락에 대해 우려를 가질 필요는 없을 듯

- 4Q: ASP가 하락하더라도 3Q 하락폭보다는 훨씬 미미한 수준을 전망

Q. 출하량/가동률?

- 셀 CAPA가 모듈 CAPA보다는 작으나, 이는 미국공장 증설 발표 시점부터 예정되어 있던 차이
- 미국 외 공장 가동률 조정 등 다양한 방안 검토 중
- 2024년 외부 셀 구매 않는다 가정 시 최대 모듈 명목생산량 12GW
(단, 정기보수 및 TOPCon 전환 등 고려 필요)
- 2023년 8GW 초반의 판매량 기저 감안 시 2024년 판매량 증가할 전망
- AMPC 효과 극대화 위해 미국공장 준비되는 대로 최대한 가동 예정
- 미국공장 CAPA 2024년 말 8.4GW 달성 시 미국 비중은 70% 수준까지 자연스럽게 증가할 것

Q. 재고 관련 일회성비용?

- 3Q 재고 관련 일회성 비용 없음

Q. 화학 전망?

- 경기회복 불확실성 및 지정학적 리스크로 지켜볼 필요

- 각 제품 스프레드 이미 낮은 수준이므로 추가적 하락 제한적일 듯

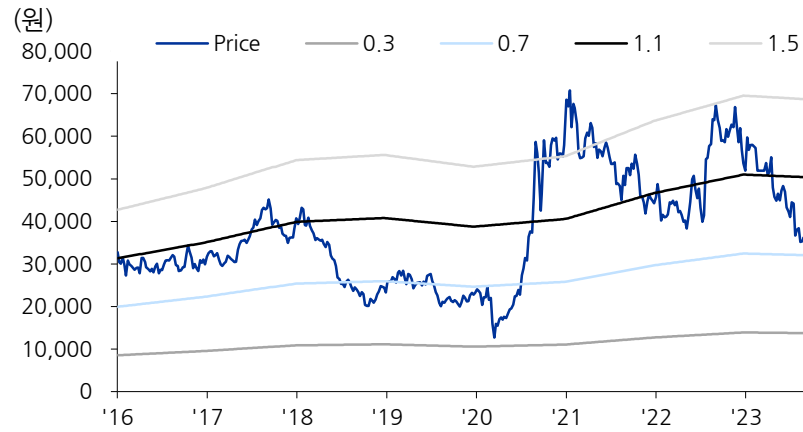
- 경기 회복에 따른 2024년 실적 개선 기대 유효

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %)	수정전		수정후		변경률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	13,635	13,896	12,054	12,690	(11.6)	(8.7)
영업이익	821	810	651	515	(20.7)	(36.4)
영업이익률(%)	6.0	5.8	5.4	4.1	(0.6)	(1.8)
EBITDA	1,661	1,749	1,478	1,427	(11.0)	(18.4)
EBITDA 이익률(%)	12.2	12.6	12.3	11.2	0.1	(1.3)
순이익	388	598	229	299	(40.9)	(50.1)

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 1. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023
매출액	2,970	3,389	3,366	3,929	3,100	3,393	2,926	2,635	10,725	13,654	12,054
신재생에너지	921	1,234	1,332	2,082	1,366	1,629	1,280	897	3,569	5,569	5,172
케미칼	1,548	1,604	1,470	1,295	1,348	1,341	1,286	1,368	5,364	5,916	5,342
첨단소재	262	300	313	278	254	264	235	242	939	1,152	996
갤러리아	124	132	127	150	-	-	-	-	515	533	-
영업이익	158	278	348	182	271	194	98	87	738	966	651
신재생에너지	(114)	35	197	232	245	138	35	37	(329)	350	454
케미칼	258	228	120	(32)	34	49	56	42	1,047	573	181
첨단소재	3	17	20	(4)	22	21	16	17	10	35	76
갤러리아	9	4	8	17	-	-	-	-	29	37	-
OPM(%)	5.3	8.2	10.4	4.6	8.8	5.7	3.4	3.3	6.9	7.1	5.4
신재생에너지	(12.4)	2.9	14.8	11.1	17.9	8.5	2.7	4.1	(9.2)	6.3	8.8
케미칼	16.6	14.2	8.1	(2.5)	2.5	3.7	4.3	3.1	19.5	9.7	3.4
첨단소재	1.1	5.5	6.3	(1.5)	8.6	8.0	6.8	6.9	1.0	3.1	7.6
갤러리아	7.3	2.7	6.1	11.3	-	-	-	-	5.6	7.0	-

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

한화솔루션(009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	20,008	23,832	19,905	20,370	20,781
유동자산	6,074	8,573	6,709	6,165	5,714
현금성자산	1,794	2,805	2,358	1,535	921
매출채권	1,634	2,280	1,762	1,892	1,971
재고자산	2,232	3,060	2,147	2,282	2,354
비유동자산	12,524	13,634	13,196	14,205	15,067
투자자산	4,491	5,107	4,375	4,606	4,702
유형자산	6,452	6,879	7,203	8,006	8,797
기타	1,581	1,648	1,619	1,593	1,567
부채총계	11,806	13,935	10,163	10,355	10,476
유동부채	5,788	6,808	5,470	5,654	5,766
매입채무	2,687	2,781	2,437	2,617	2,726
유동성이자부채	2,710	3,199	2,199	2,199	2,199
기타	391	829	833	837	842
비유동부채	4,774	5,685	4,693	4,702	4,710
비유동이자부채	3,708	4,786	3,786	3,786	3,786
기타	1,066	899	907	916	924
자본총계	8,201	9,897	9,742	10,015	10,304
자본지분	8,159	8,921	8,766	9,038	9,328
자본금	978	978	978	978	978
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,051	5,561	5,734	6,006	6,296
기타	127	61	(266)	(266)	(266)
비자본지분	42	976	976	976	976
자본총계	8,201	9,897	9,742	10,015	10,304
총차입금	6,419	7,985	5,985	5,985	5,985
순차입금	4,625	5,180	3,626	4,450	5,064

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	1,126	79	2,810	951	1,107
당기순이익	616	366	229	299	329
자산상각비	649	675	827	912	996
기타비현금성손익	(806)	119	(141)	(1,281)	(1,307)
운전자본증감	(191)	(1,626)	1,079	(95)	(51)
매출채권감소(증가)	(21)	(400)	518	(130)	(78)
재고자산감소(증가)	(692)	(35)	914	(136)	(71)
매입채무증가(감소)	507	(812)	(343)	180	108
기타	15	(379)	(9)	(9)	(9)
투자현금	(1,655)	(1,477)	(1,258)	(1,777)	(1,724)
단기투자자산감소	4	(5)	(3)	(3)	(3)
장기투자증권감소	(392)	(458)	(132)	(85)	40
설비투자	(813)	(903)	(1,085)	(1,650)	(1,720)
유형자산처분	33	14	0	0	0
무형자산처분	(6)	(37)	(40)	(40)	(41)
재무현금	1,076	2,322	(2,000)	0	0
차입금증가	(157)	1,207	(2,000)	0	0
자본증가	1,325	(91)	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	452	965	(449)	(826)	(617)
기초현금	1,200	1,652	2,548	2,100	1,274
기말현금	1,652	2,616	2,100	1,274	657
Gross Cash flow	1,317	1,706	1,731	1,046	1,158
Gross Investment	1,850	3,099	177	1,870	1,772
Free Cash Flow	(533)	(1,393)	1,554	(823)	(614)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	12,054	12,690	12,957
증가율(%)	16.6	27.3	(11.7)	5.3	2.1
매출원가	8,529	10,853	9,345	10,097	10,309
매출총이익	2,196	2,801	2,709	2,593	2,648
판매 및 일반관리비	1,458	1,835	2,058	2,078	2,104
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	738	966	651	515	544
증가율(%)	24.3	30.9	(32.6)	(21.0)	5.7
EBITDA	1,387	1,642	1,478	1,427	1,540
증가율(%)	16.6	18.4	(10.0)	(3.5)	7.9
영업외손익	117	(193)	(353)	(127)	(113)
이자수익	20	35	30	26	22
이자비용	148	226	240	149	132
지분법손익	11	11	(15)	127	128
기타영업외손익	233	(13)	(128)	(130)	(132)
세전순이익	855	569	298	388	431
증가율(%)	89.4	(33.4)	(47.6)	30.3	10.9
법인세비용	239	203	69	90	101
당기순이익	616	366	229	299	329
증가율(%)	104.3	(40.6)	(37.3)	30.1	10.2
지배주주지분	619	359	172	272	290
증가율(%)	100.3	(42.0)	(52.1)	58.2	6.5
비지배지분	(3)	7	57	26	39
EPS(원)	3,236	1,878	900	1,423	1,516
증가율(%)	73.9	(42.0)	(52.1)	58.2	6.5
수정EPS(원)	3,236	1,878	900	1,423	1,516
증가율(%)	73.9	(42.0)	(52.1)	58.2	6.5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,236	1,878	900	1,423	1,516
BPS	42,408	46,364	45,560	46,975	48,482
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	11.0	22.9	31.8	20.1	18.9
PBR	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.3	8.2	5.8	6.6	6.5
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	5.2	4.9	3.2	5.3	4.8
수익성(%)					
영업이익률	6.9	7.1	5.4	4.1	4.2
EBITDA이익률	12.9	12.0	12.3	11.2	11.9
순이익률	5.7	2.7	1.9	2.4	2.5
ROE	8.8	4.2	1.9	3.1	3.2
ROIC	6.2	6.2	4.9	4.0	3.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	56.4	52.3	37.2	44.4	49.1
유동비율	104.9	125.9	122.7	109.0	99.1
이자보상배율	5.0	4.3	2.7	3.5	4.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.9	7.0	6.0	6.9	6.7
재고자산회전율	5.9	5.2	4.6	5.7	5.6
매입채무회전율	4.9	5.0	4.6	5.0	4.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.9.30 기준)

