



Neutral

목표주가(12M) 31,000원(하향)  
현재주가(2.22) 29,300원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,664.27
52주 최고/최저(원)	55,100/27,000
시가총액(십억원)	5,036.5
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	1,281.5
60일 평균 거래대금(십억원)	44.7
외국인지분율(%)	23.99
주요주주 지분율(%)	
인화 외 4 인	36.48
국민연금공단	8.40

#### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	12,944.0	13,198.9
영업이익(십억원)	725.3	1,034.4
순이익(십억원)	239.0	546.1
EPS(원)	1,091	2,503
BPS(원)	51,218	53,989

#### Stock Price



#### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	10,725.2	13,653.9	13,288.7	13,310.5
영업이익	738.3	966.2	604.5	293.7
세전이익	855.3	569.2	(110.3)	105.8
순이익	619.1	359.1	(208.1)	76.4
EPS	3,301	1,864	(1,173)	438
증감율	79.40	(43.53)	적전	흑전
PER	10.75	23.07	(33.67)	74.89
PBR	0.84	0.92	0.78	0.65
EV/EBITDA	8.29	8.78	9.97	11.02
ROE	8.79	4.21	(2.36)	0.88
BPS	42,466	46,887	50,578	50,720
DPS	0	0	300	300



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com  
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 23일 | 기업분석\_Earnings Review

## 한화솔루션 (009830)

### 글로벌 태양광 모듈 재고 부담

#### 4Q23 영업이익 컨센 75% 하회

4Q23 영업이익은 407억원(QoQ -59%, YoY -76%)으로 컨센(1,631억원)을 75% 하회했다. 지배순이익은 -3,373억원을 기록했는데, 이는 음성공장 손상차손 약 3.5천억원과 조달금리 상승에 따른 이자비용 1천억원이 반영된 영향이다. 영업이익 컨센 하회는 1) 케미칼 적자 전환 2) 첨단소재 감익 3) 기타 부문의 적자 확대에 기인한다. 반면, 태양광 영업이익은 1,505억원(QoQ +334%)으로 큰 폭 증익되었다. 태양광 영업이익의 세부 구성 내역은 1) 모듈 영업이익 206억원(OPM +1.9%, QoQ +131억원) 2) AMPC 1,238억원(QoQ +888억원) 3) 발전사업/EPC 영업이익 361억원(OPM +3%) 4) 음성공장 관련 일회성 인건비 300억원으로 구성되었다. 모듈의 OPM은 전분기 0.9%에서 +1%p 상승했다. 저가 웨이퍼 투입에 따른 원가 하락에도 불구하고, 급격한 판가 하락(QoQ -24%)으로 실적 개선폭은 제한적이었다. 참고로, 4Q23에는 1Q~3Q에 걸쳐 발생한 AMPC 소급분이 약 300억원 반영되어 기존 예상보다 AMPC가 높게 계상되었다.

#### 1Q24 영업이익 적자전환 전망

1Q24 영업이익은 -669억원(QoQ 적전, YoY 적전)을 전망한다. 케미칼/첨단소재는 정기보수 영향 종료 및 성수기 효과 등 영향으로 개선되나, 태양광은 적자전환이 예상된다. 태양광 영업이익은 -145억원(OPM -1%)을 추정한다. 1) 모듈 영업이익 -841억원(OPM -8%) 2) 발전사업 매각+EPC 관련 매출액 3천억원/영업이익 109억원 3) AMPC 588억원을 가정했다. 모듈 OPM 급락과 AMPC 축소를 전망하는 것은, 글로벌 과잉 재고에 따른 판가와 판매량 약세를 예상하기 때문이다.

#### 중장기 성장 전략 긍정적. 다만, 단기 업황과 금융비용 증가 우려

Neutral을 유지하고, TP는 기존 3.4만원에서 3.1만원으로 하향한다. 한화솔루션의 미국 내 증설과 수직계열화 노력 등 중장기 성장성을 의심하지는 않는다. 실제, 회사는 미국 내 유틸리티/C&I를 중심으로 물량 올로케이션을 전략적으로 진행하고 신규 공장의 순차적 가동을 통해 2024년 모듈 출하량을 10GW(YoY +25%)로 확대할 계획을 제시했다. 다만, 지금의 단기 업황 상의 문제는 중국뿐 아니라, 미국/유럽의 과잉 재고다. IEA에 따르면, 유럽/미국의 2023년 태양광 모듈 재고는 140GW로, 설치량 80GW를 감안한 재고일수는 1.5년에 달한다. 이 중 미국의 재고는 45GW, 재고일수는 1.2년이다. 이는 올해 6월 이후 중국산 모듈에 대한 동남아 우회 관세 부활에 따른 선제적 재고 확보 영향이다. 설치 수요와 모듈 구매 수요를 분리해서 생각해야 하는 이유다. 금융비용이 2021년 1.3천억원 → 2022년 1.7천억원 → 2023년 3.2천억원으로 급증하고 있는 점도 경계해야 한다.

도표 1. 한화솔루션 4Q23 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q23P	3Q23	4Q22	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	3,869.7	2,925.8	3,928.9	-1.5	32.3	3,498.8	10.6
영업이익	40.7	98.3	182.2	-77.7	-58.6	163.1	-75.0
세전이익	-389.5	33.6	-113.1	적지	적전	106.6	적전
순이익	-337.3	5.9	-117.8	적지	적전	68.8	적전
영업이익률	1.1	3.4	4.6	-3.6	-2.3	4.7	-3.6
세전이익률	-10.1	1.1	-2.9	-7.2	-11.2	3.0	-13.1
순이익률	-8.7	0.2	-3.0	-5.7	-8.9	2.0	-10.7

자료: 하나증권

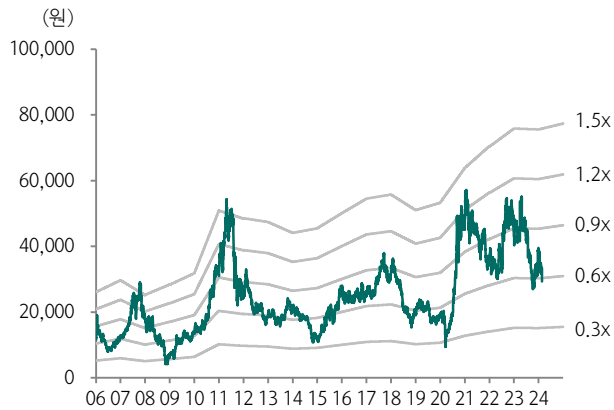
도표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	13,288.7	13,125.3	1.2	13,310.5	11,254.7	18.3
영업이익	604.5	662.6	-8.8	293.7	703.5	-58.3
세전이익	-110.3	296.9	적전	105.8	499.9	-78.8
순이익	-208.1	176.4	적전	76.4	459.9	-83.4
영업이익률	4.5	5.0	-0.5	2.2	6.3	-4.0
세전이익률	-0.8	2.3	-3.1	0.8	4.4	-3.6
순이익률	-1.6	1.3	-2.9	0.6	4.1	-3.5

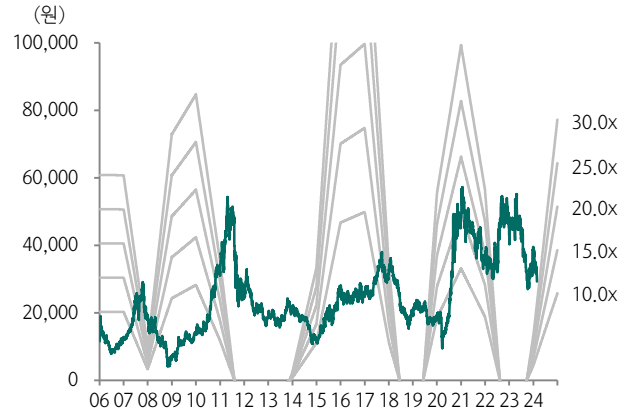
자료: 하나증권

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권

도표 5.한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2021	FY2022	FY2023P	FY2024F
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,980.9	3,239.8	3,446.9	3,642.9	10,725.2	13,130.6	13,288.7	13,310.5
QoQ(%)	-18.0%	9.4%	-13.8%	32.3%	-23.0%	8.7%	6.4%	5.7%				
YoY(%)	8.9%	4.1%	-9.7%	2.3%	-3.8%	-4.5%	17.8%	-5.9%	16.6%	22.4%	1.2%	0.2%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,224.4	1,227.9	1,220.5	1,230.5	5,364.0	5,909.2	5,097.4	4,903.4
태양광	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	1,344.4	1,571.5	1,782.6	1,982.6	3,568.5	4,978.5	4,441.6	4,281.0
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	281.4	310.3	313.6	299.6	938.9	1,152.2	988.9	1,204.9
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	130.7	130.1	130.2	130.2	339.1	500.7	586.5	521.2
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-66.9	0.1	163.2	197.4	738.3	923.7	604.5	293.7
영업이익률(%)	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-2.2%	0.0%	4.7%	5.4%	6.9%	7.0%	4.5%	2.2%
QoQ(%)	61.6%	-28.5%	-49.4%	-58.6%	적전	흑전	320,657.1%	21.0%				
YoY(%)	85.0%	-28.7%	-70.8%	-75.8%	적전	-100.0%	66.0%	385.0%	24.3%	25.1%	-34.6%	-51.4%
케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-45.9	-27.4	43.2	35.6	1,046.8	588.9	59.5	5.5
영업이익률(%)	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-3.7%	-2.2%	3.5%	2.9%	19.5%	10.0%	1.2%	0.1%
QoQ(%)	흑전	46.0%	13.6%	적전	적지	적지	흑전	-17.7%				
YoY(%)	-86.9%	-79.1%	-56.3%	적지	적전	적전	-22.7%	흑전	174.6%	-43.7%	-89.9%	-90.7%
태양광	245.0	138.0	34.7	150.5	-14.5	35.0	120.9	192.8	-328.5	280.1	568.2	334.3
영업이익률(%)	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-1.1%	2.2%	6.8%	9.7%	-9.2%	5.6%	12.8%	7.8%
QoQ(%)	5.6%	-43.7%	-74.9%	333.7%	적전	흑전	245.3%	59.4%				
YoY(%)	흑전	292.0%	-82.4%	-35.1%	적전	-74.6%	248.5%	28.1%	적전	흑전	102.9%	-41.2%
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	8.0	8.1	8.3	8.4	9.7	35.3	64.3	32.8
영업이익률(%)	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	2.8%	2.6%	2.6%	2.8%	1.0%	3.1%	6.5%	2.7%
QoQ(%)	흑전	-2.3%	-24.1%	-67.1%	50.0%	2.0%	2.0%	2.0%				
YoY(%)	623.3%	27.7%	-18.7%	흑전	-63.4%	-61.8%	-48.6%	59.2%	흑전	263.9%	82.2%	-49.0%
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-14.5	-15.7	-9.2	-39.4	-18.6	-50.6	-87.5	-78.9
영업이익률(%)	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-21.0%	-11.1%	-12.1%	-7.1%	-30.2%	-5.5%	-10.1%	-14.9%	-15.1%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
지분법이익	25.0	-75.5	28.5	36.1	12.1	19.6	27.1	31.5	262.9	-101.9	14.1	90.3
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	26.7%	-66.5%	61.9%	38.1%	16.5%				
YoY(%)	흑전	적전	흑전	흑전	-51.6%	흑전	-5.0%	-12.6%	64.1%	적전	흑전	540.6%
당기순이익	133.4	20.8	20.6	-330.1	-92.0	-35.8	90.2	117.9	616.3	366.0	-155.2	80.4
당기순이익률(%)	4.3%	0.6%	0.7%	-8.5%	-3.1%	-1.1%	2.6%	3.2%	5.7%	2.8%	-1.2%	0.6%
QoQ(%)	흑전	-84.4%	-1.2%	적전	적지	적지	흑전	30.7%				
YoY(%)	29.4%	-91.5%	-85.1%	적지	적전	적전	338.0%	흑전	104.3%	-40.6%	적전	흑전
지배순이익	116.2	7.1	5.9	-337.3	-90.2	-35.1	85.7	116.0	619.1	359.1	-208.1	76.4

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725.2	13,653.9	13,288.7	13,310.5	11,915.8
매출원가	8,529.0	10,852.6	10,935.8	11,233.4	9,352.1
매출총이익	2,196.2	2,801.3	2,352.9	2,077.1	2,563.7
판매비	1,457.8	1,835.1	1,748.4	1,783.4	1,819.1
영업이익	738.3	966.2	604.5	293.7	744.6
금융손익	(125.6)	(190.5)	(299.6)	(234.3)	(239.7)
종속/관계기업손익	262.9	(101.9)	14.1	90.3	162.2
기타영업외손익	(20.3)	(104.7)	(429.3)	(43.9)	(43.9)
세전이익	855.3	569.2	(110.3)	105.8	623.2
법인세	239.0	202.8	44.9	25.4	149.6
계속사업이익	616.3	366.0	(155.2)	80.4	473.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	616.3	366.0	(155.2)	80.4	473.6
비배주주지분 순이익	(2.7)	6.9	52.8	4.0	23.7
지배주주순이익	619.1	359.1	(208.1)	76.4	450.0
지배주주지분포괄이익	886.2	580.5	(154.1)	79.8	470.1
NOPAT	532.0	622.0	850.5	223.2	565.9
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,465.6	1,266.6	1,479.8
성장성(%)					
매출액증가율	16.64	27.31	(2.67)	0.16	(10.48)
NOPAT증가율	19.07	16.92	36.74	(73.76)	153.54
EBITDA증가율	16.60	18.36	(10.73)	(13.58)	16.83
영업이익증가율	24.25	30.87	(37.44)	(51.41)	153.52
(지배주주)순이익증가율	100.29	(42.00)	적전	흑전	489.01
EPS증가율	79.40	(43.53)	적전	흑전	488.81
수익성(%)					
매출총이익률	20.48	20.52	17.71	15.60	21.52
EBITDA이익률	12.93	12.02	11.03	9.52	12.42
영업이익률	6.88	7.08	4.55	2.21	6.25
계속사업이익률	5.75	2.68	(1.17)	0.60	3.97

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,301	1,864	(1,173)	438	2,579
BPS	42,466	46,887	50,578	50,720	53,002
CFPS	7,024	8,854	4,856	6,903	8,537
EBITDAPS	7,397	8,522	8,258	7,260	8,482
SPS	57,195	70,878	74,882	76,292	68,298
DPS	0	0	300	300	300
주가지표(배)					
PER	10.75	23.07	(33.67)	74.89	12.72
PBR	0.84	0.92	0.78	0.65	0.62
PCFR	5.05	4.86	8.13	4.75	3.84
EV/EBITDA	8.29	8.78	9.97	11.02	9.60
PSR	0.62	0.61	0.53	0.43	0.48
재무비율(%)					
ROE	8.79	4.21	(2.36)	0.88	5.04
ROA	3.52	1.64	(0.88)	0.32	1.88
ROIC	5.87	5.83	7.04	1.70	4.13
부채비율	143.96	140.80	141.86	141.51	138.02
순부채비율	56.39	52.34	69.02	74.01	73.06
이자보상배율(배)	5.00	4.27	2.41	1.17	2.97

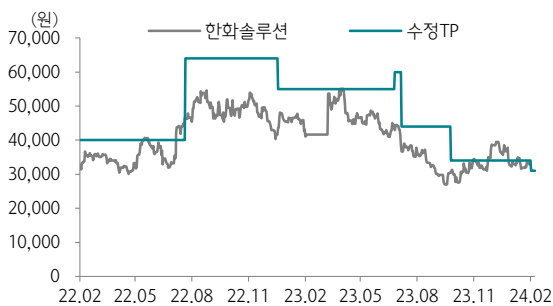
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,074.0	8,573.3	6,871.8	6,373.8	6,233.0
금융자산	1,794.1	2,804.5	1,255.8	748.8	552.3
현금성자산	1,567.2	2,548.4	1,006.5	499.1	300.1
매출채권	1,542.5	2,055.5	2,000.5	2,003.8	2,023.8
재고자산	2,231.5	3,060.1	2,978.2	2,983.1	3,013.0
기타유동자산	505.9	653.2	637.3	638.1	643.9
비유동자산	12,523.6	13,634.4	15,065.1	15,598.6	16,402.9
투자자산	3,737.8	4,196.6	4,088.4	4,094.9	4,134.3
금융자산	299.4	452.0	444.0	444.5	447.4
유형자산	6,451.6	6,879.5	8,453.6	9,013.1	9,807.7
무형자산	1,580.6	1,644.4	1,609.2	1,576.8	1,547.1
기타비유동자산	753.6	913.9	913.9	913.8	913.8
자산총계	20,007.6	23,831.7	23,560.9	23,596.5	24,260.0
유동부채	5,787.9	6,808.5	6,717.0	6,722.5	7,055.9
금융부채	2,710.5	3,198.9	3,193.6	3,193.9	3,213.1
매입채무	1,809.0	1,831.9	1,782.9	1,785.8	1,964.4
기타유동부채	1,268.4	1,777.7	1,740.5	1,742.8	1,878.4
비유동부채	4,774.5	5,685.4	5,661.4	5,662.8	5,570.9
금융부채	3,708.4	4,786.0	4,786.0	4,786.0	4,786.0
기타비유동부채	1,066.1	899.4	875.4	876.8	784.9
부채총계	11,806.3	13,934.8	13,819.2	13,826.1	14,067.7
지배주주지분	8,159.4	8,920.6	8,712.5	8,737.2	9,135.4
자본금	978.2	978.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	2,003.2	2,320.1	2,320.1	2,320.1	2,320.1
자본조정	(24.2)	(154.2)	(154.2)	(154.2)	(154.2)
기타포괄이익누계액	150.7	215.0	215.0	215.0	215.0
이익잉여금	5,051.4	5,561.4	5,353.3	5,378.0	5,776.3
비지배주주지분	41.8	976.3	1,029.2	1,033.2	1,056.9
자본총계	8,201.2	9,896.9	9,741.7	9,770.4	10,192.3
순금융부채	4,624.8	5,180.4	6,723.8	7,231.2	7,446.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	990.9	115.7	851.3	1,162.0	1,328.8
당기순이익	616.3	366.0	(155.2)	80.4	473.6
조정	565.8	1,376.2	969.9	1,083.8	847.0
감가상각비	648.7	675.5	861.1	972.9	735.2
외환거래손익	89.0	108.6	(56.1)	(56.1)	(56.1)
지분법손익	(206.4)	116.0	0.0	0.0	0.0
기타	34.5	476.1	164.9	167.0	167.9
영업활동 자산부채변동	(191.2)	(1,626.5)	36.6	(2.2)	8.2
투자활동 현금흐름	(1,655.0)	(1,476.6)	(2,170.5)	(1,394.4)	(1,430.2)
투자자산감소(증가)	(677.2)	(357.0)	108.2	(6.5)	(39.4)
자본증가(감소)	(779.6)	(889.4)	(2,400.0)	(1,500.0)	(1,500.0)
기타	(198.2)	(230.2)	121.3	112.1	109.2
재무활동 현금흐름	1,076.3	2,322.3	(228.6)	(274.7)	(256.2)
금융부채증가(감소)	285.9	1,566.0	(5.2)	0.3	19.1
자본증가(감소)	1,361.8	316.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(571.4)	439.5	(223.4)	(223.3)	(223.6)
배당지급	0.0	0.0	0.0	(51.7)	(51.7)
현금의 증감	451.7	961.4	(1,606.4)	(507.5)	(199.0)
Unlevered CFO	1,317.1	1,705.6	861.7	1,204.4	1,489.4
Free Cash Flow	178.2	(787.2)	(1,548.7)	(338.0)	(171.2)

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.2.23	Neutral	31,000		
23.10.16	Neutral	34,000	-2.39%	16.18%
23.7.28	Neutral	44,000	-22.61%	-11.25%
23.7.17	BUY	60,000	-28.47%	-25.92%
23.1.9	BUY	55,000	-16.74%	0.18%
22.8.12	BUY	64,000	-23.56%	-14.69%
22.2.18	BUY	40,000	-11.07%	16.25%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 2월 23일 현재 해당회사의 유가증권은 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.46%	6.07%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 20일