

한화솔루션 (009830)

태양광 모듈 업황 추가 악화 우려

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

Hold (하향)

목표주가(하향): 29,000원

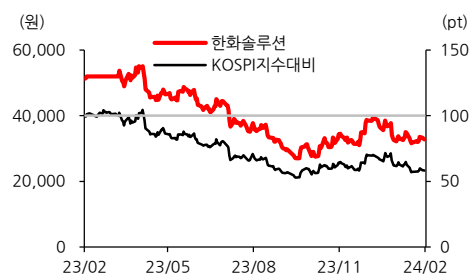
현재 주가(2/22)	29,300원
상승여력	▼-1.0%
시가총액	50,365억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	55,100 / 27,000원
90 일 일평균 거래대금	440.54억원
외국인 지분율	24.0%
주주 구성	
한화 (외 5 인)	36.5%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
BlackRockFundAdvisors (외)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.0	-13.8	-20.6	-42.9
상대수익률(KOSPI)	-17.1	-19.9	-26.5	-53.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	13,654	13,289	13,149	15,208
영업이익	966	605	32	1,161
EBITDA	1,642	1,289	937	2,184
지배주주순이익	359	-208	-80	589
EPS	1,878	-1,234	-478	3,475
순차입금	5,180	7,958	9,742	9,702
PER	28.6	-39.7	-61.3	8.4
PBR	1.2	1.1	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.2	12.8	15.8	6.8
배당수익률	-	0.6	1.0	1.0
ROE	4.2	-2.5	-1.0	7.2

주가 추이



4Q23 영업이익 407억원(컨센 대비 -75.1%)

한화솔루션 4Q 영업이익은 407억원을 기록해 컨센서스 1,631억원을 큰 폭으로 하회했다. 예상보다 부진한 실적은 1) 정기보수 및 스프레드 하락에 따른 케미칼 적자전환(-793억원), 2) 원료가 상승에 따른 첨단 소재 감익(53억원), 3) 기타부문 적자폭 확대(-358억원)에 기인한다. AMPC(1,238억원, 1Q~3Q 소급 적용에 따른 일회성 300억원 포함)과 발전사업/EPC 이익(361억원), 음성 공장 폐쇄 관련 비용(-300억원)을 제외한 태양광 사업 이익은 206억원(OPM 1.7%)을 기록했다. 저가 웨이퍼 사용으로 3Q 75억원(OPM 0.9%)에 비해 개선되었지만, 미국 내 모듈 공급과잉 및 ASP 하락으로 개선폭은 기대에 못미쳤기 때문이다. 소면적 웨이퍼 설비 폐쇄에 따른 손상차손 및 이자비용 증가 등 반영되며 지배순이익도 -3,373억원을 기록해 부진했다.

태양광 업황에 대한 보수적 접근 필요

IEA에 따르면 '23년 말 미국 모듈 재고는 45GW로 추정되는데, '24년 설치량 전망치가 30GW 후반임을 감안하면 일년치 이상 재고가 쌓여 있는 것이다. 그리고 재고 증가는 가격 경쟁을 심화시켜 판가 하락으로 나타나고 있다. 즉, 태양광 모듈 판가가 반등하기 위해선 재고 소진이 이루어질 필요 있는데, 1) 높은 유럽 재고(90GW, '24년 신규 설치량 전망치 62GW), 2) 구형 P-Type 모듈 처리 움직임으로 재고 소진이 어려운 상황이다. 거기다 동남아 4개국을 통해 우회 수출하는 것으로 판명된 중국산 모듈에 대한 반덤핑/상계관세가 부과되는 24.06월 전 재고를 늘릴 가능성도 존재한다. 이 경우 설치량이 감소하는 3Q까지 높은 재고가 유지되며 업황 반등이 힘들어질 것으로 예상된다. 이 점을 감안해 1Q24, '24년 신재생 영업이익을 각각 -880억원(모듈 제조사업 -1,714억원), 306억원(모듈 제조사업 -5,340억원)으로 전망한다.

Capex와 이자비용도 부담

태양광 실적 감소를 반영해 '24년 EBITDA 추정치를 -35% 하향하며, 목표주가도 -36% 하향한다. 실적이 부진한 가운데 Capex(3.2조원)와 이자비용(4,000억원) 부담은 증가할 것으로 추정되는 점도 주의해야 한다. '24년 태양광 모듈 실적에 대한 불확실성과 더불어 차입금 부담 증가를 감안해 투자 의견 또한 Hold로 하향한다.

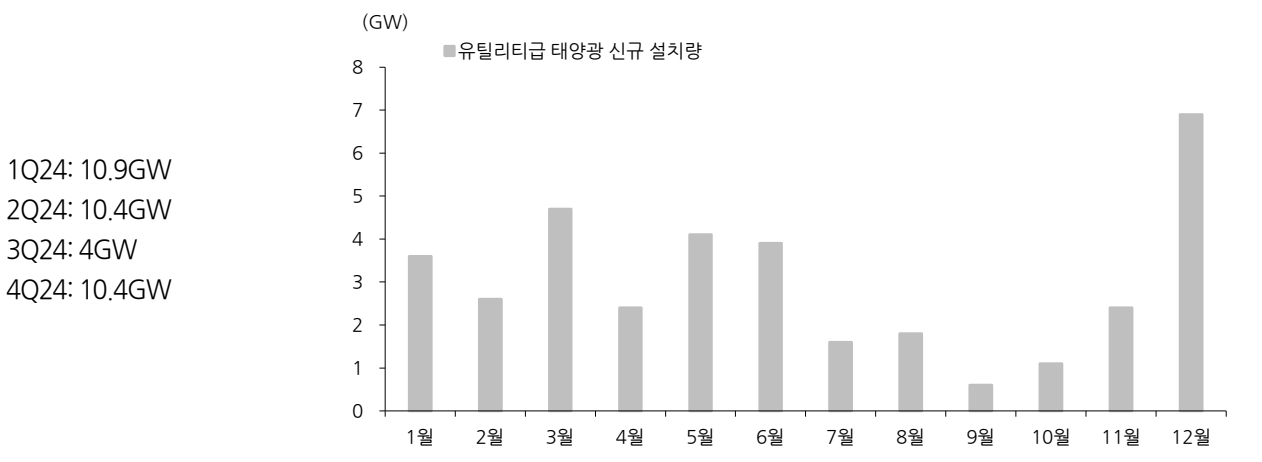
[표1] 한화솔루션 2023년 4분기 실적

(단위: 십억 원)

	4Q22	3Q23	4Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	3,783.1	2,925.8	3,869.7	2,956.3	3,498.8	2.3%	32.3%	30.9%	10.6%
영업이익	167.9	98.3	40.7	167.1	163.1	-75.8%	-58.6%	-75.7%	-75.1%
순이익	-120.2	20.6	-330.1	102.0	68.8	적자지속	적자전환	적자전환	적자전환
영업이익률	4.4%	3.4%	1.1%	5.7%	4.7%	-3.4%pt	-2.3%pt	-4.6%pt	-3.6%pt
순이익률	-3.2%	0.7%	-8.5%	3.5%	2.0%	-5.4%pt	-9.2%pt	-12.0%pt	-10.5%pt

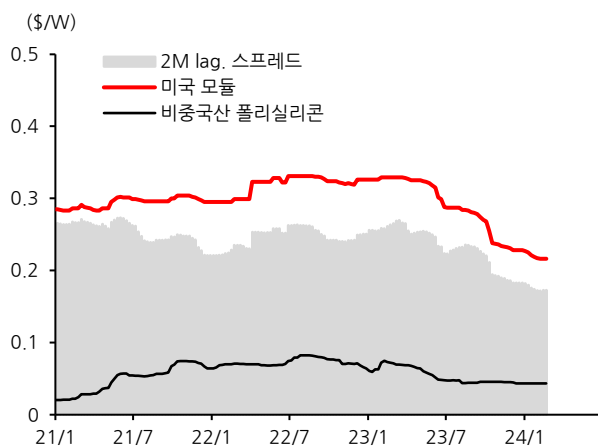
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2024년 미국 유틸리티급 태양광 신규 설치 전망



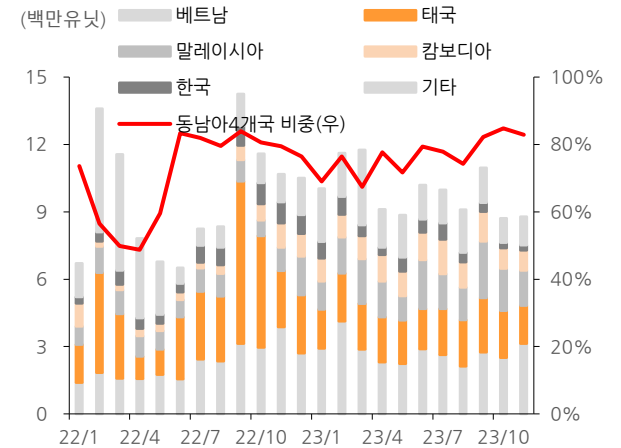
자료: EIA 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국 태양광 모듈, 비중국산 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insights, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미국 태양광 모듈 수입 데이터



자료: Trademap, 한화투자증권 리서치센터

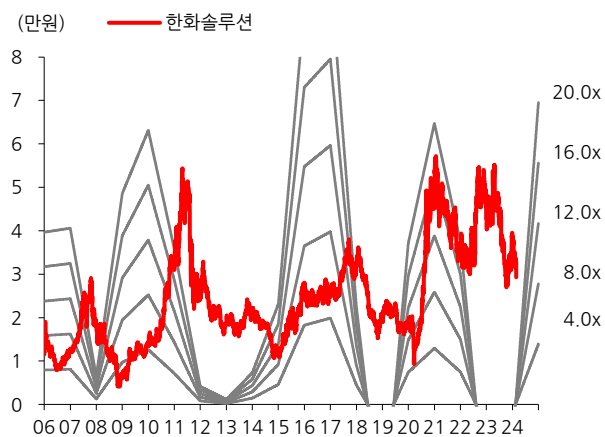
[표2] 한화솔루션 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

	12M Fwd. EBITDA	평가액	비고
영업가치 (A)		5,391.2	
태양광	442.0	3,137.9	Peers(글로벌 태양광 모듈 업체) Multiple: 7.1 배 *실리콘 계열: Jinko Solar / LONGi / JA Solar / Trina Solar *박막형: First Solar
케미칼	298.9	1,919.0	Peers(국내 화학업체) Multiple: 6.4 배
첨단소재	115.2	334.3	Peers(국내 화학업체) Multiple: 6.4 배 *12M Fwd. EV/EBITDA: LG 화학 6.2x, 코오롱인더: 6.7x, 효성첨단소재 6.7x
기타 사업부/자산 (B)		3,520.9	
지분법(YNCC/IMPACT)		1,391.6	YNCC(50%) / 한화임팩트(47.93%)
기타		2,129.4	장부가치, 30% 할인율 적용
순차입금 (C)		3,927.3	2024 년 말 추정치, AMPC 4.4 조원 포함
우선주 시가총액 (D)		59.7	
총 기업가치 (A) + (B) - (C) - (D)		4,925.1	
주식수(천주)		169,241	유통주식수(천주)
주당 NAV(원)		29,101	
목표주가		29,000	
현재주가(원)		29,300	2024.2.22. 기준
상승여력		-1%	

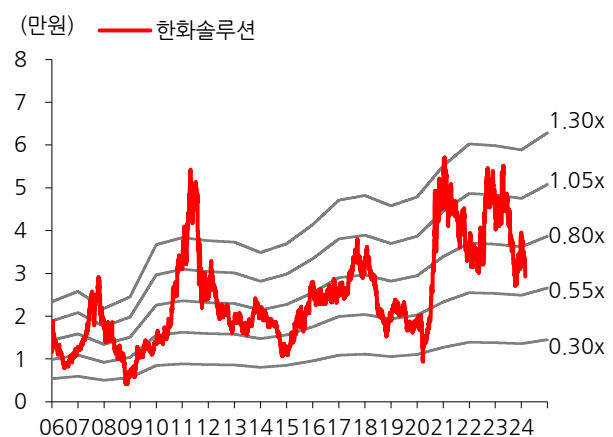
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] IRA 시행에 따른 한화솔루션 예상 세제혜택 규모

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
제품별 세제혜택(센트/Watt)											
폴리실리콘		0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.45	0.30	0.15
웨이퍼		4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	3.53	2.35	1.18
셀		4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.00	2.00	1.00
모듈		7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	5.25	3.50	1.75
한화솔루션 미국 태양광 설비 생산능력(GW)											
웨이퍼				3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
셀				3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
모듈	1.7	3.1	5.1	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
Georgia No.1	1.7	3.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
Georgia No.2(Solar Hub)				3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
한화솔루션 미국 태양광 설비 예상 가동률(%)											
웨이퍼			23%	65%	68%	74%	82%	90%	90%	90%	90%
셀			23%	65%	68%	74%	82%	90%	90%	90%	90%
모듈	100%	75%	66%	79%	76%	80%	84%	88%	88%	88%	88%
Georgia No.1	100%	75%	66%	79%	81%	84%	86%	86%	86%	86%	86%
Georgia No.2(Solar Hub)			23%	65%	68%	74%	82%	90%	90%	90%	90%
한화솔루션 미국 태양광 설비 생산실적(GW)											
웨이퍼			0.7	2.1	2.2	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
셀			0.7	2.1	2.2	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
모듈	1.7	3.8	5.4	6.2	6.4	6.7	7.1	7.4	7.4	7.4	7.4
Georgia No.1	1.7	3.8	4.7	4.0	4.1	4.3	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
Georgia No.2(Solar Hub)			0.7	2.1	2.2	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
한화솔루션 예상 세제혜택(백만달러)											
웨이퍼		0	35	101	105	115	127	139	105	70	35
셀		0	30	111	89	98	108	119	89	59	30
모듈		210	401	674	446	470	496	515	386	258	129
합계		210	465	886	640	684	731	773	580	387	193
합계(2024년 가치)		220	465	844	580	590	601	606	433	275	131

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한화솔루션 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,863.6	3,145.5	3,511.5	3,628.0	13,288.7	13,148.7	15,207.6
QoQ(%)	-21.1%	9.4%	-13.8%	32.3%	-26.0%	9.8%	11.6%	3.3%			
YoY(%)	8.8%	4.1%	-9.7%	-1.5%	-7.6%	-7.3%	20.0%	-6.2%	-2.7%	-1.1%	15.7%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,283.8	1,281.5	1,301.1	1,129.3	5,097.4	4,995.7	5,412.3
태양광	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	1,181.3	1,459.3	1,826.0	2,086.8	6,615.9	6,553.4	8,170.5
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	258.2	265.3	241.0	262.3	406.4	447.0	1,046.1
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	140.3	139.4	143.4	149.6	586.5	572.7	578.7
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-120.0	-3.9	42.9	112.5	604.5	31.5	1,161.5
영업이익률(%)	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-4.2%	-0.1%	1.2%	3.1%	4.5%	0.2%	7.6%
QoQ(%)	48.9%	-28.5%	-49.3%	-58.6%	적전	적지	흑전	162.5%			
YoY(%)	85.1%	-28.7%	-70.8%	-77.7%	적전	적전	-56.4%	176.5%	-37.4%	-94.8%	3583.1%
케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-30.5	-6.6	28.5	14.3	59.5	5.6	285.7
영업이익률(%)	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-2.4%	-0.5%	2.2%	1.3%	1.2%	0.1%	5.3%
태양광	245.0	138.0	34.7	150.5	-88.0	4.8	8.9	105.0	568.2	30.6	881.7
영업이익률(%)	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-7.5%	0.3%	0.5%	5.0%	8.6%	0.5%	10.8%
발전사업매각	65.0	0.4	-7.8	36.1	8.9	18.2	28.9	24.3	93.7	80.4	87.0
AMPC	22.9	28.0	35.0	123.8	74.4	87.7	122.0	154.9	209.7	400.5	785.5
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	9.3	12.1	11.2	11.9	64.3	44.5	57.8
영업이익률(%)	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	3.6%	4.6%	4.6%	4.5%	15.8%	10.0%	5.5%
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-10.7	-14.1	-5.6	-18.7	-87.5	-49.1	-63.6
자분법손익	25.0	-75.5	28.5	43.0	-0.1	9.8	35.6	41.7	21.0	87.1	314.9
당기순이익	133.4	20.8	20.6	-330.1	-121.9	-34.8	-1.8	52.7	-155.3	-105.8	763.7
지배순이익	116.2	7.1	5.9	-337.3	-95.5	-26.5	-1.3	43.2	-208.1	-80.1	588.8
순이익률(%)	3.7%	0.2%	0.2%	-8.7%	-3.3%	-0.8%	0.0%	1.2%	-1.6%	-0.6%	3.9%

자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	13,289	13,149	15,208
매출총이익	2,196	2,801	2,253	1,676	3,063
영업이익	738	966	605	32	1,161
EBITDA	1,387	1,642	1,289	937	2,184
순이자손익	-127	-191	-322	-355	-370
외화관련손익	-88	-53	6	0	0
지분법손익	206	-116	27	188	188
세전계속사업손익	855	569	-102	-136	979
당기순이익	616	366	-155	-106	764
지배주주순이익	619	359	-208	-80	589
증가율(%)					
매출액	13.4	27.3	-2.7	-1.1	15.7
영업이익	60.8	30.9	-37.4	-94.8	3,583.1
EBITDA	35.9	18.4	-21.5	-27.3	133.0
순이익	흑전	-40.6	적전	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	20.5	20.5	17.0	12.7	20.1
영업이익률	6.9	7.1	4.5	0.2	7.6
EBITDA 이익률	12.9	12.0	9.7	7.1	14.4
세전이익률	8.0	4.2	-0.8	-1.0	6.4
순이익률	5.7	2.7	-1.2	-0.8	5.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	991	116	-188	1,303	1,204
당기순이익	616	366	-155	-106	764
자산상각비	649	675	685	906	1,023
운전자본증감	-191	-1,626	-514	644	-241
매출채권 감소(증가)	-21	-400	-558	225	-220
재고자산 감소(증가)	-692	-35	-329	590	-280
매입채무 증가(감소)	507	-812	497	-174	255
투자현금흐름	-1,655	-1,477	-2,672	-3,045	-1,122
유형자산처분(취득)	-780	-889	-2,199	-2,992	-1,065
무형자산 감소(증가)	-6	-37	4	-8	-3
투자자산 감소(증가)	4	-5	-5	-8	-9
재무현금흐름	1,076	2,322	2,274	948	648
차입금의 증가(감소)	-157	1,207	2,375	1,000	700
자본의 증가(감소)	1,325	-91	184	-52	-52
배당금의 지급	0	0	0	52	52
총현금흐름	1,317	1,706	587	659	1,446
(-)운전자본증가(감소)	-173	957	901	-644	241
(-)설비투자	813	903	2,212	2,992	1,065
(+)자산매각	28	-24	17	-8	-3
Free Cash Flow	705	-178	-2,510	-1,697	137
(-)기타투자	1,238	1,215	84	37	46
잉여현금	-533	-1,393	-2,594	-1,733	91
NOPLAT	532	622	438	23	906
(+) Dep	649	675	685	906	1,023
(-)운전자본투자	-173	957	901	-644	241
(-)Capex	813	903	2,212	2,992	1,065
OpFCF	541	-562	-1,991	-1,419	623

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	6,074	8,573	8,993	7,423	8,695
현금성자산	1,794	2,805	2,309	1,524	2,264
매출채권	1,634	2,280	2,484	2,259	2,479
재고자산	2,232	3,060	3,468	2,878	3,159
비유동자산	12,524	13,634	14,627	16,946	17,223
투자자산	4,491	5,107	5,525	5,750	5,983
유형자산	6,452	6,879	7,370	9,497	9,578
무형자산	1,581	1,644	1,732	1,699	1,663
자산총계	20,008	23,832	25,311	26,128	27,748
유동부채	5,788	6,808	7,486	7,345	7,635
매입채무	2,687	2,781	2,793	2,618	2,873
유동성이자부채	2,710	3,199	3,862	3,862	3,862
비유동부채	4,774	5,685	7,200	8,229	8,959
비유동이자부채	3,708	4,786	6,405	7,405	8,105
부채총계	11,806	13,935	16,181	17,130	18,213
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	1,554	1,554	1,554
이익잉여금	5,051	5,561	5,375	5,243	5,780
자본조정	127	61	215	215	215
자기주식	-21	-112	-122	-122	-122
자본총계	8,201	9,897	9,129	8,998	9,535

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,236	1,878	-1,234	-478	3,475
BPS	42,408	46,364	46,036	45,282	48,361
DPS	0	0	300	300	300
CFPS	6,837	8,854	3,367	3,776	8,286
ROA(%)	3.5	1.6	-0.8	-0.3	2.2
ROE(%)	8.8	4.2	-2.5	-1.0	7.2
ROIC(%)	6.2	6.2	3.7	0.2	6.4
Multiples(x, %)					
PER	13.7	28.6	-39.7	-61.3	8.4
PBR	1.0	1.2	1.1	0.6	0.6
PSR	0.8	0.8	0.6	0.4	0.3
PCR	6.5	6.1	14.5	7.8	3.5
EV/EBITDA	8.3	8.2	12.8	15.8	6.8
배당수익률	-	-	0.6	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	144.0	140.8	177.2	190.4	191.0
Net debt/Equity	56.4	52.3	87.2	108.3	101.8
Net debt/EBITDA	333.4	315.5	617.2	1,039.2	444.2
유동비율	104.9	125.9	120.1	101.1	113.9
이자보상배율(배)	5.0	4.3	1.5	0.1	2.8
자산구조(%)					
투자자본	59.2	58.2	61.5	65.8	63.4
현금+투자자산	40.8	41.8	38.5	34.2	36.6
자본구조(%)					
차입금	43.9	44.7	52.9	55.6	55.7
자기자본	56.1	55.3	47.1	44.4	44.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 02월 23일)

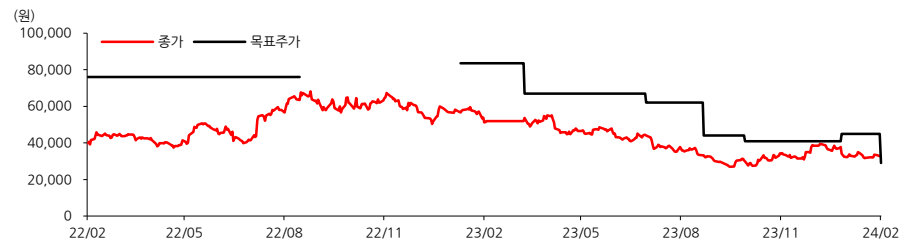
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화솔루션 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	투자 의견	목표 가격
2016.08.12	투자등급변경	Buy
2022.03.10	Buy	61,000
2022.04.21	Buy	61,000
2022.04.29	Buy	61,000
2022.05.12	Buy	61,000
2022.06.08	Buy	61,000
2022.06.29	Buy	61,000
2022.07.29	Buy	61,000
2022.08.16	Buy	61,000
2023.01.31	담당자변경	윤용식
2023.01.31	Buy	67,000
2023.02.17	Buy	67,000
2023.03.29	Buy	67,000
2023.04.28	Buy	67,000
2023.06.09	Buy	67,000
2023.07.21	Buy	62,000
2023.09.12	Buy	44,000
2023.10.20	Buy	41,000
2023.11.01	Buy	41,000
2023.11.27	Buy	41,000
2024.01.05	Buy	45,000
2024.01.17	Buy	29,000
2024.02.23	Hold	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.06.08	Buy	76,103	-25.48	-10.49
2023.01.31	Buy	83,589	-40.80	-28.73
2023.07.21	Buy	62,000	-39.94	-28.79
2023.09.12	Buy	44,000	-30.95	-24.66
2023.10.20	Buy	41,000	-18.77	-3.66
2024.01.17	Buy	45,000	-26.28	-16.11
2024.02.23	Hold	29,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%