

# 한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

40,000

유지

현재주가

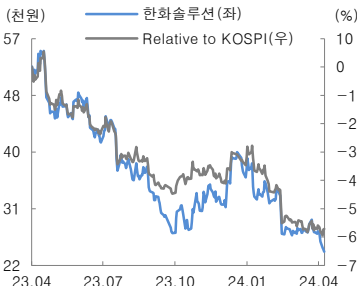
(24.04.18)

25,500

화학업종

KOSPI	2584.18
시가총액	4,194십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	55,100원 / 24,100원
120일 평균거래대금	381억원
외국인지분율	23.42%
주요주주	한화 외 4 인 36.48% BlackRock Fund Advisors 외 12 인 6.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.2	-29.4	-22.9	-53.9
상대수익률	-9.4	-33.5	-26.6	-54.1



## 실적은 저점을 통과

- 1Q24 예상 OP -1,286억원으로 컨센서스 -20% 하회 예상
- 단, 1분기를 저점으로 신재생에너지 부문 이익 점진적 회복 전망
- 연간 모듈 판매 적자는 불가피하나, AMPC 금액 확대로 적자폭 상쇄 가능

### 투자의견 매수, 목표주가 40,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 케미칼 2.1조원, 신재생 4.7조원 반영

### 1Q24 Preview: -1,286억원으로 컨센서스 -20% 하회 전망

신재생 에너지부문 영업적자 -1,062억원(모듈 판매 -2,283억원/AMPC 세제혜택 1,046억원, QoQ +6.7%/발전프로젝트 175억원) 전망. 폴리실리콘 가격 하락(1Q24 글로벌 평균 7.78달러/kg, QoQ -2.7%) 및 북미지역 공급 과잉으로 모듈 판가 하락세 지속(태양광 모듈 1Q24 ASP 0.23달러/W, QoQ -17.1% 추정).

### 24년 AMPC 세제혜택 금액 증가로 모듈 판매 적자폭 상쇄

24~25년 폴리실리콘 증설 물량을 감안 시, 태양광 모듈 가격 하락에 따른 연간 적자는 불가피. 단, AMPC 연간 세제혜택 금액 증가로 모듈 적자를 상쇄하며 OP는 저점 통과 전망. 23년 12월 14일 공표된 AMPC 가이드는 '관련자와의 거래에서도 크레딧을 청구할 수 있도록 하는 특별 규정을 포함' 하고 있는데, 이 규정에 따라 관련자(계열사) 간의 판매를 무관련자에게 판매하는 것과 동등하게 취급할 수 있음. 당사는 북미 지역 내 판매 법인에 생산 물량을 넘기기 때문에 실제 판매 여부와 관계없이 AMPC 혜택을 받을 수 있는 효과 발생.

따라서 현재 모듈 판매 적자에도 불구하고 북미 지역 가동률은 90% 이상을 유지하고 있는 것으로 추정하며, 이에 따라 1Q24 AMPC 금액 역시 1,046억원으로 확대 전망(4Q23 소급 적용된 250억원 제외시 988억원). 2Q24 이후 조지아 3공장 가동 및 4Q 셀/웨이퍼 생산 시작으로 AMPC 세제 혜택 규모는 점진적 증가해 24년 연간 6,201억원(YoY +196.6%) 예상(p3, 표 2 참고)

(단위: 십억원, %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	당사추정	1Q24(F)		2Q24	
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정 YoY QoQ
매출액	3,100	3,870	2,555	2,626	-15.3	-32.1	2,782	3,062 -9 16.6
OP	271	41	-48	-129	적전	적전	-100	38 -80 흑전
순이익	116	-337	-118	-213	적전	적지	-128	-82 적전 적지

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	13,186	14,090	14,372
영업이익	924	605	375	1,418	1,446
세전순이익	549	-102	-198	865	800
총당기순이익	366	-155	-152	663	613
지배지분순이익	359	-208	-149	650	601
PER	22.6	NA	NA	7.1	7.7
PBR	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE	4.2	-2.5	-1.9	8.1	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

표 1. 한화솔루션 분기별 이익 추정 테이블 (단위: 십억원)

	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,625.9	3,061.6	3,655.6	3,842.5	3,217.9	3,335.2	3,803.0	3,734.4	13,288.8	13,185.6	14,090.5
케미칼	1,148.4	1,170.5	1,204.6	1,230.9	1,205.9	1,189.6	1,179.7	1,122.2	5,097.4	4,754.4	4,697.4
태양광	1,063.8	1,480.5	2,053.8	2,210.2	1,581.4	1,721.2	2,211.0	2,200.8	6,615.9	6,808.2	7,714.4
첨단소재	267.1	260.6	249.2	247.7	281.0	274.1	262.0	260.4	988.9	1,024.6	1,077.4
기타	146.6	150.0	147.9	153.7	149.6	150.3	150.4	151.0	586.5	598.2	601.2
영업이익	-128.6	38.2	164.2	300.8	310.3	351.0	378.2	378.5	604.5	374.7	1,418.0
영업이익률(%)	-4.9%	1.2%	4.5%	7.8%	9.6%	10.5%	9.9%	10.1%	4.5%	2.8%	10.1%
케미칼	-29.2	-12.0	38.1	38.9	41.6	42.3	41.0	36.6	59.5	35.9	161.6
영업이익률(%)	-2.5%	-1.0%	3.2%	3.2%	3.5%	3.6%	3.5%	3.3%	1.2%	0.8%	3.4%
태양광	-106.2	39.6	114.6	249.8	246.6	283.6	309.7	310.6	568.2	297.7	1,150.5
영업이익률(%)	-9.3%	3.4%	9.5%	20.3%	20.5%	23.8%	26.2%	27.7%	8.6%	4.4%	14.9%
모듈 및 기타	-228.3	-118.2	-92.0	-23.1	-9.3	9.8	9.7	9.5	294.9	-461.6	19.7
AMPC	104.6	132.7	156.6	222.9	238.4	248.8	250.0	251.0	209.6	616.8	988.3
발전프로젝트	17.5	25.0	50.0	50.0	17.5	25.0	50.0	50.0	93.7	142.5	142.5
첨단소재	18.7	18.2	17.4	17.3	19.7	19.2	18.3	18.2	64.3	71.7	75.4
영업이익률(%)	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	6.5%	7.0%	7.0%
기타	-11.9	-7.6	-5.9	-5.3	2.3	5.9	9.2	13.0	-87.5	-30.7	30.5
영업이익률(%)	9.2%	-19.9%	-3.6%	-1.8%	0.8%	1.7%	2.4%	3.4%	-14.9%	-5.1%	5.1%
자분법이익	-18.7	-17.7	4.6	10.3	10.5	10.6	10.8	10.9	14.1	-21.5	42.8
세전이익	-244.6	-88.3	32.3	102.2	168.8	261.5	266.6	167.9	-102.0	-198.3	864.8
지배주주순이익	-183.8	-66.3	24.3	76.8	126.8	196.5	200.3	126.1	-208.1	-149.0	649.7
% YoY											
매출액	-15.3	-9.8	24.9	-0.7	22.5	8.9	4.0	-2.8	1.2	-0.8	6.9
케미칼	-14.8	-12.7	-6.3	9.6	5.0	1.6	-2.1	-8.8	-13.7	-6.7	-1.2
태양광	-22.1	-9.1	60.5	-5.6	48.7	16.3	7.7	-0.4	18.8	2.9	13.3
첨단소재	5.4	-1.4	5.9	5.1	5.2	5.2	5.1	5.1	-14.2	3.6	5.2
기타	10.2	-5.4	18.7	-9.7	2.0	0.2	1.7	-1.8	19.4	2.0	0.5
영업이익	적전	-80.3	67.0	639.2	흑전	818.6	130.3	25.8	-34.6	-38.0	278.4
케미칼	적전	적전	-31.8	흑전	흑전	흑전	7.5	-6.0	-89.9	-39.7	350.1
태양광	적전	-71.3	230.2	66.0	흑전	616.8	170.2	24.3	62.3	-47.6	286.4
첨단소재	-13.8	-14.0	8.3	227.2	5.2	5.2	5.1	5.1	82.2	11.5	5.2
기타	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
자분법이익	적전	적지	-83.8	-71.5	흑전	흑전	132.9	6.1	흑전	적전	흑전
세전이익	적전	적전	-3.7	흑전	흑전	흑전	724.3	64.3	적전	적지	흑전
지배주주순이익	적전	적전	314.0	흑전	흑전	흑전	724.3	64.3	적전	적지	흑전
% QoQ											
매출액	-32.1	16.6	19.4	5.1	-16.3	3.6	14.0	-1.8			
케미칼	2.3	1.9	2.9	2.2	-2.0	-1.4	-0.8	-4.9			
태양광	-54.6	39.2	38.7	7.6	-28.4	8.8	28.5	-0.5			
첨단소재	13.3	-2.4	-4.4	-0.6	13.4	-2.5	-4.4	-0.6			
기타	-13.9	2.3	-1.4	3.9	-2.7	0.5	0.0	0.4			
영업이익	적전	흑전	329.8	83.1	3.1	13.1	7.8	0.1			
케미칼	적지	적지	흑전	2.1	6.9	1.7	-3.2	-10.7			
태양광	적전	흑전	189.6	118.0	-1.3	15.0	9.2	0.3			
첨단소재	252.8	-2.4	-4.4	-0.6	13.4	-2.5	-4.4	-0.6			
기타	적지	적지	적지	적지	흑전	152.4	57.3	41.0			
자분법이익	적전	적지	흑전	122.7	1.5	1.5	1.5	1.5			
세전이익	적지	적지	흑전	216.0	65.2	54.9	1.9	-37.0			
지배주주순이익	적지	적지	흑전	216.0	65.2	54.9	1.9	-37.0			

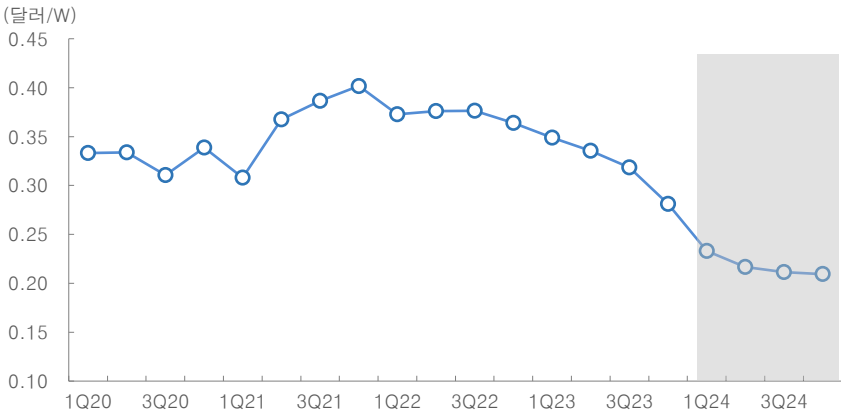
자료: 한화솔루션, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 한화솔루션 AMPC 추정 테이블:24년 6,201억원, 25년 9,883억원 전망 (단위: 십억원, MW, %)

			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
환율 가정			1,275	1,314	1,312	1,318	1,326	1,300	1,285	1,275	1,275	1,258	1,241	1,225
생산능력			미국 합산	425	425	425	1,275	1,275	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
(MW)	모듈	조지아 1 공장	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425	425
		조지아 2 공장			0	850	850	850	850	850	850	850	850	850
		조지아 3 공장					825	825	825	825	825	825	825	825
	셀	조지아 3 공장					825	825	825	825	825	825	825	825
							825	825	825	825	825	825	825	825
	Wafer						825	825	825	825	825	825	825	825
생산량			총합	340.0	297.5	382.5	1,147	1,211	1,995	1,995	1,995	1,995	1,995	1,995
(MW)	모듈	조지아 1 공장	340.0	297.5	382.5	382.5	403.8	403.8	403.8	403.8	403.8	403.8	403.8	403.8
		조지아 2 공장			0.0	765.0	807.5	807.5	807.5	807.5	807.5	807.5	807.5	807.5
		조지아 3 공장					783.8	783.8	783.8	783.8	783.8	783.8	783.8	783.8
	셀	조지아 3 공장					0.0	0.0	495.0		701.3	742.5	783.8	
							0.0	0.0	495.0		701.3	742.5	783.8	
	Wafer													
가동률	모듈	조지아 1 공장	60.0	70.0	90.0	90.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
		조지아 2 공장			0.0	80.0	85.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0	95.0
		조지아 3 공장					30.0	65.0	85.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
	셀	조지아 3 공장					0.0	0.0	60.0	70.0	85.0	90.0	95.0	
							0.0	0.0	60.0	70.0	85.0	90.0	95.0	
	Wafer													
IRA 세제혜택 금액(단위: 십억원)														
모듈(W)	0.07		22.8	27.4	35.1	98.0	104.6	132.7	157.2	170.7	174.4	172.1	169.8	167.5
(QoQ %)				20%	28%	178%	7%	27%	18%	9%	2%	-1%	-1%	-1%
조지아 1 공장			22.8	27.4	35.1	35.3	37.5	36.7	36.3	36.0	36.0	35.6	35.1	34.6
조지아 2 공장					0.0	62.7	67.1	73.5	72.6	72.1	72.1	71.1	70.2	69.2
조지아 3 공장								22.5	48.2	62.6	66.3	65.4	64.5	63.7
셀(W)	0.04							0.0	0.0	25.2	29.5	35.3	36.9	38.4
Wafer (m <sup>2</sup> )	12							0.0	0.0	29.7	34.6	41.5	43.3	45.1
총합			22.8	27.4	35.1	98.0	104.6	132.7	157.2	225.6	238.4	248.8	250.0	251.0

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 한화솔루션 태양광 모듈 추정 ASP: 24년 판가 하락은 불가피



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	13,186	14,090	14,372
매출원가	10,732	11,050	11,154	11,007	11,227
매출총이익	2,399	2,239	2,032	3,083	3,145
판매비와관리비	1,475	1,634	1,657	1,665	1,699
영업이익	924	605	375	1,418	1,446
영업이익률	7.0	4.5	2.8	10.1	10.1
EBITDA	1,599	1,283	1,176	2,386	2,511
영업외손익	-374	-707	-573	-553	-647
관계기업손익	-102	14	-22	43	43
금융수익	30	95	94	95	95
외환관련이익	620	403	365	383	383
금융비용	-201	-416	-486	-566	-659
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-101	-400	-159	-125	-125
법인세비용차감전순이익	549	-102	-198	865	800
법인세비용	-202	-41	46	-202	-187
계속사업순이익	347	-147	-152	663	613
중단사업순이익	19	-8	0	0	0
당기순이익	366	-155	-152	663	613
당기순이익률	2.8	-1.2	-1.2	4.7	4.3
비지배지분순이익	7	53	-3	13	12
지배지분순이익	359	-208	-149	650	601
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	22	2	2	2	2
포괄순이익	585	-134	-131	684	634
비지배지분포괄이익	4	58	-3	14	13
지배지분포괄이익	580	-192	-128	670	622

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,904	-1,211	-885	3,831	3,542
PBR	226	NA	NA	7.1	7.7
BPS	46,307	44,221	44,124	47,906	51,478
PBR	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	8,302	7,231	6,738	13,675	14,390
EV/EBITDA	9.0	12.1	12.6	6.8	6.8
SPS	68,162	74,882	75,576	80,763	82,378
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	8,854	8,048	9,490	16,954	17,669
DPS	0	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	22.4	1.2	-0.8	6.9	2.0
영업이익 증가율	25.1	-34.6	-38.0	278.4	2.0
순이익 증가율	-40.6	적전	적지	흑전	-7.5
수익성					
ROIC	5.5	7.3	2.3	7.7	7.2
ROA	4.2	2.5	1.5	5.2	4.8
ROE	4.2	-2.5	-1.9	8.1	6.9
안정성					
부채비율	140.8	171.8	192.9	197.9	205.2
순차입금비율	52.3	84.0	106.7	113.5	113.1
이자보상배율	4.6	1.5	0.8	2.5	2.2

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	8,022	8,739	10,211
현금및현금성자산	2,548	1,956	1,703	2,068	3,437
매출채권 및 기타채권	2,280	2,409	2,393	2,531	2,574
재고자산	3,060	3,297	3,271	3,496	3,566
기타유동자산	685	1,043	655	645	635
비유동자산	13,634	14,407	16,490	18,470	19,886
유형자산	6,879	7,046	8,598	9,977	10,786
관계기업투자금	3,745	4,077	4,662	5,311	5,960
기타비유동자산	3,010	3,284	3,230	3,182	3,139
자산총계	23,832	24,493	25,893	28,589	31,477
유동부채	6,808	7,689	8,097	8,858	9,851
매입채무 및 기타채무	2,781	2,934	2,920	3,045	3,084
차입금	2,443	2,947	2,947	2,947	2,947
유동상채무	560	841	1,264	1,899	2,854
기타유동부채	1,025	967	967	967	967
비유동부채	5,685	6,598	7,761	8,939	10,118
차입금	4,205	5,562	6,740	7,919	9,097
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,480	1,036	1,020	1,020	1,020
부채총계	13,935	15,482	17,053	18,992	21,164
자배지분	8,921	7,847	7,698	8,358	8,961
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	5,138	5,736	6,285
기타지분변동	61	123	174	236	310
비지배지분	976	1,163	1,141	1,239	1,331
자본총계	9,897	9,011	8,839	9,597	10,312
순차입금	5,180	7,568	9,433	10,893	11,666

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	1,267	1,977	2,187
당기순이익	0	0	-152	663	613
비현금항목의 가감	1,340	1,583	1,808	2,295	2,470
감가상각비	675	679	801	968	1,064
외환손익	109	30	33	25	25
지분법평가손익	102	-14	0	0	0
기타	454	889	974	1,302	1,380
자산부채의 증감	-1,626	-499	-43	-307	-144
기타현금흐름	403	-567	-346	-674	-752
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-2,615	-2,680	-2,213
투자자산	-594	-689	-585	-649	-649
유형자산	-889	-2,349	-2,299	-2,299	-1,831
기타	7	239	268	268	267
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	1,895	2,107	2,427
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,304	2,052	1,179	1,179	1,179
유상증자	0	-779	0	0	0
현금배당	0	0	-52	-52	-52
기타	1,018	336	768	981	1,300
현금의 증감	965	-668	-255	365	1,369
기초 현금	1,652	2,616	1,958	1,703	2,068
기말 현금	2,616	1,958	1,703	2,068	3,437
NOPLAT	584	848	287	1,087	1,109
FCF	319	-882	-1,252	-285	301

[Compliance Notice]

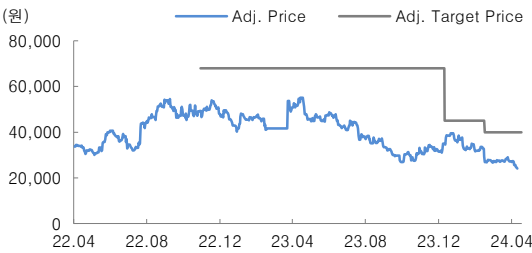
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화솔루션(009830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.04.19	24.02.23	24.02.03	24.01.12	23.12.18	23.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	40,000	40,000	45,000	45,000	45,000	68,000
과리율(평균%)		(32.28)	(23.07)	(20.49)	(16.59)	(51.93)
과리율(최대/최소%)		(27.38)	(12.22)	(12.22)	(12.22)	(48.53)
제시일자	23.05.11	23.05.05	23.04.28	23.02.17	22.12.29	22.12.23
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000
과리율(평균%)	(44.05)	(33.27)	(31.06)	(31.04)	(30.25)	(27.66)
과리율(최대/최소%)	(28.38)	(32.13)	(18.97)	(18.97)	(20.59)	(20.59)
제시일자	22.12.16	22.12.09	22.12.02	22.12.01	22.11.10	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000
과리율(평균%)	(26.94)	(26.65)	(26.00)	(25.50)	(25.56)	(29.83)
과리율(최대/최소%)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(27.43)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240415)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.2%	7.8%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - Underweigh(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
  - Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
  - Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상