

# 한화솔루션 (009830)

## 트럼프 리스크는 생각보다 과한 우려일 수도

### 목표주가 4.0만원, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 4.0만원과 매수의견을 유지한다. 모듈 출하량은 1분기 저점으로 빠르게 증가하고 있고, 지난 연말 이후 가팔랐던 가격 하락세도 어느정도 일단락되는 모습이다. 이에 태양광 부문은 1분기 대규모 적자를 바탕으로 2분기 손실 규모를 대폭 축소했고, 하반기는 출하량 증가와 스프레드 하락세 완화 및 IRA 보조금 확대 등에 기인해 소폭 흑자전환할 것으로 기대된다. 케미칼 역시 주요 제품 가격 상승으로 적자 축소하고 있는데, 하반기는 보다 개선된 실적 추이를 예상한다. 태양광과 케미칼 등 주요 사업 모두 1분기 저점으로 상저하고 흐름 예상됨에 근거해 매수의견 유지한다.

### 2Q24 Review: 영업손익 -1,078억원(컨센서스 -612억원 대비 적자 확대)

2분기 동사 영업손익은 -1,078억원(적자축소QoQ)으로 전분기 -2,166억원 대비 적자 규모가 대폭 축소되었으나, 시장 컨센서스 -612억원보다는 손실 폭이 더 컸다. 케미칼 부문이 흑자전환 기대했던 것과 달리 -174억원(적자축소QoQ)의 적자기조를 이어갔고, 신재생에너지 부문 역시 적자 폭 축소가 예상치에는 다소 못 미쳤던 영향이다.

신재생에너지 영업적자는 -918억원(적자축소QoQ)으로 전 분기 -1,853억원 대비 대폭 감소했다. 모듈 판가 하락세 이어졌음에도 출하량 약 +40%QoQ 증가에 따른 고정비 축소 및 AMPC 반영금 확대에 따른 효과이다. 참고로 2분기 영업손익에는 모듈 판매 손익 -2,215억원, 개발자산 및 EPC 매각 관련 손익 -171억원, AMPC 1,468억원 등이 각각 반영되어 있다. 순수하게 모듈 사업만 놓고 보면, 스프레드 부진으로 연말까지도 적자 지속은 불가피하겠다. 다만, 미국 Cartersville 공장 가동이 점차 시작되며 판매량 증가 및 AMPC 반영 확대됨에 따라 3분기는 -416억원으로 적자규모를 추가 축소하고, 4분기는 538억원의 흑자전환 달성 가능할 것으로 전망한다.

### 태양광 섹터의 공화당(트럼프) 당선 리스크는 생각보다 과한 우려일 수도

동사와 태양광 업황에 관한 최대 우려 중 하나는 미국 내 재고부담인데, 이는 6월부터 시행된 동남아시아 4개국 반덤핑 수입관세 부과와 양면형 모듈 관세적용 등으로 수입 물량 감소함에 따라 하반기 재고는 점차 소진될 것으로 예상된다.

한편, 최근에는 11월 미국 대선을 앞두고 공화당(트럼프) 집권 가능성이 최대 리스크로 부각되고 있다. 그러나 당사는 트럼프 당선에도 동사에 대한 부정적 영향은 시장 우려 대비 그리 크지 않을 것으로 예상한다. 먼저, 트럼프 집권에도 태양광 수요가 훼손될 가능성은 낮다. 실제 집권 1기에도 미국 태양광 설치량은 증가했는데, 지금은 AI 전력 수요의 가파른 증가로 에너지원 전반에 걸친 신규 설치가 필수적이고, 일부 지역의 태양광 LCOE는 이미 충분히 낮다. IRA 폐지가 최대 리스크이긴 하나, 이는 1)상/하원 승인 모두 얻어야 하는 절차적 어려움이 있고, 2)신규 투자는 대부분 공화당 집권 지역에서 이뤄진 만큼 무조건적 폐지 가능성은 제한적이다.

또한 트럼프 핵심 기조인 미국 우선주의와 중국 배제라는 측면에서 보면 미국 외, 특히 중국산 모듈 제재 강화가 예상된다. 더 나아가 미국 내 설비 투자 중인 Trina, JA Solar 등 중국 업체들에 대한 직간접적 저지 가해질 가능성 높아 중장기 미국 수급밸런스는 오히려 개선될 수 있다는 판단이다. 실제로 최근 Jinko는 사우디 PIF와의 JV 설립 등 중동 무게를 옮기려는 움직임이다. 공화당 집권 초반엔 센티멘털 악화로 주가 충격 불가피하겠으나, 이는 단기에 그친 후 펀더멘털 개선에 따라 재차 회복을 전망한다.

## Company Brief

**Buy** (Maintain)

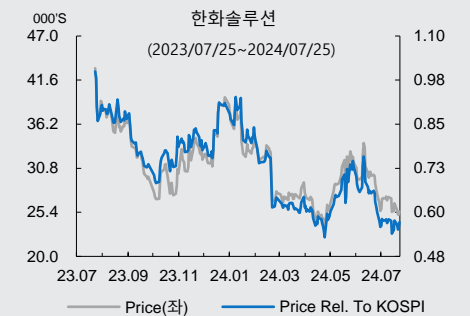
목표주가(12M) 40,000원(유지)  
증가(2024.07.25) 25,500원  
상승여력 56.9 %

### Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,383십억원
외국인지분율	21.5%
52주 주가	23,150~43,050원
60일평균거래량	2,090,084주
60일평균거래대금	62.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.6	7.1	-22.6	-40.8
상대수익률	-12.3	4.0	-32.3	-43.6

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,289	11,667	11,898	11,922
영업이익(십억원)	605	-302	702	1,000
순이익(십억원)	-208	-806	205	495
EPS(원)	-1,172	-4,621	1,177	2,837
BPS(원)	44,979	40,184	41,186	43,848
PER(배)			21.7	9.0
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.6
ROE(%)	-2.5	-10.9	2.9	6.7
배당수익률(%)	1.6	2.5	2.5	2.5
EV/EBITDA(배)	11.0	33.7	10.1	8.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [정유/화학]

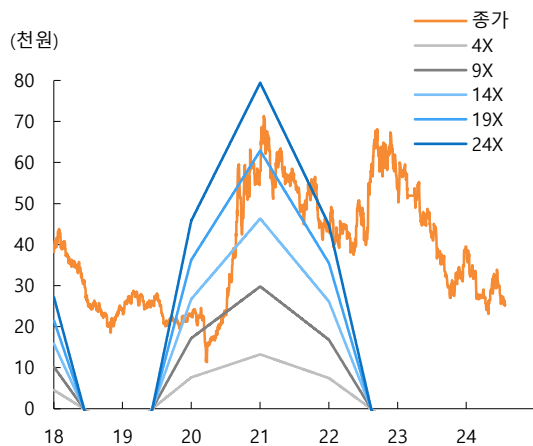
전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
<b>합계</b>											
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.9	3,869.7	2,392.9	2,679.3	3,148.7	3,445.8	13,130.8	13,288.8	11,666.7
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-216.6	-107.8	-38.1	60.3	923.7	604.5	-302.2
영업이익률	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-4.0%	-1.2%	1.8%	7.0%	4.5%	-2.6%
<b>케미칼</b>											
매출액	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,222.4	1,207.8	1,223.3	5,909.2	5,097.4	4,875.7
영업이익	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	-17.4	-4.9	4.7	588.9	59.5	-36.5
영업이익률	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-1.5%	-1.4%	-0.4%	0.4%	10.0%	1.2%	-0.7%
<b>신재생에너지</b>											
매출액	1,366.1	1,600.2	1,258.5	2,318.6	764.1	980.2	1,563.6	1,830.8	5,568.5	6,543.4	5,138.7
영업이익	245.0	125.8	25.4	158.7	-185.3	-91.8	-41.6	53.8	350.1	554.9	-264.9
영업이익률	17.9%	7.9%	2.0%	6.8%	-24.3%	-9.4%	-2.7%	2.9%	6.3%	8.5%	-5.2%
IRA 예상 금액	22.9	29.0	35.0	123.8	96.6	146.8	167.6	157.1		210.7	568.2
IRA 제외 영업이익	222.1	96.8	-9.6	34.9	-281.9	-238.6	-209.2	-103.4		344.2	-833.0
<b>가공소재</b>											
매출액	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	265.9	222.0	258.1	1,152.2	988.9	995.6
영업이익	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	7.8	3.9	35.3	64.3	31.3
영업이익률	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	3.4%	3.5%	1.5%	3.1%	6.5%	3.1%
<b>기타</b>											
매출액	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	210.8	155.3	133.6	500.7	586.5	642.3
영업이익	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-7.6	0.6	-2.1	-50.6	-87.5	-30.3
영업이익률	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-21.0%	-14.9%	-3.6%	0.4%	-1.5%	-10.1%	-14.9%	-4.7%

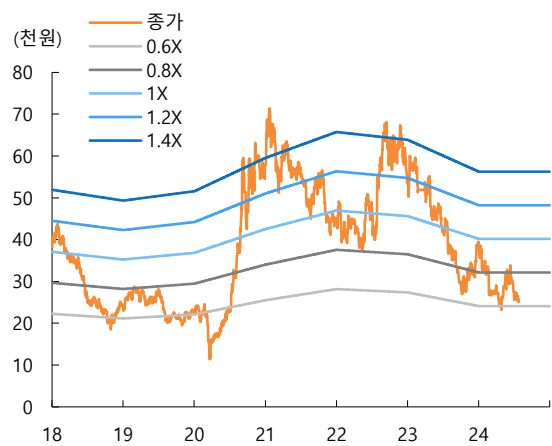
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



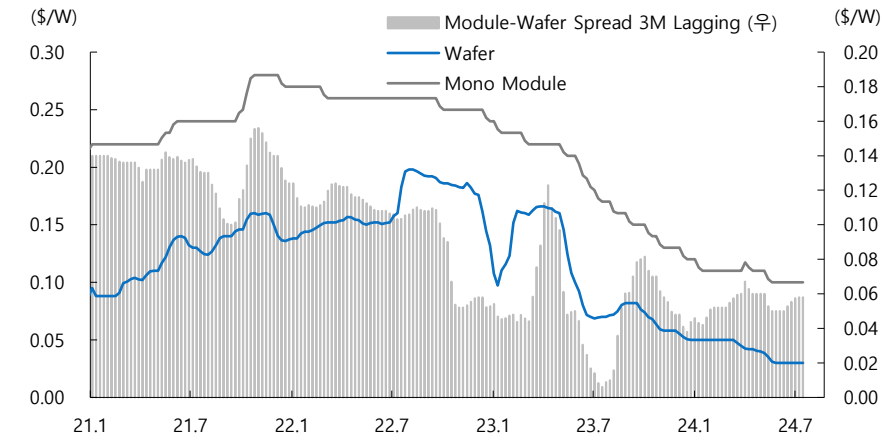
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



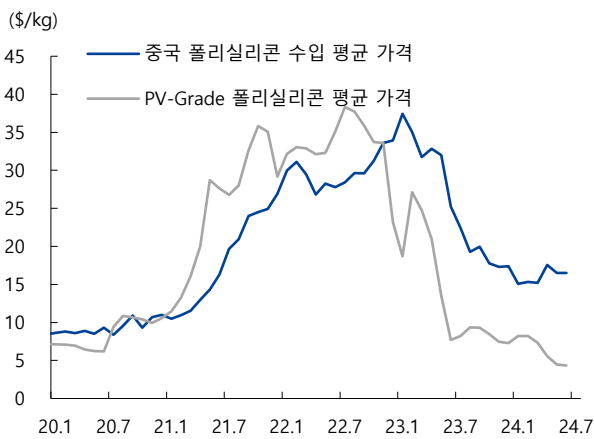
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드



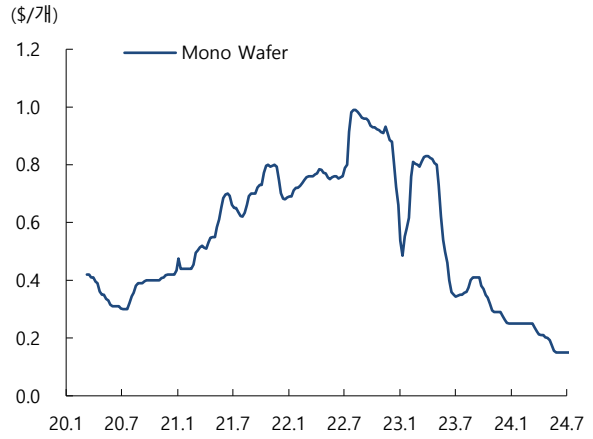
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 폴리실리콘 가격 추이



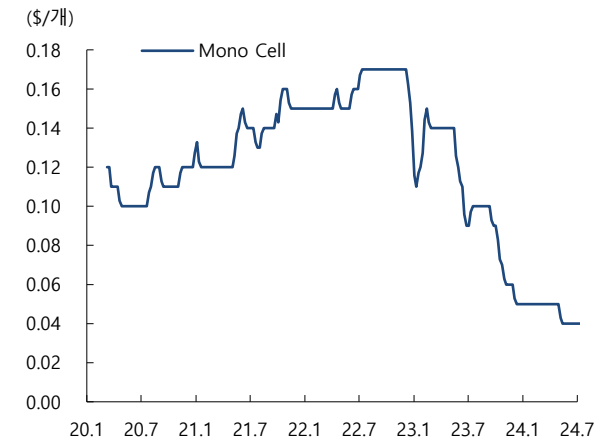
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 웨이퍼 가격 추이



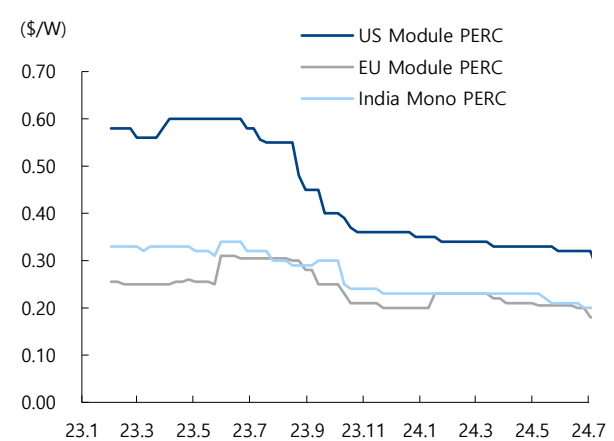
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 셀 가격 추이



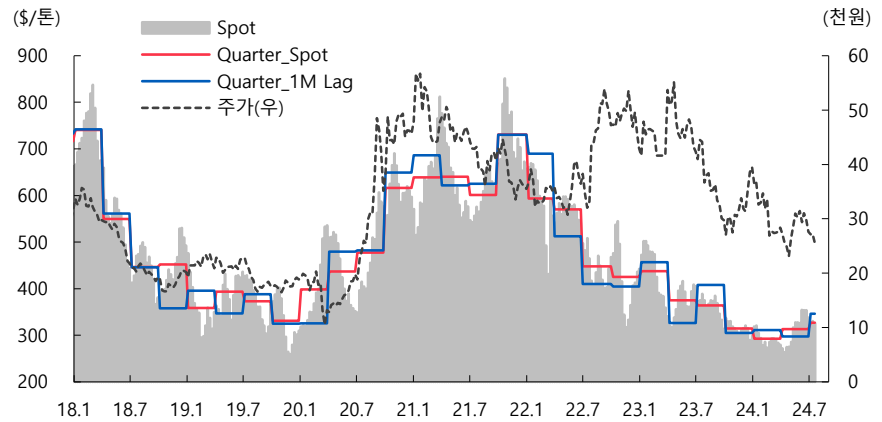
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 주요 지역별 모듈 가격 추이



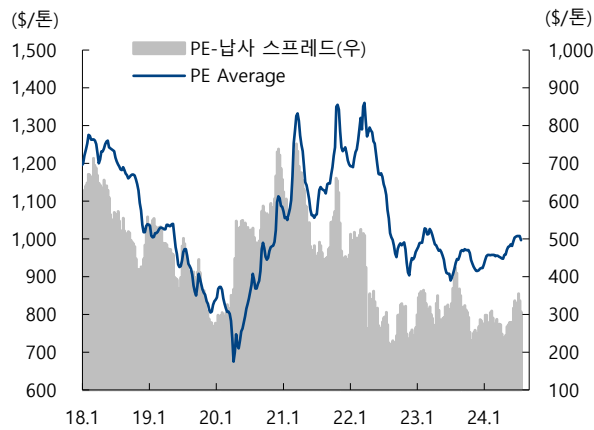
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



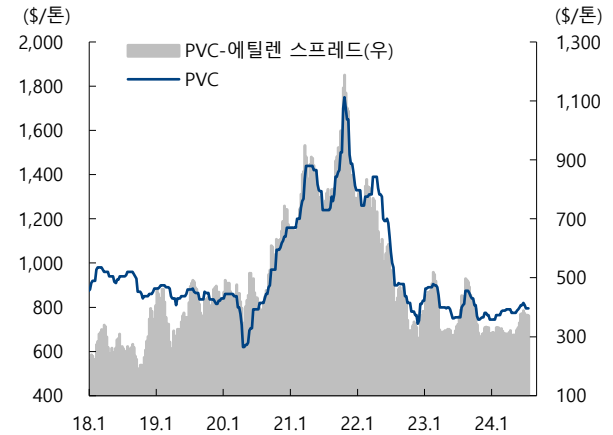
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림9. PE 가격 및 스프레드 추이



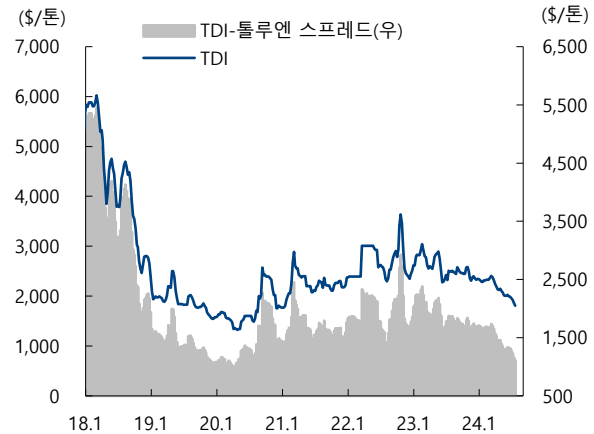
자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림10. PVC 가격 및 스프레드 추이



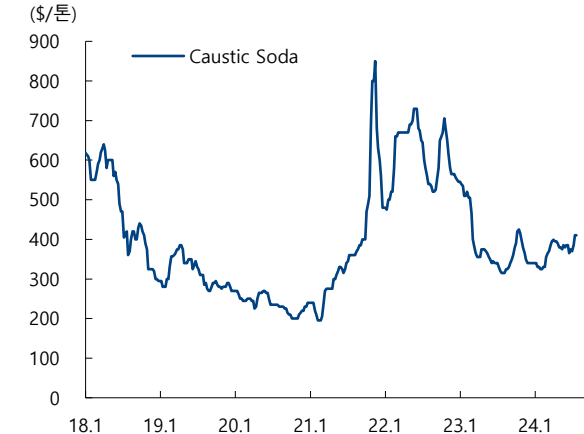
자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림11. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림12. 가성소다 가격 추이



자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

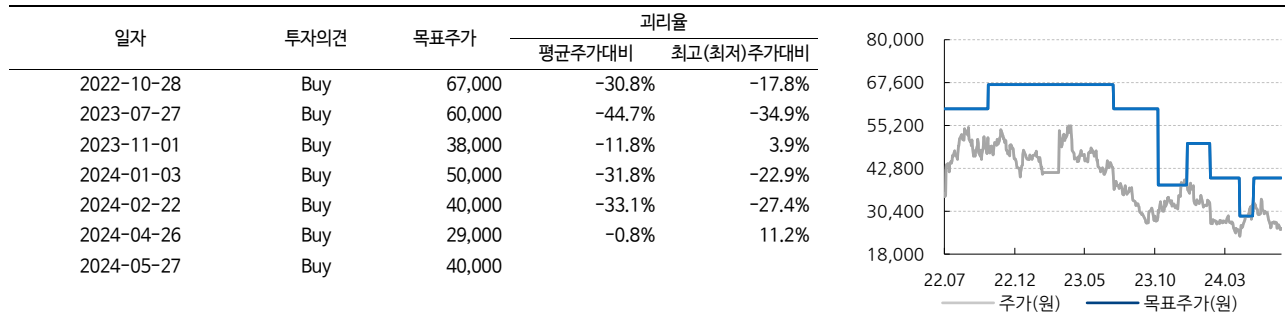
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,705	6,379	6,025	6,449	매출액	13,289	11,667	11,898	11,922
현금 및 현금성자산	1,958	1,000	529	911	증가율(%)	1.2	-12.2	2.0	0.2
단기금융자산	196	202	208	214	매출원가	11,050	10,507	9,757	9,432
매출채권	2,823	1,977	2,016	2,020	매출총이익	2,239	1,160	2,141	2,490
재고자산	3,297	2,333	2,380	2,384	판매비와관리비	1,634	1,462	1,440	1,489
비유동자산	14,407	16,898	18,905	20,025	연구개발비	129	-	-	-
유형자산	7,046	9,367	10,829	11,374	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,768	1,692	1,626	1,568	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,493	24,657	26,310	27,855	영업이익	605	-302	702	1,000
유동부채	7,689	7,936	8,465	9,048	증가율(%)	-34.6	적전	흑전	42.5
매입채무	1,837	1,613	1,645	1,648	영업이익률(%)	4.5	-2.6	5.9	8.4
단기차입금	2,947	3,247	3,547	3,897	이자수익	92	48	29	39
유동성장기부채	841	841	841	841	이자비용	416	461	479	449
비유동부채	6,598	7,348	8,298	8,798	지분법이익(손실)	14	18	22	28
사채	2,387	2,537	2,687	2,887	기타영업외손익	-400	25	0	47
장기차입금	3,174	3,774	4,574	4,874	세전계속사업이익	-102	-669	278	669
부채총계	15,482	16,479	17,959	19,041	법인세비용	41	134	73	176
지배주주지분	7,847	7,011	7,186	7,650	세전계속이익률(%)	-0.8	-5.7	2.3	5.6
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-155	-803	204	493
자본잉여금	1,497	1,497	1,497	1,497	순이익률(%)	-1.2	-6.9	1.7	4.1
이익잉여금	5,339	4,481	4,635	5,078	지배주주귀속 순이익	-208	-806	205	495
기타자본항목	123	144	165	186	기타포괄이익	21	21	21	21
비지배주주지분	1,163	1,167	1,166	1,164	총포괄이익	-134	-781	226	514
자본총계	9,011	8,177	8,351	8,814	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	518	1,459	1,363	1,779	주당지표 (원)				
당기순이익	-155	-803	204	493	EPS	-1,172	-4,621	1,177	2,837
유형자산감가상각비	613	625	740	805	BPS	44,979	40,184	41,186	43,848
무형자산감가상각비	66	81	69	59	CFPS	2,652	-577	5,816	7,793
지분법관련손실(이익)	14	18	22	28	DPS	650	650	650	650
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,734	-2,941	-2,104	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,349	-2,945	-2,203	-1,350	PER			21.7	9.0
무형자산의 처분(취득)	-18	-5	-3	-1	PBR	0.9	0.6	0.6	0.6
금융상품의 증감	-311	-638	-589	-606	PCR	14.9	-44.2	4.4	3.3
재무활동 현금흐름	1,609	515	715	315	EV/EBITDA	11.0	33.7	10.1	8.4
단기금융부채의증감	-	300	300	350	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,052	750	950	500	ROE	-2.5	-10.9	2.9	6.7
자본의증감	49	-	-	-	EBITDA0이익률	9.7	3.5	12.7	15.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	171.8	201.5	215.0	216.0
현금및현금성자산의증감	-658	-958	-471	382	순부채비율	79.9	112.5	130.7	129.1
기초현금및현금성자산	2,616	1,958	1,000	529	매출채권회전율(x)	5.2	4.9	6.0	5.9
기말현금및현금성자산	1,958	1,000	529	911	재고자산회전율(x)	4.2	4.1	5.0	5.0

자료 : 한화솔루션, 하이투자증권 리서치본부

## 한화솔루션 투자이전 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이전]

## 종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

## [투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%