

Company Brief

2023-11-01

한화솔루션(009830)

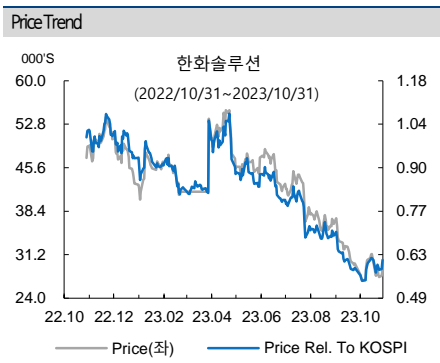
모듈 마진 개선은 시간 문제였음을 확인할 4분기

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	38,000 원(하향)
증가(2023/10/31)	28,650 원
상승여력	32.6 %

Stock Indicator	
자본금	978십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,925십억원
외국인지분율	23.3%
52주 주가	27,000~55,100원
60일평균거래량	1,078,014주
60일평균거래대금	35.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	-24.3	-40.3	-39.3
상대수익률	3.9	-10.8	-31.3	-38.6



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	13,654	13,239	14,193	14,536
영업이익(십억원)	966	769	898	1,373
순이익(십억원)	359	292	427	827
EPS(원)	1,864	1,644	2,449	4,742
BPS(원)	46,364	53,543	57,246	63,242
PER(배)	23.1	17.4	11.7	6.0
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	4.2	3.2	4.4	7.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	7.7	6.7	7.0	5.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학] 전유진
(2122-9193) yujinjn@hi-ib.com

[RA] 이주완
(2122-9213) jwlee@hi-ib.com

목표주가 38,000 원 하향 조정, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 38,000 원으로 하향한다. 태양광 전 밸류체인에 걸친 가격 하락세를 반영해 모듈 부문 실적 추정치를 변경했고, 글로벌 Peer 업체들의 EV/EBITDA 멀티플 하락도 조정 적용함에 따른 것이다. 이에 따라 사업부문별 적정가치에서 신재생에너지사업 7.8 조원, 케미칼 2.4 조원으로 각각 추정하였다. 다만, 4 분기부터는 웨이퍼 하락에 따라 모듈 스프레드 개선이 보다 가시화될 수 있다는 판단이며, 미국 모듈 공장도 최근 신규 가동을 개시한 만큼 3 분기를 저점으로 태양광 부문 이익은 회복 예상되어 투자의견 매수를 유지한다.

3Q23 Review: 영업이익 983 억원(컨센서스 1,219 억원 대비 -19%)

3 분기 영업이익은 983 억원으로 전 분기 대비 -49.4% 감소 및 시장 컨센서스 1,219 억원 대비로도 -19.3% 하회하는 부진한 실적을 기록했다. **케미칼** 부문(559 억원, +13.6%QoQ) 이익이 저가납사 래깅효과로 예상 외의 호조를 나타내긴 했으나, 신재생에너지 사업에서 모듈 판매량 감소 및 역래깅 효과로 이익이 대폭 감소한 영향이다. **신재생에너지** 부문 영업이익은 347 억원으로 -74.9%QoQ 큰 폭 감소했다. 미국 IRA 보조금 증가에도 불구하고 모듈 판매량 약 10% 줄었고, 판가 하락 및 고가 웨이퍼 투입에 따라 스프레드 또한 축소된 영향이다.

모듈 스프레드 개선은 시간 문제였음을 확인할 수 있을 4분기

10 월 현재까지 중국 및 미국 내 모듈 가격 하락세가 이어지고 있는 만큼 4 분기에도 동사 판가의 추가적인 하락 가능성을 배제할 순 없다. 그러나 웨이퍼 역시 동반 조정되고 있는 만큼 스프레드는 오히려 개선세를 보일 것으로 예상된다. 실제로 3 개월 래깅 기준 웨이퍼 대비 모듈 스프레드는 7 월 말 기준 W 당 0.9 센트를 바닥으로 10 월 말 현재 7 센트까지 빠르게 반등하고 있어, 동사 실적 개선 기대감에 힘을 실어주고 있다. 또한 최근 상업가동을 개시한 미국 모듈 공장 물량이 4 분기부터 일부 반영됨에 따라 출하량 증가 및 AMPC 보조금 수령 확대 효과까지 기대할 수 있겠다.

이와 같은 모듈에서의 Q 증가 및 C 하락 효과에 근거해 4 분기 신재생에너지 부문 영업이익은 1,406 억원으로 +320%QoQ 대폭 확대될 것으로 전망한다. 발전 프로젝트 매각 관련해서도 약 550 억원의 이익이 창출되며 4 분기 실적 개선에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 참고로 동사가 금번 컨퍼런스콜에서 제시했던 발전 사업의 가이드선 매출액 1 조원과 mid-high single 수준의 영업이익률을 그대로 가정할 경우 예상 영업이익은 대략 700~900 억원 수준이다.

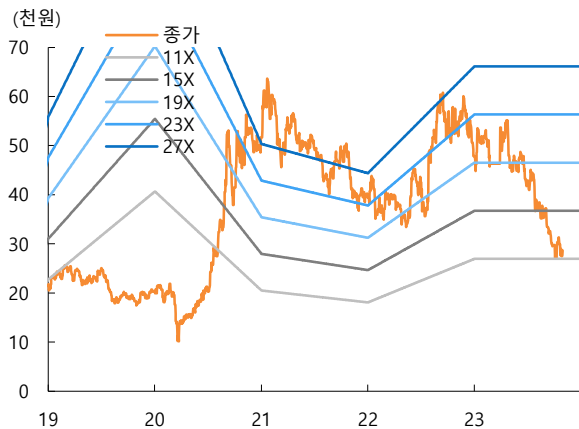
신재생에너지 부문 이익이 2 분기에 이어 3 분기에도 예상보다 저조했던 점은 아쉽지만, 7~8 월 기점으로 반등하고 있는 모듈 스프레드 추이에 보다 초점을 맞출 필요가 있다. 4 분기는 모듈 스프레드 개선이 시간 문제였음을 보다 뚜렷하게 확인할 수 있는 시기가 될 것으로 예상된다.

표1. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	2024년 예상 EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	참고내용
사업가치 합계			10,697	(A) = (a)+(b)+(c)+(d)+(e)
태양광	1,092	7.1	7,763	(a) First Solar, Jinko Solar, JA Solar EV/EBITDA 평균 대비 10% 할인
케미칼	421	5.7	2,398	(b) 국내 화학 업체 Peer EV/EBITDA 평균 적용
가공소재	94	5.7	537	(c) KOSPI200 에너지/화학 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	4,836		3,385	(B): 2024년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			7,368	(C): 2024년 당사 예상치
우선주 시가총액			50.3	(D): 2023년 10월 31일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			6,664	(E) = (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수			174,467,885	(F)
적정주가 (원)			38,193	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			38,000	
현재주가 (원)			28,650	2023년 10월 31일 종가 기준
상승여력 (%)			33.3%	

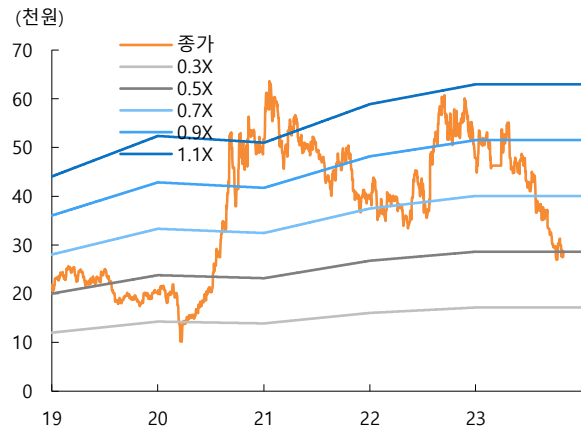
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

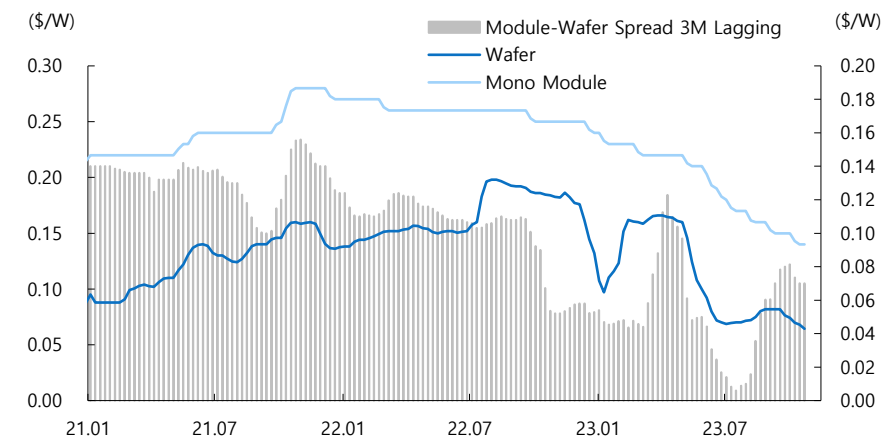
표2. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E
합계											
매출액	2,972.0	3,391.5	3,368.3	3,931.5	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,820.3	10,725.2	13,663.3	13,239.3
영업이익	155.7	275.8	344.6	184.9	271.4	194.1	98.3	205.6	738.3	961.0	769.4
영업이익률	5.2%	8.1%	10.2%	4.7%	8.8%	5.7%	3.4%	5.4%	6.9%	7.0%	5.8%
케미칼											
매출액	1,549.2	1,599.2	1,466.2	1,294.6	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,282.4	5,364.0	5,909.2	5,257.1
영업이익	257.6	235.4	128.0	-32.1	33.7	49.2	55.9	49.7	1,046.8	588.9	188.5
영업이익률	16.6%	14.7%	8.7%	-2.5%	2.5%	3.7%	4.3%	3.9%	19.5%	10.0%	3.6%
태양광											
매출액	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,148.5	3,568.5	5,568.5	6,423.5
영업이익	-114.2	35.2	197.2	231.9	245.0	138.0	34.7	140.6	-328.5	350.1	558.3
영업이익률	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	8.5%	2.7%	6.5%	-9.2%	6.3%	8.7%
가공소재											
매출액	262.3	299.6	312.7	277.6	253.5	264.2	235.4	258.6	938.9	1,152.2	1,011.7
영업이익	3.0	16.6	19.8	-4.1	21.7	21.2	16.1	15.7	9.7	35.3	74.7
영업이익률	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	8.6%	8.0%	6.8%	6.1%	1.0%	3.1%	7.4%
기타											
매출액	116.0	126.5	131.3	126.9	133.1	158.5	124.6	130.9	339.1	500.7	547.1
영업이익	0.3	-15.0	-8.1	-27.8	-29.0	-14.3	-8.4	-0.4	-18.6	-50.6	-52.1
영업이익률	0.3%	-11.9%	-6.2%	-21.9%	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-0.3%	-5.5%	-10.1%	-9.5%

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 갤러리아는 23년 3월 인적분할로 당기순이익에 중단사업손익으로 반영

그림1. 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드



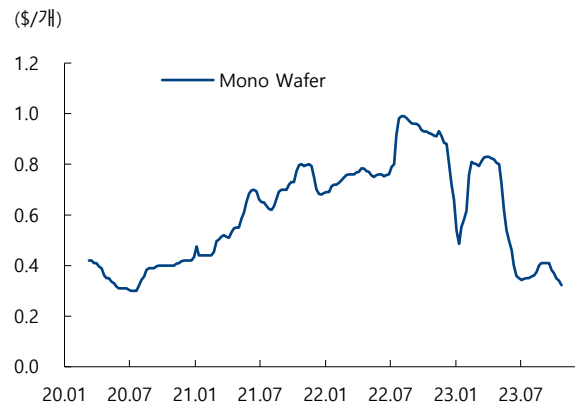
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 폴리실리콘 가격 추이



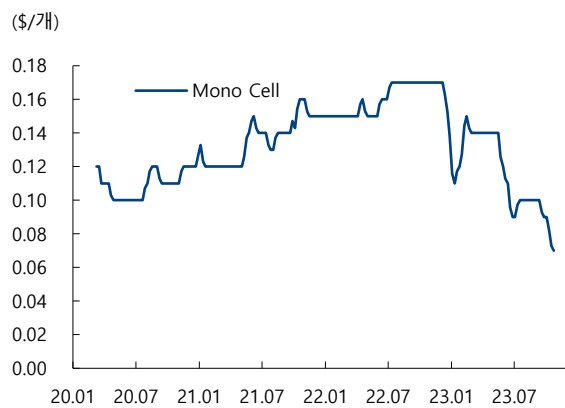
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 웨이퍼 가격 추이



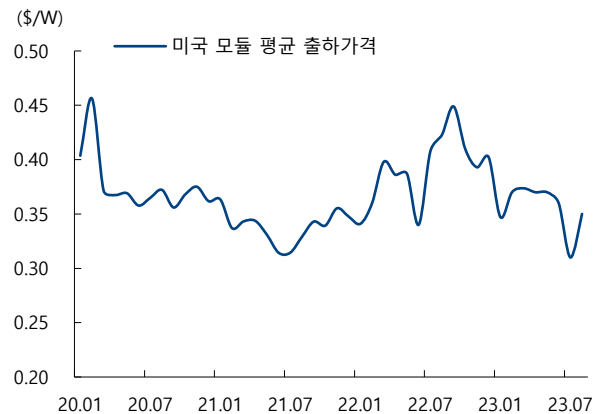
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 셀 가격 추이



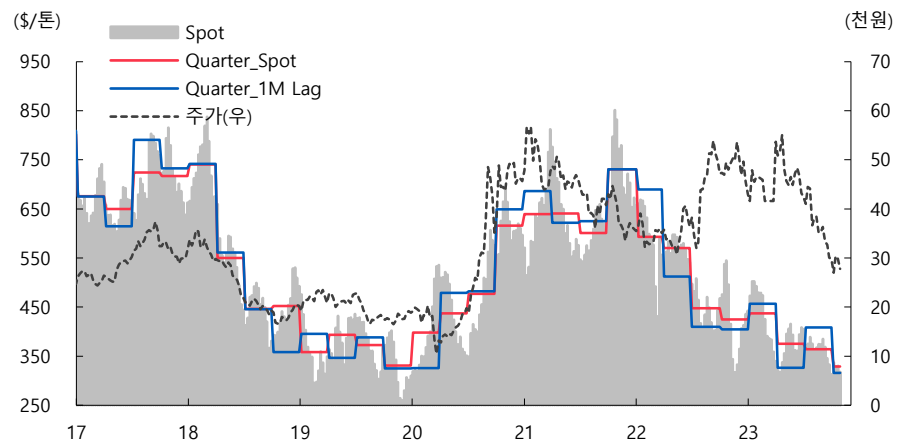
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 미국 모듈 가격 추이



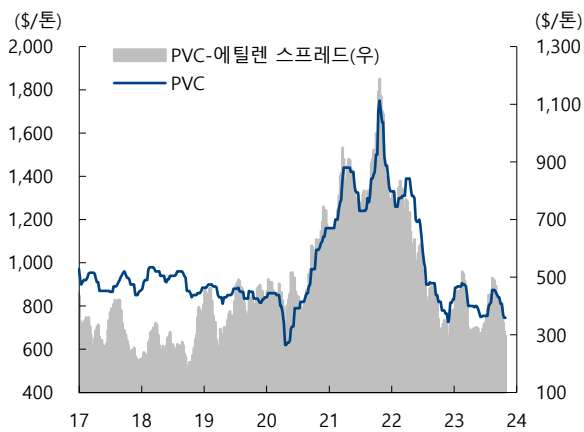
자료: EIA, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드



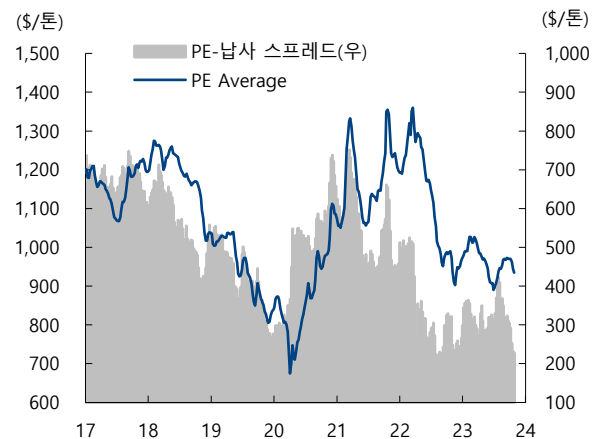
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림7. PVC 가격 및 스프레드 추이



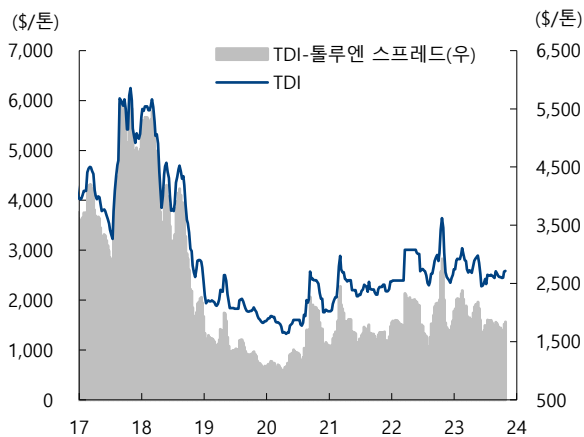
자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림8. PE 가격 및 스프레드 추이



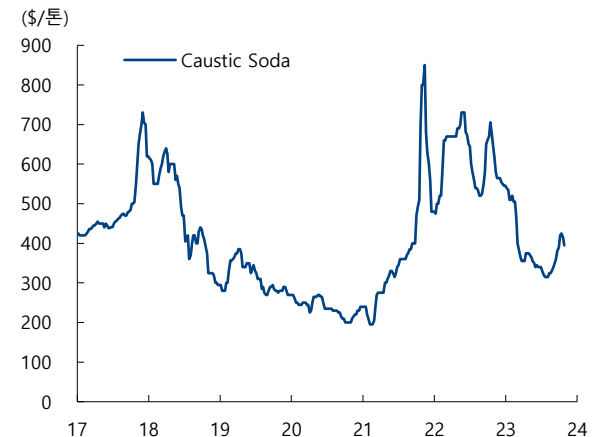
자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림9. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 가성소다 가격 추이



자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

표3. 한화솔루션 및 글로벌 Peer Valuation

(\$백만, %, 배)	한화솔루션	First Solar	Jinko Solar	JA Solar	LONGI GREEN	Tongwei
시가총액(십억\$)	3.6	14.6	13.0	10.2	25.0	16.8
현지통화	KRW	USD	CNY	CNY	CNY	CNY
매출액						
2022A	10,598	2,619	11,459	10,854	17,551	19,143
2023F	9,971	3,494	14,418	12,905	20,240	20,766
2024F	10,347	4,548	16,169	15,863	23,786	23,521
영업이익						
2022A	750	-27	448	836	2,249	5,742
2023F	622	827	1,208	1,580	2,623	3,739
2024F	853	1,465	1,486	1,945	3,102	2,862
EBITDA						
2022A	1,273	257	844	1,215	2,471	6,565
2023F	1,146	1,155	1,777	1,999	2,908	4,549
2024F	1,459	1,926	2,184	2,550	3,573	3,831
당기순이익						
2022A	279	-44	398	823	2,150	4,135
2023F	256	825	1,039	1,316	2,442	2,535
2024F	478	1,439	1,274	1,623	2,806	1,987
OPM(%)						
2022A	7.1	-1.0	3.9	7.7	12.8	30.0
2023F	6.2	23.7	8.4	12.2	13.0	18.0
2024F	8.2	32.2	9.2	12.3	13.0	12.2
ROE(%)						
2022A	4.2	-0.7	12.2	25.1	25.6	51.6
2023F	3.8	11.2	22.7	27.2	24.4	26.1
2024F	6.9	15.9	22.3	25.5	22.4	18.4
PER(배)						
2022A	23.0	N/A	34.5	25.0	12.2	4.3
2023F	14.8	17.8	12.7	7.8	10.2	6.7
2024F	7.7	10.8	10.3	6.4	9.0	8.0
EV/EBITDA(배)						
2022A	8.5	53.0	29.4	19.0	22.6	4.0
2023F	7.7	11.4	8.9	6.3	7.7	4.6
2024F	6.0	6.8	7.3	5.0	6.3	5.4
PBR(배)						
2022A	0.9	2.7	3.9	5.1	2.9	2.0
2023F	0.6	2.2	2.8	2.0	2.4	1.7
2024F	0.5	1.8	2.2	1.5	1.9	1.5

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: 시가총액 및 밸류에이션 지표는 2023년 10월 31일 종가 기준

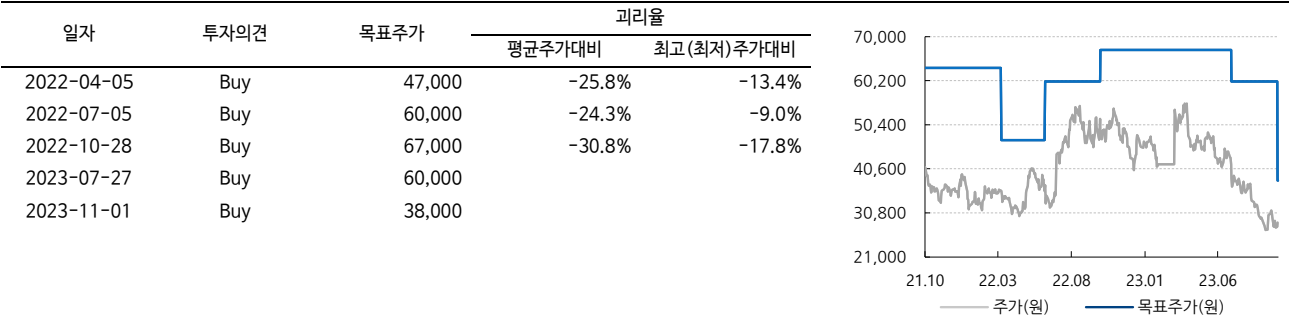
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,573	7,776	6,850	7,270	매출액	13,654	13,239	14,193	14,536
현금 및 현금성자산	2,616	2,435	1,148	1,423	증가율(%)	27.3	-3.0	7.2	2.4
단기금융자산	216	216	217	218	매출원가	10,853	10,671	11,369	11,202
매출채권	2,286	2,116	2,268	2,322	매출총이익	2,801	2,569	2,823	3,334
재고자산	3,060	2,594	2,781	2,848	판매비와관리비	1,835	1,799	1,926	1,961
비유동자산	13,634	15,406	17,501	18,709	연구개발비	141	-	-	-
유형자산	6,879	8,582	10,223	10,916	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,644	1,604	1,568	1,535	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	23,832	24,806	25,975	27,603	영업이익	966	769	898	1,373
유동부채	6,808	7,166	7,587	7,826	증가율(%)	30.9	-20.4	16.7	53.0
매입채무	1,832	1,913	2,051	2,101	영업이익률(%)	7.1	5.8	6.3	9.4
단기차입금	2,443	2,643	2,843	2,943	이자수익	33	53	27	25
유동성장기부채	560	560	560	560	이자비용	226	329	341	312
비유동부채	5,685	5,865	5,945	6,245	지분법이익(손실)	-102	-22	32	90
사채	2,047	2,077	2,077	2,077	기타영업외손익	-105	-71	-21	-21
장기차입금	2,158	2,308	2,388	2,688	세전계속사업이익	569	402	598	1,158
부채총계	13,935	14,473	14,973	15,512	법인세비용	203	100	148	287
지배주주지분	8,921	9,341	9,988	11,034	세전계속이익률(%)	4.2	3.0	4.2	8.0
자본금	978	889	889	889	당기순이익	366	307	450	871
자본잉여금	2,320	2,320	2,320	2,320	순이익률(%)	2.7	2.3	3.2	6.0
이익잉여금	5,561	5,853	6,280	7,108	지배주주귀속 순이익	359	292	427	827
기타자본항목	61	280	498	717	기타포괄이익	219	219	219	219
비지배주주지분	976	992	1,014	1,058	총포괄이익	585	526	669	1,090
자본총계	9,897	10,333	11,002	12,091	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	116	2,490	1,661	2,204	주당지표(원)				
당기순이익	366	307	450	871	EPS	1,864	1,644	2,449	4,742
유형자산감가상각비	637	658	708	757	BPS	46,364	53,543	57,246	63,242
무형자산상각비	38	40	36	33	CFPS	5,371	5,577	6,718	9,272
지분법관련손실(이익)	-102	-22	32	90	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,751	-2,901	-2,001	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-889	-2,360	-2,350	-1,450	PER	23.1	17.4	11.7	6.0
무형자산의 처분(취득)	-37	-	-	-	PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-457	-298	-458	-458	PCR	8.0	5.1	4.3	3.1
재무활동 현금흐름	2,322	1,399	1,389	1,509	EV/EBITDA	7.7	6.7	7.0	5.3
단기금융부채의증감	-	200	200	100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,304	180	80	300	ROE	4.2	3.2	4.4	7.9
자본의증감	-	-90	-	-	EBITDA 이익률	12.0	11.1	11.6	14.9
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	140.8	140.1	136.1	128.3
현금및현금성자산의증감	965	-182	-1,287	275	순부채비율	44.2	47.8	59.1	54.8
기초현금및현금성자산	1,652	2,616	2,435	1,148	매출채권회전율(x)	7.0	6.0	6.5	6.3
기말현금및현금성자산	2,616	2,435	1,148	1,423	재고자산회전율(x)	5.2	4.7	5.3	5.2

자료 : 한화솔루션, 하이투자증권 리서치본부

한화솔루션 투자이건 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-mail 등을 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
·Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	·Overweight(비중확대)
·Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	·Neutral (중립)
·Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	·Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
94.6%	5.4%	-