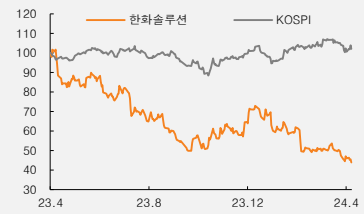


투자의견(유지)	<b>Trading Buy</b>
목표주가(하향)	<b>▼ 28,000원</b>
현재주가(24/4/25)	23,800원
상승여력	17.6%

영업이익(24F,십억원)	-113
Consensus 영업이익(24F,십억원)	326
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	67.3
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	11.4
KOSPI	2,628.62
시가총액(십억원)	4,091
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	22.9
벤투(12M) 일간수익률	1.87
52주 최저가(원)	23,800
52주 최고가(원)	55,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.7	-17.9	-56.8
상대주가	-9.0	-26.2	-59.1



[에너지/정유화학]

**이진호**

jinho.lee.z@miraeasset.com

**김태형**

taehyoung.kim@miraeasset.com

009830 · 화학

## 한화솔루션

### 3Q24부터 점진적 실적 반등 전망

#### 투자의견: 목표주가 2.8만원으로 하향. Trading Buy 유지

한화솔루션의 목표주가를 기존 3.3만원에서 2.8만원으로 하향 조정하며, Trading Buy 의견을 유지한다. 목표주가 하향 요인은 1) 모듈 가격 추가 하락으로 인해 실적 전망치 하향 조정, 2) 순차입금 1.5조원 증가 때문이다. 동사의 다운사이드 리스크는 1) 미국 증설에 필요한 CAPEX로 인해 순차입금 추가 증가가 필연적이라는 점, 2) 고금리 환경 복귀로 인한 발전 프로젝트 진행에 대한 어려움 등이다.

반면, 3분기부터 동사 실적의 반등을 전망하는 이유는 1) 신규 셀/웨이퍼 공장 가동으로 ITC 40% 지원가능한 모듈 생산, 2) 동남아 모듈 수입 관세 면제 종료 때문이다. 그렇지만 여전히 높은 미국 태양광 재고로 인해 반등 속도는 점진적일 것으로 전망해, 투자의견은 Trading Buy로 유지한다.

#### 1Q24 Review: 신재생에너지 부문의 실적 쇼크

동사의 1Q24 영업손익은 -2,166억원으로 컨센서스 -1,256억원을 하회했다. 기대치 하회 요인은 신재생에너지 부문의 실적 쇼크(-1,871억원)다. AMPC 보조금(966억원)이 반영되었지만, 모듈 비즈니스(-2,378억원)와 EPC(-459억원)의 실적 악화 영향이 더 컸다. 모듈 판매량은 50% 이상 감소했고, 판가는 20% 이상 하락했다. EPC 부문 역시 이번 실적에는 수익성이 좋은 발전프로젝트 매각 건이 포함되어 있지 않아 영업손익률 -13.4%를 기록했다.

#### 2Q24 Preview: 2분기 적자축소, 3분기 흑자전환 전망

동사의 2Q24 영업손익은 -931억원으로 적자 폭을 줄일 것으로 전망한다. 신재생에너지 부문의 적자폭 축소(-942억원) 요인은 전분기 대비 50% 이상 증가할 모듈 판매량 전망 덕분이다. 다만, 모듈 가격은 1분기와 유사할 것으로 판단해 흑자전환까지는 어려울 것으로 보인다. 화학과 첨단소재도 소폭의 실적 개선을 기대한다.

동사는 24년 모듈 출하량 가이드를 10GW에서 9GW로 하향 조정했으며, 상저하의 흐름을 예상했다. 하지만 당사는 이보다 보수적으로 8GW 수준을 전망한다(상반기 2.8GW, 하반기 5.2GW). 미국의 높은 재고량 때문에 동사의 재고자산 역시 증가할 것으로 전망하며, 해당 재고는 하반기에 소진 가능할 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	13,131	13,289	12,157	14,920	16,279
영업이익 (십억원)	924	605	-113	1,371	1,738
영업이익률 (%)	7.0	4.6	-0.9	9.2	10.7
순이익 (십억원)	359	-208	-573	685	998
EPS (원)	1,864	-1,172	-3,283	3,928	5,723
ROE (%)	4.2	-2.5	-7.6	9.1	12.0
P/E (배)	23.1	-	-	6.1	4.2
P/B (배)	0.9	0.9	0.6	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.3	1.3	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,720.3	3,263.7	3,779.6	13,288.7	12,156.5	14,920.4
	신재생에너지	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	1,103.7	1,674.3	2,179.6	6,615.9	5,736.1	8,054.9
	케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,202.4	1,204.0	1,214.2	5,097.4	4,842.9	5,280.5
	첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	264.2	235.4	235.8	988.9	985.0	985.0
	기타	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	150.0	150.0	150.0	586.5	592.5	600.0
영업이익	합계	271.4	194.1	98.3	40.7	-216.6	-93.1	104.5	92.0	604.5	-113.3	1,371.2
	신재생에너지	245.0	138.0	34.7	150.5	-187.1	-94.2	101.8	179.3	568.2	-0.2	1,139.2
	케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	3.0	5.8	-55.0	59.5	-65.1	271.9
	첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	13.2	11.8	-2.4	64.3	33.2	35.1
	기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-15.0	-15.0	-30.0	-87.5	-81.2	-75.0
세전이익		201.2	44.3	33.6	-381.1	-517.8	-169.9	24.2	5.5	-102.0	-657.9	859.8
당기순이익		116.2	7.1	5.9	-337.3	-458.2	-138.8	19.8	4.5	-208.1	-572.8	685.3

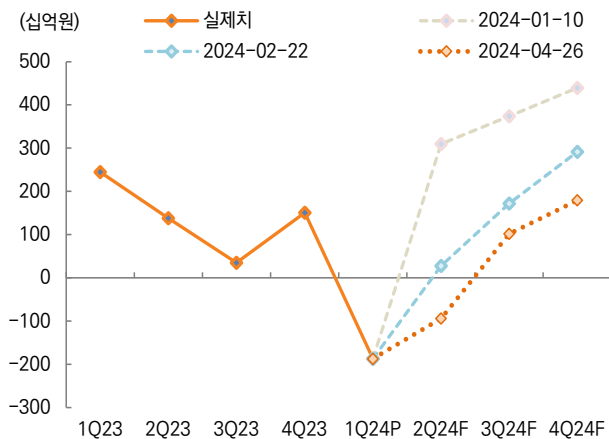
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

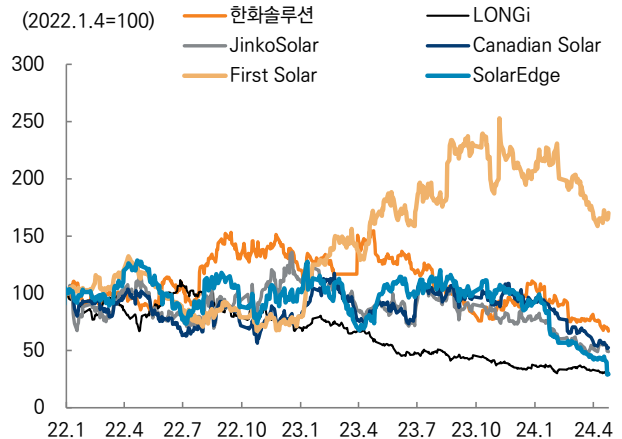
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	971.7	7.5	7,287.8	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	728.8	6.5	4,737.2	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	159.9	9.0	1,438.7	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			13,573.9	
순차입금			8,712.3	차입금 11.8조 - 현금 3.1조
우선주 시가총액			52.0	
EV			4,809.6	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			27,980	목표주가 2.8만원 산출

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익의 전망치 변화



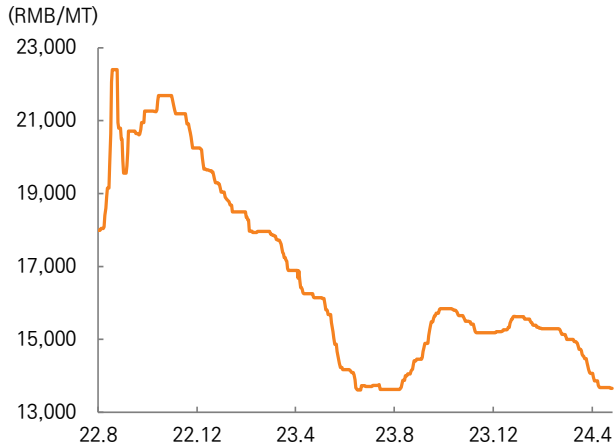
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



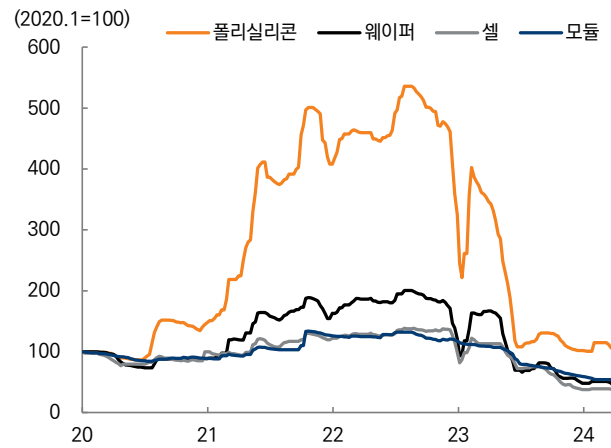
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



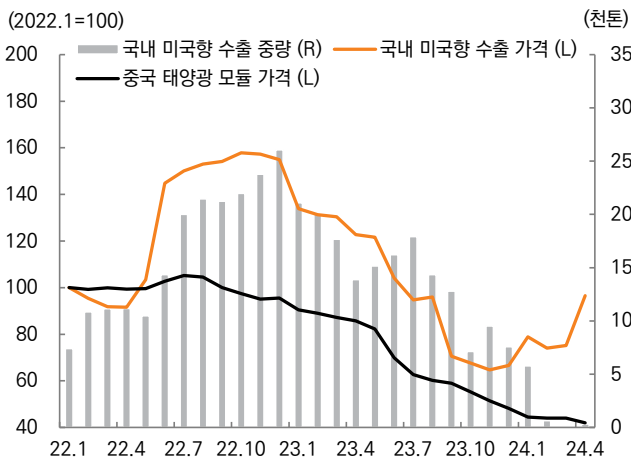
자료: Sunsirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



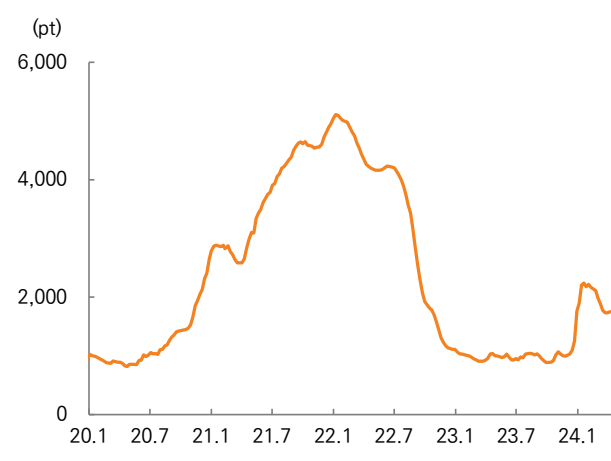
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내/중국 태양광 모듈 상대가격 추이



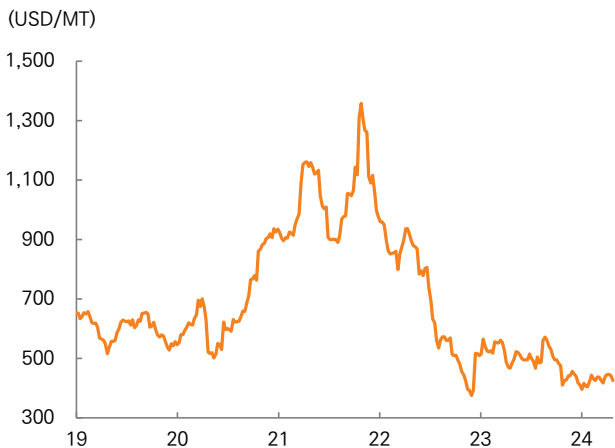
자료: KITA, PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



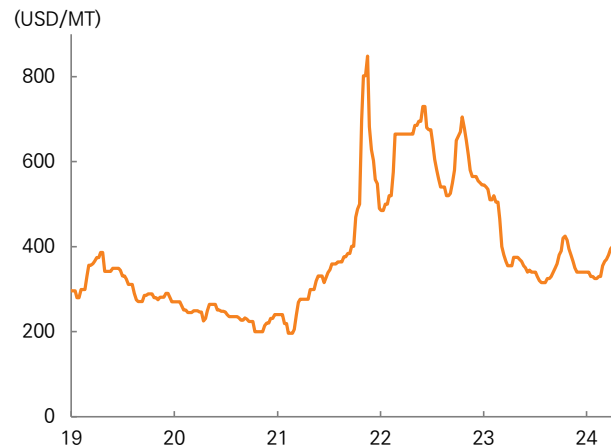
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

## 한화솔루션 (009830)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,289	12,157	14,920	16,279
매출원가	11,050	10,635	11,833	12,739
매출총이익	2,239	1,522	3,087	3,540
판매비와관리비	1,634	1,634	1,716	1,802
조정영업이익	605	-113	1,371	1,738
영업이익	605	-113	1,371	1,738
비영업손익	-707	-545	-511	-485
금융손익	-325	-453	-517	-490
관계기업등 투자손익	14	57	0	0
세전계속사업손익	-102	-658	860	1,253
계속사업법인세비용	41	-97	189	276
계속사업이익	-147	-561	671	977
중단사업이익	-8	0	0	0
당기순이익	-155	-561	671	977
지배주주	-208	-573	685	998
비지배주주	53	12	-15	-21
총포괄이익	-134	-561	671	977
지배주주	-192	-555	664	967
비지배주주	58	-6	7	10
EBITDA	1,283	741	2,278	2,587
FCF	-1,873	-1,977	1,260	1,780
EBITDA 마진율 (%)	9.7	6.1	15.3	15.9
영업이익률 (%)	4.6	-0.9	9.2	10.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	-4.7	4.6	6.1

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	518	423	1,860	2,180
당기순이익	-155	-561	671	977
비현금수익비용가감	1,583	1,083	1,542	1,544
유형자산감가상각비	613	781	843	794
무형자산상각비	66	74	64	55
기타	904	228	635	695
영업활동으로인한자산및부채의변동	-499	-178	-132	-41
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-544	190	-148	-46
재고자산 감소(증가)	-175	-63	-271	-84
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	290	-258	127	39
법인세납부	-498	97	-189	-276
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,799	-2,277	-525	-298
유형자산처분(취득)	-2,349	-2,400	-600	-400
무형자산감소(증가)	-18	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	160	9	-31	-10
기타투자활동	-592	114	106	112
재무활동으로 인한 현금흐름	1,609	866	-558	-1,054
장단기금융부채의 증가(감소)	1,784	1,396	14	-496
자본의 증가(감소)	-913	0	0	0
배당금의 지급	0	-52	-52	-52
기타재무활동	738	-478	-520	-506
현금의 증가	-658	-871	456	730
기초현금	2,616	1,958	1,087	1,543
기말현금	1,958	1,087	1,543	2,272

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

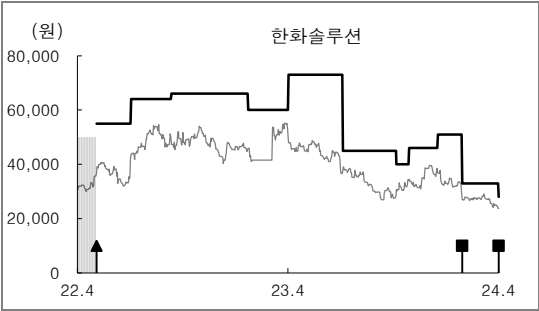
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,705	7,694	8,618	9,492
현금 및 현금성자산	1,956	1,087	1,543	2,272
매출채권 및 기타채권	2,403	2,204	2,382	2,437
재고자산	3,297	3,360	3,630	3,714
기타유동자산	1,049	1,043	1,063	1,069
비유동자산	14,407	15,855	15,881	15,535
관계기업투자등	4,077	3,982	4,303	4,403
유형자산	7,046	8,666	8,423	8,029
무형자산	1,768	1,694	1,630	1,576
자산총계	24,493	24,930	25,880	26,407
유동부채	7,689	8,789	9,057	8,640
매입채무 및 기타채무	2,108	1,850	1,977	2,017
단기금융부채	3,967	5,362	5,376	4,881
기타유동부채	1,614	1,577	1,704	1,742
비유동부채	6,598	6,579	6,642	6,662
장기금융부채	5,802	5,802	5,802	5,802
기타비유동부채	796	777	840	860
부채총계	15,482	16,564	16,895	16,497
지배주주지분	7,848	7,191	7,824	8,771
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,339	4,714	5,348	6,295
비지배주주지분	1,163	1,175	1,161	1,139
자본총계	9,011	8,366	8,985	9,910

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	6.1	4.2
P/CF (x)	4.9	7.9	1.9	1.6
P/B (x)	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	12.1	20.4	6.4	5.2
EPS (원)	-1,172	-3,283	3,928	5,723
CFPS (원)	8,048	2,995	12,679	14,452
BPS (원)	45,611	41,845	45,477	50,903
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-32.7	-9.1	7.6	5.2
배당수익률 (%)	0.8	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	1.2	-8.5	22.7	9.1
EBITDA증가율 (%)	-19.8	-42.2	207.3	13.6
조정영업이익증가율 (%)	-34.6	-	-	26.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	45.7
매출채권 회전율 (회)	6.5	6.3	7.8	8.1
재고자산 회전율 (회)	4.2	3.7	4.3	4.4
매입채무 회전율 (회)	6.0	6.2	7.2	7.4
ROA (%)	-0.6	-2.3	2.6	3.7
ROE (%)	-2.5	-7.6	9.1	12.0
ROIC (%)	7.1	-0.7	7.6	9.8
부채비율 (%)	171.8	198.0	188.0	166.5
유동비율 (%)	113.2	87.5	95.2	109.9
순차입금/자기자본 (%)	84.0	117.6	104.4	82.2
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	-0.2	2.3	3.1

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-	-
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25
2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29
2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
2022.10.07	매수	66,000	-27.74	-18.18
2022.07.29	매수	64,000	-23.83	-14.69
2022.05.30	매수	55,000	-33.48	-23.18



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul> <p>본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.</p>
---