



한화솔루션 (009830)

3Q23 Review: 평가 하락이 둔화될 것이란 확실한 근거가 필요

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 41,000원

현재 주가(10/31)	28,650원
상승여력	▲43.1%
시가총액	49,247억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	67,370 / 27,000원
90 일 일평균 거래대금	357.7억원
외국인 지분율	23.3%

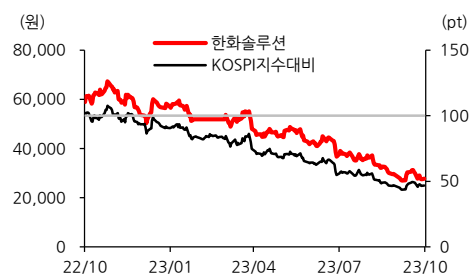
주주 구성	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%
BlackRockFundAdvisors (외)	6.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.7	-24.3	-40.3	-51.3
상대수익률(KOSPI)	3.9	-10.8	-31.3	-50.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	13,654	13,250	14,521	16,001
영업이익	966	748	1,130	1,531
EBITDA	1,642	1,404	1,904	2,465
지배주주순이익	359	177	392	593
EPS	1,878	1,047	2,315	3,505
순차입금	5,180	6,892	8,629	10,029
PER	28.6	27.4	12.4	8.2
PBR	1.2	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.2	8.5	7.1	6.1
배당수익률	-	-	-	-
ROE	4.2	2.0	4.6	6.5

주가 추이



3Q23 영업이익 983억원(컨센 -19%)

한화솔루션 3Q 영업이익은 983억원으로 컨센서스를 -19% 하회했다. 태양광 영업이익이 347억원(QoQ -75%)으로 부진했기 때문이다.

1)신재생(OP: 347억, QoQ -1,033억): 3Q 태양광 부진은 1) 웨이퍼 및 모듈 가격 하락에 따라 역레깅효과가 발생했으며, 2) 발전사업 매각, EPC사업 매출이 4Q로 이연되어 영업적자(-78억원)를 시현했기 때문. 3) 모듈 판매량 또한 유럽의 수요 부진으로 QoQ -10%가량 감소

2)케미칼(OP: 559억원, QoQ +67억원): 납사/제품 가격 상승으로 레깅 스프레드 개선

3)첨단소재(OP: 161억원, QoQ -51억원): 주요 고객사 하계 운휴 영향으로 판매량 감소

4Q OP 1,846억원 전망(태양광 1,333억원)

4Q 영업이익은 1,846억원(QoQ +88%)을 전망한다. 태양광 영업이익이 1,333억원(QoQ +284%)으로 대폭 개선될 것으로 예상하며, 이는 1) 발전사업 매각 및 EPC 관련 영업이익(776억원, OPM 7%) 증가와, 2) 미국 신규공장 ramp-up에 의한 AMPC 확대(439억원) 때문이다. 그러나 모듈판매 수익성은 3Q 0.9% → 4Q 1.1%로 소폭 개선되는 데 그칠 것으로 예상된다. 이는 웨이퍼 가격 하락 이후 수익성이 부진했던 설비들의 가동률 상승, 유럽의 모듈 재고 증가에 따른 미국 시장 경쟁 심화로 다시 모듈 가격 하락세가 확대되는 가능성을 고려했다. 2023년 유럽의 태양광 신규 설치 수요는 약 60GW로 예상되는 데, 현재 유럽 내 쌓인 재고는 80GW 규모이며, 이미 업체들은 재고 조정에 착수한 것으로 파악된다

수익성 반등은 불확실하나 미국 시장 집중 전략은 아직 유효

한화솔루션에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 4.1만원을 유지한다. 단기 수익성 반등은 아직 불확실성이 존재한다는 의견이다. 그러나, 미국 태양광 시장은 AD/CVD, UFLPA 시행으로 중국산 모듈 진출이 앞으로 도 제한될 수밖에 없다. 그렇기에 비중국, 혹은 현지에서 생산설비를 확보한 업체가 계속해서 유리할 것이고 동사는 이미 한 발 앞서 미국 내 생산능력을 확대중이다.

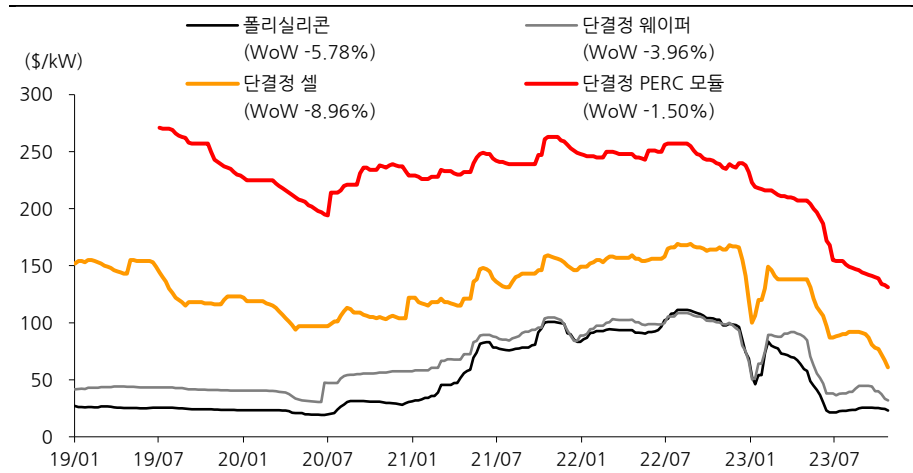
[표1] 한화솔루션 2023 년 3 분기 실적

(단위: 십억 원)

	3Q22	2Q23	3Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	3,239.8	3,393.0	2,925.8	3,326.0	3,495.6	-9.7%	-13.8%	-12.0%	-16.3%
영업이익	336.8	194.1	98.3	102.1	121.9	-70.8%	-49.3%	-3.7%	-19.3%
순이익	137.0	7.1	5.9	-2.3	24.4	-95.7%	-17.7%	-355.2%	-75.9%
영업이익률	10.4%	5.7%	3.4%	3.1%	3.5%	2.5%pt	2.2%pt	0.3%pt	-0.1%pt
순이익률	4.2%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.7%	0.5%pt	-0.2%pt	0.3%pt	-0.5%pt

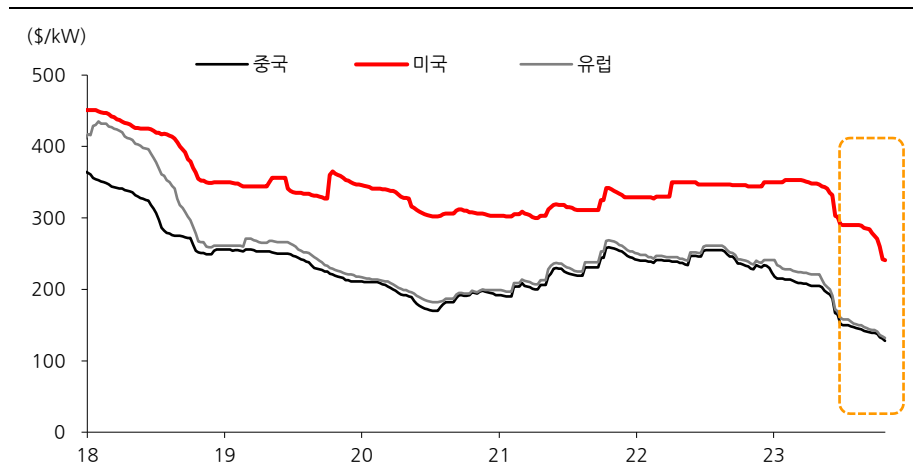
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 공급과잉으로 전 밸류체인 가격 하락세 이어지고 있는 상황



자료: PV Insights, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 9월 이후 미국 모듈 가격 하락세는 다른 지역대비 두드러져



자료: PV Insights, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한화솔루션 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

	12M Fwd. EBITDA	평가액	비고
영업가치 (A)		10,412.0	
태양광	1,078.5	7,333.9	Peers(글로벌 태양광 모듈 업체) Multiple: 6.8배 *실리콘 계열: Jinko Solar / LONGi / JA Solar / Trina Solar *박막형: First Solar
케미칼	504.6	2,750.2	Peers(국내 화학업체) Multiple: 5.5배
첨단소재	112.4	327.9	Peers(효성첨단소재/LG 화학/코오롱인더) Multiple: 5.5배, 지분율 52.8% *12M Fwd. EV/EBITDA: LG 화학 5.4x, 코오롱인더: 6.0x, 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)		6,891.7	2023년 말 추정치
우선주 시가총액 (D)		48.5	
총 기업가치 (A) + (B) - (C) - (D)		6,992.8	
주식수(천주)		169,241	유통주식수(천주)
주당 NAV(원)		41,319	
목표주가		41,000	
현재주가(원)		28,650	2023.10.31 기준
상승여력		43%	

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	5.1	5.1	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
Georgia No.1	1.7	5.1	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				44%	68%	74%	82%	90%	90%	90%	90%
셀				44%	68%	74%	82%	90%	90%	90%	90%
모듈	90%	73%	70%	54%	67%	74%	81%	90%	90%	90%	90%
Georgia No.1	90%	73%	70%	61%	67%	74%	81%	90%	90%	90%	90%
Georgia No.2(Solar Hub)				44%	68%	74%	82%	90%	90%	90%	90%
한화솔루션 미국 태양광 설비 생산실적(GW)											
웨이퍼				1.4	2.2	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
셀				1.4	2.2	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
모듈	1.7	3.7	3.6	4.6	5.6	6.2	6.8	7.6	7.6	7.6	7.6
Georgia No.1	1.7	3.7	3.6	3.1	3.4	3.8	4.1	4.6	4.6	4.6	4.6
Georgia No.2(Solar Hub)				1.4	2.2	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
한화솔루션 예상 세제혜택(백만달러)											
웨이퍼		0	0	68	105	115	127	139	105	70	35
셀		0	0	48	89	98	108	119	89	59	30
모듈		130	329	540	395	435	478	529	397	264	132
합계		130	329	655	589	648	713	787	590	393	197

자료: 한화투자증권 리서치센터

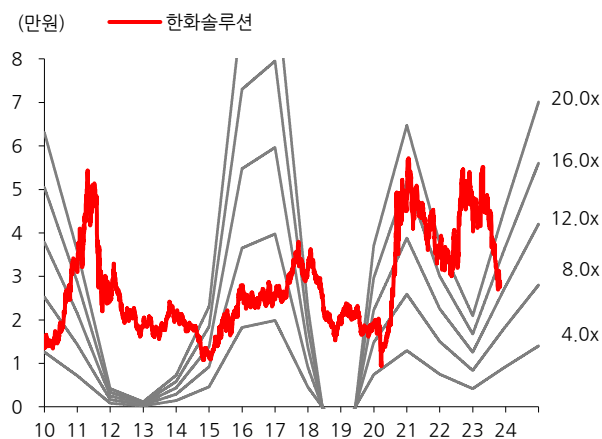
[표4] 한화솔루션 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	2,848.8	3,259.0	3,365.7	3,928.9	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,831.4	13,250.4	14,521.4	16,001.2
QoQ(%)	-3.9%	14.4%	3.3%	16.7%	-21.1%	9.4%	-13.8%	31.0%			
YoY(%)	18.5%	17.3%	30.4%	32.6%	8.8%	4.1%	-13.1%	-2.5%	-3.0%	9.6%	10.2%
케미칼	1,548.1	1,604.1	1,469.9	1,294.6	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,222.7	5,197.4	5,320.1	5,710.5
태양광	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,215.1	6,490.1	7,555.1	8,608.5
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	253.5	264.2	235.4	268.7	406.4	447.0	1,147.7
리테일	123.9	131.9	126.5	150.4							
기타	114.3	124.1	128.7	124.2	133.1	158.5	124.6	124.9	541.1	537.2	534.6
영업이익	146.7	272.3	348.4	182.2	271.4	194.1	98.3	184.6	748.4	1,130.1	1,530.9
영업이익률(%)	5.1%	8.4%	10.4%	4.6%	8.8%	5.7%	3.4%	4.8%	5.6%	7.8%	9.6%
QoQ(%)	74.1%	85.7%	27.9%	-47.7%	48.9%	-28.5%	-49.3%	87.8%			
YoY(%)	-42.4%	23.1%	95.3%	116.3%	85.1%	-28.7%	-71.8%	1.3%	-22.5%	51.0%	35.5%
케미칼	257.6	228.0	128.0	-32.1	33.7	49.2	55.9	51.1	189.9	225.8	293.8
영업이익률(%)	16.6%	14.2%	8.7%	-2.5%	2.5%	3.7%	4.3%	4.2%	3.7%	4.2%	5.1%
태양광	-114.2	35.2	197.2	231.9	245.0	138.0	34.7	133.3	551.0	894.8	1,227.5
영업이익률(%)	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	8.5%	2.7%	6.0%	8.5%	11.8%	14.3%
발전사업매각					65.0	0.4	-7.8	77.6	135.2	210.0	210.9
AMPC					22.9	28.0	35.0	43.9	129.8	329.4	587.6
첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	21.7	21.2	16.1	14.3	73.3	55.3	68.5
영업이익률(%)	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	8.6%	8.0%	6.8%	5.3%	18.0%	12.4%	6.0%
리테일	9.0	3.6	7.7	17.0							
영업이익률(%)	7.3%	2.7%	6.1%	7.0%							
기타	2.5	-13.1	-4.3	-30.5	-29.0	-14.3	-8.4	-14.1	-65.8	-45.9	-58.8
자분법손익	-6.3	55.2	-70.7	-80.1	25.0	-75.5	28.5	-65.5	-87.5	-82.5	152.4
당기순이익	103.1	244.5	138.6	-120.2	133.4	20.8	20.6	62.1	237.0	580.5	881.2
지배순이익	100.9	239.0	137.0	-117.8	116.2	7.1	5.9	48.0	177.2	391.8	593.3
순이익률(%)	3.5%	7.3%	4.1%	-3.0%	3.7%	0.2%	0.2%	1.3%	1.3%	2.7%	3.7%

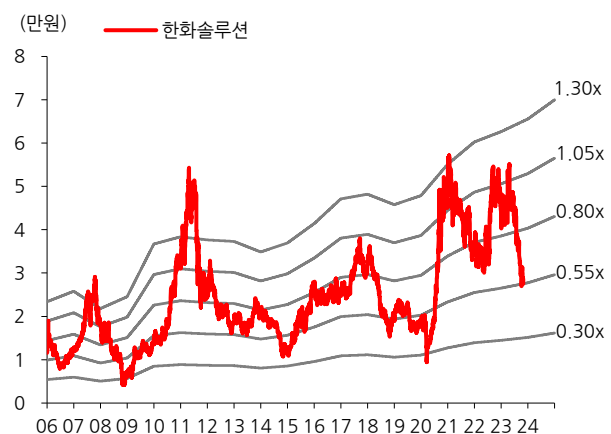
자료: 한화솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	13,250	14,521	16,001
매출총이익	2,196	2,801	2,332	2,818	3,391
영업이익	738	966	748	1,130	1,531
EBITDA	1,387	1,642	1,404	1,904	2,465
순이자손익	-127	-191	-302	-299	-314
외화관련손익	-88	-53	16	0	0
지분법손익	206	-116	-111	-87	-87
세전계속사업손익	855	569	359	744	1,130
당기순이익	616	366	237	580	881
지배주주순이익	619	359	177	392	593
증가율(%)					
매출액	13.4	27.3	-3.0	9.6	10.2
영업이익	60.8	30.9	-22.5	51.0	35.5
EBITDA	35.9	18.4	-14.5	35.6	29.5
순이익	흑전	-40.6	-35.3	145.0	51.8
이익률(%)					
매출총이익률	20.5	20.5	17.6	19.4	21.2
영업이익률	6.9	7.1	5.6	7.8	9.6
EBITDA 이익률	12.9	12.0	10.6	13.1	15.4
세전이익률	8.0	4.2	2.7	5.1	7.1
순이익률	5.7	2.7	1.8	4.0	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	991	116	445	921	1,309
당기순이익	616	366	237	580	881
자산상각비	649	675	655	774	934
운전자본증감	-191	-1,626	-408	-352	-327
매출채권 감소(증가)	-21	-400	-30	-235	-244
재고자산 감소(증가)	-692	-35	-528	-424	-402
매입채무 증가(감소)	507	-812	329	305	315
투자현금흐름	-1,655	-1,477	-2,354	-2,666	-2,717
유형자산처분(취득)	-780	-889	-2,062	-2,350	-2,392
무형자산 감소(증가)	-6	-37	2	-8	-8
투자자산 감소(증가)	4	-5	-7	-8	-8
재무현금흐름	1,076	2,322	820	1,000	700
차입금의 증가(감소)	-157	1,207	823	1,000	700
자본의 증가(감소)	1,325	-91	179	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	1,317	1,706	1,117	1,273	1,636
(-)운전자본증감(감소)	-173	957	690	352	327
(-)설비투자	813	903	2,077	2,350	2,392
(+)자산매각	28	-24	17	-8	-8
Free Cash Flow	705	-178	-1,634	-1,437	-1,091
(-)기타투자	1,238	1,215	4	300	309
잉여현금	-533	-1,393	-1,638	-1,737	-1,400
NOPLAT	532	622	512	881	1,194
(+) Dep	649	675	655	774	934
(-)운전자본투자	-173	957	690	352	327
(-)Capex	813	903	2,077	2,350	2,392
OpFCF	541	-562	-1,600	-1,047	-590

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,074	8,573	8,001	7,944	7,912
현금성자산	1,794	2,805	1,735	998	297
매출채권	1,634	2,280	2,183	2,419	2,662
재고자산	2,232	3,060	3,570	3,994	4,396
비유동자산	12,524	13,634	14,137	15,935	17,623
투자자산	4,491	5,107	5,252	5,466	5,687
유형자산	6,452	6,879	7,181	8,797	10,293
무형자산	1,581	1,644	1,704	1,672	1,642
자산총계	20,008	23,832	23,941	25,755	27,486
유동부채	5,788	6,808	6,598	6,927	7,267
매입채무	2,687	2,781	2,828	3,132	3,448
유동성이자부채	2,710	3,199	3,181	3,181	3,181
비유동부채	4,774	5,685	6,248	7,276	8,006
비유동이자부채	3,708	4,786	5,445	6,445	7,145
부채총계	11,806	13,935	14,456	15,878	17,016
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	1,549	1,549	1,549
이익잉여금	5,051	5,561	5,755	6,147	6,740
자본조정	127	61	215	215	215
자기주식	-21	-112	0	0	0
자본총계	8,201	9,897	9,485	9,877	10,470

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,236	1,878	1,047	2,315	3,505
BPS	42,408	46,364	48,194	50,440	53,840
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	6,837	8,854	6,401	7,297	9,378
ROA(%)	3.5	1.6	0.7	1.6	2.2
ROE(%)	8.8	4.2	2.0	4.6	6.5
ROIC(%)	6.2	6.2	4.4	6.8	8.0
Multiples(x, %)					
PER	13.7	28.6	27.4	12.4	8.2
PBR	1.0	1.2	0.6	0.6	0.5
PSR	0.8	0.8	0.4	0.3	0.3
PCR	6.5	6.1	4.5	3.9	3.1
EV/EBITDA	8.3	8.2	8.5	7.1	6.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	144.0	140.8	152.4	160.8	162.5
Net debt/Equity	56.4	52.3	72.7	87.4	95.8
Net debt/EBITDA	333.4	315.5	491.0	453.3	406.8
유동비율	104.9	125.9	121.3	114.7	108.9
이자보상배율(배)	5.0	4.3	2.1	3.4	4.4
자산구조(%)					
투하자본	59.2	58.2	63.2	68.4	72.5
현금+투자자산	40.8	41.8	36.8	31.6	27.5
자본구조(%)					
차입금	43.9	44.7	47.6	49.4	49.7
자기자본	56.1	55.3	52.4	50.6	50.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2023년 11월 01일)

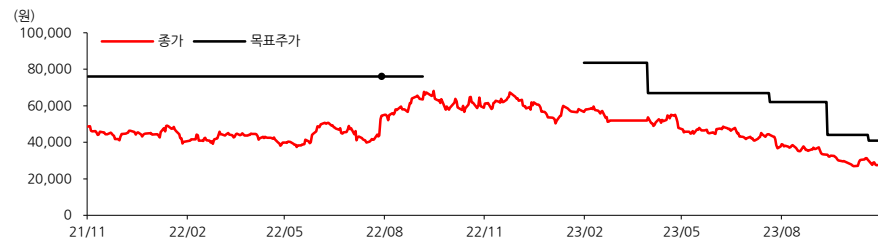
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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	2016.08.12	2022.01.07	2022.01.12	2022.02.18	2022.03.10	2022.04.21
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		61,000	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2022.04.29	2022.05.12	2022.06.08	2022.06.29	2022.07.29	2022.08.16
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000	61,000
일 시	2023.01.31	2023.01.31	2023.02.17	2023.03.29	2023.04.28	2023.06.09
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	윤용식	67,000	67,000	67,000	67,000	67,000
일 시	2023.07.21	2023.09.12	2023.10.20	2023.11.01		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	62,000	44,000	41,000	41,000		

[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		

[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 투자 의견]

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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%