

한화솔루션 (009830)

공급 과잉 심화

투자의견

BUY(유지)

목표주가

30,000 원(하향)

현재주가

23,800 원(4/25)

시가총액

4,091 (십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- 실적 규모를 크게 하향 조정하고 목표주가 30,000원(PBR 0.7배)으로 33% 하향, 투자의견 BUY 유지
- 1Q24 매출액 2.4조원(-38%qoq, -23%yoy), 영업손실 2,166억원(적전qoq, 적전yoy)으로 부진한 실적을 달성했으며, 지분법 적자 및 중국 공장 자산손상으로 순이익도 적자 지속. 신재생에너지 매출액은 지난 분기대비 67% 감소한 7.8조원 기록. 비수기로 수요는 부진했고 하반기 실시될 중국산 태양광 동남아 우회 물량 관세 부과 이슈로 공급과잉은 더욱 심화되어 모듈 시장가는 0.102달러/W로 하락 지속(-14%qoq). AMPC가 966억원 반영되었음에도 영업이익률은 -24%로 악화되며 최악의 수익성을 기록. EPC 매출액은 예상 수준, 케미칼은 여전히 부진
- 2Q24 매출액 2.6조원, 영업손실 376억원으로 적자 지속 전망. 신재생에너지 부진이 지속될 것으로 추정하며, 영업이익 기준 모듈 -1,709억원, AMPC 1,250억원, EPC 270억원으로 전망. 모듈 시장가는 0.096달러/W까지 하락 중이며, 2Q에도 재고 증가 지속 중. 연간 판매 가이드선도 9GW로 10% 하향 조정

주가(원,4/25)	23,800
시가총액(십억원)	4,091

발행주식수(천주)	171,893
52주 최고가(원)	54,700
최저가(원)	23,600
52주 일간 Beta	1.98
60일 일평균거래대금(억원)	299
외국인 지분율(%)	22.9
배당수익률(2024F, %)	0.0

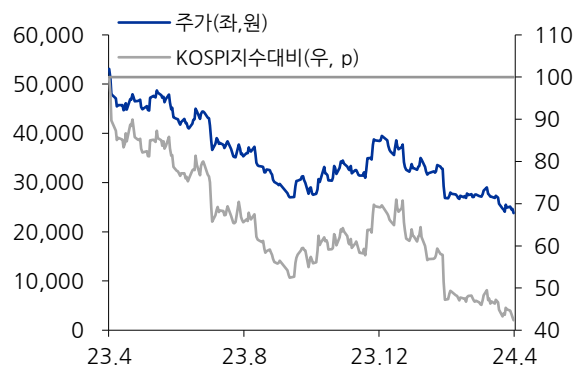
주주구성(%)	
한화 (외 5인)	36.5
BlackRock Fund (외 13인)	6.3

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-8.7	-29.2	-62.4
절대기준	-12.7	-17.9	-56.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	45,000	▼
영업이익(24)	-1	1,024	▼
영업이익(25)	539	1,064	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	13,289	11,507	14,106	14,402
영업이익	605	-1	539	568
세전손익	-102	-627	-70	-73
당기순이익	-155	-680	-54	-56
EPS(원)	-1,210	-5,303	-311	-321
증감률(%)	적전	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-2.5	-12.7	-0.8	-0.9
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	11.2	14.7	9.8	9.8

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 출하량 전망

- 2Q 부터 의미 있는 판매량 회복 예상 (+40%qoq 이상)
- 2Q ASP, 원가는 1Q와 유사할 전망
- 연간 가이드스 기준 10GW → 9GW로 하향

Q. 모듈 수익성 catalyst

- 시장에 재고 많아 현재까지는 큰 변화 X
- 동남아 우회물량 관세면제 철폐 이전 과도한 물량 유입 중
- 하반기 재고부담 경감될 것으로 기대
- 2Q에는 판가 하락세 진정될 듯

Q. AMPC

- 1Q 966 억원 반영
- 2Q에는 더 큰 금액 반영 전망
- 모듈 3.3GW 4월 완공 및 가동 개시. 하반기 AMPC 금액에 긍정적 영향 전망

Q. 개발자산 매각

- 1Q24 프로젝트 매각 X
- EPC 매출 통해 매출액은 가이드스 부합했으나 영업이익 적자 기록
- 2Q에는 규모는 크지 않으나 일부 프로젝트 매각 계획
 - 2Q24 매출액 가이드스 4,500 억원 제시
 - 1H24 8 천억원 매출액 전망
- 연간 매출액 가이드스 2.5 조원 제시
 - 하반기 매출액 1.7 조원 계획

Q. 영업정지 공시 직전 가동률, CAPA

- 2Q 까지 영업 마무리, 생산 일부 가동
- 당초 계획한 생산량보다는 낮아졌으나, 고객들과 약속한 물량 이행 위해 어느 정도의 생산은 계속 진행
- CAPA는 실적발표자료 19page 참고 ('23 년 셀 10.8GW, 모듈 10.0GW → '24 년말 셀 12.2GW, 모듈 11.2GW)

Q. 자금조달/재무구조 개선 계획

- 미국 태양광 투자 금년 마무리 예상
- 투자 피크아웃 이후 PJT 로부터의 현금흐름으로 차입금 상환 재원 마련 계획
- 한화임팩트로부터 배당금 500 억원 수취하였음
- AMPC 약 2 천억원 조기 유동화 추진 중

Q. 중국업체 증설

- '24 년 모듈 수납 GW, 내년에는 올해의 50% 이상의 공격적 증설 예정된 것으로 파악 중
- 셀은 올해 10GW 미만으로 증설될 전망
- 모듈 투자비가 셀 대비 적어 먼저 공격적으로 투자하는 것이라 판단

Q. 신규설비 가동률

- 작년 신규 3.4GW 설비는 모두 가동 중 (분기 가동률 거의 100%)
- 이번 3.3GW 가동률도 많이 올라와 있는 상황이나, 4월부터 가동 개시해 아직 높지 않음
- 최대한 빠른 시일 내 램프업 계획
- 기존 AMPC 가이드스에는 변화 없음

Q. LDPE, EVA 시황

- LDPE

- 지정학 리스크로 납사가격 상승분이 반영되어 스프레드 개선
- 2Q에도 스프레드 소폭 개선 전망
- 하반기 시황 개선 기대

- EVA

- 가격 지속 약세. 2Q에도 의미 있는 반등 어려울 듯
- 태양광 공급과잉으로 연내 약세 지속 전망

Q. 태양광 장기 전망/전략

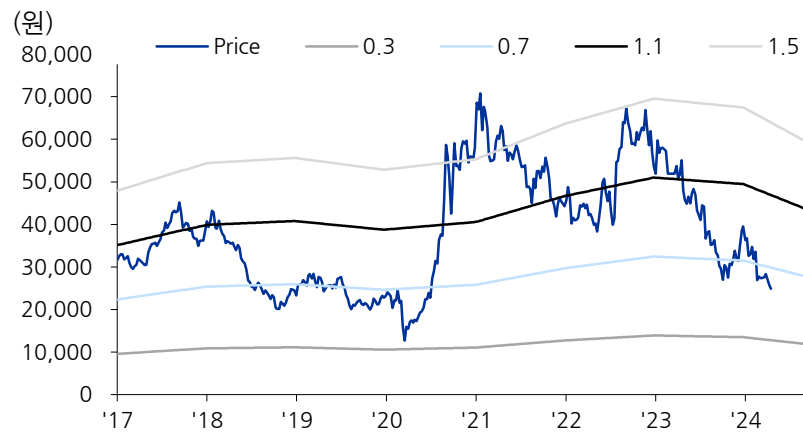
- NEM3.0 전후로 수요성장 둔화됐으나, 태양광 에너지원의 경쟁력은 지속될 전망
- 글로벌 수요는 지속 성장 중 ('24년 400GW 이상 전망)
- 패널 가격 하락으로 LOCE 측면에서 금리상승부담 상쇄 효과
- 궁극적으로는 수요에 부정적 영향 없을 것이라 생각
- 사업구조 고도화 위해 지역 차별화&집중 전략 진행 중
- 미국 주택용 고객 대상 할부금융 사업 진행 중. '24년 말~'25년 가시적 성과 기대

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	13,158	13,434	11,507	14,106	(12.5)	5.0
영업이익	1,024	1,064	(1)	539	적전	(49.3)
영업이익률(%)	7.8	7.9	(0.0)	3.8	(7.8)	(4.1)
EBITDA	1,947	2,076	758	1,518	(61.1)	(26.9)
EBITDA 이익률(%)	14.8	15.5	6.6	10.8	(8.2)	(4.7)
순이익	563	576	(680)	(54)	적전	적전

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024
매출액	3,100	3,393	2,926	3,870	2,393	2,567	3,081	3,466	13,131	13,289	11,507
신재생에너지	1,366	1,629	1,280	2,341	779	884	1,354	1,728	5,569	6,616	4,745
케미칼	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,280	1,314	1,314	5,916	5,097	5,130
첨단소재	254	264	235	236	250	257	265	273	1,152	989	1,044
갤러리아	-	-	-	-	-	-	-	-	533	-	-
영업이익	271	194	98	41	(217)	(38)	88	165	924	605	(1)
신재생에너지	245	138	35	151	(187)	(19)	76	140	350	568	9
케미칼	34	49	56	(79)	(19)	(5)	28	43	573	60	47
첨단소재	22	21	16	5	11	8	7	5	35	64	31
갤러리아	-	-	-	-	-	-	-	-	37	-	-
OPM(%)	8.8	5.7	3.4	1.1	(9.1)	(1.5)	2.9	4.8	7.0	4.5	(0.0)
신재생에너지	17.9	8.5	2.7	6.4	(24.0)	(2.1)	5.6	8.1	6.3	8.6	0.2
케미칼	2.5	3.7	4.3	(7.1)	(1.5)	(0.4)	2.1	3.3	9.7	1.2	0.9
첨단소재	8.6	8.0	6.8	2.2	4.2	3.1	2.6	1.8	3.1	6.5	2.9
갤러리아	-	-	-	-	-	-	-	-	5.6	7.0	-

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

한화솔루션(009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	23,832	24,493	21,541	23,825	25,510
유동자산	8,573	8,705	7,686	6,655	7,350
현금성자산	2,805	2,201	2,744	682	1,165
매출채권	2,280	2,409	2,071	2,589	2,696
재고자산	3,060	3,297	2,049	2,537	2,616
비유동자산	13,634	14,407	13,855	17,170	18,161
투자자산	5,107	5,593	4,744	5,815	5,937
유형자산	6,879	7,046	7,371	9,641	10,536
기타	1,648	1,768	1,741	1,714	1,687
부채총계	13,935	15,482	13,862	16,200	17,940
유동부채	6,808	7,689	7,258	7,887	8,021
매입채무	2,781	2,934	2,499	3,124	3,254
유동성이자부채	3,199	3,967	3,967	3,967	3,967
기타	829	788	792	796	800
비유동부채	5,685	6,598	6,605	8,312	9,919
비유동이자부채	4,786	5,802	5,802	7,503	9,103
기타	899	796	803	809	816
자본총계	9,897	9,011	7,679	7,626	7,571
자배지분	8,921	7,847	6,516	6,463	6,408
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	4,376	4,322	4,267
기타	61	123	(245)	(245)	(245)
비자배지분	976	1,163	1,163	1,163	1,163
자본총계	9,897	9,011	7,679	7,626	7,571
총차입금	7,985	9,769	9,769	11,470	13,070
순차입금	5,180	7,568	7,025	10,788	11,905

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	79	929	1,776	398	874
당기순이익	366	(155)	(680)	(54)	(56)
자산상각비	675	679	759	979	1,065
기타비현금성손익	119	613	(311)	(1,123)	(1,075)
운전자본증감	(1,626)	(499)	1,131	(401)	(78)
매출채권감소(증가)	(400)	(544)	338	(518)	(107)
재고자산감소(증가)	(35)	(175)	1,248	(488)	(79)
매입채무증가(감소)	(812)	290	(435)	626	129
기타	(379)	(70)	(20)	(21)	(21)
투자현금	(1,477)	(2,799)	(1,183)	(4,164)	(1,994)
단기투자자산감소	(5)	(0)	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(458)	(606)	(125)	(939)	(58)
설비투자	(903)	(2,390)	(1,036)	(3,201)	(1,912)
유형자산처분	14	41	0	0	0
무형자산처분	(37)	(18)	(21)	(21)	(21)
재무현금	2,322	1,609	(52)	1,701	1,600
차입금증가	1,207	1,989	0	1,701	1,600
자본증가	(91)	40	(52)	0	0
배당금지급	0	0	52	0	0
현금 증감	965	(658)	541	(2,065)	480
기초현금	1,652	2,616	1,956	2,497	432
기말현금	2,616	1,958	2,497	432	912
Gross Cash flow	1,706	1,428	645	799	953
Gross Investment	3,099	3,298	50	4,563	2,070
Free Cash Flow	(1,393)	(1,869)	595	(3,763)	(1,117)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,507	14,106	14,402
증가율(%)	22.4	1.2	(13.4)	22.6	2.1
매출원가	10,732	11,050	9,566	11,605	11,849
매출총이익	2,399	2,239	1,941	2,501	2,553
판매 및 일반관리비	1,475	1,634	1,942	1,961	1,985
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	924	605	(1)	539	568
증가율(%)	25.1	(34.6)	적전	흑전	5.3
EBITDA	1,599	1,283	758	1,518	1,633
증가율(%)	15.3	(19.8)	(40.9)	100.2	7.6
영업외손익	(171)	(707)	(626)	(609)	(641)
이자수익	29	94	24	24	20
이자비용	201	416	467	489	515
지분법손익	11	8	4	54	55
기타영업외손익	(10)	(392)	(187)	(199)	(201)
세전순이익	549	(102)	(627)	(70)	(73)
증가율(%)	(35.8)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	202	41	53	(16)	(17)
당기순이익	366	(155)	(680)	(54)	(56)
증가율(%)	(40.6)	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	359	(208)	(912)	(53)	(55)
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	적지	적지
비지배지분	7	53	231	(1)	(1)
EPS(원)	1,878	(1,210)	(5,303)	(311)	(321)
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	1,878	(1,210)	(5,303)	(311)	(321)
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,878	(1,210)	(5,303)	(311)	(321)
BPS	46,364	44,979	37,348	37,042	36,726
DPS	0	300	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	22.9	-	-	-	-
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.4	11.2	14.7	9.8	9.8
배당수익률	0.0	0.8	-	-	-
PCR	4.9	4.8	6.4	5.2	4.4
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.5	(0.0)	3.8	3.9
EBITDA이익률	12.2	9.7	6.6	10.8	11.3
순이익률	2.8	(1.2)	(5.9)	(0.4)	(0.4)
ROE	4.2	(2.5)	(12.7)	(0.8)	(0.9)
ROIC	5.8	3.8	(0.0)	3.4	3.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	52.3	84.0	91.5	141.5	157.3
유동비율	125.9	113.2	105.9	84.4	91.6
이자보상배율	4.6	1.5	(0.0)	1.1	1.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	6.7	5.7	5.1	6.1	5.4
재고자산회전율	5.0	4.2	4.3	6.2	5.6
매입채무회전율	4.8	4.7	4.2	5.0	4.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

