

2023. 11. 1



Company Analysis | 신재생/2차전지셀

Analyst 이주영

02 3779 8482 _ juyzong@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	40,000 원
현재주가	28,650 원
상승여력	39.6%

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(10/31)	2,277.99 pt
시가총액	49,247 억원
발행주식수	171,893 천주
52 주 최고가/최저가	67,370 / 27,000 원
90 일 평균거래대금	357.71 억원
외국인 지분율	23.3%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	48,241 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 3.9%
	6개월 -31.3%
	12개월 -50.7%
주주구성	한화 (외 5인) 36.5%
	국민연금공단 (외 1인) 8.4%
	BlackRock Fund (외 13인) 6.2%

Stock Price



한화솔루션 (009830)

예견된 부진, 이제는 반등할 때

3Q23 Review: 예견된 부진

3Q23 실적은 매출액 2조 9,258억원(-13.8% QoQ), 영업이익 983억원(-49.3% QoQ, OPM 3.4%)으로 컨센서스(1,219억원)를 19% 하회했으나 당사 추정치(993억원)에는 부합했다. 금번 실적 부진에는 태양광 부문의 감익이 크게 작용했다. 태양광 영업이익은 347억원(OPM 2.7%)으로 전분기 대비 75% 감소했다. 350억원의 AMPC 반영에도 불구하고 고가 웨이퍼 투입으로 인한 스프레드 축소와 일부 프로젝트 매각 지연 때문이다. 한편 금번 실적발표에서는 공칭 CAPA 가이던스가 조정되었다. 한국 TOPCon 공장 생산 개시에 따른 효율 개선과 미국 신공장 가동 영향으로 2023년말 기준 CAPA가 셀 12GW, 모듈 17.8GW로 상향되었다.

4Q23 실적 반등 전망

4Q23 영업이익은 1,740억원(+77.0% QoQ, OPM 5.0%)으로 태양광 중심의 실적 반등을 전망한다. 태양광 부문은 1)모듈 판매량 증가, 2)3Q23까지 지속됐던 고가 원재료 투입 효과 소멸, 3)고마진의 ESS stand-alone 프로젝트 매각 영향으로 1,612억원(+364.5% QoQ, OPM 8.3%)의 영업이익을 예상한다. 케미칼 사업부 정기보수로 인한 손익 감소에도 불구하고 태양광 부문이 수익성을 견인하며 컨센서스(1,657억원)를 상회할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원 유지

한화솔루션에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원을 유지한다. 글로벌 태양광 수요 둔화에 대한 우려가 지속되고 있다. 하지만 현 주가는 역사적 하단 수준인 12M Fwd P/E 12.2x, P/B 0.6x로 업황 악세를 이미 충분히 반영했다고 판단한다. 태양광 모듈 스프레드 확대와 프로젝트 매각 호조에 근거하여 4Q23부터 실적 반등을 예상한다. 미국 공장 조기 램프업으로 AMPC가 예상 대비 조기 반영된다는 점 역시 긍정적이다. 중장기적 성장성이 유효하기에 투자의견과 목표주가를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	12,924	13,327	13,695
영업이익	738	966	738	1,125	1,251
순이익	616	366	269	407	493
EPS (원)	3,248	1,904	1,419	2,391	2,895
증감률 (%)	74.1	-41.4	-25.5	68.4	21.1
PER (x)	10.9	22.6	20.2	12.0	9.9
PBR (x)	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.7	8.4	9.1
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	11.2	14.8	16.6
ROE (%)	8.8	4.2	2.7	4.7	5.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

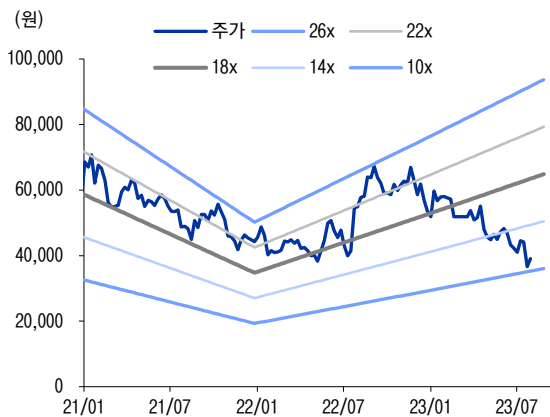
표1 한화솔루션 연결 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E
매출액	2,848	3,260	3,242	3,781	3,100	3,393	2,926	3,505	13,131	12,924
태양광	921	1,234	1,332	2,082	1,366	1,629	1,280	1,934	5,569	6,209
케미칼	1,549	1,599	1,466	1,295	1,348	1,341	1,286	1,222	5,909	5,197
첨단소재	262	300	313	278	254	264	235	228	1,152	981
기타	116	127	131	127	133	159	125	120	501	536
영업이익	147	272	337	168	271	194	98	174	924	738
태양광	-114	35	197	232	245	138	35	161	350	579
케미칼	258	235	128	-32	34	49	56	29	589	168
첨단소재	3	17	20	-4	22	21	16	6	35	65
기타	0	-15	-8	-28	-29	-14	-8	-22	-51	-74
YoY(%)										
매출액	24.8	23.0	31.8	34.2	8.9	4.1	-9.7	-7.3	28.6	-1.6
태양광	23.6	22.6	61.0	110.3	48.4	32.0	-3.9	-7.1	56.0	11.5
케미칼	24.1	20.0	11.8	-12.0	-13.0	-16.1	-12.3	-5.6	10.2	-12.1
첨단소재	16.3	33.6	38.1	5.7	-3.4	-11.8	-24.7	-17.7	22.7	-14.8
기타	80.1	45.4	38.2	36.9	14.7	25.3	-5.1	-5.2	47.7	7.1
영업이익	-39.5	24.3	96.3	119.8	85.0	-28.7	-70.8	3.6	30.2	-20.1
OPM(%)	5.2	8.4	10.4	4.4	8.8	5.7	3.4	5.0	7.0	5.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

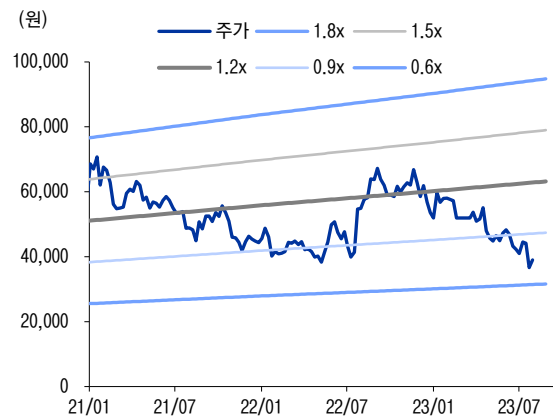
주) 갤러리아 사업부 인적분할에 따라 2022년 실적에서 갤러리아 제외

그림1 한화솔루션 12M Fwd P/E band



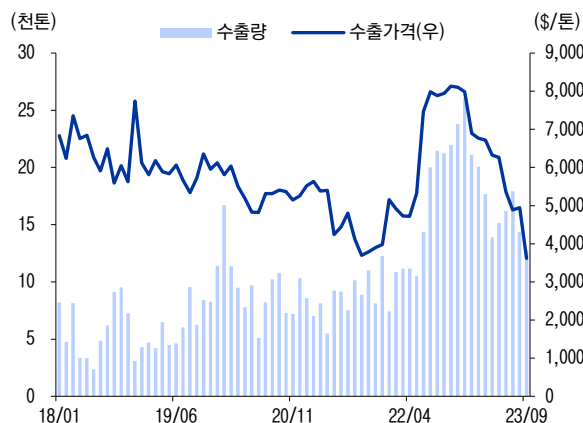
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한화솔루션 12M Fwd P/B band



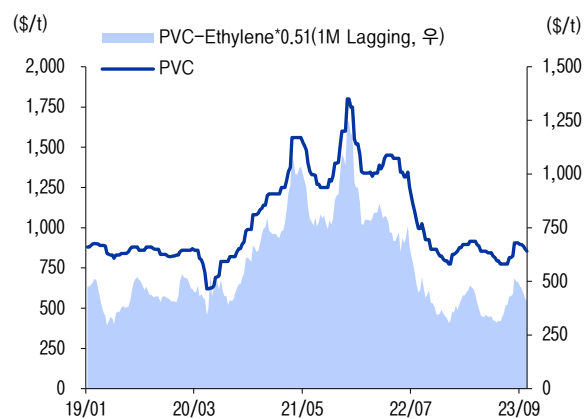
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국향 모듈 수출량 및 가격



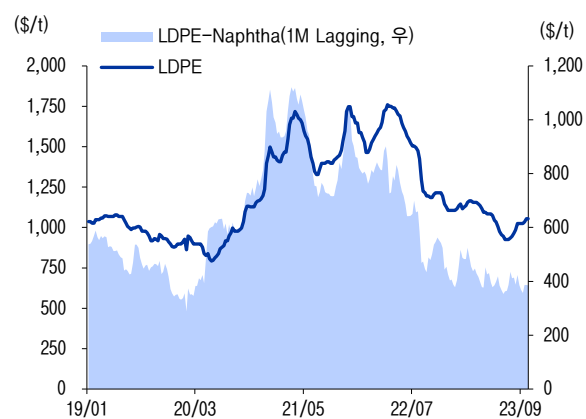
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 PVC 가격 및 스프레드 추이



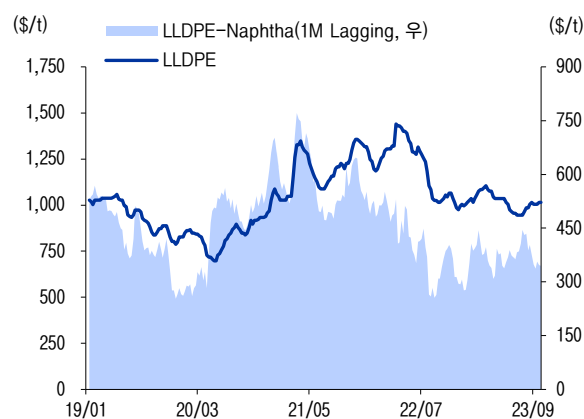
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 LDPE 가격 및 스프레드 추이



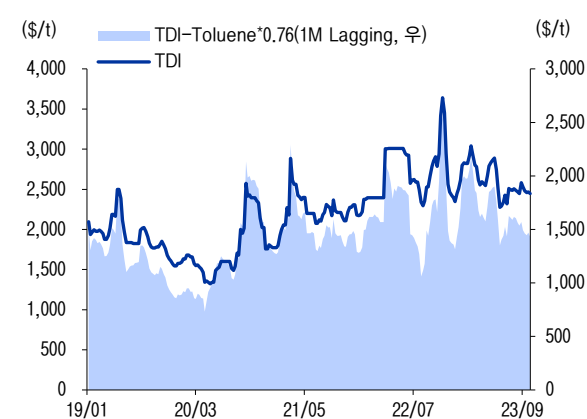
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 LLDPE 가격 및 스프레드 추이



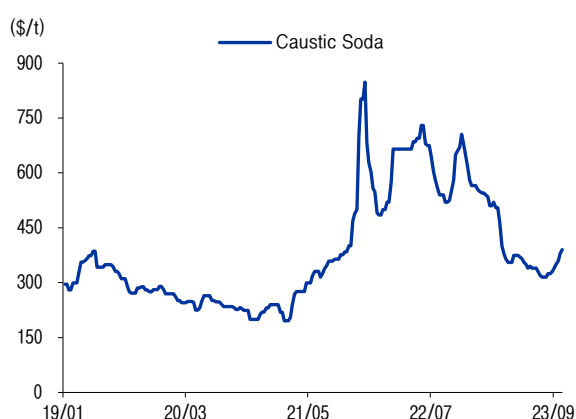
자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, 이베스트투자증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,074	8,573	8,488	7,827	8,453
현금 및 현금성자산	1,567	2,548	3,205	2,744	3,576
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	1,781	1,765	1,730
재고자산	2,232	3,060	2,804	2,586	2,385
기타유동자산	641	685	698	733	762
비유동자산	12,524	13,634	14,138	15,445	15,733
관계기업투자등	3,528	3,896	4,169	4,338	4,514
유형자산	6,452	6,879	7,181	8,304	8,400
무형자산	1,581	1,644	1,705	1,675	1,645
자산총계	20,008	23,832	24,428	25,148	26,138
유동부채	5,788	6,808	6,267	6,285	5,821
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,496	2,490	2,002
단기금융부채	2,710	3,199	3,181	3,181	3,181
기타유동부채	391	829	589	613	638
비유동부채	4,774	5,685	7,058	8,043	8,955
장기금융부채	3,708	4,786	6,256	7,212	8,095
기타비유동부채	1,066	899	803	831	861
부채총계	11,806	13,935	14,935	16,003	16,520
지배주주지분	8,159	8,921	8,416	8,829	9,290
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	1,549	1,549	1,549
이익잉여금	5,051	5,561	5,816	6,221	6,710
비지배주주지분(연결)	42	976	1,077	316	328
자본총계	8,201	9,897	9,493	9,145	9,618

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	991	116	1,469	778	1,258
당기순이익(손실)	616	366	269	407	493
비현금수익비용가감	701	1,340	1,034	140	1,014
유형자산감가상각비	617	637	662	813	984
무형자산상각비	31	38	45	37	38
기타현금수익비용	52	664	20	-979	-439
영업활동 자산부채변동	-191	-1,626	430	231	-249
매출채권 감소(증가)	-21	-400	373	16	35
재고자산 감소(증가)	-692	-35	238	218	201
매입채무 증가(감소)	507	-812	-2	-6	-488
기타자산, 부채변동	15	-379	-179	3	3
투자활동 현금	-1,655	-1,477	-2,522	-2,209	-1,300
유형자산처분(취득)	-780	-889	-2,165	-1,935	-1,081
무형자산 감소(증가)	-6	-37	2	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-389	-463	-473	-222	-165
기타투자활동	-481	-87	113	-44	-46
재무활동 현금	1,076	2,322	1,424	970	874
차입금의 증가(감소)	-157	1,207	1,633	956	883
자본의 증가(감소)	1,325	-91	-27	14	-9
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-92	1,206	-183	0	0
현금의 증가	452	965	679	-461	832
기초현금	1,200	1,652	2,548	3,228	2,767
기말현금	1,652	2,616	3,228	2,767	3,599

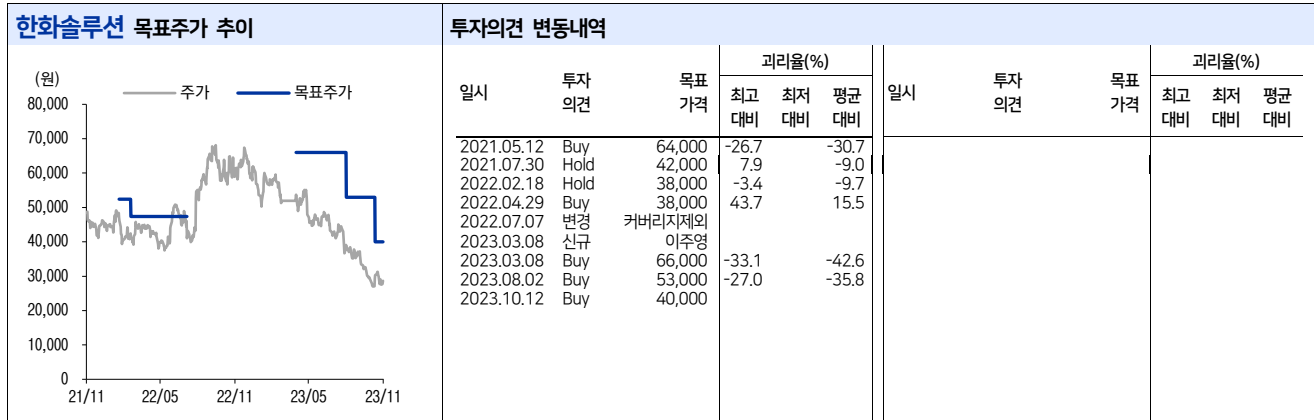
자료: 한화솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725	13,654	12,924	13,327	13,695
매출원가	8,529	10,853	10,340	10,593	10,885
매출총이익	2,196	2,801	2,584	2,734	2,810
판매비 및 관리비	1,458	1,835	1,767	1,470	1,559
영업이익	738	966	738	1,125	1,251
(EBITDA)	1,387	1,642	1,444	1,975	2,274
금융손익	-215	-244	-241	-356	-442
이자비용	148	226	350	390	478
관계기업등 투자손익	206	-116	-147	-40	19
기타영업외손익	126	-37	39	-211	-200
세전계속사업이익	855	569	388	519	627
계속사업법인세비용	239	203	111	111	134
계속사업이익	616	366	277	407	493
중단사업이익	0	0	-8	0	0
당기순이익	616	366	269	407	493
지배주주	619	359	238	405	490
총포괄이익	877	430	353	401	473
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	20.0	20.5	20.5
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.7	8.4	9.1
EBITDA 마진률 (%)	12.9	12.0	11.2	14.8	16.6
당기순이익률 (%)	5.7	2.7	2.1	3.1	3.6
ROA (%)	3.5	1.6	1.0	1.6	1.9
ROE (%)	8.8	4.2	2.7	4.7	5.4
ROIC (%)	6.2	6.2	4.8	7.6	8.0

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	22.6	20.2	12.0	9.9
P/B	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.3	8.2	7.6	6.3	5.5
P/CF	5.2	4.9	3.8	9.1	3.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	16.6	27.3	-5.3	3.1	2.8
영업이익	24.3	30.9	-23.6	52.5	11.2
세전이익	89.4	-33.4	-31.8	33.5	21.0
당기순이익	104.3	-40.6	-26.5	51.4	21.1
EPS	74.1	-41.4	-25.5	68.4	21.1
안정성 (%)					
부채비율	144.0	140.8	157.3	175.0	171.8
유동비율	104.9	125.9	135.4	124.5	145.2
순차입금/자기자본(x)	56.4	52.3	63.7	81.5	77.9
영업이익/금융비용(x)	5.0	4.3	2.1	2.9	2.6
총차입금 (십억원)	6,419	7,985	9,437	10,393	11,276
순차입금 (십억원)	4,625	5,180	6,047	7,451	7,494
주당지표 (원)					
EPS	3,248	1,904	1,419	2,391	2,895
BPS	42,408	46,364	48,241	50,604	53,246
CFPS	6,837	8,854	7,543	3,135	8,637
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이주영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이전 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이전 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)