

Buy
TP 40,000원

유지
유지

한화솔루션 (009830) : 반등 포인트 점검

▶ 3Q23, 4Q23 실적 코멘트

- 3Q23 매출액 2.9조원(QoQ -14%, YoY -10%), 영업이익 983억원(QoQ -1%, YoY -85%), AMPC 350억원
- 웨이퍼, 모듈 가격 하락, 스프레드 축소로 신재생에너지 사업부문 실적 부진, 신재생에너지 영업이익 347억원(QoQ -75%)
- 4Q23은 미국 2, 3공장 가동률 상승 및 이연된 발전 사업에서 매출 발생함에 따라 실적 반등 기대, 다만 가격 안정화 추이에 대해서는 보수적으로 접근. 4Q23 신재생에너지 사업부 영업이익 1,049억원(QoQ +203%)으로 추정

▶ 2024년 신재생에너지 사업부 주목해야 할 포인트

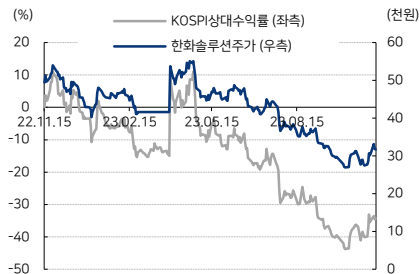
- 미국 내 Value Chain 수직계열화 주목. 한화솔루션은 모듈 사업뿐만 아니라 발전 사업(프로젝트 매각 등), 최종적으로 전력 생산 및 판매까지 Value Chain 확장 예정, '24년 신규 사업 진행에 주목
- CAPA 확장에 따른 탑라인 성장 주목. 한화솔루션 TOPCon 공장 생산 개시, 미국 신공장 가동 등으로 '23년말 기준 셀/모듈 CAPA 각각 12.4GW(기존 10GW), 17GW(기존 12GW)으로 확대
- 중국 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 업체들의 Earnings Call을 통해 가격 안정화 코멘트 확인, 향후 가격 안정화 추이 주목

▶ 투자 의견 'BUY', 목표주가 40,000원 유지

- 목표주가는 SOTP(신재생에너지, 케미칼, 첨단소재 사업 가치 합산) 방식 사용하여 산출

Company Data	
현재가(11/08)	31,750원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	55,100원
52주 최저가(보통주)	27,000원
KOSPI(11/08)	2,421.62p
KOSDAQ(11/08)	811.02p
자본금	9,782억원
시가총액	55,146억원
발행주식수(보통주)	17,189만주
발행주식수(우선주)	258만주
평균거래량(60일)	138.0만주
평균거래대금(60일)	413억원
외국인지분(보통주)	23.06%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.6	-30.6	-32.7
상대주가	17.0	-28.0	-33.3

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OPM (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2020.12	10,725	16.6	738	6.9	616	3,325	72.6	10.7	5.0	0.8	8.2	8.8
2021.12	13,654	27.3	966	7.1	366	1,878	-43.5	22.9	4.8	0.9	8.7	4.2
2022.12	12,998	-4.8	692	5.3	259	1,481	-21.1	21.4	3.3	0.6	8.2	2.8
2023.12	13,486	3.8	961	7.1	447	2,550	72.2	12.5	2.6	0.6	6.7	4.7
2024.12	14,495	7.5	1,386	9.6	781	4,458	74.8	7.1	2.0	0.5	5.1	7.7

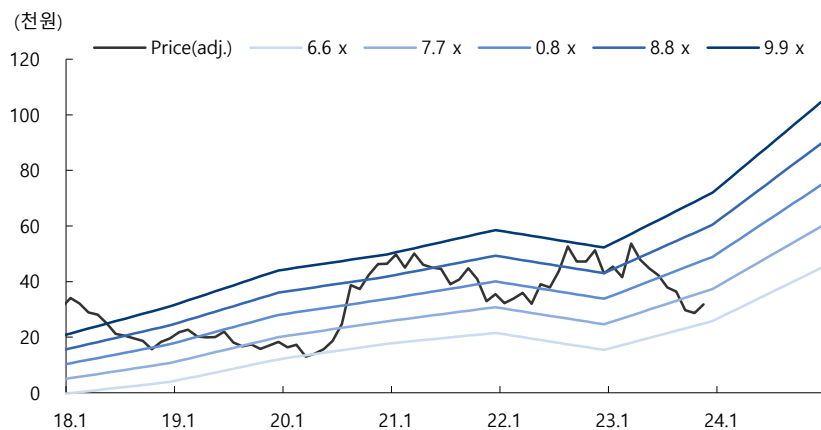
한화솔루션 (009830) : 반등 포인트 점검

▶ 한화솔루션 Valuation Table

(단위: 십억원)

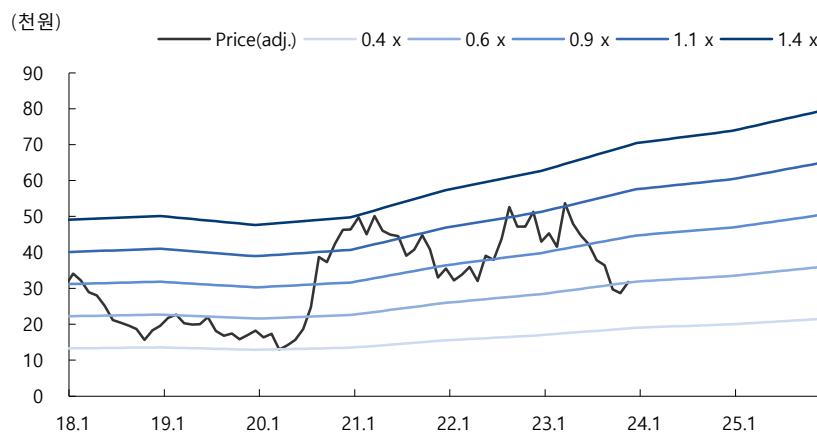
	EBITDA	적용 EV/EBITDA(배)	한화솔루션 방영 가치	비고
신재생에너지(태양광)	945	9	8,501	-
케미칼	514.2	5	2,571	-
첨단소재	104.9	5	525	-
합계 ①	1,564	-	11,597	
자산가치 ②			723	여천NCC, 한화임팩트, 한화커넥트 장부가 및 자사주 반영 2Q23 기준
순차입금 ③			-5,645	
기업가치① + ② + ③			6,674	
발행주식수			171,892,536주	
목표주가			40,000원	

■ 한화솔루션 12M Fwd EV/EBITDA BAND



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

■ 한화솔루션 FYO P/B BAND



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	12,998	13,486	14,495
매출원가	8,529	10,853	10,461	10,641	11,009
매출총이익	2,196	2,801	2,537	2,846	3,487
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	19.5	21.1	24.1
판매비와관리비	1,458	1,835	1,845	1,884	2,101
영업이익	738	966	692	961	1,386
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.3	7.1	9.6
EBITDA	1,387	1,642	1,468	1,840	2,378
EBITDA Margin (%)	12.9	12.0	11.3	13.6	16.4
영업외손익	117	-397	-293	-274	-184
관계기업손익	263	-102	-60	-100	-100
금융수익	22	36	34	35	45
금융비용	-148	-226	-234	-244	-256
기타	-20	-105	-32	35	126
법인세비용차감전순손익	855	569	399	687	1,201
법인세비용	239	203	140	241	420
계속사업순손익	616	366	259	447	781
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	616	366	259	447	781
당기순이익률 (%)	5.7	2.7	2.0	3.3	5.4
비지배지분순이익	-3	7	5	8	15
지배지분순이익	619	359	254	438	766
지배순이익률 (%)	5.8	2.6	2.0	3.3	5.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	273	219	219	219	219
포괄순이익	890	585	478	666	1,000
비지배지분포괄이익	3	4	4	5	7
지배지분포괄이익	886	580	475	661	992

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	1,108	1,162	1,485
당기순이익	0	0	259	447	781
비현금항목의 가감	701	1,340	1,410	1,661	1,956
감가상각비	617	637	743	847	964
외환손익	89	109	-56	-56	-56
지분법평가손익	-263	102	60	100	100
기타	257	492	663	769	948
자산부채의 증감	-191	-1,626	-221	-496	-622
기타현금흐름	481	403	-341	-449	-631
투자활동 현금흐름	-1,655	-1,477	-1,919	-2,019	-2,220
투자자산	-596	-594	-458	-458	-458
유형자산	-813	-903	-1,500	-1,600	-1,800
기타	-247	21	40	39	38
재무활동 현금흐름	1,076	2,322	1,299	1,441	1,500
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-71	1,304	324	372	428
자본의 증가(감소)	1,339	0	-90	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-191	1,018	1,065	1,069	1,072
현금의 증감	452	965	-196	185	833
기초 현금	1,200	1,652	2,616	2,420	2,605
기말 현금	1,652	2,616	2,420	2,605	3,438
NOPLAT	532	622	450	625	901
FCF	177	-1,232	-495	-593	-528

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,074	8,573	8,169	8,579	9,838
현금및현금성자산	1,567	2,548	2,420	2,605	3,438
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	2,215	2,327	2,523
재고자산	2,232	3,060	2,913	3,023	3,249
기타유동자산	641	685	621	624	628
비유동자산	12,524	13,634	14,764	15,860	17,061
유형자산	6,452	6,879	7,637	8,389	9,226
관계기업투자금	3,438	3,745	4,143	4,501	4,860
기타금융자산	299	452	452	452	452
기타비유동자산	2,334	2,558	2,532	2,517	2,524
자산총계	20,008	23,832	24,557	26,063	28,524
유동부채	5,788	6,808	7,050	7,674	8,787
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,693	2,758	2,893
차입금	2,004	2,443	2,443	2,443	2,443
유동성채무	607	560	516	476	439
기타유동부채	490	1,025	1,398	1,997	3,012
비유동부채	4,774	5,685	5,986	6,382	6,880
차입금	1,615	2,158	2,482	2,854	3,282
사채	1,649	2,047	2,047	2,047	2,047
기타비유동부채	1,511	1,480	1,457	1,480	1,550
부채총계	11,806	13,935	14,477	15,497	17,108
지배지분	8,159	8,921	9,085	9,524	10,290
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,051	5,561	5,816	6,254	7,020
기타자본변동	-24	-154	-154	-154	-154
비지배지분	42	976	994	1,042	1,126
자본총계	8,201	9,897	10,080	10,566	11,416
총차입금	6,320	7,789	8,185	8,656	9,215

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,325	1,878	1,481	2,550	4,458
PER	10.7	22.9	21.4	12.5	7.1
BPS	42,408	46,364	52,075	54,587	58,979
PBR	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	7,406	8,533	8,415	10,545	13,632
EV/EBITDA	8.2	8.7	8.2	6.7	5.1
SPS	57,614	71,383	75,615	78,457	84,328
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
CFPS	944	-6,403	-2,837	-3,399	-3,028
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	16.6	27.3	-4.8	3.8	7.5
영업이익 증가율	24.3	30.9	-28.4	38.9	44.2
순이익 증가율	104.3	-40.6	-29.1	72.2	74.8
수익성					
ROIC	6.1	6.3	4.2	5.5	7.5
ROA	3.5	1.6	1.1	1.7	2.8
ROE	8.8	4.2	2.8	4.7	7.7
안정성					
부채비율	144.0	140.8	143.6	146.7	149.9
순차입금비용	31.6	32.7	33.3	33.2	32.3
이자보상배율	5.0	4.3	3.0	3.9	5.4