



Neutral

목표주가(12M) 29,000원
현재주가(4.25) 23,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,628.62
52주 최고/최저(원)	55,100/23,800
시가총액(십억원)	4,091.0
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	1,057.8
60일 평균 거래대금(십억원)	30.1
외국인지분율(%)	23.19
주요주주 지분율(%)	
인화 외 4 인	36.48
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	6.30

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	13,126.4	14,272.9
영업이익(십억원)	326.0	1,102.2
순이익(십억원)	(35.1)	560.1
EPS(원)	(273)	2,754
BPS(원)	47,236	49,956

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	13,130.8	13,288.7	12,030.4	12,085.5
영업이익	923.7	604.5	(98.7)	497.3
세전이익	549.5	(102.0)	(799.2)	(22.2)
순이익	359.1	(208.1)	(577.0)	(16.0)
EPS	1,864	(1,172)	(3,307)	(92)
증감율	(43.53)	적전	적지	적지
PER	23.07	(33.70)	(7.20)	(258.70)
PBR	0.92	0.87	0.57	0.57
EV/EBITDA	9.02	12.15	12.52	10.01
ROE	4.21	(2.48)	(7.66)	(0.22)
BPS	46,887	45,611	42,007	41,619
DPS	0	300	300	300



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 04월 26일 | 기업분석_Earnings Review

한화솔루션 (009830)

더 나빠지기 힘든 실적 VS. 여전한 재고 부담

1Q24 영업이익/순이익 컨센 대폭 하회

1Q24 영업이익은 -2,166억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(-1,100억원)을 97% 하회했다. 지배순이익은 -4,591억원을 기록했는데, 이는 중국법인(약 2.6GW 추정) 가동중단에 따른 손상차손 1.4천억원과 이자비용 1.1천억원, 지분법손실 0.5천억원이 반영된 영향이다. 영업이익 컨센 하회는 태양광 적자폭 확대(-1,871억원 기록)에 기인한다. 태양광 영업이익은 1) AMPC +966억원 2) 발전자산 매각 관련 경비지출에 따른 손실 -459억원 3) 모듈 영업이익 -2,378억원(OPM -55%)으로 구성되었다. 특히, 모듈 사업은 비수기 진입과 미국 내 공급과잉 영향으로 판매량과 판가가 대폭 하락하면서 매출액이 QoQ -63% 감소해 대폭 적자를 기록했다. 참고로, AMPC로 역산한 미국 모듈 출하량은 총 1GW 수준으로 출하량/Capa 비율(=가동률)은 82% 수준으로 추정된다. 다만, 케미칼 영업이익이 -189억원을 기록하며 전분기 대비 적자폭을 축소한 점은 긍정적이다.

2Q24 영업이익 적자폭 축소 예상

2Q24 영업이익은 -661억원(QoQ 적지, YoY 적전)을 추정한다. 현재 시장 추정치(+321억원)을 하회하는 수치다. 케미칼은 전분기와 유사한 영업환경이 예상되나, 여전히 태양광 사업의 영업이익은 적자가 예상(-439억원)되기 때문이다. 전분기 대비 대폭 개선되는 수준이나, 여전히 적자는 아쉽다. 태양광은 영업이익 구성은 1) AMPC 1,167억원(QoQ +21%) 2) 발전사업 매각관련 영업이익 90억원(매출액 4.5천억원, OPM 2% 가정) 3) 모듈 영업이익 -1,696억원(OPM -25%)을 가정했다. 모듈 사업은 판가는 전분기와 유사하나 판매량이 QoQ +40% 이상 증가하며 적자폭을 줄일 수 있을 것으로 판단된다. 미국 3.3GW 공장 4월 신규 가동 및 출하량 증가에 따라 AMPC도 확대될 전망이다.

더 나빠지기 힘든 실적 VS. 여전한 재고 부담

Neutral, TP 2.9만원을 유지한다. 회사는 모듈 출하량 가이던스를 기존 10GW에서 9GW로 하향조정 했다. 글로벌 태양광 모듈 공급과잉 하에서, 1Q24 출하량 대폭 감소와 3Q24 중국 모듈 생산/판매 중단을 총체적으로 반영한 결과다. 미국 태양광 모듈 시장의 공급과잉 등을 감안하면 단기 주가 모멘텀은 부재하다. 순차입금 증가로 금융비용이 2021년 1.3천억원 → 2022년 1.7천억원 → 2023년 3.2천억원 → 2024년 3.8천억원으로 급증하고 있는 점도 아쉽다. 다만, 판가의 급격한 하락세 일단락과 성수기 진입, 미국 신규 공장 가동률 상승에 따른 AMPC 확대로 태양광 실적은 1Q24를 바닥으로 점진적 개선은 가능하다. 참고로, 회사는 2024년 AMPC는 5~6천억원을 제시했는데, 이는 미국 신규 공장 램프업에 따른 연간 출하량 6GW를 가정한 것으로 추정된다. 올해 6월 이후 중국산 모듈에 대한 동남아 우회 관세 부활 이후 미국 내 공급과잉 상황 해소 여부에 따라 투자 의견 방향을 검토할 수 있을 것으로 판단한다.

도표 1. 한화솔루션 1Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q24P	4Q23	1Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,392.9	3,869.7	3,100.2	-22.8	-38.2	2,782.1	-14.0
영업이익	-216.6	40.7	271.4	적전	적전	-100.3	적지
세전이익	-517.5	-381.1	201.2	적전	적지	N/A	N/A
순이익	-459.1	-337.3	116.2	적전	적지	-128.0	적지
영업이익률	-9.1	1.1	8.8	-17.8	-10.1	-3.6	-5.4
세전이익률	-21.6	-9.8	6.5	-28.1	-11.8	N/A	N/A
순이익률	-19.2	-8.7	3.7	-22.9	-10.5	-4.6	-14.6

자료: 하나증권

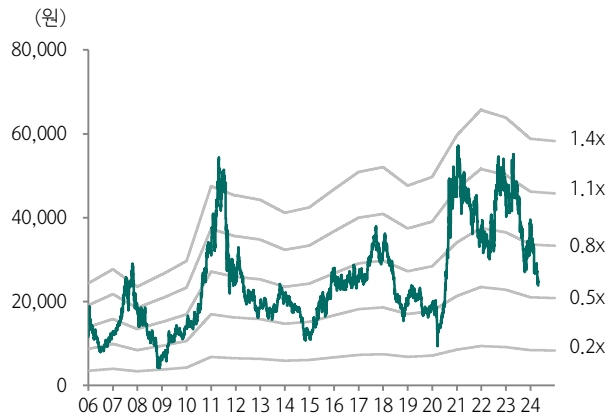
도표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

2024F				2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	12,030.4	13,436.8	-10.5	12,085.5	11,845.2	2.0
영업이익	-98.7	-81.6	적지	497.3	437.3	13.7
세전이익	-799.2	-439.7	적지	-22.2	98.4	적전
순이익	-577.0	-317.4	적지	-16.0	71.0	적전
영업이익률	-0.8	-0.6	-0.2	4.1	3.7	0.4
세전이익률	-6.6	-3.3	-3.4	-0.2	0.8	-1.0
순이익률	-4.8	-2.4	-2.4	-0.1	0.6	-0.7

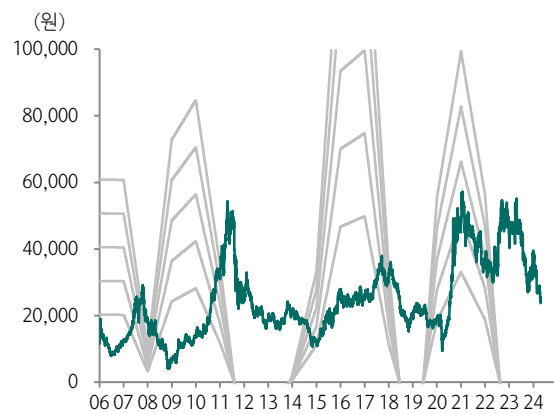
자료: 하나증권

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권

도표 5.한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,841.7	3,054.6	3,741.2	13,130.6	13,288.7	12,030.4	12,085.5
QoQ(%)	-18.0%	9.4%	-13.8%	32.3%	-38.2%	18.8%	7.5%	22.5%				
YoY(%)	8.9%	4.1%	-9.7%	2.3%	-22.8%	-16.2%	4.4%	-3.3%	22.4%	1.2%	-9.5%	0.5%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,278.5	1,250.5	1,233.6	5,909.2	5,097.4	4,984.9	4,891.7
태양광	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	1,128.4	1,367.2	2,086.5	4,978.5	4,566.2	5,360.5	5,487.6
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	304.7	306.7	290.9	1,152.2	988.9	1,152.0	1,185.3
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	130.1	130.2	130.2	500.7	586.5	533.0	521.0
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-216.6	-66.1	79.7	104.2	923.7	604.5	-98.7	497.3
영업이익률(%)	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-2.3%	2.6%	2.8%	7.0%	4.5%	-0.8%	4.1%
QoQ(%)	61.6%	-28.5%	-49.4%	-58.6%	적전	적지	흑전	30.7%				
YoY(%)	85.0%	-28.7%	-70.8%	-75.8%	적전	적전	-18.9%	156.0%	25.1%	-34.6%	적전	흑전
케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	-17.3	21.0	33.0	588.9	59.5	17.7	85.1
영업이익률(%)	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-1.5%	-1.4%	1.7%	2.7%	10.0%	1.2%	0.4%	1.7%
QoQ(%)	흑전	46.0%	13.6%	적전	적지	적지	흑전	57.2%				
YoY(%)	-86.9%	-79.1%	-56.3%	적지	적전	적전	-62.5%	흑전	-43.7%	-89.9%	-70.2%	379.5%
태양광	245.0	138.0	34.7	150.5	-187.1	-43.9	57.0	99.4	280.1	568.2	-74.6	459.0
영업이익률(%)	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-24.0%	-3.9%	4.2%	4.8%	5.6%	12.4%	-1.4%	8.4%
QoQ(%)	5.6%	-43.7%	-74.9%	333.7%	적전	적지	흑전	74.4%				
YoY(%)	흑전	292.0%	-82.4%	-35.1%	적전	적전	64.2%	-34.0%	흑전	102.9%	적전	흑전
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	10.8	11.0	11.2	35.3	64.3	43.7	47.3
영업이익률(%)	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	3.5%	3.6%	3.9%	3.1%	6.5%	3.8%	4.0%
QoQ(%)	흑전	-2.3%	-24.1%	-67.1%	100.0%	2.0%	2.0%	2.0%				
YoY(%)	623.3%	27.7%	-18.7%	흑전	-51.2%	-49.0%	-31.5%	112.2%	263.9%	82.2%	-32.1%	8.2%
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-15.7	-9.2	-39.4	-50.6	-87.5	-85.6	-94.1
영업이익률(%)	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-21.0%	-14.9%	-12.1%	-7.1%	-30.2%	-10.1%	-14.9%	-16.1%	-18.1%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지분법이익	25.0	-75.5	28.5	36.1	-51.6	-26.6	-22.8	-22.1	-101.9	14.1	-123.1	-64.7
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	26.7%	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	흑전	적전	흑전	흑전	적전	적지	적전	적전	적전	흑전	적전	적지
당기순이익	133.4	20.8	20.6	-330.1	-448.4	-153.2	-12.6	6.8	366.0	-155.3	-607.4	-16.9
당기순이익률(%)	4.3%	0.6%	0.7%	-8.5%	-18.7%	-5.4%	-0.4%	0.2%	2.8%	-1.2%	-5.0%	-0.1%
QoQ(%)	흑전	-84.4%	-1.2%	적전	적지	적지	적지	흑전				
YoY(%)	29.4%	-91.5%	-85.1%	적지	적전	적전	적전	흑전	-40.6%	적전	적지	적지
지배순이익	116.2	7.1	5.9	-337.3	-459.1	-150.3	-12.0	44.3	359.1	-208.1	-577.0	-16.0

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	13,130.8	13,288.7	12,030.4	12,085.5	12,225.0	
매출원가	10,731.8	11,049.9	10,345.7	9,769.2	9,826.4	
매출총이익	2,399.0	2,238.8	1,684.7	2,316.3	2,398.6	
판매비	1,475.3	1,634.3	1,783.4	1,819.1	1,855.4	
영업이익	923.7	604.5	(98.7)	497.3	543.1	
금융손익	(171.1)	(320.9)	(383.3)	(400.7)	(411.6)	
종속/관계기업손익	(101.9)	14.1	(123.1)	(64.7)	(39.7)	
기타영업외손익	(101.3)	(399.8)	(194.0)	(54.0)	46.0	
세전이익	549.5	(102.0)	(799.2)	(22.2)	137.8	
법인세	202.3	41.1	(191.8)	(5.3)	33.1	
계속사업이익	346.8	(146.9)	(607.4)	(16.9)	104.8	
중단사업이익	19.2	(8.4)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	366.0	(155.3)	(607.4)	(16.9)	104.8	
비지배주주지분 순이익	6.9	52.8	(30.4)	(0.8)	5.2	
지배주주순이익	359.1	(208.1)	(577.0)	(16.0)	99.5	
지배주주지분포괄이익	580.5	(191.9)	(869.4)	(24.1)	150.0	
NOPAT	583.7	847.9	(75.0)	377.9	412.8	
BITDA	1,599.2	1,283.2	1,069.6	1,381.8	1,213.8	
성장성(%)						
매출액증가율	22.43	1.20	(9.47)	0.46	1.15	
NOPAT증가율	9.72	45.26	적전	흑전	9.24	
BITDA증가율	15.30	(19.76)	(16.65)	29.19	(12.16)	
영업이익증가율	25.11	(34.56)	적전	흑전	9.21	
지배주주순이익증가율	(42.00)	적전	적지	적지	흑전	
EPS증가율	(43.53)	적전	적지	적지	흑전	
수익성(%)						
매출총이익률	18.27	16.85	14.00	19.17	19.62	
BITDA이익률	12.18	9.66	8.89	11.43	9.93	
영업이익률	7.03	4.55	(0.82)	4.11	4.44	
계속사업이익률	2.64	(1.11)	(5.05)	(0.14)	0.86	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,864	(1,172)	(3,307)	(92)	570
BPS	46,887	45,611	42,007	41,619	41,893
CFPS	8,854	8,048	3,751	6,677	6,431
EBITDAPS	8,302	7,231	6,131	7,920	6,957
SPS	68,162	74,882	68,955	69,271	70,070
DPS	0	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	23.07	(33.70)	(7.20)	(258.70)	41.75
PBR	0.92	0.87	0.57	0.57	0.57
PCFR	4.86	4.91	6.34	3.56	3.70
EV/EBITDA	9.02	12.15	12.52	10.01	11.44
PSR	0.63	0.53	0.35	0.34	0.34
재무비율(%)					
ROE	4.21	(2.48)	(7.66)	(0.22)	1.39
ROA	1.64	(0.86)	(2.41)	(0.07)	0.42
ROIC	5.47	7.16	(0.61)	2.99	3.19
부채비율	140.80	171.82	181.24	188.23	188.85
순부채비율	52.34	83.99	96.66	104.16	105.26
이자보상배율(배)	4.60	1.45	(0.22)	1.09	1.19

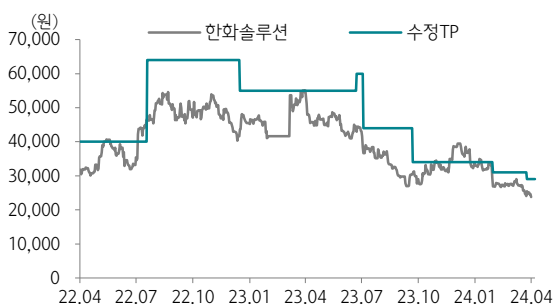
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	8,573.3	8,704.9	7,621.6	7,199.7	7,179.3	
금융자산	2,804.5	2,200.8	1,729.5	1,249.1	1,160.5	
현금성자산	2,548.4	1,956.0	1,507.9	1,025.2	934.1	
매출채권	2,055.5	2,023.1	1,831.5	1,849.8	1,871.2	
재고자산	3,060.1	3,296.7	2,984.5	3,014.4	3,049.2	
기타유동자산	653.2	1,184.3	1,076.1	1,086.4	1,098.4	
비유동자산	13,634.4	14,407.5	14,338.7	14,992.5	15,066.4	
투자자산	4,196.6	4,421.9	4,021.5	4,059.8	4,104.4	
금융자산	452.0	344.6	330.2	331.6	333.2	
유형자산	6,879.5	7,046.4	7,436.6	8,104.3	8,180.0	
무형자산	1,644.4	1,768.0	1,709.4	1,657.2	1,610.8	
기타비유동자산	913.9	1,171.2	1,171.2	1,171.2	1,171.2	
자산총계	23,831.9	24,492.9	23,340.9	23,572.7	23,626.2	
유동부채	6,808.5	7,688.8	7,323.4	7,672.7	7,717.0	
금융부채	3,198.9	3,966.6	3,949.7	3,965.8	3,967.9	
매입채무	1,831.9	1,837.1	1,663.2	1,829.5	1,850.6	
기타유동부채	1,777.7	1,885.1	1,710.5	1,877.4	1,898.5	
비유동부채	5,685.4	6,598.0	6,522.7	6,526.0	6,534.3	
금융부채	4,786.0	5,802.1	5,802.1	5,802.1	5,802.1	
기타비유동부채	899.4	795.9	720.6	723.9	732.2	
부채총계	13,935.0	15,482.4	15,041.6	15,394.2	15,446.9	
지배주주지분	8,920.6	7,847.4	7,218.7	7,151.1	7,198.9	
자본금	978.2	888.6	888.6	888.6	888.6	
자본잉여금	2,320.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1	
자본조정	(154.2)	(135.1)	(135.1)	(135.1)	(135.1)	
기타포괄이익누계액	215.0	258.0	258.0	258.0	258.0	
이익잉여금	5,561.4	5,338.9	4,710.2	4,642.5	4,690.3	
비지배주주지분	976.3	1,163.1	1,080.5	1,027.4	980.4	
자본총계	9,896.9	9,010.5	8,299.2	8,178.5	8,179.3	
순금융부채	5,180.4	7,567.9	8,022.3	8,518.9	8,609.5	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	115.7	518.0	1,010.2	1,278.1	1,040.1
당기순이익	366.0	(155.3)	(607.4)	(16.9)	104.8
조정	1,376.2	1,172.1	1,447.1	1,165.0	952.6
감가상각비	675.5	678.7	1,168.4	884.5	670.7
외환거래손익	108.6	29.8	(46.0)	(46.0)	(46.0)
지분법손익	116.0	(10.8)	0.0	0.0	0.0
기타	476.1	474.4	324.7	326.5	327.9
영업활동 자산부채변동	(1,626.5)	(498.8)	170.5	130.0	(17.3)
투자활동 현금흐름	(1,476.6)	(2,799.1)	(1,020.8)	(1,486.7)	(694.5)
투자자산감소(증가)	(357.0)	865.2	348.2	(90.5)	(96.9)
자본증가(감소)	(889.4)	(2,390.5)	(1,500.0)	(1,500.0)	(700.0)
기타	(230.2)	(1,273.8)	131.0	103.8	102.4
재무활동 현금흐름	2,322.3	524.4	(455.2)	(422.1)	(436.6)
금융부채증가(감소)	1,566.0	1,783.8	(16.9)	16.1	2.0
자본증가(감소)	316.8	(912.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	439.5	(346.8)	(386.6)	(386.5)	(386.9)
배당지급	0.0	0.0	(51.7)	(51.7)	(51.7)
현금의 증감	961.4	(1,756.8)	651.7	(482.7)	(91.1)
Unlevered CFO	1,705.6	1,428.2	654.4	1,165.0	1,122.0
Free Cash Flow	(787.2)	(1,872.5)	(489.8)	(221.9)	340.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.18	Neutral	29,000		
24.2.23	Neutral	31,000	-12.62%	-6.29%
23.10.16	Neutral	34,000	-2.52%	16.18%
23.7.28	Neutral	44,000	-22.61%	-11.25%
23.7.17	BUY	60,000	-28.47%	-25.92%
23.1.9	BUY	55,000	-16.74%	0.18%
22.8.12	BUY	64,000	-23.56%	-14.69%
22.2.18	BUY	40,000	-11.07%	16.25%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 4월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 4월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.12%	5.43%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 04월 23일