



Neutral

목표주가(12M) 29,000원  
현재주가(7.25) 25,500원

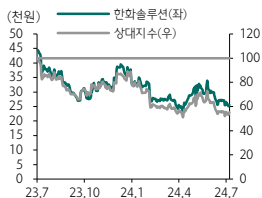
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,710.65
52주 최고/최저(원)	43,050/23,150
시가총액(십억원)	4,383.3
시가총액비중(%)	0.20
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	2,090.0
60일 평균 거래대금(십억원)	62.7
외국인지분율(%)	21.49
주요주주 지분율(%)	
인화 외 4 인	36.48
국민연금공단	6.24

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	11,976.6	13,260.0
영업이익(십억원)	46.8	1,066.5
순이익(십억원)	(475.5)	463.1
EPS(원)	(2,771)	2,512
BPS(원)	42,637	45,081

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	13,130.8	13,288.7	11,622.9	11,811.5
영업이익	923.7	604.5	(364.5)	428.8
세전이익	549.5	(102.0)	(1,190.9)	(192.8)
순이익	359.1	(208.1)	(957.0)	(139.2)
EPS	1,864	(1,172)	(5,485)	(798)
증감율	(43.53)	적전	적지	적지
PER	23.07	(33.70)	(4.58)	(31.45)
PBR	0.92	0.87	0.63	0.65
EV/EBITDA	9.02	12.15	18.13	11.53
ROE	4.21	(2.48)	(13.03)	(2.06)
BPS	46,887	45,611	39,829	38,735
DPS	0	300	300	300



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

하나증권 리서치센터

2024년 07월 26일 | 기업분석\_Earnings Review

## 한화솔루션 (009830)

### 모듈 출하량 증가 vs. 금융비용 부담 증가

#### 2Q24 영업이익/순이익 컨센 하회

2Q24 영업이익은 -1,078억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 컨센(-612억원)을 76% 하회했다. 지배순이익은 -3,671억원을 기록했는데, 이는 금융비용 1.3천억원, 지분법손실 0.5천억원 등이 반영된 영향이다. 영업이익이 컨센을 하회한 것은 태양광 적자(-918억원 기록)에 기인한다. 태양광 영업이익은 1) AMPC +1,468억원 2) 발전자산 매각 관련 손실 -171억원 3) 모듈 영업이익 -2,215억원(OPM -39%)으로 구성되었다. 모듈은 출하량 QoQ +40% 가량 증가에도 불구하고, 미국 내 공급과잉 영향으로 판가가 하락하면서 영업이익은 전분기 대비 미미한 개선에 그쳤다. 케미칼 영업이익은 -174억원을 기록하며 전분기와 유사했다.

#### 3Q24 적자폭 축소 예상

3Q24 영업이익은 -435억원(QoQ 적지, YoY 적전)을 추정한다. 현재 시장 추정치(+1,201억원)을 크게 하회하는 수치다. 태양광의 적자 축소 속도가 생각보다 더디기 때문이다. 케미칼은 운임비 상승에도 불구하고, 판가 상승 영향으로 전분기 대비 적자폭을 소폭 축소할 전망이다. 태양광 영업이익은 -347억원을 예상한다. 전분기 대비 개선되나, 여전히 적자는 아쉽다. 태양광은 영업이익 구성은 1) AMPC 1,498억원(QoQ +2%) 2) 발전사업 매각관련 영업이익 160억원(매출액 8천억원, OPM 2% 가정) 3) 모듈 영업이익 -2,005억원(OPM -30%)을 가정했다. 모듈 사업의 판가는 전분기와 유사하나 판매량이 QoQ +30% 이상 증가하며 적자폭을 줄일 수 있을 것으로 판단된다. 미국 3.3GW 공장의 4월 신규 가동 이후 출하량 증가가 지속됨에 따라 AMPC도 소폭 확대될 전망이다.

### 모듈 출하량 증가 vs. 금융비용 부담 증가

Neutral, TP 2.9만원을 유지한다. 회사는 1Q24 컨퍼런스콜에서 모듈 출하량 가이드를 10GW에서 9GW로 하향조정한 이후 2Q24에는 이를 유지했다. 출하량 2Q24 QoQ +40%, 3Q24 QoQ +30%, 4Q24에도 큰 폭 증가를 예상하기 때문이다. 이에 따라, AMPC 연간 수취 금액도 기존 5~6천억원 수준을 유지했다. 또한 회사는 미국시장에 대해 재고 부담이 있긴 하나, 유틸리티 주도의 수요 강세는 지속될 것으로 예상했다. 하반기 재고 소진 이후 내년부터는 가격 회복이 가능하다는 것이다. 반면, 로이터에 따르면 중국 기업(Jinko, Trina, JA, LONGi 등)이 2025년 미국 내 연간 최소 20GW의 모듈 설비를 갖출 것이며 IRA 보조금도 수취할 것이라 보도했다. 하나증권은 1) 2H24 재고소진 이후 가격 상승 2) 중국업체의 증설에 대한 IRA 보조금 지급 중단 결정 3) 순차입금 증가에 따른 금융비용 증가(2021년 1.3천억원 → 2022년 1.7천억원 → 2023년 3.2천억원 → 2024년(E) 4.8천억) 리스크 해소 등을 확인한 이후 투자의견을 상향할 계획이다.

도표 1. 한화솔루션 2Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q24P	1Q24	2Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,679.3	2,392.9	3,393.0	-21.0	12.0	2,782.3	-3.7
영업이익	-107.8	-216.6	194.1	적전	적지	-61.2	적지
세전이익	-311.0	-517.5	44.3	적전	적지	N/A	N/A
순이익	-367.1	-459.1	7.1	적전	적지	-134.4	적지
영업이익률	-4.0	-9.1	5.7	-9.7	5.0	-2.2	-1.8
세전이익률	-11.6	-21.6	1.3	-12.9	10.0	N/A	N/A
순이익률	-13.7	-19.2	0.2	-13.9	5.5	-4.8	-8.9

자료: 하나증권

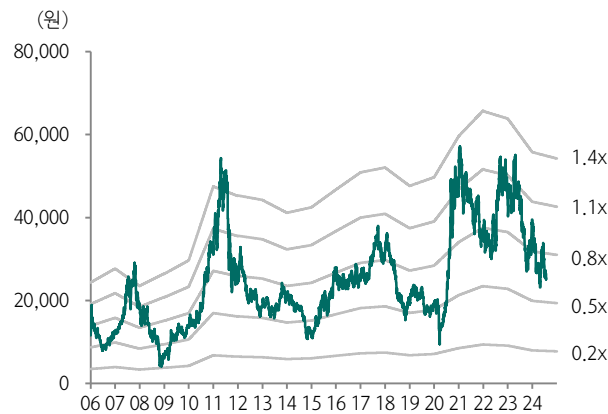
도표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024F			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	11,622.9	11,802.5	-1.5	11,811.5	12,005.4	-1.6
영업이익	-364.5	-117.2	적지	428.8	503.4	-14.8
세전이익	-1,190.9	-766.1	적지	-192.8	68.4	적전
순이익	-957.0	-596.8	적지	-139.2	49.4	적전
영업이익률	-3.1	-1.0	-2.1	3.6	4.2	-0.6
세전이익률	-10.2	-6.5	-3.8	-1.6	0.6	-2.2
순이익률	-8.2	-5.1	-3.2	-1.2	0.4	-1.6

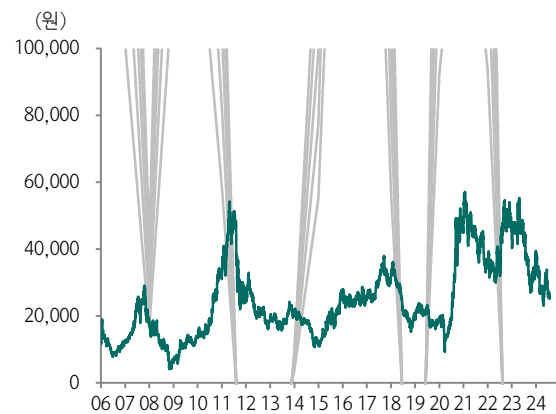
자료: 하나증권

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	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,679.3	3,160.6	3,390.1	13,130.6	13,288.7	11,622.9	11,811.5
QoQ(%)	-18.0%	9.4%	-13.8%	32.3%	-38.2%	12.0%	18.0%	7.3%				
YoY(%)	8.9%	4.1%	-9.7%	2.3%	-22.8%	-21.0%	8.0%	-12.4%	22.4%	1.2%	-12.5%	1.6%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,222.4	1,259.7	1,270.8	5,909.2	5,097.4	4,975.2	5,045.1
태양광	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	980.2	1,468.4	1,703.7	4,978.5	4,566.2	4,930.8	5,089.1
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	265.9	302.2	285.4	1,152.2	988.9	1,103.1	1,156.3
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	210.8	130.2	130.2	500.7	586.5	613.7	521.0
영업이익	256.6	182.2	89.3	40.7	-214.4	-107.8	-43.5	1.2	923.7	568.8	-364.5	428.8
영업이익률(%)	8.3%	5.4%	3.1%	1.1%	-9.0%	-4.0%	-1.4%	0.0%	7.0%	4.3%	-3.1%	3.6%
QoQ(%)	52.8%	-29.0%	-51.0%	-54.4%	적전	적지	적지	흑전				
YoY(%)	74.9%	-33.1%	-73.5%	-75.8%	적전	적전	적전	-97.1%	25.1%	-38.4%	적전	흑전
케미칼	34.0	49.5	56.2	-79.0	-18.7	-17.4	-8.8	-10.3	588.9	60.7	-55.1	-15.8
영업이익률(%)	2.5%	3.7%	4.4%	-7.0%	-1.5%	-1.4%	-0.7%	-0.8%	10.0%	1.2%	-1.1%	-0.3%
QoQ(%)	흑전	45.6%	13.5%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	-86.8%	-79.0%	-56.1%	적지	적전	적전	적전	적지	-43.7%	-89.7%	적전	적지
태양광	229.9	125.8	25.4	158.7	-185.3	-91.8	-34.7	40.0	280.1	539.8	-271.8	488.6
영업이익률(%)	16.8%	7.7%	2.0%	6.8%	-23.8%	-9.4%	-2.4%	2.3%	5.6%	11.8%	-5.5%	9.6%
QoQ(%)	-0.9%	-45.3%	-79.8%	524.8%	적전	적지	적지	흑전				
YoY(%)	흑전	257.4%	-87.1%	-31.6%	적전	적전	적전	-74.8%	흑전	92.7%	적전	흑전
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	9.2	9.4	35.3	64.3	38.1	39.4
영업이익률(%)	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	3.4%	3.0%	3.3%	3.1%	6.5%	3.5%	3.4%
QoQ(%)	흑전	-2.3%	-24.1%	-67.1%	100.0%	-15.1%	2.0%	2.0%				
YoY(%)	623.3%	27.7%	-18.7%	흑전	-51.2%	-57.5%	-43.0%	76.7%	263.9%	82.2%	-40.7%	3.2%
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-34.5	-21.0	-7.6	-9.2	-38.0	-50.6	-86.2	-75.8	-83.4
영업이익률(%)	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-20.3%	-14.7%	-3.6%	-7.1%	-29.1%	-10.1%	-14.7%	-12.3%	-16.0%
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	-49.5	-25.6	-21.4	-101.9	14.1	-148.2	-60.4
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	-329.8	-176.5	-21.9	366.0	-155.3	-976.5	-146.5
당기순이익률(%)	4.3%	0.6%	0.7%	-8.5%	-18.7%	-12.3%	-5.6%	-0.6%	2.8%	-1.2%	-8.4%	-1.2%
QoQ(%)	흑전	-84.4%	-1.2%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	29.4%	-91.5%	-85.1%	적지	적전	적전	적전	적지	-40.6%	적전	적지	적지
지배순이익	116.2	7.1	5.9	-337.3	-459.1	-367.1	-172.9	42.2	359.1	-208.1	-957.0	-139.2

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	13,130.8	13,288.7	11,622.9	11,811.5	11,937.5	
매출원가	10,731.8	11,049.9	10,204.1	9,563.6	9,596.0	
매출총이익	2,399.0	2,238.8	1,418.8	2,247.9	2,341.5	
판매비	1,475.3	1,634.3	1,783.4	1,819.1	1,855.4	
영업이익	923.7	604.5	(364.5)	428.8	486.0	
금융손익	(171.1)	(320.9)	(484.2)	(507.1)	(522.6)	
중속/관계기업손익	(101.9)	14.1	(148.2)	(60.4)	(35.4)	
기타영업외손익	(101.3)	(399.8)	(194.0)	(54.0)	46.0	
세전이익	549.5	(102.0)	(1,190.9)	(192.8)	(26.0)	
법인세	202.3	41.1	(214.4)	(46.3)	(6.2)	
계속사업이익	346.8	(146.9)	(976.5)	(146.5)	(19.7)	
중단사업이익	19.2	(8.4)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	366.0	(155.3)	(976.5)	(146.5)	(19.7)	
비지배주주지분 순이익	6.9	52.8	(19.5)	(7.3)	(1.0)	
지배주주순이익	359.1	(208.1)	(957.0)	(139.2)	(18.8)	
지배주주지분포괄이익	580.5	(191.9)	(1,397.8)	(209.7)	(28.3)	
NOPAT	583.7	847.9	(298.9)	325.9	369.4	
BITDA	1,599.2	1,283.2	803.8	1,313.3	1,156.7	
성장성(%)						
매출액증가율	22.43	1.20	(12.54)	1.62	1.07	
NOPAT증가율	9.72	45.26	적전	흑전	13.35	
BITDA증가율	15.30	(19.76)	(37.36)	63.39	(11.92)	
영업이익증가율	25.11	(34.56)	적전	흑전	13.34	
지배주주순이익증가율	(42.00)	적전	적지	적지	적지	
EPS증가율	(43.53)	적전	적지	적지	적지	
수익성(%)						
매출총이익률	18.27	16.85	12.21	19.03	19.61	
BITDA이익률	12.18	9.66	6.92	11.12	9.69	
영업이익률	7.03	4.55	(3.14)	3.63	4.07	
계속사업이익률	2.64	(1.11)	(8.40)	(1.24)	(0.17)	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,864	(1,172)	(5,485)	(798)	(108)
BPS	46,887	45,611	39,829	38,735	38,332
CFPS	8,854	8,048	2,084	6,309	6,128
EBITDAPS	8,302	7,231	4,607	7,527	6,630
SPS	68,162	74,882	66,619	67,700	68,422
DPS	0	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	23.07	(33.70)	(4.58)	(31.45)	(232.41)
PBR	0.92	0.87	0.63	0.65	0.65
PCFR	4.86	4.91	12.04	3.98	4.10
EV/EBITDA	9.02	12.15	18.13	11.53	13.22
PSR	0.63	0.53	0.38	0.37	0.37
재무비율(%)					
ROE	4.21	(2.48)	(13.03)	(2.06)	(0.28)
ROA	1.64	(0.86)	(4.04)	(0.61)	(0.08)
ROIC	5.47	7.16	(2.43)	2.59	2.88
부채비율	140.80	171.82	187.88	198.55	202.42
순부채비율	52.34	83.99	103.41	114.94	119.58
이자보상배율(배)					
	4.60	1.45	(0.66)	0.77	0.88

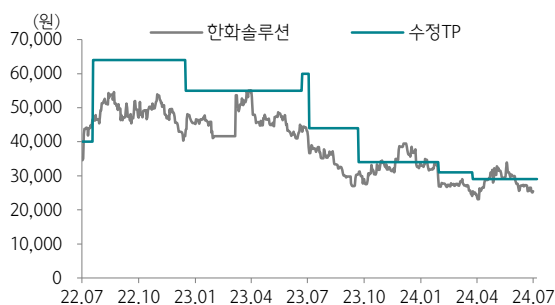
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	8,573.3	8,704.9	7,239.5	6,685.3	6,539.6	
금융자산	2,804.5	2,200.8	1,545.5	934.8	728.3	
현금성자산	2,548.4	1,956.0	1,331.4	718.6	509.7	
매출채권	2,055.5	2,023.1	1,769.5	1,787.2	1,806.2	
재고자산	3,060.1	3,296.7	2,883.4	2,912.3	2,943.3	
기타유동자산	653.2	1,184.3	1,041.1	1,051.0	1,061.8	
비유동자산	13,634.4	14,407.5	14,209.0	14,861.5	14,930.6	
투자자산	4,196.6	4,421.9	3,891.8	3,928.8	3,968.7	
금융자산	452.0	344.6	325.6	326.9	328.3	
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	1,171.1	
자산총계	23,831.9	24,492.9	22,829.0	22,927.3	22,850.8	
유동부채	6,808.5	7,688.8	7,205.1	7,542.6	7,582.1	
금융부채	3,198.9	3,966.6	3,944.2	3,959.8	3,961.6	
매입채무	1,831.9	1,837.1	1,606.8	1,767.5	1,786.4	
기타유동부채	1,777.7	1,885.1	1,654.1	1,815.3	1,834.1	
비유동부채	5,685.4	6,598.0	6,498.3	6,509.6	6,517.1	
금융부채	4,786.0	5,802.1	5,802.1	5,802.1	5,802.1	
기타비유동부채	899.4	795.9	696.2	707.5	715.0	
부채총계	13,935.0	15,482.4	14,898.9	15,247.7	15,294.8	
지배주주지분	8,920.6	7,847.4	6,838.8	6,647.9	6,577.5	
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	4,330.2	4,139.4	4,068.9	
비지배주주지분	976.3	1,163.1	1,091.3	1,031.8	978.5	
자본총계	9,896.9	9,010.5	7,930.1	7,679.7	7,556.0	
순금융부채	5,180.4	7,567.9	8,200.8	8,827.1	9,035.5	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	115.7	518.0	779.0	1,235.3	1,001.2
당기순이익	366.0	(155.3)	(976.5)	(146.5)	(19.7)
조정	1,376.2	1,172.1	1,529.8	1,248.1	1,036.3
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	407.4	409.6	411.6
영업활동 자산부채변동	(1,626.5)	(498.8)	225.7	133.7	(15.4)
투자활동 현금흐름	(1,476.6)	(2,799.1)	(883.9)	(1,486.3)	(690.8)
투자자산감소(증가)	(357.0)	865.2	477.9	(89.2)	(92.1)
자본증가(감소)	(889.4)	(2,390.5)	(1,500.0)	(1,500.0)	(700.0)
기타	(230.2)	(1,273.8)	138.2	102.9	101.3
재무활동 현금흐름	2,322.3	524.4	(543.0)	(504.9)	(519.1)
금융부채증가(감소)	1,566.0	1,783.8	(22.4)	15.6	1.8
자본증가(감소)	316.8	(912.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	439.5	(346.8)	(468.9)	(468.8)	(469.2)
배당지급	0.0	0.0	(51.7)	(51.7)	(51.7)
현금의 증감	961.4	(1,756.8)	475.2	(612.8)	(208.8)
Unlevered CFO	1,705.6	1,428.2	363.5	1,100.7	1,069.2
Free Cash Flow	(787.2)	(1,872.5)	(721.0)	(264.7)	301.2

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 한화솔루션



날짜	투자의견	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 7월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 7월 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	94.01%	5.53%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 07월 23일