

# 한화솔루션 009830

## 바닥 잡아가는 태양광

### 1분기 매출액 YoY 22.8% 감소, 영업적자 시현

1분기 실적은 매출액 2.4조원(-22.8% YoY)과 영업적자 2,166억원을 시현했다. 주력 사업인 태양광에서의 실적 부진으로 전사 외형 및 이익이 축소되었다. 태양광은 매출액 0.8조원(-43.0% YoY)과 영업적자 1,871억원을 기록했으며 모듈과 발전부문 모두 매출액과 영업이익이 감소했다. 모듈은 판매량 감소와 가격 하락이 이어졌으며 AMPC 966억원을 제외 시 2,000억원이 넘는 적자가 나타났다. 발전 부문 역시 매출액 축소 및 비용 증가로 부진했다. 순이익은 중국 생산 시설 가동 중단에 따른 손상차손 약 1,400억원이 반영되면서 전분기에 이어 적자를 이어갔다.

### 태양광 2분기까지는 재고조정 이어질 것

현재 중국발 태양광 공급과잉으로 몸살을 앓고 있는 시장은 2분기까지 이어질 것으로 예상된다. 특히 국내외 태양광 업체들의 N타입 전환으로 P타입 물량해소가 진행되고 있으며 미국에서는 6월부터 동남아시아 산 태양광 제품에 대해서도 관세를 물릴 예정으로 현재 수요보다 많은 공급이 이루어지고 있다. 따라서 상반기를 지나 하반기부터는 업황 회복이 가능할 것으로 판단한다. 여기에 중국 정부에서 보조금을 단계적으로 축소하며 2025년 완전폐지를 목표로 하고 있는 만큼 지금과 같은 과잉 생산이 이어지기는 어렵다는 판단이다.

### 실적 부진에도 주가 하락폭은 제한적, 바닥 잡아가는 중

한화솔루션에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 32,000원을 유지한다. 실적 부진이 예견되었던 분기이나 지난 4분기보다 적자폭이 커졌음에도 주가 하락은 크지 않았다. 미국은 4월부터 3.3GW의 신규 증설 분이 완공되어 가동 중에 있으며 하반기로 가면서 가동률이 올라가며 실적에 기여할 전망이다. 태양광 밸류체인들의 가격 급락도 최근에는 완화되고 있으며 미국, 유럽 등 주요 국가들의 중국 산에 대한 견제도 확대되고 있어 최악의 시기는 지나가고 있다 판단한다. 본격적인 주가 상승은 하반기가 될 것으로 예상하나 매수 관점에서의 접근을 추천한다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	10,725	13,131	13,289	13,196	15,111
영업이익	738	924	605	259	665
영업이익률(%)	6.9	7.0	4.5	2.0	4.4
세전이익	855	549	-102	-241	138
지배주주지분순이익	619	359	-208	-202	92
EPS(원)	3,236	1,878	-1,216	-1,203	547
증감률(%)	73.9	-42.0	적전	적지	흑전
ROE(%)	8.8	4.2	-2.5	-2.6	1.2
PER(배)	11.0	22.9	-32.5	-19.8	43.5
PBR(배)	0.8	0.9	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.3	8.4	11.2	11.8	9.0

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2024.04.26

#### 매수(유지)

목표주가(유지)	32,000원
현재주가(04/25)	23,800원
상승여력	34.5%

#### Stock Data

KOSPI	2,628.6pt
시가총액(보통주)	4,091십억원
발행주식수	171,893천주
액면가	5,000원
자본금	889십억원
60일 평균거래량	1,048천주
60일 평균거래대금	29,868백만원
외국인 지분율	23.2%
52주 최고가	54,700원
52주 최저가	23,600원
주요주주	
한화(외 5인)	36.5%
BlackRockFund Advisors(외 13인)	6.3%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-12.7	-8.7
3M	-27.8	-34.2
6M	-17.9	-29.2

#### 주가차트

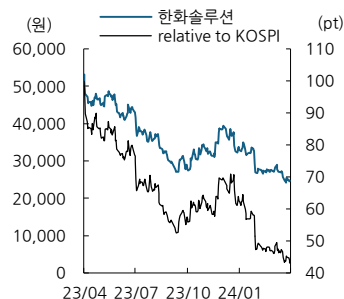


표1 한화솔루션 1분기 실적 리뷰

(십억원)	1Q24P	1Q23	4Q23	%YoY	%QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,392.9	3,100.2	3,869.7	-22.8%	-38.2%	2,777.0	-13.8%
영업이익	-216.6	271.4	40.7	적전	적전	-110.0	96.8%
지배주주순이익	-459.1	116.3	-337.3	적전	적지	-139.2	229.8%
영업이익률	-9.1%	8.8%	1.1%	적전	적전	-4.0%	-5.1%p
순이익률	-19.2%	3.7%	-8.7%	적전	적지	-5.0%	-14.2%p

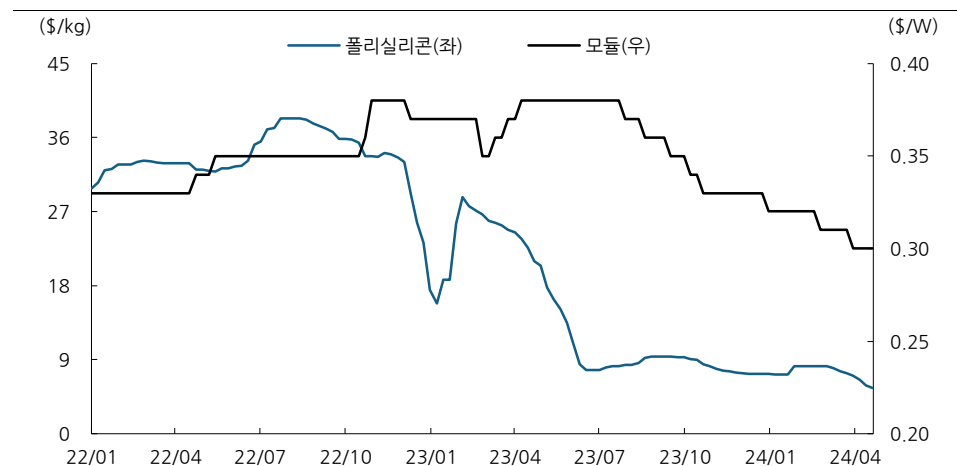
자료: Quantivise, 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

표2 한화솔루션 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	23	24F	25F
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	3,319.1	3,356.8	4,126.8	13,288.7	13,195.6	15,111.4
증가율	8.9%	4.1%	-9.7%	2.3%	-22.8%	-2.2%	14.7%	6.6%	1.2%	-0.7%	14.5%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,243.0	1,218.5	1,520.6	5,097.4	5,204.4	5,730.1
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	246.2	241.8	256.2	988.9	993.8	1,207.5
신재생	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	1,680.8	1,749.9	2,175.1	6,615.9	6,384.4	7,527.2
기타	133.1	158.5	124.6	170.4	142.5	149.0	146.6	174.9	586.6	613.0	646.7
영업이익	271.4	194.0	98.3	40.7	-216.6	67.7	137.3	271.0	604.5	259.4	664.9
영업이익률	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	2.0%	4.1%	6.6%	4.5%	2.0%	4.4%
케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	-14.9	15.0	31.9	59.5	13.2	86.0
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	10.8	12.1	14.1	64.3	47.6	48.3
신재생	245.0	138.0	34.7	150.5	-187.1	92.4	136.5	250.1	568.2	292.0	602.2
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-20.7	-26.3	-25.1	-87.5	-93.3	-71.5
지배주주 순이익	116.3	7.1	5.9	-337.3	-459.1	0.1	44.3	212.2	-208.1	-202.5	92.0
순이익률	3.7%	0.2%	0.2%	-8.7%	-19.2%	0.0%	1.3%	5.1%	-1.6%	-1.5%	0.6%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 폴리실리콘과 모듈 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

주: 모듈 가격은 미국 기준

## [ 한화솔루션 009830 ]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	6,074	8,573	8,705	8,535	8,205	매출액	10,725	13,131	13,289	13,196	15,111
현금 및 현금성자산	1,567	2,548	1,956	1,679	1,147	매출원가	8,529	10,732	11,050	11,287	12,558
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	2,409	2,451	2,556	매출총이익	2,196	2,399	2,239	1,909	2,554
재고자산	2,232	3,060	3,297	3,362	3,458	판매비 및 관리비	1,458	1,475	1,634	1,649	1,889
기타	641	685	1,043	1,043	1,043	영업이익	738	924	605	259	665
비유동자산	12,524	13,634	14,407	14,651	15,269	(EBITDA)	1,387	1,599	1,283	1,032	1,437
관계기업투자등	3,528	3,896	4,271	4,271	4,891	금융손익	-215	-224	-306	-406	-423
유형자산	6,452	6,879	7,046	7,298	7,294	이자비용	148	201	416	470	475
무형자산	1,581	1,644	1,768	1,769	1,771	관계기업등 투자손익	206	-116	11	11	11
자산총계	20,008	23,832	24,493	24,567	25,055	기타영업외손익	126	-34	-411	-105	-115
유동부채	5,788	6,808	7,689	7,819	8,014	세전계속사업이익	855	549	-102	-241	138
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,934	3,034	3,149	계속사업법인세비용	239	202	41	-3	30
단기금융부채	2,710	3,199	3,967	3,997	4,077	계속사업이익	616	347	-147	-238	108
기타유동부채	391	829	788	788	788	중단사업이익	0	19	-8	0	0
비유동부채	4,774	5,685	6,598	6,804	6,912	당기순이익	616	366	-155	-238	108
장기금융부채	3,708	4,786	5,802	6,002	6,083	지배주주	619	359	-208	-202	92
기타비유동부채	1,066	899	796	803	829	총포괄이익	877	430	-112	-238	108
부채총계	11,806	13,935	15,482	15,810	16,286	매출총이익률 (%)	20.5	18.3	16.8	14.5	16.9
지배주주지분	8,159	8,921	7,847	7,593	7,606	영업이익률 (%)	6.9	7.0	4.5	2.0	4.4
자본금	978	978	889	889	889	EBITDA마진률 (%)	12.9	12.2	9.7	7.8	9.5
자본잉여금	2,003	2,320	1,497	1,497	1,497	당기순이익률 (%)	5.7	2.8	-1.2	-1.8	0.7
이익잉여금	5,051	5,561	5,339	5,085	5,098	ROA (%)	3.5	1.6	-0.9	-0.8	0.4
비지배주주지분(연결)	42	976	1,163	1,163	1,163	ROE (%)	8.8	4.2	-2.5	-2.6	1.2
자본총계	8,201	9,897	9,011	8,756	8,769	ROIC (%)	6.2	5.8	3.8	1.5	4.2

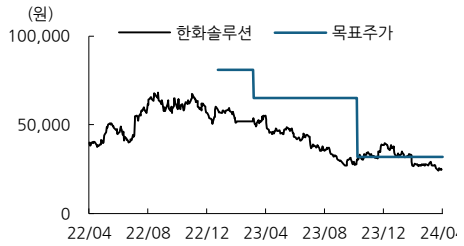
  

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	518	759	847	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	616	366	-155	-238	108	P/E	11.0	22.9	-32.5	-19.8	43.5
비현금수익비용가감	701	1,340	1,583	1,005	825	P/B	0.8	0.9	0.9	0.5	0.5
유형자산감가상각비	617	637	613	704	704	P/S	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3
무형자산상각비	31	38	66	68	68	EV/EBITDA	8.3	8.4	11.2	11.8	9.0
기타현금수익비용	52	664	905	-533	-713	P/CF	5.2	4.9	4.8	5.4	4.4
영업활동 자산부채변동	-191	-1,626	-499	-7	-86	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	1.9	n/a
매출채권 감소(증가)	-21	-400	-544	-42	-105	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-692	-35	-175	-65	-97	매출액	16.6	22.4	1.2	-0.7	14.5
매입채무 증가(감소)	507	-812	290	100	115	영업이익	24.3	25.1	-34.6	-57.1	156.3
기타자산, 부채변동	15	-379	-70	0	0	세전이익	89.4	-35.8	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-1,655	-1,477	-2,799	-1,015	-1,380	당기순이익	104.3	-40.6	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-780	-889	-2,349	-956	-700	EPS	73.9	-42.0	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-6	-37	-18	-70	-70	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-389	-463	-607	11	-609	부채비율	144.0	140.8	171.8	180.6	185.7
기타투자활동	-481	-87	175	0	0	유동비율	104.9	125.9	113.2	109.2	102.4
재무활동 현금	1,076	2,322	1,609	-22	1	순차입금/자기자본(x)	56.4	52.3	84.0	92.2	100.0
차입금의 증가(감소)	-157	1,207	1,989	30	80	영업이익/금융비용(x)	5.0	4.6	1.5	0.6	1.4
자본의 증가(감소)	1,325	-91	40	-52	-79	총차입금 (십억원)	6,419	7,985	9,769	9,998	10,159
배당금의 지급	0	0	0	52	79	순차입금 (십억원)	4,625	5,180	7,568	8,074	8,767
기타재무활동	-92	1,206	-420	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	452	965	-658	-277	-532	EPS	3,236	1,878	-1,216	-1,203	547
기초현금	1,200	1,652	2,616	1,956	1,679	BPS	42,408	46,364	44,979	43,523	43,596
기말현금	1,652	2,616	1,958	1,679	1,147	SPS	55,675	68,162	76,167	75,633	86,614
NOPLAT	532	584	438	188	522	CFPS	6,837	8,854	8,186	4,394	5,348
FCF	-529	-1,397	-1,870	-255	-533	DPS	n/a	n/a	300	460	n/a

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## 한화솔루션 (009830) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-01-16	담당자변경				
2023-01-16	매수	65,000	-45.1	-26.5	
2023-02-17	매수	65,000	-47.2	-29.4	
2023-04-04	매수	65,000	-37.3	-15.2	
2023-06-19	매수	65,000	-44.1	-26.4	
2023-08-16	매수	65,000	-50.8	-41.9	
2023-11-01	중립	32,000	-2.2	23.4	
2023-11-13	중립	32,000	-2.2	23.4	
2024-01-11	중립	32,000	-7.7	-24.7	
2024-02-23	중립	32,000	-16.2	-9.2	
2024-04-16	매수	32,000	-22.6	-20.3	
2024-04-26	매수	32,000			



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수	비중확대
중립	중립
매도	비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

## 투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

## Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

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

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 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.