

한화솔루션 (009830)

폭 쉬어가는 상반기

상반기보다 하반기에 놓일 무게중심을 재확인한 컨퍼런스콜

당사는 지난 1월 3일 <방향성 전환의 탐색> 보고서에서 미국 태양광 모듈 시장은 6월 동남아시아산 관세 유예 종료 전까지는 수입량 증가로 판가 하락 압력이 불가피함을 지적하며 상반기에는 미국 모듈 가격에 대한 보수적인 접근이 필요하다고 언급하였다. 관세 유예와 관련된 이슈는 시장에서 지난해부터 어느정도 인지하던 부분이긴 했으나, 4분기 동사 실적 컨콜은 그 추이가 예상보다 더 큰 강도로 가파르게 이뤄지고 있음을 시사했다는 점에서 주가 충격이 컸던 것으로 판단된다(전일 증가 기준 -10.7%).

미국의 태양광 모듈 수입량은 4~5월 정점에 달한 후 6월 관세유예 종료와 함께 점차 둔화되겠다. 다만, 지난 1년간 쌓아온 재고소진으로 모듈 가격은 3분기 바닥을 다지고 4분기부터 점진적인 반등세 보일 것으로 예상된다. 상반기는 Q, P 모두 모멘텀 부재해 주가도 쉬어가는 시간이 되겠지만, 하반기는 모듈 수입량 감소와 가격 하락세 중단으로 업황 및 주가 모두 재차 회복되는 모습을 전망한다.

또한 미국 내 동사 잉곳-웨이퍼-셀-모듈 신규공장 상업가동 시작에 따라 외형성장 및 AMPC 확대 반영에 따른 수익성 개선도 유효하다. 따라서 하반기에 무게중심을 놓고 접근하는 전략의 매수익건 유지한다. 다만, 목표주가는 24년 상반기 신재생에너지와 케미칼 부문 영업이익 추정치 조정분을 반영해 5만원에서 4만원으로 하향한다.

24년 트럼프 대통령의 재집권이 진짜 부정적이기만 할까

한편, 모듈 가격 외에 최근 시장에서 가장 주목 및 우려하는 부분은 24년 11월 미국 대선에서 트럼프 대통령의 재집권 여부이다. 상대적으로 친환경에 부정적인 만큼 실제 당선될 경우, 센티멘털 훼손과 IRA 폐지 가능성 우려까지 확대되며 재생에너지 전반의 주가 충격은 너무도 선명하다. 그러나 17~21년 트럼프 집권 당시에도 미국 내 태양광 설치량이 증가했듯 수요 성장은 부정할 수 없다. 정도의 문제일 뿐, 방향성은 유효하다. 오히려 그의 미국 우선주의와 중국산 초고율 관세 부과 가능성에 주목할 필요가 있다. 당사는 24년 하반기 미국에서 폴리실리콘부터 모듈까지 모두 생산하는 완전한 '미국산' 업체로 자리매김하게 되는데, 중국산 고율 관세와 미국 우선주의를 위한 그 외 수입산 배제 역시 현실화된다면 오히려 펀더멘털리 동사에는 긍정적인 영업여건이 될 수 있다.

4Q23 Review: 영업이익 407억원(컨센서스 1,630억원 대비 -75%)

4분기 영업이익 407억원(-46%QoQ)으로 컨센서스 1,630억 대비 -75% 하회하였다. 케미칼 부문의 주요 제품 스프레드 축소와 정기보수로 -793억원 적자전환했던 영향이 가장 컸다. 신재생에너지 부문은 음성공장 철수 관련 일회성 비용 300억원 반영에도 모듈 출하량 증가 및 발전소 매각으로 영업이익 1,506억원(+334%QoQ)을 기록했다.

1분기 신재생에너지 부문은 비수기 모듈 출하량 감소와 동남아산 모듈 수입 지속에 따른 판가 하방압력이 더욱 두드러져 IRA 효과 감안하더라도 -197억원의 영업적자가 예상된다. 다만, 앞서 언급한 바와 같이 6월 동남아산 관세유예 종료 이후 미국의 모듈 수입 감소와 재고 소진에 따라 판가는 3분기부터 바닥 다지며 점진적으로 개선되겠다. 더불어, 동사의 미국 신규설비 증설 효과도 일부 발생함에 따라 하반기는 신재생에너지 부문 영업이익이 4,663억원으로 상반기 275억원 대비 큰 폭 증가할 것으로 전망한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000원(하향)
증가(2024.02.22)	29,300원
상승여력	36.5 %

Stock Indicator

자본금	978십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	5,036십억원
외국인지분율	24.0%
52주 주가	27,000~55,100원
60일평균거래량	1,281,673주
60일평균거래대금	44.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	-13.8	-20.6	-28.7
상대수익률	-17.1	-19.9	-26.5	-38.9

Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	13,654	13,289	14,052	14,574
영업이익(십억원)	966	605	579	1,164
순이익(십억원)	359	-154	198	669
EPS(원)	1,864	-867	1,137	3,834
BPS(원)	46,364	50,698	52,798	57,595
PER(배)	23.1		25.8	7.6
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	4.2	-1.7	2.2	6.9
배당수익률(%)		1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	7.7	7.9	8.6	5.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학]

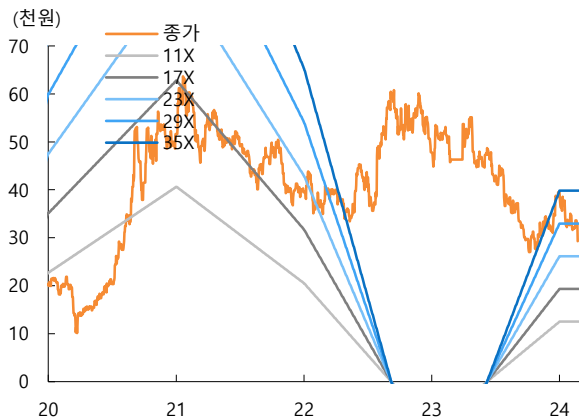
전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

표1. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기존			변경			참고내용
	2024년 예상 EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2024년 예상 EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			12,920			11,493	(A) = (a)+(b)+(c)
태양광	1,200	8.3	9,958	1,073	8.9	9,595	(a) First Solar, Jinko Solar, JA Solar EV/EBITDA 평균
케미칼	388	5.7	2,213	228	5.7	1,309	(b) 국내 화학 업체 Peer EV/EBITDA 평균 적용
가공소재	96	7.8	748	75	7.8	589	(c) KOSPI200 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	4,836		3,385	4,774		3,342	(B): 2024년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			7,537			7,902	(C): 2024년 당사 예상치
우선주 시가총액			66.8			59.7	(D): 2024년 2월 22일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			8,702			6,873	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수			174,467,885			174,467,885	(F)
적정주가 (원)			49,925			39,393	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			50,000			40,000	이전 대비 -20% 하향 조정
현재주가 (원)			38,600			29,300	2024년 2월 22일 종가 기준
상승여력 (%)			29.5%			36.5%	

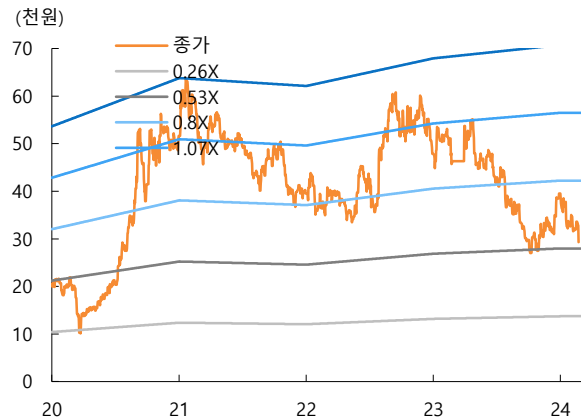
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



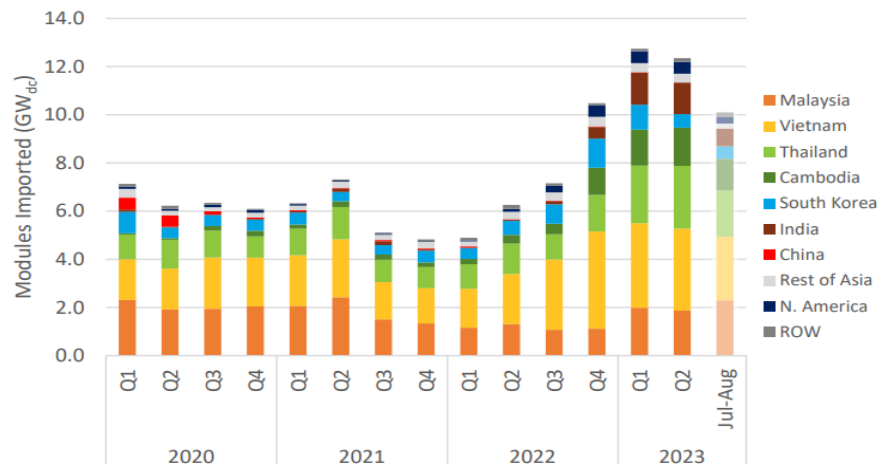
자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,792.9	3,332.2	3,720.3	4,206.2	13,663.3	13,288.7	14,051.6
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-26.8	42.9	225.0	338.3	961.0	604.5	579.4
영업이익률	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-1.0%	1.3%	6.0%	8.0%	7.0%	4.5%	4.1%
케미칼											
매출액	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,120.5	1,233.3	1,282.3	1,260.9	5,909.2	5,097.4	4,897.0
영업이익	33.7	49.2	55.9	-79.3	-23.0	-15.8	30.6	45.8	588.9	59.5	37.6
영업이익률	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-2.1%	-1.3%	2.4%	3.6%	10.0%	1.2%	0.8%
신재생에너지											
매출액	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	1,305.4	1,716.8	2,045.7	2,549.4	5,568.5	6,615.9	7,617.3
영업이익	245.0	138.0	34.7	150.5	-19.7	47.2	182.6	283.7	350.1	568.2	493.8
영업이익률	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-1.5%	2.8%	8.9%	11.1%	6.3%	8.6%	6.5%
IRA 예상 금액	22.9	29.0	35.0	123.8	90.5	113.1	147.1	214.9	-	210.7	565.6
IRA 제외 영업이익	222.1	109.0	-0.3	56.7	-110.2	-65.9	35.6	68.8	350.1	387.5	-71.7
가공소재											
매출액	253.5	264.2	235.4	235.8	257.4	255.0	236.9	262.3	1,152.2	988.9	1,011.6
영업이익	21.7	21.2	16.1	5.3	16.5	12.7	11.2	10.8	35.3	64.3	51.3
영업이익률	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	6.4%	5.0%	4.7%	4.1%	3.1%	6.5%	5.1%
기타											
매출액	133.1	158.5	124.6	170.3	109.7	127.1	155.3	133.6	500.7	586.5	525.7
영업이익	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-0.6	-1.2	0.6	-2.1	-50.6	-87.5	-3.3
영업이익률	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-21.0%	-0.6%	-0.9%	0.4%	-1.5%	-10.1%	-14.9%	-0.6%

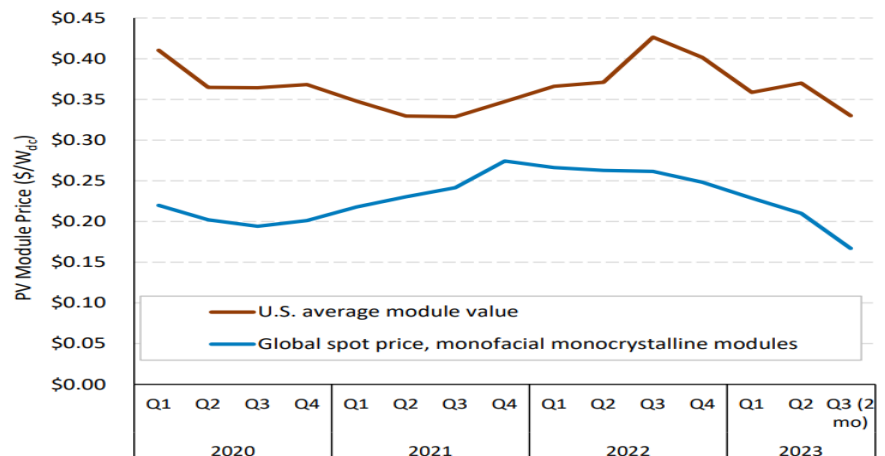
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 미국 태양광 모듈 주요 국가별 수입량 추이: 4Q22 이후 동남아산 수입량 급증



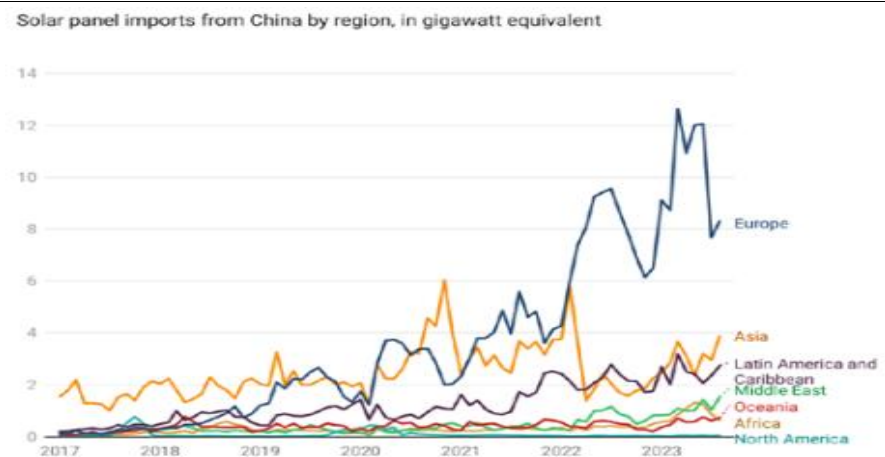
자료: NREL, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 미국 및 글로벌 모듈 가격 추이: 미국 가격도 글로벌 가격에 동반해 하향 조정



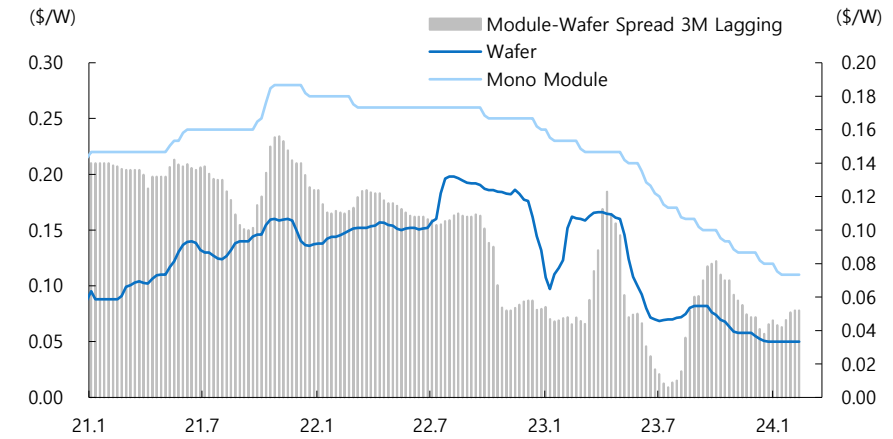
자료: NREL, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 중국, 주요 국가별 모듈 수출량 추이: 유럽향 수출 급증



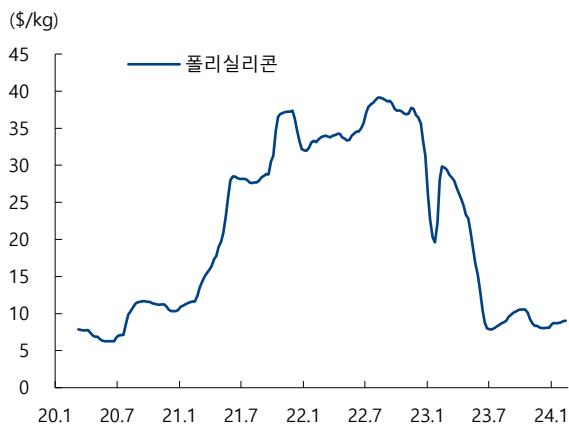
자료: NREL, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드



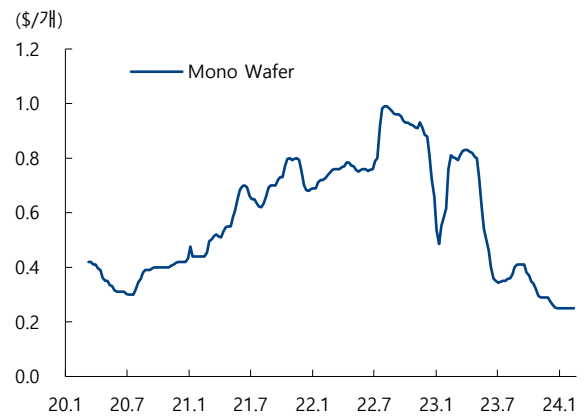
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 폴리실리콘 가격 추이



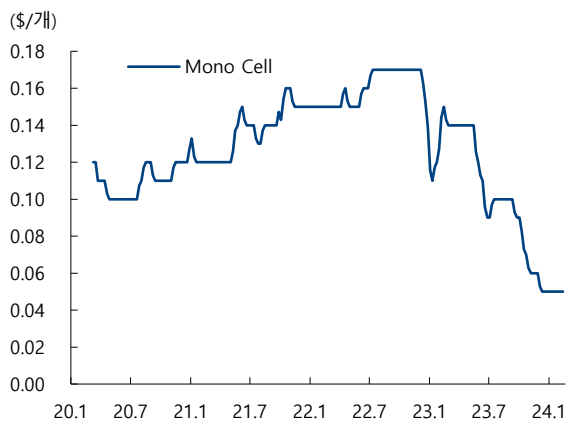
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 웨이퍼 가격 추이



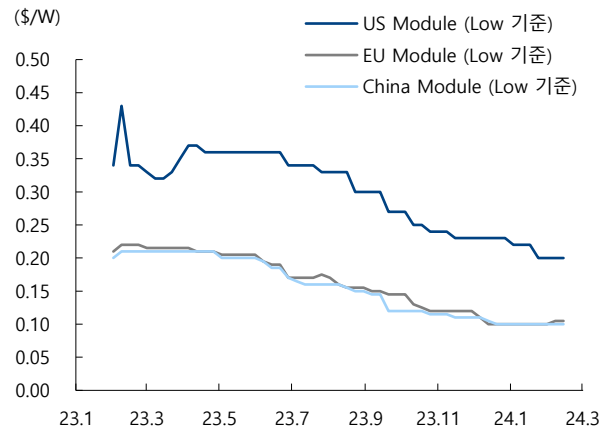
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 셀 가격 추이



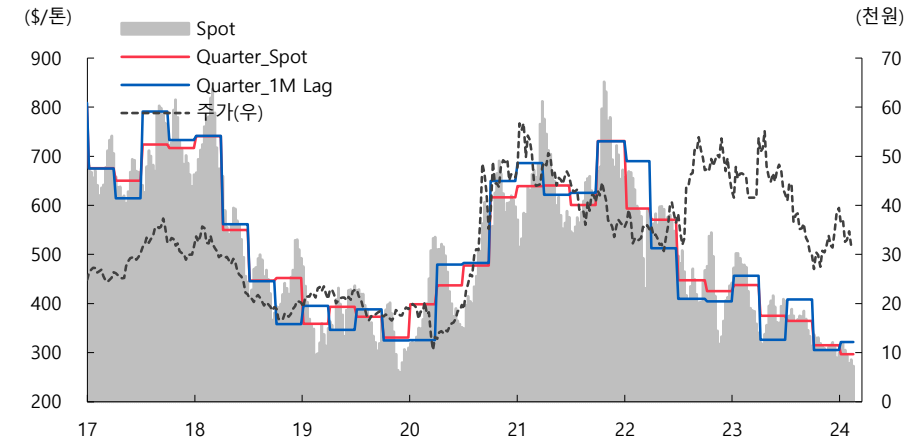
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 주요 지역별 모듈 가격 추이



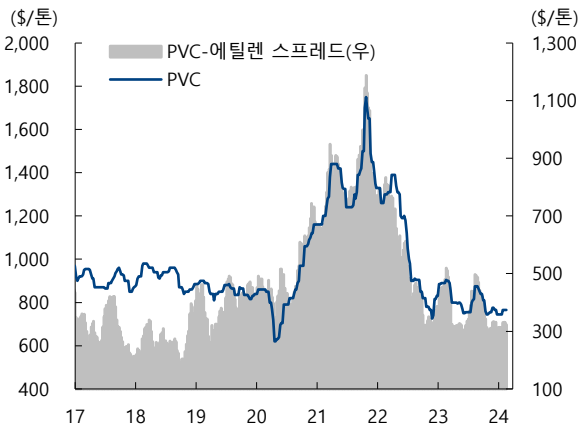
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드



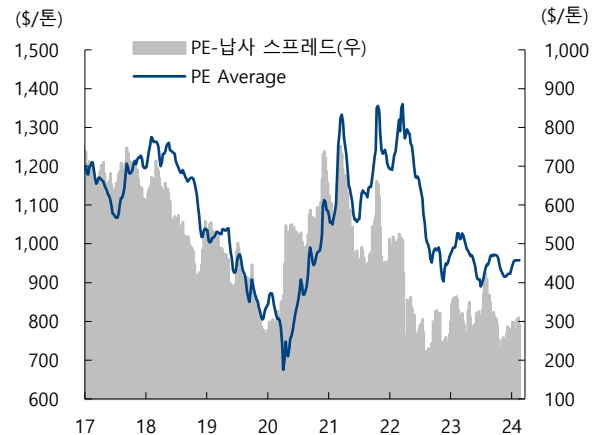
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림12. PVC 가격 및 스프레드 추이



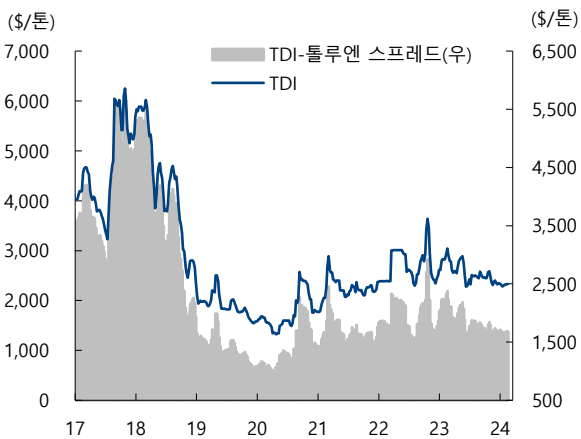
자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림13. PE 가격 및 스프레드 추이



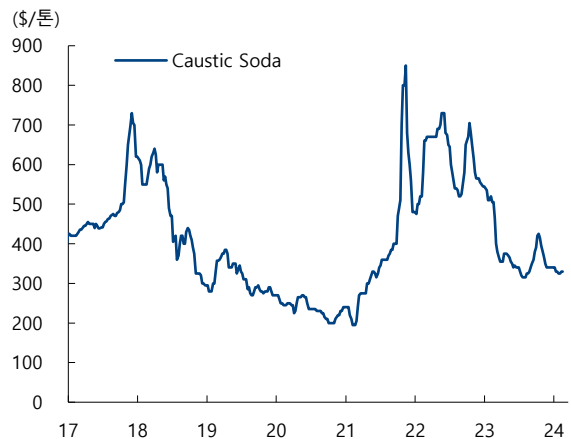
자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림14. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

그림15. 가성소다 가격 추이



자료: 시스켈, 하이투자증권 리서치본부

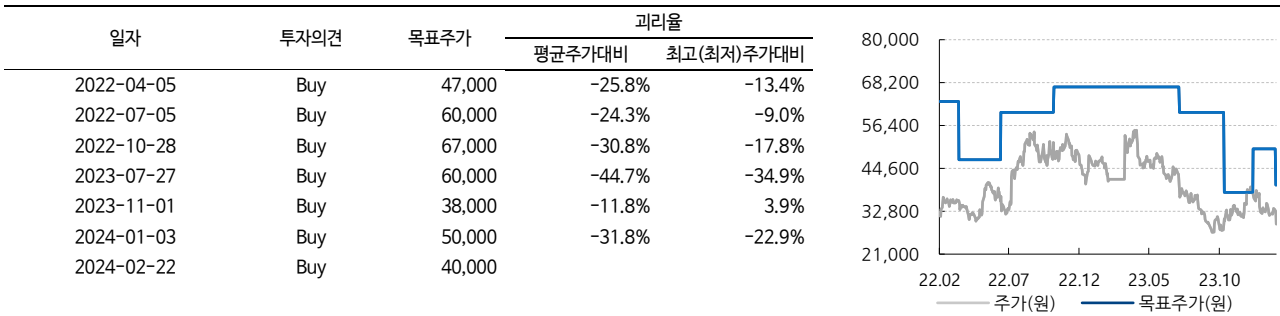
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	8,573	8,977	8,754	9,523	매출액	13,654	13,289	14,052	14,574
현금 및 현금성자산	2,616	3,750	3,334	3,911	증가율(%)	27.3	-2.7	5.7	3.7
단기금융자산	216	216	217	218	매출원가	10,853	10,878	11,565	11,444
매출채권	2,286	2,000	2,114	2,192	매출총이익	2,801	2,411	2,486	3,130
재고자산	3,060	2,604	2,670	2,769	판매비와관리비	1,835	1,806	1,907	1,966
비유동자산	13,634	15,342	18,084	18,754	연구개발비	141	-	-	-
유형자산	6,879	8,583	10,875	11,031	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,644	1,601	1,562	1,526	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	23,832	25,943	28,463	29,901	영업이익	966	605	579	1,164
유동부채	6,808	7,474	8,766	8,532	증가율(%)	30.9	-37.4	-4.2	100.9
매입채무	1,832	1,921	2,370	2,186	영업이익률(%)	7.1	4.5	4.1	8.0
단기차입금	2,443	2,943	3,443	3,543	이자수익	33	79	71	62
유동성장기부채	560	560	560	560	이자비용	226	395	449	425
비유동부채	5,685	7,215	8,065	8,865	지분법이익(손실)	-102	14	32	90
사채	2,047	2,077	2,077	2,077	기타영업외손익	-105	-411	42	42
장기차입금	2,158	3,658	4,508	5,308	세전계속사업이익	569	-106	278	936
부채총계	13,935	16,130	18,273	18,838	법인세비용	203	60	69	232
지배주주지분	8,921	8,845	9,211	10,048	세전계속이익률(%)	4.2	-0.8	2.0	6.4
자본금	978	889	889	889	당기순이익	366	-162	209	704
자본잉여금	2,320	2,320	2,320	2,320	순이익률(%)	2.7	-1.2	1.5	4.8
이익잉여금	5,561	5,357	5,504	6,123	지배주주귀속 순이익	359	-154	198	669
기타자본항목	61	280	498	717	기타포괄이익	219	219	219	219
비지배주주지분	976	968	979	1,014	총포괄이익	585	57	428	923
자본총계	9,897	9,813	10,190	11,062	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	116	2,093	2,233	1,656	주당지표 (원)				
당기순이익	366	-162	209	704	EPS	1,864	-867	1,137	3,834
유형자산감가상각비	637	656	778	894	BPS	46,364	50,698	52,798	57,595
무형자산감가상각비	38	44	39	35	CFPS	5,371	3,076	5,822	9,163
지분법관련손실(이익)	-102	14	32	90	DPS	-	300	300	300
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,689	-3,621	-1,601	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-889	-2,360	-3,070	-1,050	PER	23.1		25.8	7.6
무형자산의 처분(취득)	-37	-	-	-	PBR	0.9	0.6	0.6	0.5
금융상품의 증감	-457	-236	-458	-458	PCR	8.0	9.5	5.0	3.2
재무활동 현금흐름	2,322	3,049	2,408	1,958	EV/EBITDA	7.7	7.9	8.6	5.9
단기금융부채의증감	-	500	500	100	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,304	1,530	850	800	ROE	4.2	-1.7	2.2	6.9
자본의증감	-	-90	-	-	EBITDA0이익률	12.0	9.8	9.9	14.4
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	140.8	164.4	179.3	170.3
현금및현금성자산의증감	965	1,134	-416	578	순부채비율	44.2	53.7	69.1	66.5
기초현금및현금성자산	1,652	2,616	3,750	3,334	매출채권회전율(x)	7.0	6.2	6.8	6.8
기말현금및현금성자산	2,616	3,750	3,334	3,911	재고자산회전율(x)	5.2	4.7	5.3	5.4

자료 : 한화솔루션, 하이투자증권 리서치본부

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-