

한화솔루션 (009830)

위원장

jungwon.weee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

40,000

하향

현재주가

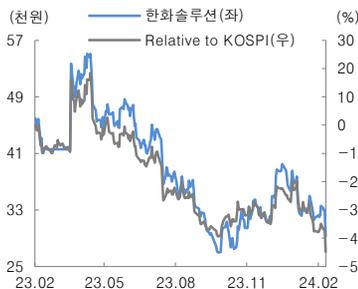
29,300

(24.02.22)

화학업종

KOSPI	2664.27
시가총액	5,096십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	55,100원 / 27,000원
120일 평균거래대금	403억원
외국인지분율	23.57%
주요주주	한화 외 4 인 36.48% 국민연금공단 8.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	-13.8	-20.6	-28.7
상대수익률	-15.8	-18.8	-25.0	-35.3



1H24, 영업환경 악화

- 신재생부문 모듈 판매 OP 206억원(OPM +1.7%)으로 시장 기대치 하회
- 24년 신재생부문 영업이익 추정치 기준 1.03조원에서 -70.5% 하향 조정
- 반덤핑 관세 유예기간 종료 전 밀어내기 물량 증가로 영업환경 악화

투자 의견 매수 유지, 목표주가 40,000원으로 하향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 12MF 기준 케미칼 1.9조원, 가공소재부문 0.4조원, 신재생부문 4.6조원 반영. 신재생부문 연간 영업이익 추정치 -70.5% 하향 조정에 따라 목표주가 -11% 하향 조정.

4Q23 Review: OP 407억원(QoQ -58.6%), 시장기대치 -75% 하회

신재생부문 OP 1,505억원으로 QoQ +333.7% 증가했으나, AMPC +1,238억원, 발전자산 매각/EPC 361억원, 일회성 비용 -300억원을 제외한 모듈 판매 OP는 206억원(OPM +1.7%)으로 시장기대치 하회.

케미칼 부문 OP -793억원으로 적자전환. 정기보수에 따른 일회성 비용(250억원) 및 주요 제품 스프레드 하락에 기인(4Q23 기준 PVC 378.5달러/톤, QoQ -25.4%, LDPE 303.6달러/톤, QoQ -15.1%)

24년 영업이익 추정치 하향 조정

24년 신재생부문 영업이익 추정치 기준 1.03조원에서 3,030억원으로 -70.5% 하향 조정. 북미지역 24년도 태양광 설치량 증가(42.4GW, YoY +15.4%)에 따라 평균 모듈 가격은 4Q23 0.25달러/W를 저점으로 회복 가능할 것으로 예상했으나, 동남아산 반덤핑 관세 유예기간이 24년 6월에 종료 예정으로 밀어내기 물량 급증해 영업환경 악화. 현재 북미 지역 내 모듈 생산비용이 0.26달러/W 수준임을 감안하면 1H24 모듈 판매 적자 불가피할 것으로 전망. 1Q24 신재생부문 예상 영업이익 -56억원(모듈판매 -894억원, AMPC 764억원, 발전자산 73억원)

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	4Q23				1Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,929	2,926	2,934	3,870	-1.5	32.3	3,499	2,555	17.6	34.0
영업이익	182	98	212	41	-77.7	-58.6	163	-48	적전	적전
순이익	-118	6	170	-337	적지	적전	69	-118	적전	적지

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	13,289	11,706	11,940
영업이익	738	966	605	315	321
세전순이익	855	569	-102	-93	-136
총당기순이익	616	366	-155	-72	-104
지배지분순이익	619	359	-208	-70	-38
EPS	3,338	1,904	-1,204	-415	-224
PER	10.6	22.6	NA	NA	NA
BPS	43,513	46,307	49,109	50,300	51,154
PBR	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6
ROE	8.8	4.2	-2.4	-0.8	-0.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

표 1. 한화솔루션 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,554.5	2,820.2	2,925.7	3,405.1	13,654.0	13,288.8	11,705.5
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,320.7	1,468.5	1,442.8	1,495.9	5,909.2	5,097.4	5,727.9
태양광	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	820.1	941.0	1,085.8	1,507.7	5,568.5	6,615.9	4,354.7
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	267.1	260.6	249.2	247.7	1,152.2	988.9	1,024.6
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	146.6	150.0	147.9	153.7	491.3	586.5	598.2
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-47.8	17.8	142.8	202.1	966.3	604.6	314.9
영업이익률(%)	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-1.9%	0.6%	4.9%	5.9%	7.1%	4.5%	2.7%
케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-36.3	-22.1	38.6	39.3	588.9	59.5	19.5
영업이익률(%)	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-2.7%	-1.5%	2.7%	2.6%	10.0%	1.2%	0.3%
태양광	245.0	138.0	34.7	150.5	-5.6	41.6	104.6	162.5	350.1	568.2	303.0
영업이익률(%)	18.2%	10.3%	2.7%	13.4%	-0.4%	2.8%	7.2%	10.9%	6.3%	8.6%	7.0%
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	6.0	5.9	5.6	5.6	35.3	64.3	23.0
영업이익률(%)	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	3.1%	6.5%	2.2%
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-11.9	-7.6	-5.9	-5.3	-45.4	-87.5	-30.7
영업이익률(%)	-10.7%	-7.4%	-8.5%	-87.9%	24.8%	-42.8%	-4.1%	-2.6%	-9.2%	-14.9%	-5.1%
지분법이익	25.0	-75.5	28.5	36.1	16.3	18.2	41.7	45.5	-101.9	14.1	121.7
세전이익	201.2	44.3	33.6	-381.1	-123.7	-67.6	53.2	44.8	569.2	-101.8	-93.2
지배주주순이익	116.3	7.1	5.9	-337.3	-93.2	-50.9	40.1	33.8	359.2	-208.1	-70.3
% YoY											
매출액	4.4	0.1	-13.1	-1.5	-17.6	-16.9	0.0	-12.0	27.3	-2.7	-11.9
케미칼	-13.0	-16.1	-12.3	-13.3	-2.0	9.5	12.2	33.2	10.2	-13.7	12.4
태양광	48.4	32.0	-3.9	12.4	-40.0	-42.2	-15.2	-35.6	56.0	18.8	-34.2
첨단소재	-3.4	-11.8	-24.7	-15.1	5.4	-1.4	5.9	5.1	22.7	-14.2	3.6
기타	16.4	27.7	-3.2	37.1	10.2	-5.4	18.7	-9.7	44.9	19.4	2.0
영업이익	71.9	-30.1	-71.8	-77.7	적전	-90.8	45.2	396.3	f	-37.4	-47.9
케미칼	-86.9	-79.1	-56.3	적지	적전	적전	-31.0	흑전	-43.7	-89.9	-67.2
태양광	흑전	292.0	-82.4	-35.1	적전	-69.9	201.3	8.0	흑전	62.3	-46.7
첨단소재	623.3	27.7	-18.7	흑전	-72.3	-72.4	-65.2	5.1	263.9	82.2	-64.2
기타	적전	적지	적지	적지							
지분법이익	흑전	적전	흑전	흑전	-34.7	흑전	46.1	26.1	적전	흑전	763.1
세전이익	60.4	-86.8	-84.9	적지	적전	적전	58.4	흑전	-33.4	적전	적지
지배주주순이익	15.2	-97.0	-95.7	적지	적전	적전	583.0	흑전	-42.0	적전	적지
% QoQ											
매출액	-21.1	9.4	-13.8	32.3	-34.0	10.4	3.7	16.4			
케미칼	4.1	-0.5	-4.1	-12.7	17.6	11.2	-1.8	3.7			
태양광	-34.4	19.2	-21.4	82.9	-65.0	14.7	15.4	38.9			
첨단소재	-8.7	4.2	-10.9	0.2	13.3	-2.4	-4.4	-0.6			
기타	7.2	19.1	-21.4	36.7	-13.9	2.3	-1.4	3.9			
영업이익	48.9	-28.5	-49.3	-58.6	적전	흑전	704.3	41.5			
케미칼	흑전	46.0	13.6	적전	적지	적지	흑전	1.9			
태양광	5.6	-43.7	-74.9	333.7	적전	흑전	151.6	55.4			
첨단소재	흑전	-2.3	-24.1	-67.1	13.3	-2.4	-4.4	-0.6			
기타	적지										
지분법이익	흑전	적전	흑전	26.5	-54.8	11.5	129.3	9.2			
세전이익	흑전	-78.0	-24.2	적전	적지	적지	흑전	-15.7			
지배주주순이익	흑전	-93.9	-17.7	적전	적지	적지	흑전	-15.7			

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research&Strategy 본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	12,353	12,341	13,289	11,706	7.6	-5.1
판매비와 관리비	1,580	1,579	1,580	1,579	0.0	0.0
영업이익	776	1,287	605	315	-22.1	-75.5
영업이익률	6.3	10.4	4.5	2.7	-1.7	-7.7
영업외손익	-214	195	-706	-408	적자유지	적자조정
세전순이익	562	1,482	-102	-93	적자조정	적자조정
지배지분순이익	299	890	-208	-70	적자조정	적자조정
순이익률	2.8	7.4	-1.2	-0.6	적자조정	적자조정
EPS(지배지분순이익)	1,735	5,257	-1,204	-415	적자조정	적자조정

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

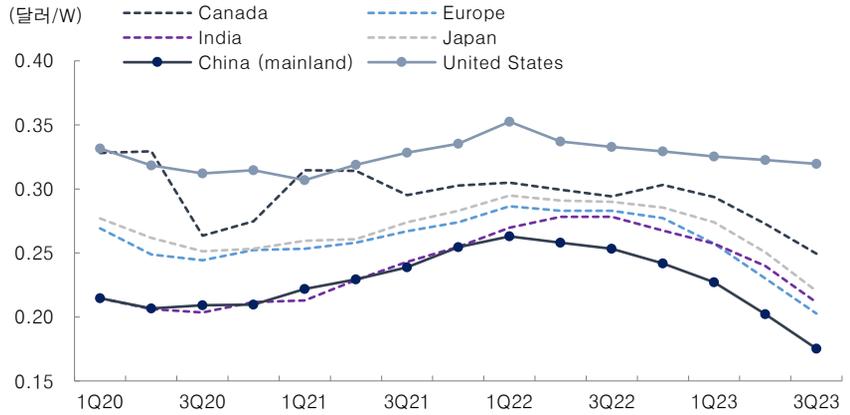
표 1. 한화솔루션 미국 IRA AMPC 금액 추정

(단위: MW, %W, 십억원)

			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2025
환율 가정			1,275.0	1,314.8	1,312.7	1,328.2	1,300.0	1,285.0	1,265.0	1,245.0	1250
생산능력 (MW)	모듈	미국 합산	425	425	1,275	1,275	1,275	2,100	2,100	2,100	8,400
		미국 - 달튼 1 공장	425	425	425	425	425	425	425	425	1,700
		미국 - 달튼 2 공장			850	850	850	850	850	850	3,400
		미국 - 카터스빌 3 공장						825	825	825	3,300
	셀	미국 - 카터스빌 3 공장						825	825	825	3,300
	웨이퍼						825	825	825	3,300	
생산량 (MW)	모듈	미국 생산량 합산	340.0	297.5	1,147.5	1,173.0	956.3	1,575.0	1,785.0	1,785.0	7140
		미국 - 달튼 1 공장	340.0	297.5	382.5	391.0	318.8	318.8	361.3	361.3	1,445
		미국 - 달튼 2 공장			765.0	782.0	637.5	637.5	722.5	722.5	2,890
		미국 - 카터스빌 3 공장						618.8	701.3	701.3	2,805
	셀	미국 - 카터스빌 3 공장						495.0	577.5	660.0	2,640
	웨이퍼	미국 - 카터스빌 3 공장					495.0	577.5	660.0	2,640	
가동률 (%)	모듈	미국 - 달튼 1 공장	60.0	70.0	90.0	92.0	75.0	75.0	85.0	85.0	85.0
		미국 - 달튼 2 공장			0.0	60.0	70.0	65.0	70.0	70.0	80.0
		미국 - 카터스빌 3 공장						55.0	70.0	70.0	80.0
	셀	미국 - 카터스빌 3 공장						60.0	70.0	80.0	80.0
		웨이퍼	미국 - 카터스빌 3 공장					60.0	70.0	80.0	80.0
IRA 세제 혜택 금액 (십억원)	모듈(W)	0.07	22.8	27.4	35.1	83.8	76.4	120.6	135.8	133.7	595.4
		미국 - 달튼 1 공장	22.8	27.4	35.1	36.4	29.4	29.0	32.0	31.5	126.4
		미국 - 달튼 2 공장			0.0	47.4	47.0	50.3	52.7	51.9	238.0
		미국 - 카터스빌 3 공장						41.3	51.1	50.3	231.0
	셀(W)	0.04						25.7	29.2	32.9	132.0
	웨이퍼(m2)	12						30.2	34.3	38.6	155.0
	총합(십억원)		22.8	27.4	35.1	123.8	76.4	176.5	196.1	207.6	882.5

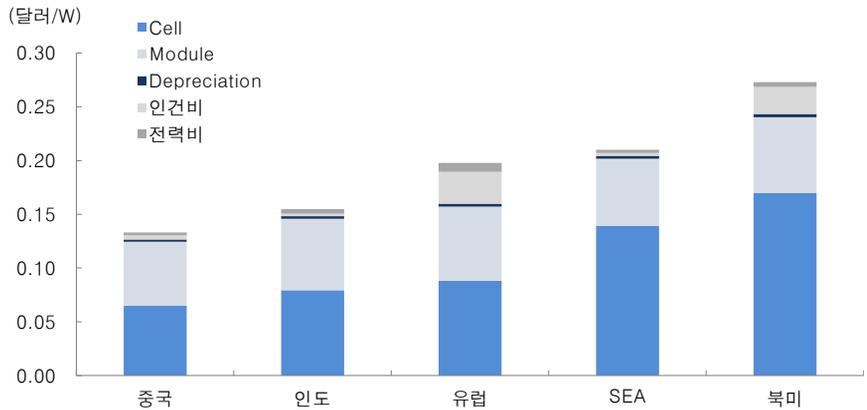
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 지역별 모듈 평균 가격 비교: 북미 4Q23 0.25 달러/W로 타 지역대비 +82.3%



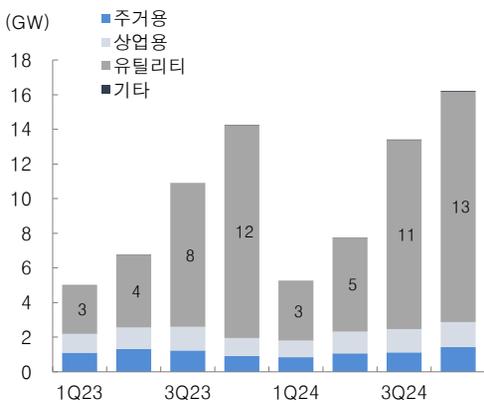
자료: IHS, 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 2. 지역별 모듈 평균 가격 비교: 북미 4Q23 0.25 달러/W로 타 지역대비 +82.3%



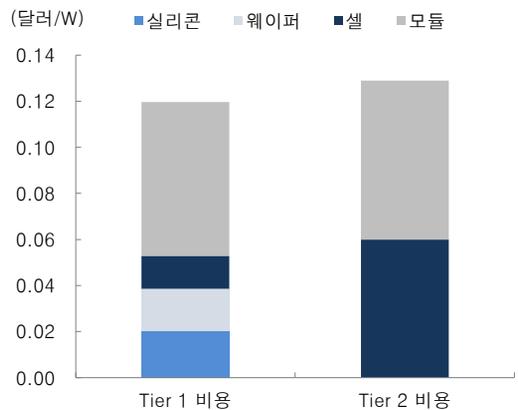
자료: IHS, 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 유틸리티 설치 수요 전망



자료: CEIA, 산업자료, 대신증권 Research Center

그림 4. 태양광용 모듈 생산 비용 분석



주: PERC mono 모듈 기준
자료: CEIA, 산업자료, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	13,289	11,706	11,940
매출원가	8,529	10,853	11,104	9,812	10,008
매출총이익	2,196	2,801	2,185	1,894	1,932
판매비와관리비	1,458	1,835	1,580	1,579	1,611
영업이익	738	966	605	315	321
영업이익률	6.9	7.1	4.5	2.7	2.7
EBITDA	1,387	1,642	1,423	1,291	1,396
영업외손익	117	-397	-706	-408	-457
관계기업손익	263	-102	14	122	122
금융수익	22	36	80	80	80
외환관련이익	251	620	471	377	377
금융비용	-148	-226	-403	-452	-501
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-20	-105	-397	-158	-158
법인세비용차감전순이익	855	569	-102	-93	-136
법인세비용	-239	-203	-45	22	31
계속사업순이익	616	366	-147	-72	-104
중단사업순이익	0	0	-8	0	0
당기순이익	616	366	-155	-72	-104
당기순이익률	5.7	2.7	-1.2	-0.6	-0.9
비재배분순이익	-3	7	53	-1	-66
재배분순이익	619	359	-208	-70	-38
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	27	22	22	22	22
포괄순이익	890	585	64	147	114
비재배분포괄이익	3	4	-22	3	73
재배분포괄이익	886	580	85	144	42

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,338	1,904	-1,204	-415	-224
PER	10.6	22.6	NA	NA	NA
BPS	43,513	46,307	49,109	50,300	51,154
PBR	0.8	0.9	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	7,397	8,522	8,018	7,398	8,003
EV/EBITDA	8.3	8.8	9.5	11.7	11.7
SPS	57,195	70,878	74,882	67,093	68,435
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
CFPS	7,024	8,854	7,324	9,030	9,635
DPS	0	0	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	16.6	27.3	-2.7	-11.9	2.0
영업이익 증가율	24.3	30.9	-37.4	-47.9	2.0
순이익 증가율	104.3	-40.6	적전	적지	적지
수익성					
ROC	5.7	5.8	7.1	1.8	1.7
ROA	4.2	4.4	2.4	1.2	1.2
ROE	8.8	4.2	-2.4	-0.8	-0.4
안정성					
부채비율	144.0	140.8	166.4	175.1	184.5
순차입금비율	56.4	52.3	77.7	92.6	103.7
이자보상배율	5.0	4.3	1.5	0.7	0.6

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,074	8,573	8,255	7,352	7,378
현금및현금성자산	1,567	2,548	2,399	2,052	1,949
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	2,225	1,986	2,022
재고자산	2,232	3,060	2,978	2,623	2,676
기타유동자산	641	685	652	689	731
비유동자산	12,524	13,634	15,875	17,806	19,169
유형자산	6,452	6,879	8,681	10,063	10,875
관계기업투자금	3,438	3,745	4,217	4,797	5,377
기타비유동자산	2,634	3,010	2,977	2,946	2,917
자산총계	20,008	23,832	25,753	26,781	28,171
유동부채	5,788	6,808	6,716	6,463	6,457
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,732	2,519	2,551
차입금	2,004	2,443	2,443	2,443	2,443
유동상채무	607	560	516	476	439
기타유동부채	490	1,025	1,025	1,025	1,025
비유동부채	4,774	5,685	7,928	9,141	10,372
차입금	3,264	4,205	6,466	7,697	8,927
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,511	1,480	1,462	1,444	1,444
부채총계	11,806	13,935	16,085	17,045	18,270
자배지분	8,159	8,921	8,715	8,776	8,925
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,051	5,561	5,354	5,283	5,245
기타지분변동	127	61	153	284	471
비재배지분	42	976	954	960	977
자본총계	8,201	9,897	9,669	9,736	9,901
순차입금	4,625	5,180	7,514	9,014	10,268

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	640	1,227	856
당기순이익	0	0	-155	-72	-104
비현금항목의 가감	701	1,340	1,455	1,647	1,785
감가상각비	649	675	818	976	1,075
외환손익	89	109	-21	32	32
지분법평가손익	-263	102	0	0	0
기타	226	454	657	640	679
자산부채의 증감	-191	-1,626	-291	2	-435
기타현금흐름	481	403	-368	-350	-389
투자활동 현금흐름	-1,655	-1,477	-3,047	-2,899	-2,436
투자자산	-596	-594	-472	-580	-580
유형자산	-780	-889	-2,586	-2,326	-1,858
기타	-280	7	12	8	3
재무활동 현금흐름	1,076	2,322	3,236	2,299	2,303
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-71	1,304	2,261	1,231	1,231
유상증자	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	-217	-347	-103
기초 현금	1,200	1,652	2,616	2,399	2,052
기말 현금	1,652	2,616	2,399	2,052	1,949
NOPLAT	532	622	871	242	247
FCF	363	357	-911	-1,122	-550

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화솔루션(009830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.02.23	24.02.03	24.01.12	23.12.18	23.11.11	23.05.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	40,000	45,000	45,000	45,000	68,000	68,000
과리율(평균%)		(22.67)	(20.49)	(16.59)	(51.93)	(44.06)
과리율(최대/최소%)		(12.22)	(12.22)	(12.22)	(48.53)	(28.38)

제시일자	23.05.05	23.04.28	23.02.17	22.12.29	22.12.23	22.12.16
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000
과리율(평균%)	(33.27)	(31.06)	(31.04)	(30.25)	(27.66)	(26.94)
과리율(최대/최소%)	(32.13)	(18.97)	(18.97)	(20.59)	(20.59)	(20.59)

제시일자	22.12.09	22.12.02	22.12.01	22.11.10	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000
과리율(평균%)	(26.65)	(26.00)	(25.50)	(25.56)	(29.83)
과리율(최대/최소%)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(20.59)	(27.43)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240220)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.2%	10.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상