



2023년 11월 1일 | 기업분석_Earnings Review

Neutral(유지)

목표주가(12M)	34,000원
현재주가(10.31)	28,650원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,277.99
52주 최고/최저(원)	55,100/27,000
시가총액(십억원)	4,924.7
시가총액비중(%)	0.27
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	1,078.0
60일 평균 거래대금(십억원)	35.2
외국인지분율(%)	23.34
주요주주 지분율(%)	
한화 외 4 인	36.48
국민연금공단	8.43

Consensus Data		
	2023	2024
매출액(십억원)	13,497.1	13,599.1
영업이익(십억원)	775.3	1,000.5
순이익(십억원)	270.1	495.8
EPS(원)	1,463	2,520
BPS(원)	52,199	55,099

Financial Data (십억원, %, 배, 원)				
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	10,725.2	13,653.9	13,179.2	11,485.6
영업이익	738.3	966.2	694.4	484.8
세전이익	855.3	569.2	336.7	284.0
순이익	619.1	359.1	200.0	194.3
EPS	3,301	1,864	1,127	1,114
증감율	79.40	(43.53)	(39.54)	(1.15)
PER	10.75	23.07	24.58	24.87
PBR	0.84	0.92	0.52	0.51
EV/EBITDA	8.29	8.78	8.08	8.37
ROE	8.79	4.21	2.22	2.11
BPS	42,466	46,887	52,917	54,031
DPS	0	0	0	0

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

한화솔루션 (009830)

결국, 미국 판가의 방향성이 추세 반전의 핵심

3Q23 영업이익 컨센 20% 하회

3Q23 영업이익은 983억원(QoQ -49%, YoY -71%)으로 컨센(1,219억원)을 20% 하회했다. 지배순이익은 59억원을 기록했는데, 이는 지분법 자회사의 흑자전환에도 불구하고 조달금리 상승에 따른 금융비용 866억원이 반영된 영향이다. 케미칼/첨단소재는 선방했으나, 태양광 영업이익이 347억원(QoQ -75%)으로 큰 폭 감익된 점이 컨센 회사의 주된 요인이다. 태양광 영업이익은 1) 모듈 영업이익 75억원(OPM +0.9%, QoQ -1천억원) 2) AMPC 350억원(QoQ +71억원) 3) 발전사업/EPC 영업이익 -78억원(OPM -2%)로 구성되었다. 모듈의 OPM은 전분기 8%에서 -7.2%p 하락했다. 이는 물량 감소(QoQ -10% 수준)와 판가 하락(QoQ -20% 이상), 높은 원가의 웨이퍼 투입에 따른 역래깅 효과가 발생한 영향이다.

4Q23 영업이익 QoQ +33% 개선 전망. 모듈 이익 개선폭 미미할 것으로 가정

4Q23 영업이익은 1,306억원(QoQ +33%, YoY -22%)를 전망한다. 케미칼은 정기보수 영향으로 감익되나, 태양광은 개선이 가능하다. 태양광 영업이익은 1,075억원(QoQ +210%)을 추정한다. 1) 모듈 영업이익 90억원(OPM +0.9%) 2) 발전사업 매각+EPC 관련 매출액 1조 원/영업이익 600억원 3) AMPC 385억원을 가정했다. 모듈 OPM이 전분기와 유사할 것으로 전망하는 것은 1) 높은 원가의 웨이퍼 재고 소진에 따른 원가 절감 효과에도 불구하고 2) 미국의 모듈 판가 하락이 본격화되며 회사 판가에 영향을 미칠 것으로 전망하기 때문이다.

중장기 성장전략 긍정적. 다만, 단기 업황과 금융비용 증가 우려

투자의견 Neutral, TP 3.4만원을 유지한다. 한화솔루션의 미국 내 증설과 수직계열화 노력 등 중장기 성장성을 의심하지는 않는다. 최근 미국 모듈 3.4GW 설비 가동이 시작되고 TOPCON 설비가동 등에 따른 한국공장 수율 개선 등을 반영해 회사는 공칭 Capa를 기존 셀 10GW/모듈 12.4GW에서 셀 12GW/모듈 17.8GW로 상향했다. 향후 1) 미국향 모듈 판가 하락세 진정 2) 미국 내 경쟁 강도 완화 3) 2024년 하반기 미국의 동남아 우회 수출 중국 물량에 대한 관세 부활 4) 2025년 수직계열화 완성 및 페로브스카이트 탠덤 전지 상용화 경과에 따라 투자의견은 상향될 수 있다. 다만, 단기적인 문제는 태양광 밸류체인 전반의 공급과잉에 따른 제품가격 하락세가 지속되고 있다는 점이다. 특히 유럽 가격이 급락하면서, 한화솔루션을 비롯한 글로벌 플레이어들이 가격이 두 배 이상 높은 미국향 비중을 높이기 위한 전략을 실행 중이다. 이에 따라, 미국 모듈 가격은 본격적인 하락 국면에 진입했다. 회사의 판가는 시장 대비 견조하겠지만, 여전히 미국 시장 가격 약세가 우려 요인으로 작용할 것이다. 조달비용 증가로 금융비용이 2021년 1.3천억원 → 2022년 1.7천억원 → 2023년 3천억원(추정)으로 큰 폭 증가하고 있다는 점도 경계해야 할 부분이다.

도표 1. 한화솔루션 3Q23 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q23P	2Q23	3Q22	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,925.8	3,393.0	3,365.7	-13.1	-13.8	3,495.6	-16.3
영업이익	98.3	194.1	348.4	-71.8	-49.4	121.9	-19.4
세전이익	33.6	44.3	222.5	-84.9	-24.2	N/A	N/A
순이익	5.9	7.1	137.0	-95.7	-16.9	24.4	-75.8
영업이익률	3.4	5.7	10.4	-7.0	-2.4	3.5	-0.1
세전이익률	1.1	1.3	6.6	-5.5	-0.2	N/A	N/A
순이익률	0.2	0.2	4.1	-3.9	0.0	0.7	-0.5

자료: 하나증권

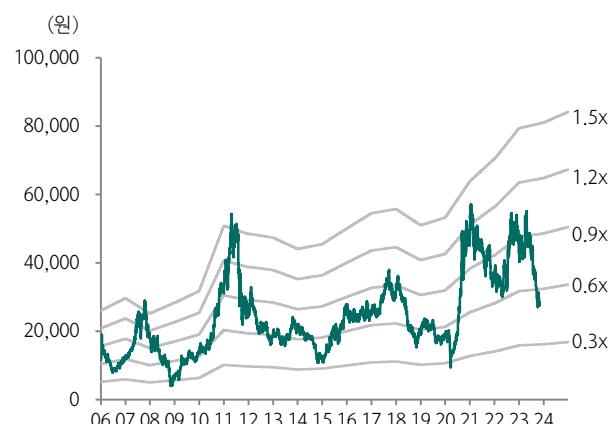
도표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	13,179.2	13,774.1	-4.3	11,485.6	12,217.1	-6.0
영업이익	694.4	601.6	15.4	484.8	456.3	6.2
세전이익	336.7	269.8	24.8	284.0	237.8	19.4
순이익	200.0	198.9	0.6	194.3	175.3	10.8
영업이익률	5.3	4.4	0.9	4.2	3.7	0.5
세전이익률	2.6	2.0	0.6	2.5	1.9	0.5
순이익률	1.5	1.4	0.1	1.7	1.4	0.3

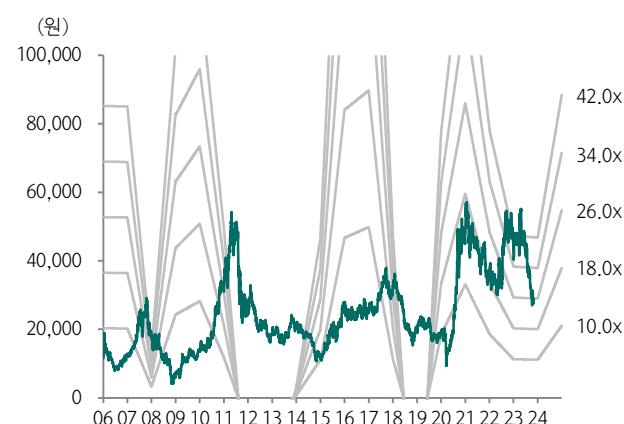
자료: 하나증권

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)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	FY2021	FY2022	FY2023F	FY2024F
매출액	2,848.1	3,259.6	3,241.8	3,781.1	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,760.2	10,725.2	13,130.6	13,179.2	11,485.6
QoQ(%)	-3.9%	14.4%	-0.5%	16.6%	-18.0%	9.4%	-13.8%	28.5%				
YoY(%)	18.5%	17.4%	25.6%	27.6%	8.9%	4.1%	-9.7%	-0.6%	16.6%	22.4%	0.4%	-12.9%
케미칼	1,549.2	1,599.2	1,466.2	1,294.6	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,307.2	5,364.0	5,909.2	5,281.9	5,134.2
태양광	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,058.4	3,568.5	4,978.5	4,441.6	4,281.0
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	253.5	264.2	235.4	264.8	938.9	1,152.2	1,017.9	1,149.2
갤러리아	123.9	131.9	126.5	150.4					514.7	532.7	529.1	559.2
기타	116.0	126.5	131.3	126.9	133.1	158.5	124.6	129.9	339.1	500.7	546.1	521.2
영업이익	146.7	272.2	336.9	167.9	271.4	194.1	98.3	130.6	738.3	923.7	694.4	484.8
영업이익률(%)	5.2%	8.4%	10.4%	4.4%	8.8%	5.7%	3.4%	3.5%	6.9%	7.0%	5.3%	4.2%
QoQ(%)	74.2%	85.5%	23.8%	-50.2%	61.6%	-28.5%	-49.4%	32.8%				
YoY(%)	-42.4%	23.1%	88.8%	99.4%	85.0%	-28.7%	-70.8%	-22.2%	24.3%	25.1%	-24.8%	-30.2%
케미칼	257.6	235.4	128.0	-32.1	33.7	49.2	55.9	22.9	1,046.8	588.9	161.7	185.4
영업이익률(%)	16.6%	14.7%	8.7%	-2.5%	2.5%	3.7%	4.3%	1.8%	19.5%	10.0%	3.1%	3.6%
QoQ(%)	10.9%	-8.6%	-45.6%	적전	흑전	46.0%	13.6%	-59.1%				
YoY(%)	1.1%	-19.7%	-52.0%	적전	-86.9%	-79.1%	-56.3%	흑전	174.6%	-43.7%	-72.5%	14.7%
태양광	-114.2	35.2	197.2	231.9	245.0	138.0	34.7	107.5	-328.5	280.1	525.2	303.8
영업이익률(%)	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	8.5%	2.7%	5.2%	-9.2%	5.6%	11.8%	7.1%
QoQ(%)	적지	흑전	460.2%	17.6%	5.6%	-43.7%	-74.9%	209.9%				
YoY(%)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	292.0%	-82.4%	-53.6%	적전	흑전	87.5%	-42.2%
첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	21.7	21.2	16.1	11.3	9.7	35.3	70.3	47.4
영업이익률(%)	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	8.6%	8.0%	6.8%	4.3%	1.0%	3.1%	6.9%	4.1%
QoQ(%)	흑전	453.3%	19.3%	적전	흑전	-2.3%	-24.1%	-30.0%				
YoY(%)	-58.3%	654.5%	760.9%	적지	623.3%	27.7%	-18.7%	흑전	흑전	263.9%	99.1%	-32.6%
갤러리아	9.0	3.6	7.7	17.0						28.9	37.3	
영업이익률(%)	7.3%	2.7%	6.1%	11.3%						5.6%	7.0%	
QoQ(%)	15.4%	-60.0%	113.9%	120.8%								
YoY(%)	-25.6%	63.6%	13.2%	117.9%								
기타	0.3	-15.0	-8.1	-27.8	-29.0	-14.3	-8.4	-11.1	-18.6	-50.6	-62.8	-51.7
영업이익률(%)	0.3%	-11.9%	-6.2%	-21.9%	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-8.6%	-5.5%	-10.1%	-11.5%	-9.9%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
지분법이익	-6.3	55.2	-70.7	-80.1	25.0	-75.5	28.5	4.8	262.9	-101.9	-17.2	64.7
QoQ(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	-83.2%				
YoY(%)	적전	-25.9%	적전	적지	흑전	적전	흑전	흑전	64.1%	적전	적지	흑전
당기순이익	103.1	244.5	138.6	-120.2	133.4	20.8	20.6	47.3	616.3	366.0	222.2	215.9
당기순이익률(%)	3.6%	7.5%	4.3%	-3.2%	4.3%	0.6%	0.7%	1.3%	5.7%	2.8%	1.7%	1.9%
QoQ(%)	흑전	137.2%	-43.3%	적전	흑전	-84.4%	-1.1%	129.5%				
YoY(%)	-73.2%	9.8%	-28.4%	적지	29.4%	-91.5%	-85.1%	흑전	104.3%	-40.6%	-39.3%	-2.9%
지배순이익	100.9	239.0	137.0	-117.8	116.2	7.1	5.9	70.7	619.1	359.1	200.0	194.3

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725.2	13,653.9	13,179.2	11,485.6	11,801.1
매출원가	8,529.0	10,852.6	10,736.4	9,217.4	9,323.9
매출총이익	2,196.2	2,801.3	2,442.8	2,268.2	2,477.2
판관비	1,457.8	1,835.1	1,748.4	1,783.4	1,819.1
영업이익	738.3	966.2	694.4	484.8	658.1
금융손익	(125.6)	(190.5)	(296.6)	(221.6)	(217.3)
종속/관계기업손익	262.9	(101.9)	(17.2)	64.7	140.8
기타영업외손익	(20.3)	(104.7)	(43.9)	(43.9)	(43.9)
세전이익	855.3	569.2	336.7	284.0	537.6
법인세	239.0	202.8	114.5	68.2	129.0
계속사업이익	616.3	366.0	222.2	215.9	408.6
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	616.3	366.0	222.2	215.9	408.6
비지배주주지분 순이익	(2.7)	6.9	22.2	21.6	40.9
지배주주순이익	619.1	359.1	200.0	194.3	367.7
지배주주지분포괄이익	886.2	580.5	220.6	214.3	405.6
NOPAT	532.0	622.0	458.3	368.5	500.1
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,555.4	1,457.7	1,393.2
성장성(%)					
매출액증가율	16.64	27.31	(3.48)	(12.85)	2.75
NOPAT증가율	19.07	16.92	(26.32)	(19.59)	35.71
EBITDA증가율	16.60	18.36	(5.26)	(6.28)	(4.42)
영업이익증가율	24.25	30.87	(28.13)	(30.18)	35.75
(지배주주)순익증가율	100.29	(42.00)	(44.31)	(2.85)	89.24
EPS증가율	79.40	(43.53)	(39.54)	(1.15)	89.23
수익성(%)					
매출총이익률	20.48	20.52	18.54	19.75	20.99
EBITDA이익률	12.93	12.02	11.80	12.69	11.81
영업이익률	6.88	7.08	5.27	4.22	5.58
계속사업이익률	5.75	2.68	1.69	1.88	3.46

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,301	1,864	1,127	1,114	2,108
BPS	42,466	46,887	52,917	54,031	56,138
CFPS	7,024	8,854	7,358	7,852	7,919
EBITDAPS	7,397	8,522	8,765	8,355	7,986
SPS	57,195	70,878	74,265	65,832	67,640
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	10.75	23.07	24.58	24.87	13.14
PBR	0.84	0.92	0.52	0.51	0.49
PCFR	5.05	4.86	3.76	3.53	3.50
EV/EBITDA	8.29	8.78	8.08	8.37	9.14
PSR	0.62	0.61	0.37	0.42	0.41
재무비율(%)					
ROE	8.79	4.21	2.22	2.11	3.87
ROA	3.52	1.64	0.84	0.82	1.56
ROIC	5.87	5.83	3.79	2.85	3.72
부채비율	143.96	140.80	136.22	128.19	119.04
순부채비율	56.39	52.34	62.27	57.22	59.57
이자보상배율(배)	5.00	4.27	2.77	1.94	2.73

자료: 하나증권

대차대조표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,074.0	8,573.3	7,247.0	6,901.8	5,992.1
금융자산	1,794.1	2,804.5	1,676.9	2,040.3	998.7
현금성자산	1,567.2	2,548.4	1,429.7	1,824.9	777.3
매출채권	1,542.5	2,055.5	1,984.0	1,729.0	1,776.5
재고자산	2,231.5	3,060.1	2,953.7	2,574.1	2,644.8
기타유동자산	505.9	653.2	632.4	558.4	572.1
비유동자산	12,523.6	13,634.4	15,032.7	15,058.0	15,916.3
투자자산	3,737.8	4,196.6	4,056.0	3,554.3	3,647.7
금융자산	299.4	452.0	441.6	404.3	411.3
유형자산	6,451.6	6,879.5	8,453.6	9,013.1	9,807.7
무형자산	1,580.6	1,644.4	1,609.2	1,576.8	1,547.1
기타비유동자산	753.6	913.9	913.8	913.8	913.8
자산총계	20,007.6	23,831.7	23,903.7	23,583.8	23,532.4
유동부채	5,787.9	6,808.5	6,689.6	6,265.4	5,784.6
금융부채	2,710.5	3,198.9	3,192.1	3,167.7	2,612.5
매입채무	1,809.0	1,831.9	1,768.2	1,541.0	1,583.3
기타유동부채	1,268.4	1,777.7	1,729.3	1,556.7	1,588.8
비유동부채	4,774.5	5,685.4	5,654.2	5,542.6	5,563.4
금융부채	3,708.4	4,786.0	4,786.0	4,786.0	4,786.0
기타비유동부채	1,066.1	899.4	868.2	756.6	777.4
부채총계	11,806.3	13,934.8	13,784.6	13,248.8	12,788.8
지배주주지분	8,159.4	8,920.6	9,120.5	9,314.9	9,682.6
자본금	978.2	978.2	978.2	978.2	978.2
자본잉여금	2,003.2	2,320.1	2,320.1	2,320.1	2,320.1
자본조정	(24.2)	(154.2)	(154.2)	(154.2)	(154.2)
기타포괄이익누계액	150.7	215.0	215.0	215.0	215.0
이익잉여금	5,051.4	5,561.4	5,761.4	5,955.7	6,323.4
비지배주주지분	41.8	976.3	998.6	1,020.1	1,061.0
자본총계	8,201.2	9,896.9	10,119.1	10,335.0	10,743.6
순금융부채	4,624.8	5,180.4	6,301.2	5,913.4	6,399.9

현금흐름표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	990.9	115.7	1,239.2	1,467.1	1,213.5
당기순이익	616.3	366.0	222.2	215.9	408.6
조정	565.8	1,376.2	969.5	1,081.7	836.5
감가상각비	648.7	675.5	861.1	972.9	735.2
외환거래손익	89.0	108.6	(56.1)	(56.1)	(56.1)
지분법손익	(206.4)	116.0	0.0	0.0	0.0
기타	34.5	476.1	164.5	164.9	157.4
영업활동 자산부채 변동	(191.2)	(1,626.5)	47.5	169.5	(31.6)
투자활동 현금흐름	(1,655.0)	(1,476.6)	(2,135.6)	(852.3)	(1,485.9)
투자자산감소(증가)	(677.2)	(357.0)	140.6	501.7	(93.5)
자본증가(감소)	(779.6)	(889.4)	(2,400.0)	(1,500.0)	(1,500.0)
기타	(198.2)	(230.2)	123.8	146.0	107.6
재무활동 현금흐름	1,076.3	2,322.3	(230.2)	(247.3)	(770.1)
금융부채증가(감소)	285.9	1,566.0	(6.8)	(24.3)	(555.3)
자본증가(감소)	1,361.8	316.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(571.4)	439.5	(223.4)	(223.0)	(214.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	451.7	961.4	(1,183.4)	395.3	(1,047.6)
Unlevered CFO	1,317.1	1,705.6	1,305.7	1,369.9	1,381.5
Free Cash Flow	178.2	(787.2)	(1,160.8)	(32.9)	(286.5)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과정을

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.10.16	Neutral	34,000		
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%
21.7.30	Neutral	45,000	-15.06%	0.67%

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 1일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2023년 11월 1일 현재 해당회사의 유가증권을 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 자신의 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 29일