

한화솔루션 009830

아직 급하지 않은 태양광

3분기 매출액과 영업이익 각각 YoY 9.7%, 70.8% 감소

3분기 실적은 매출액 2.9조원(-9.7% YoY)과 영업이익 983억원(-70.8% YoY)을 시현했다. 주력 사업인 태양광에서의 실적 부진으로 전사 외형 및 이익이 축소되었다. 태양광은 매출액 1.3조원(-3.9% YoY)과 영업이익 347억원(-82.4% YoY)을 기록했으며 모듈과 발전부문 모두 매출액과 영업이익이 감소했다. 모듈은 판매량 감소 및 스프레드 축소가 주된 요인이었으며 발전은 미국에서의 태양광 프로젝트 매각 건에도 유럽 일부 프로젝트 지연 영향이 컸다. 3분기 AMPC 반영 금액은 350억원이며 1분기 이후 계속 늘어나고 있다.

4분기 태양광 실적 개선 예상

4분기 태양광 실적은 매출액 2.1조원(-0.7% YoY)과 영업이익 1,304억원(-43.8% YoY)으로 추정한다. 실적 개선 이유는 유틸리티/상업용 모듈 판매량 회복과 미국에서의 다수 ESS 프로젝트 매각 건으로 발전 매출액이 1조원에 달할 것으로 예상되기 때문이다. 발전은 수익성도 7~8%로 올라서며 외형 확대와 함께 이익도 늘어날 전망이다. 이에 따라 4분기 모듈과 발전 영업이익은 각각 604억원(OPM 5.7%), 700억원(7.0%)으로 추정한다.

투자의견 중립, 목표주가 하향

한화솔루션에 대해 투자의견을 중립으로 낮추고 목표주가는 32,000원으로 하향한다. 4분기 태양광 실적 개선이 예상되나 1) 모듈부문 수익성 개선 폭 제한, 2) 발전부문 분기별 실적 안정성 확인 등이 필요하기 때문이다. 올해는 원재료부터 제품 단까지 공급과잉으로 전 밸류체인에서의 가격이 하락 중이다. 단기간에 가격 반등이 어려울 것으로 예상되는 만큼 모듈에서 10% 이상의 영업이익률을 기대하기는 힘들 전망이다. 또한 발전은 지난해 4분기부터 분기별로 실적에 반영되고 있으나 변동폭이 커 과도기를 벗어나야 할 것으로 예상된다. 현재 주가는 업황 부진 우려로 올해 고점 대비 48% 하락했으나 공급과잉 해소가 확인되는 시점에 본격적인 주가 반등이 가능할 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	9,195	10,725	13,654	13,168	14,254
영업이익	594	738	966	689	770
영업이익률(%)	6.5	6.9	7.1	5.2	5.4
세전이익	452	855	569	338	417
지배주주지분순이익	309	619	359	141	185
EPS(원)	1,861	3,236	1,878	830	1,094
증감률(%)	흑전	73.9	-42.0	-55.8	31.7
ROE(%)	5.3	8.8	4.2	1.6	2.0
PER(배)	24.9	11.0	22.9	34.5	26.2
PBR(배)	1.3	0.8	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	10.5	8.3	8.2	7.1	6.9

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2023.11.01

중립(하향)

목표주가(하향)	32,000원
현재주가(10/31)	28,650원
상승여력	11.7%

Stock Data

KOSPI	2,278.0pt
시가총액(보통주)	4,925십억원
발행주식수	171,893천주
액면가	5,000원
자본금	889십억원
60일 평균거래량	1,078천주
60일 평균거래대금	35,175백만원
외국인 지분율	23.3%
52주 최고가	57,000원
52주 최저가	26,500원
주요주주	
한화(외5인)	36.5%
국민연금공단(외 1인)	8.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-3.7	3.9
3M	-24.3	-10.8
6M	-40.3	-31.3

주가차트

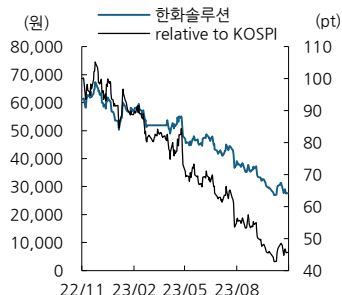


표1 한화솔루션 3분기 실적 리뷰

(십억원)	3Q23P	2Q23	3Q22	%YoY	%QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,925.8	3,393.0	3,241.8	-9.7%	-13.8%	3,497.6	-16.3%
영업이익	98.3	194.1	336.9	-70.8%	-49.3%	118.3	-16.9%
지배주주순이익	5.9	7.1	137.0	-95.7%	-16.9%	17.4	-66.1%
영업이익률	3.4%	5.7%	10.4%	-1.0%p	-2.3%p	3.4%	0.0%p
순이익률	0.2%	0.2%	4.2%	-4.0%p	0.0%p	0.5%	-0.3%p

자료: Quantwise, 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

표2 한화솔루션 연간 전망치 변경

(십억원)	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	13,168.1	14,220.4	-7.4%	14,253.6	16,027.8	-11.1%
영업이익	688.7	1,023.4	-32.7%	769.7	1,169.5	-34.2%
지배주주순이익	140.6	458.9	-69.4%	185.2	538.7	-65.6%
영업이익률	5.2%	7.2%	-2.0%p	5.4%	7.3%	-1.9%p
순이익률	1.1%	3.2%	-2.1%p	1.3%	3.4%	-2.1%p

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한화솔루션 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	2,848.1	3,259.6	3,241.8	3,781.1	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,749.1	13,130.6	13,168.1	14,253.6
증가율	18.5%	17.4%	25.6%	27.6%	8.9%	4.1%	-9.7%	-0.8%	22.4%	0.3%	8.2%
케미칼	1,549.2	1,599.2	1,466.2	1,294.6	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,254.9	5,909.2	5,229.6	5,339.5
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	253.5	264.2	235.4	296.5	1,152.2	1,049.6	1,081.1
신재생	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,067.5	5,568.5	6,342.5	7,262.2
기타	116.0	126.5	131.3	126.9	133.1	158.5	124.6	130.1	500.7	546.3	570.9
영업이익	146.7	272.2	336.9	167.9	271.4	194.1	98.3	124.9	923.7	688.7	769.7
영업이익률	5.2%	8.4%	10.4%	4.4%	8.8%	5.7%	3.4%	3.3%	7.0%	5.2%	5.4%
케미칼	257.6	235.4	128	-32.1	33.7	49.2	55.9	-10.5	588.9	128.3	160.2
첨단소재	3	16.6	19.8	-4.1	21.7	21.2	16.1	15.5	35.3	74.5	86.5
신재생	-114.2	35.2	197.2	231.9	245.0	138.0	34.7	130.4	350.1	548.1	624.5
기타	0.3	-15	-8.1	-27.8	-29	-14.3	-8.4	-10.5	-50.6	-62.2	-74.2
지배주주 순이익	100.9	239	137	-117.8	116.3	7.1	5.9	11.3	359.2	140.6	185.2
순이익률	3.5%	7.3%	4.2%	-3.1%	3.7%	0.2%	0.2%	0.3%	2.7%	1.1%	1.3%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정

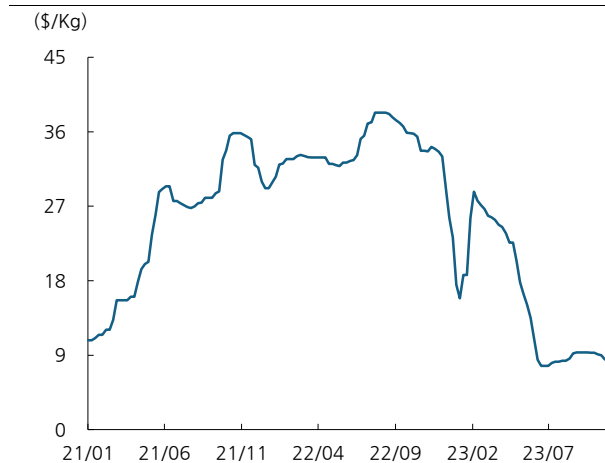
표4 한화솔루션 목표주가 산정 테이블

(십억원, 배, 주)	2024년 영업이익	배수	적정가치	비고
케미칼	160.2	10.6	1,697.9	국내 화학업체 24년 평균 PER
첨단소재	86.5	11.2	969.5	효성첨단소재 24년 PER
태양광	624.5	6.6	4,122.0	현대에너지솔루션 24년 PER
영업가치			6,789.5	
자산가치			4,217.4	관계기업 등 투자자산
순차입금			5,489.4	
적정 시가총액			5,517.5	
총 주식수(천주)			174,468	
자기주식수(천주)			2,580	
자사주 제외한 수정주식수(천주)			171,888	
적정주가(원)			32,099.5	
현재주가(원)			28,650	
상승여력(%)			12%	

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정

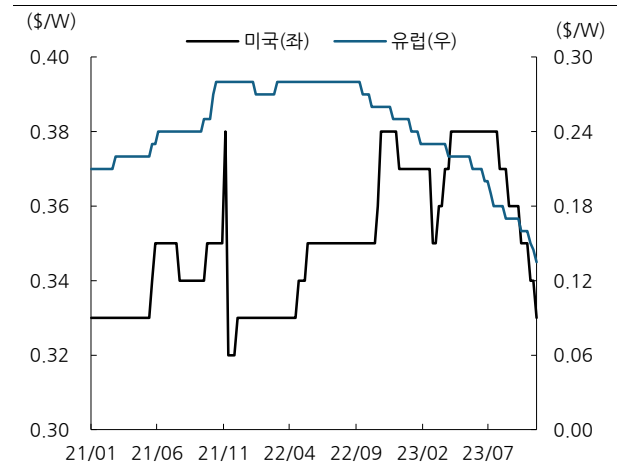
주: 기타 부문은 영업가치에서 제외

그림1 폴리실리콘 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 미국과 유럽 모듈 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

[한화솔루션 009830]

재무상태표						손익계산서					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	4,958	6,074	8,573	8,667	8,470	매출액	9,195	10,725	13,654	13,168	14,254
현금 및 현금성자산	1,200	1,567	2,548	2,469	2,071	매출원가	7,269	8,529	10,853	10,936	11,830
매출채권 및 기타채권	1,459	1,634	2,280	2,351	2,456	매출총이익	1,926	2,196	2,801	2,232	2,423
재고자산	1,432	2,232	3,060	3,162	3,258	판매비 및 관리비	1,332	1,458	1,835	1,543	1,653
기타	868	641	685	685	685	영업이익	594	738	966	689	770
비유동자산	10,179	12,524	13,634	13,724	14,392	(EBITDA)	1,190	1,387	1,642	1,469	1,575
관계기업투자등	2,736	3,528	3,896	3,896	4,217	금융손익	-148	-215	-244	-255	-268
유형자산	6,416	6,452	6,879	7,009	7,248	이자비용	205	148	226	260	263
무형자산	414	1,581	1,644	1,651	1,662	관계기업등 투자손익	139	206	-116	-116	-116
자산총계	15,137	20,008	23,832	24,015	24,620	기타영업외손익	-134	126	-37	20	31
유동부채	5,251	5,788	6,808	6,694	6,942	세전계속사업이익	452	855	569	338	417
매입채무 및 기타채무	1,726	2,687	2,781	2,636	2,854	계속사업법인세비용	112	239	203	130	132
단기금융부채	3,060	2,710	3,199	3,229	3,259	계속사업이익	340	616	366	208	285
기타유동부채	465	391	829	829	829	중단사업이익	-38	0	0	0	0
비유동부채	3,918	4,774	5,685	5,893	5,951	당기순이익	302	616	366	208	285
장기금융부채	3,073	3,708	4,786	4,986	5,036	지배주주	309	619	359	141	185
기타비유동부채	845	1,066	899	907	916	총포괄이익	262	877	430	208	285
부채총계	9,170	11,806	13,935	13,977	14,397	매출총이익률 (%)	20.9	20.5	20.5	17.0	17.0
지배주주지분	5,929	8,159	8,921	9,061	9,246	영업이익률 (%)	6.5	6.9	7.1	5.2	5.4
자본금	821	978	978	978	978	EBITDA마진률 (%)	12.9	12.9	12.0	11.2	11.1
자본잉여금	798	2,003	2,320	2,320	2,320	당기순이익률 (%)	3.3	5.7	2.7	1.6	2.0
이익잉여금	4,430	5,051	5,561	5,702	5,887	ROA (%)	2.0	3.5	1.6	0.6	0.8
비지배주주지분(연결)	39	42	976	976	976	ROE (%)	5.3	8.8	4.2	1.6	2.0
자본총계	5,968	8,201	9,897	10,038	10,223	ROIC (%)	5.6	6.2	6.2	3.8	4.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2020	2021	2022	2023F	2024F		2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,070	991	116	923	1,065	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	302	616	366	208	285	P/E	24.9	11.0	22.9	34.5	26.2
비현금수익비용가감	872	701	1,340	1,032	765	P/B	1.3	0.8	0.9	0.6	0.5
유형자산감가상각비	565	617	637	741	766	P/S	0.8	0.6	0.6	0.4	0.4
무형자산상각비	30	31	38	39	40	EV/EBITDA	10.5	8.3	8.2	7.1	6.9
기타현금수익비용	277	52	664	-477	-771	P/CF	6.6	5.2	4.9	4.0	4.8
영업활동 자산부채변동	-129	-191	-1,626	-317	16	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	111	-21	-400	-71	-105	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-26	-692	-35	-101	-97	매출액	-2.8	16.6	27.3	-3.6	8.2
매입채무 증가(감소)	12	507	-812	-144	217	영업이익	29.4	24.3	30.9	-28.7	11.8
기타자산, 부채변동	-226	15	-379	0	0	세전이익	168.7	89.4	-33.4	-40.6	23.4
투자활동 현금	-43	-1,655	-1,477	-1,032	-1,493	당기순이익	흑전	104.3	-40.6	-43.1	36.9
유형자산처분(취득)	-865	-780	-889	-871	-1,005	EPS	흑전	73.9	-42.0	-55.8	31.7
무형자산 감소(증가)	8	-6	-37	-46	-51	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-31	-389	-463	-116	-437	부채비율	153.7	144.0	140.8	139.2	140.8
기타투자활동	845	-481	-87	0	0	유동비율	94.4	104.9	125.9	129.5	122.0
재무활동 현금	-887	1,076	2,322	30	30	순차입금/자기자본(x)	79.5	56.4	52.3	54.7	58.4
차입금의 증가(감소)	-631	-157	1,207	30	30	영업이익/금융비용(x)	2.9	5.0	4.3	2.6	2.9
자본의 증가(감소)	-62	1,325	-91	0	0	총차입금 (십억원)	6,133	6,419	7,985	8,215	8,295
배당금의 지급	33	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	4,742	4,625	5,180	5,489	5,968
기타재무활동	-194	-92	1,206	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	115	452	965	-79	-398	EPS	1,861	3,236	1,878	830	1,094
기초현금	1,085	1,200	1,652	2,548	2,469	BPS	36,829	42,408	46,364	51,936	52,997
기말현금	1,200	1,652	2,616	2,469	2,071	SPS	54,924	55,675	70,878	75,476	81,698
NOPLAT	447	532	622	424	526	CFPS	7,013	6,837	8,854	7,106	6,015
FCF	1,002	-529	-1,397	-109	-428	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

한화솔루션 (009830) 투자이전 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-01-16	담당자변경				
2023-01-16	매수	65,000	-45.0	-26.5	
2023-02-17	매수	65,000	-47.1	-29.4	
2023-04-04	매수	65,000	-37.2	-15.2	
2023-06-19	매수	65,000	-43.9	-26.4	
2023-08-16	매수	65,000	-50.7	-41.9	
2023-11-01	종립	32,000			



투자이전 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자이전은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자이전 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	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.