

## 한화솔루션 009830

## 힘든 시기를 보내고 있는 태양광

## 23.4Q Review: 매출액 3.9조원과 영업이익 407억원 실현

4분기 실적은 매출액 3.9조원(+2.3% YoY)과 영업이익 407억원(-75.7% YoY)을 실현했으며 당사 추정치 및 컨센서스 모두 대폭 하회했다. 가장 중요한 태양광 4분기 실적은 매출액 2.3조원(+12.4% YoY)과 영업이익 1,505억원(-35.1% YoY)을 기록했다. 매출액은 모듈 판매량 증가와 개발자산 매각 등으로 증가했으며 영업이익은 모듈에서 1,144억원의 이익이 났지만 AMPC 1,238억원을 제외 시 적자를 기록했다. 발전에서는 361억원의 이익을 달성했다. 모듈부문 적자는 현재 국내외 P타입 제품 공급과잉에 따른 판매단가 하락 영향에 기인했으며 음성공장 섀다운 관련 비용도 반영되었다.

## 태양광은 상반기까지 실적 부진 이어질 것으로 예상

현재 P타입 모듈 공급과잉은 중국 태양광 기업들로부터 촉발되고 있다. 미국 수출이 녹록지 않은 중국 업체들이 규제가 없는 유럽 시장으로 판매를 늘리면서 수요 대비 넘치는 공급이 이루어졌다. 또한 N타입으로 전환하는 과정에서 P타입 제품을 모두 소진해야 하는 상황으로 재고떨이가 진행 중이다. 이에 따라 중국 공급망 영향권에 있는 지역들의 판매단가가 계속 하락 중이다. 따라서 재고 레벨이 바닥을 찍는 시기가 태양광 업황의 저점일 것으로 판단하며 올해 상반기까지는 진통이 이어질 것으로 보인다.

## 투자의견 '중립' 유지

한화솔루션에 대해 투자의견 '중립'을 유지한다. 태양광은 올해 1분기에도 실적이 안 좋을 것으로 보이며 케미칼도 수요부진으로 단기간에 매출액이 회복하기는 어려울 것으로 예상된다. 첨단소재 역시 전사 실적을 끌어올리기에는 역부족으로 전 사업부문 모두 힘든 시기를 보내고 있다. 4분기 실적발표 후 주가는 10% 이상 급락했다. 주가 회복을 위해서는 올해 미국에서의 태양광 신규 공장 가동을 통한 실적 기여가 중요할 것으로 예상하며 발전부문도 분기별 실적 변동성 완화가 뒷받침되어야 할 것으로 판단한다.

## Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023P	2024F
매출액	9,195	10,725	13,654	13,289	14,254
영업이익	594	738	966	605	770
영업이익률(%)	6.5	6.9	7.1	4.5	5.4
세전이익	452	855	569	-102	417
지배주주지분순이익	309	619	359	-208	185
EPS(원)	1,861	3,236	1,878	-1,229	1,094
증감률(%)	흑전	73.9	-42.0	적전	흑전
ROE(%)	5.3	8.8	4.2	-2.4	2.1
PER(배)	24.9	11.0	22.9	-23.8	26.8
PBR(배)	1.3	0.8	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	10.5	8.3	8.2	7.9	7.2

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

2024.02.23

## 중립 (유지)

목표주가(유지)	32,000원
현재주가(02/22)	29,300원
상승여력	9.2%

## Stock Data

KOSPI	2,664.3pt
시가총액(보통주)	5,036십억원
발행주식수	171,893천주
액면가	5,000원
자본금	889십억원
60일 평균거래량	1,273천주
60일 평균거래대금	44,365백만원
외국인 지분율	24.0%
52주 최고가	57,000원
52주 최저가	26,500원
주요주주	
한화(외 5인)	36.5%
국민연금공단(외 1인)	8.4%

## 주가추이 및 상대강도

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

## 주가차트

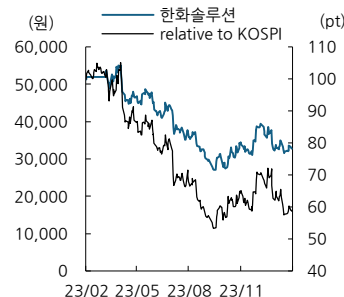


표1 한화솔루션 4분기 실적 리뷰

(십억원)	4Q23P	4Q22	3Q23	%YoY	%QoQ	컨센서스	차이
매출액	3,869.7	3,781.1	2,925.9	2.3%	32.3%	3,498.8	10.6%
영업이익	40.7	167.9	98.3	-75.7%	-58.6%	163.1	-75.0%
지배주주순이익	-337.3	-117.8	5.9	적지	적전	68.8	적자
영업이익률	1.1%	4.4%	3.4%	-3.4%	-2.3%	4.7%	-3.6%
순이익률	-8.7%	-3.1%	0.2%	적지	적전	2.0%	적자

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

표2 한화솔루션 실적 테이블

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F
매출액	2,848.1	3,259.6	3,241.8	3,781.1	3,100.2	3,393.0	2,925.9	3,869.7	13,130.6	13,288.7	14,253.6
증가율	18.5%	17.4%	25.6%	27.6%	8.9%	4.1%	-9.7%	2.3%	22.4%	1.2%	7.3%
케미칼	1,549.2	1,599.2	1,466.2	1,294.6	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	5,909.2	5,097.4	5,339.5
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	253.5	264.2	235.4	235.8	1,152.2	988.9	1,081.1
신재생	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	5,568.5	6,615.9	7,262.2
기타	116.0	126.5	131.3	126.9	133.1	158.5	124.6	170.3	500.7	586.5	570.9
영업이익	146.7	272.2	336.9	167.9	271.4	194.1	98.3	40.7	923.7	604.5	769.7
영업이익률	5.2%	8.4%	10.4%	4.4%	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	7.0%	4.5%	5.4%
케미칼	257.6	235.4	128.0	-32.1	33.7	49.2	55.9	-79.3	588.9	59.5	144.3
첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	21.7	21.2	16.1	5.3	35.3	64.3	86.5
신재생	-114.2	35.2	197.2	231.9	245.0	138.0	34.7	150.5	350.1	568.2	624.5
기타	0.3	-15.0	-8.1	-27.8	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-50.6	-87.5	-85.6
지배주주 순이익	100.9	239.0	137.0	-117.8	116.3	7.1	5.9	-337.3	359.2	-208.1	185.2
순이익률	3.5%	7.3%	4.2%	-3.1%	3.7%	0.2%	0.2%	-8.7%	2.7%	-1.6%	1.3%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 태양광 부문 분기 상세실적

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P
매출액	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9
발전	0.0	0.0	0.0	590.0	165.0	325.0	401.8	1,183.0
모듈	920.6	1,234.3	1,331.6	1,492.0	1,201.1	1,304.0	878.1	1,157.9
영업이익	-114.2	35.2	197.2	231.9	245.0	138.0	34.7	150.5
발전	0.0	0.0	0.0	70.0	65.0	0.4	-7.8	36.1
모듈	-114.2	35.2	197.2	161.9	180.0	137.6	42.5	114.4
영업이익률	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%
발전	-	-	-	11.9%	39.4%	0.1%	-1.9%	3.1%
모듈	-12.4%	2.9%	14.8%	10.9%	15.0%	10.6%	4.8%	9.9%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정

## [ 한화솔루션 009830 ]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2020	2021	2022	2023P	2024F		2020	2021	2022	2023P	2024F
유동자산	4,958	6,074	8,573	8,337	8,169	매출액	9,195	10,725	13,654	13,289	14,254
현금 및 현금성자산	1,200	1,567	2,548	2,139	1,770	매출원가	7,269	8,529	10,853	11,036	11,830
매출채권 및 기타채권	1,459	1,634	2,280	2,351	2,456	매출총이익	1,926	2,196	2,801	2,252	2,423
재고자산	1,432	2,232	3,060	3,162	3,258	판매비 및 관리비	1,332	1,458	1,835	1,648	1,653
기타	868	641	685	685	685	영업이익	594	738	966	605	770
비유동자산	10,179	12,524	13,634	13,742	14,360	(EBITDA)	1,190	1,387	1,642	1,386	1,576
관계기업투자등	2,736	3,528	3,896	3,896	4,179	금융손익	-148	-215	-244	-255	-268
유형자산	6,416	6,452	6,879	7,017	7,255	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	23,703	24,271	기타영업외손익	-134	126	-37	-336	31
유동부채	5,251	5,788	6,808	6,719	6,942	세전계속사업이익	452	855	569	-102	417
매입채무 및 기타채무	1,726	2,687	2,781	2,661	2,854	계속사업법인세비용	112	239	203	53	132
단기금융부채	3,060	2,710	3,199	3,229	3,259	계속사업이익	340	616	366	-155	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	-155	285
장기금융부채	3,073	3,708	4,786	4,986	5,036	지배주주	309	619	359	-208	185
기타비유동부채	845	1,066	899	907	916	총포괄이익	262	877	430	-155	285
부채총계	9,170	11,806	13,935	14,014	14,397	매출총이익률 (%)	20.9	20.5	20.5	17.0	17.0
지배주주지분	5,929	8,159	8,921	8,713	8,898	영업이익률 (%)	6.5	6.9	7.1	4.5	5.4
자본금	821	978	978	978	978	EBITDA마진률 (%)	12.9	12.9	12.0	10.4	11.1
자본잉여금	798	2,003	2,320	2,320	2,320	당기순이익률 (%)	3.3	5.7	2.7	-1.2	2.0
이익잉여금	4,430	5,051	5,561	5,353	5,538	ROA (%)	2.0	3.5	1.6	-0.9	0.8
비지배주주지분(연결)	39	42	976	976	976	ROE (%)	5.3	8.8	4.2	-2.4	2.1
자본총계	5,968	8,201	9,897	9,689	9,874	ROIC (%)	5.6	6.2	6.2	3.9	4.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2020	2021	2022	2023P	2024F		2020	2021	2022	2023P	2024F
영업활동 현금흐름	1,070	991	116	601	1,056	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	302	616	366	-155	285	P/E	24.9	11.0	22.9	-23.8	26.8
비현금수익비용가감	872	701	1,340	1,049	779	P/B	1.3	0.8	0.9	0.6	0.6
유형자산감가상각비	565	617	637	742	767	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	7.9	7.2
기타현금수익비용	277	52	664	-460	-757	P/CF	6.6	5.2	4.9	5.7	4.8
영업활동 자산부채변동	-129	-191	-1,626	-293	-9	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	-2.7	7.3
매입채무 증가(감소)	12	507	-812	-120	193	영업이익	29.4	24.3	30.9	-37.4	27.3
기타자산 부채변동	-226	15	-379	0	0	세전이익	168.7	89.4	-33.4	적전	흑전
투자활동 현금	-43	-1,655	-1,477	-1,040	-1,455	당기순이익	흑전	104.3	-40.6	적전	흑전
유형자산처분(취득)	-865	-780	-889	-879	-1,005	EPS	흑전	73.9	-42.0	적전	흑전
무형자산 감소(증가)	8	-6	-37	-46	-51	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-31	-389	-463	-116	-399	부채비율	153.7	144.0	140.8	144.6	145.8
기타투자활동	845	-481	-87	0	0	유동비율	94.4	104.9	125.9	124.1	117.7
재무활동 현금	-887	1,076	2,322	30	30	순차입금/자기자본(x)	79.5	56.4	52.3	60.1	63.5
차입금의 증가(감소)	-631	-157	1,207	30	30	영업이익/금융비용(x)	2.9	5.0	4.3	2.3	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	5,819	6,269
기타재무활동	-194	-92	1,206	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	115	452	965	-409	-370	EPS	1,861	3,236	1,878	-1,229	1,094
기초현금	1,085	1,200	1,652	2,548	2,139	BPS	36,829	42,408	46,364	49,938	50,999
기말현금	1,200	1,652	2,616	2,139	1,770	SPS	54,924	55,675	70,878	76,167	81,698
NOPLAT	447	532	622	438	526	CFPS	7,013	6,837	8,854	5,124	6,099
FCF	1,002	-529	-1,397	-439	-400	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

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

## 한화솔루션 (009830) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(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	5.6	23.4		
2023-11-13	중립	32,000	6.5	23.4		
2024-01-11	중립	32,000	5.0	-1.3		
2024-02-23	중립	32,000				

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

## 투자의견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	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 당사에게 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.