

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 36,000원

현재가 (7/25) 25,500원

KOSPI (7/25)	2,710.65pt
시가총액	4,440십억원
발행주식수	174,468천주
액면가	5,000원
52주 최고가	43,050원
최저가	23,150원
60일 일평균거래대금	63십억원
외국인 지분율	21.5%
배당수익률 (2024F)	1.2%

주주구성	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	6.24%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-13%	-29%	-42%
절대기준	-15%	-23%	-41%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	36,000	42,000	▼
EPS(24)	-5,955	-1,581	▼
EPS(25)	655	2,048	▼

한화솔루션 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한화솔루션 (009830)

미국 태양광 재고, 내년부터 정상화 전망

올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회

한화솔루션의 올해 2분기 영업이익은 -1,078억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속하며, 시장 기대치(-612억원)을 하회하였다. 신재생에너지부문의 수익 둔화에 기인한다. 1) 신재생에너지부문 영업이익은 -918억원으로 전 분기 대비 적자를 축소하였다. 비수기가 종료되며 태양광 모듈 판매량이 전 분기 대비 약 40% 증가하였고, 다운스트림(개발자산 매각/EPC) 매출액이 약 20% 증가하였으며, AMPC 효과가 약 500억원(올해 1분기 966억원→ 2분기 1,468억원)이 증가하였기 때문이다. 2) 케미칼 부문 영업이익은 -174억원으로 전 분기 대비 적자가 소폭 감소하였다. 유화/닝보부문의 판가 인상에 따른 스프레드 개선 효과에 기인한다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 90억원으로 전 분기 대비 15.1% 감소하였다. PP 등 원재료 가격과 해상 운임 비용이 상승하였기 때문이다.

올해 3분기 영업이익은 -193억원으로 전 분기 대비 적자를 줄일 전망이다. 태양광 모듈 판매량이 30% 이상 증가할 것으로 전망되는 가운데, 다운스트림 매출액이 큰 폭으로 확대(+4천억원)될 것으로 예상되기 때문이다.

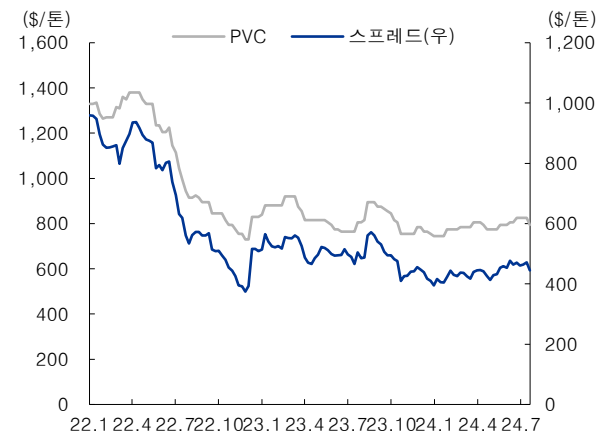
미국 모듈 재고 해소에는 시간이 필요하다

당 리서치센터의 추정에 따르면, 미국의 올해 태양광 모듈 재고는 약 45GW로 작년 미국 태양광 수요에 육박할 전망이다. 올해 6월 초 미국의 동남아시아 패널 관세 유예기간 만료를 고려하여 동남아시아 업체들이 밀어내기 수출을 진행하였고, 미국 태양광 다운스트림 업체들은 관세 관련 불확실성으로 저가 재고를 서둘러 채웠기 때문이다. 다만 미국의 AI 데이터센터향 태양광 설치 수요가 급증하는 가운데, 동남아시아/한국/인도향 수입 감소 및 신증설 프로젝트의 지연/철회 등으로 내년부터는 재고가 정상 수준(수요의 4~6개월분)으로 복구되며, 최근 급격히 떨어진 판가도 회복할 것으로 예상된다. 미국 태양광 공급의 본격 반등은 내년으로 판단된다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,949	13,785	15,061
영업이익	924	605	-287	738	1,104
세전이익	549	-102	-1,078	154	609
지배주주순이익	359	-208	-1,039	114	451
EPS(원)	1,864	-1,172	-5,955	655	2,587
증가율(%)	-43.5	-162.9	407.9	-111.0	294.7
영업이익률(%)	7.0	4.6	-2.4	5.4	7.3
순이익률(%)	2.8	-1.2	-8.1	0.9	3.2
ROE(%)	4.2	-2.5	-14.1	1.6	6.3
PER	23.1	-33.7	-4.3	38.9	9.9
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.8	12.0	40.6	10.1	8.2

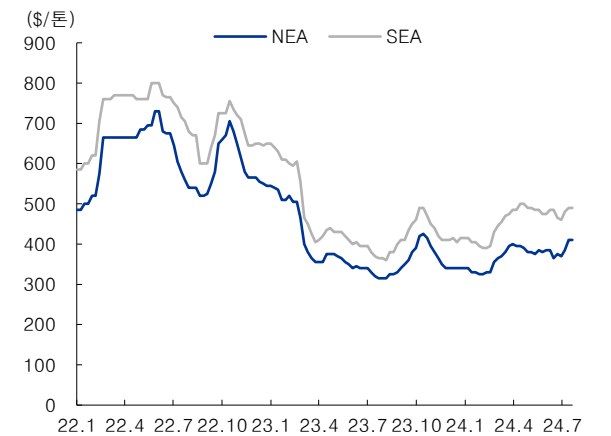
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



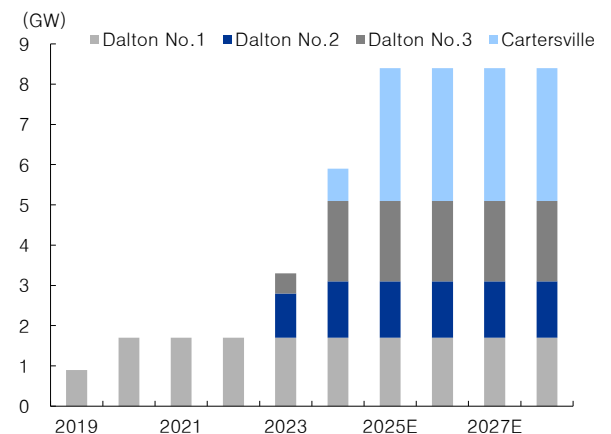
자료: 씨스켈, IBK투자증권

그림 2. 역내 가성소다 가격 추이



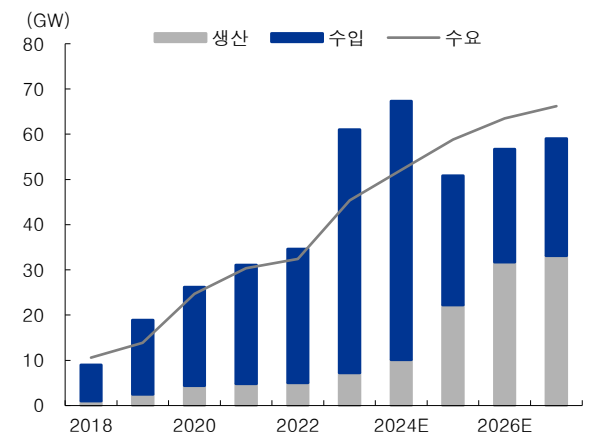
자료: 씨스켈, IBK투자증권

그림 3. 한화솔루션 미국 태양광 모듈 생산능력 추이/전망



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 4. 미국 태양광 설치 수급 추이/전망



자료: EIA, ITC, Bloomberg, SEIA, IBK투자증권

표 1. 한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2023				2024				2021	2022	2023	2024E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QP	3QE	4QE	Annual				
매출액	3,100	3,393	2,926	3,870	2,379	2,679	3,429	3,449	10,725	13,654	13,289	11,935	
영업이익	271	194	98	41	-214	-108	-19	56	738	966	605	-285	
영업이익률	8.8	5.7	3.4	1.1	-9.0	-4.0	-0.6	1.6	6.9	7.1	4.5	-2.4	
매출액	케미칼	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,222	1,299	1,155	5,364	5,916	5,097	4,899
	첨단소재	254	264	235	236	250	266	276	290	939	1,152	989	1,082
	갤러리아	0	0	0	0	0	0	0	0	515	533		
	신재생에너지	1,366	1,629	1,280	2,341	764	980	1,642	1,792	3,569	5,569	6,616	5,179
	기타	133	159	125	170	143	211	211	211	339	484	586	775
영업이익	케미칼	34	49	56	-79	-19	-17	22	12	1,047	589	60	-2
	첨단소재	22	21	16	5	11	9	11	15	10	35	64	45
	갤러리아	0	0	0	0	0	0	0	0	29	37		
	신재생에너지	245	138	35	151	-185	-92	-52	30	-329	350	568	-299
	기타	-29	-14	-8	-36	-21	-8	0	0	-19	-45	-88	-29

자료: 한화솔루션, IBK투자증권, 2023년 실적 치동 공장 중단사업 분류 미반영, 2024년 실적 공시 변경 후 반영할 예정

한화솔루션 (009830)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,949	13,785	15,061
증가율(%)	22.4	1.2	-10.1	15.4	9.3
매출원가	10,732	11,050	10,659	11,176	11,898
매출총이익	2,399	2,239	1,291	2,609	3,163
매출총이익률 (%)	18.3	16.8	10.8	18.9	21.0
판매비	1,475	1,634	1,578	1,871	2,059
판매비율(%)	11.2	12.3	13.2	13.6	13.7
영업이익	924	605	-287	738	1,104
증가율(%)	25.1	-34.6	-147.5	-356.9	49.6
영업이익률(%)	7.0	4.6	-2.4	5.4	7.3
순금융손익	-171	-321	-535	-648	-659
이자손익	-172	-325	-536	-648	-659
기타	1	4	1	0	0
기타영업외손익	-101	-400	-134	4	4
중속/관계기업손익	-102	14	-121	60	160
세전이익	549	-102	-1,078	154	609
법인세	202	41	-109	34	134
법인세율	36.8	-40.2	10.1	22.1	22.0
계속사업이익	347	-147	-970	120	475
중단사업손익	19	-8	0	0	0
당기순이익	366	-155	-970	120	475
증가율(%)	-40.6	-142.4	524.6	-112.4	294.7
당기순이익률 (%)	2.8	-1.2	-8.1	0.9	3.2
지배주주당기순이익	359	-208	-1,039	114	451
기타포괄이익	219	21	174	0	0
총포괄이익	585	-134	-796	120	475
EBITDA	1,599	1,283	433	1,563	1,972
증가율(%)	15.3	-19.8	-66.2	260.5	26.2
EBITDA마진율(%)	12.2	9.7	3.6	11.3	13.1

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,864	-1,172	-5,955	655	2,587
BPS	46,307	44,979	39,563	39,927	42,223
DPS	0	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	23.1	-33.7	-4.3	38.9	9.9
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.8	12.0	40.6	10.1	8.2
성장성지표(%)					
매출증가율	22.4	1.2	-10.1	15.4	9.3
EPS증가율	-43.5	-162.9	407.9	-111.0	294.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.8	1.2	1.2	1.2
ROE	4.2	-2.5	-14.1	1.6	6.3
ROA	1.7	-0.6	-3.4	0.4	1.3
ROIC	3.7	-1.4	-7.3	0.9	3.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	140.8	171.8	297.4	325.1	337.2
순차입금 비율(%)	49.6	82.3	147.7	124.9	121.1
이자보상배율(배)	4.6	1.5	-0.4	0.9	1.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.3	6.5	5.0	4.7	4.6
재고자산회전율	5.0	4.2	2.7	3.1	4.1
총자산회전율	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	12,649	14,288	16,285
현금및현금성자산	2,548	1,956	2,389	5,460	6,539
유가증권	184	126	155	173	191
매출채권	2,055	2,023	2,753	3,083	3,403
재고자산	3,060	3,297	5,481	3,476	3,837
비유동자산	13,634	14,407	16,528	17,073	17,569
유형자산	6,879	7,046	9,088	9,519	9,901
무형자산	1,644	1,768	1,766	1,710	1,660
투자자산	4,197	4,422	4,455	4,478	4,501
자산총계	23,832	24,493	32,178	34,721	37,564
유동부채	6,808	7,689	13,284	14,718	16,109
매입채무및기타채무	1,832	1,837	2,698	3,021	3,335
단기차입금	2,443	2,947	6,054	6,780	7,485
유동성장기부채	560	841	1,329	1,329	1,329
비유동부채	5,685	6,598	8,376	9,126	9,872
사채	2,047	2,387	3,173	3,773	4,373
장기차입금	2,158	3,174	3,758	3,758	3,758
부채총계	13,935	15,482	24,080	26,554	28,972
지배주주지분	8,921	7,847	6,902	6,966	7,367
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,481	1,481	1,481
자본조정등	-154	-135	-135	-135	-135
기타포괄이익누계액	215	258	419	419	419
이익잉여금	5,561	5,339	4,249	4,312	4,713
비지배주주지분	976	1,163	1,195	1,201	1,225
자본총계	9,897	9,011	8,098	8,167	8,592
비이자부채	6293	5985	9574	10722	11835
총차입금	7,642	9,497	14,506	15,832	17,137
순차입금	4,910	7,415	11,962	10,199	10,406

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	-1,822	2,972	901
당기순이익	366	-155	-970	120	475
비현금성 비용 및 수익	1,340	1,583	1,546	1,408	1,363
유형자산감가상각비	637	613	654	768	818
무형자산상각비	38	66	66	56	49
운전자본변동	-1,626	-499	-1,977	2,091	-278
매출채권등의 감소	-400	-544	-632	-330	-320
재고자산의 감소	-35	-175	-2,114	2,005	-361
매입채무등의 증가	-812	290	771	323	314
기타 영업현금흐름	36	-411	-421	-647	-659
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-4,519	-1,956	-1,934
유형자산의 증가(CAPEX)	-903	-2,390	-2,717	-1,200	-1,200
유형자산의 감소	14	41	5	0	0
무형자산의 감소(증가)	-37	-18	-5	0	0
투자자산의 감소(증가)	-590	-689	63	-23	-23
기타	39	257	-1865	-733	-711
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	6,735	2,055	2,113
차입금의 증가(감소)	1,304	2,052	2,250	0	0
자본의 증가	0	49	0	0	0
기타	1018	-492	4485	2055	2113
기타 및 조정	4	14	37	0	0
현금의 증가	965	-658	431	3,071	1,080
기초현금	1,652	2,616	1,958	2,389	5,460
기말현금	2,616	1,958	2,389	5,460	6,539

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당 사항 없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	87
Trading Buy (중립)	16	10.4
중립	4	2.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

한화솔루션	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2022.08.16	매수	66,000	-26.92	-21.21
	2022.08.30	매수	68,000	-28.66	-19.71
	2023.02.02	적극매수	86,000	-46.09	-44.48
	2023.02.16	적극매수	77,000	-40.97	-28.44
	2023.07.28	매수	62,000	-46.26	-36.29
	2024.01.05	매수	58,000	-46.78	-33.53
	2024.04.03	매수	42,000	-33.27	-19.29
	2024.07.26	매수	36,000		