

한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

40,000

유지

현재주가

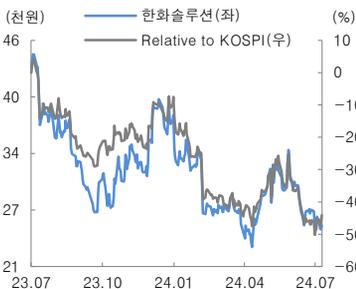
25,500

(24.07.25)

화학업종

KOSPI	2710.65
시가총액	4,440십억원
시가총액비중	0.19%
지분금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	43,050원 / 23,150원
120일 평균거래대금	466억원
외국인지분율	21.51%
주요주주	한화 외 4 인 36.48% 국민연금공단 6.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.6	7.1	-22.6	-40.8
상대수익률	-12.6	3.9	-29.5	-42.4



2Q 실적 시장 기대치 하회

- 동사의 2Q24 영업이익 -1,078억원으로 시장기대치(-627억원) 하회
- 태양광 모듈 판매량 QoQ +40% 증가했으나, 평가하락으로 개선폭 미미
- 연간 판매량 9GW 유지, 4Q 3.7GW(QoQ +70.1%)달성 시 모듈 부문 흑전 기대

투자의견 매수, 목표주가 40,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 신재생에너지 부문 Target EV/EBITDA 9.5 배 적용. 25년 1월 카터스빌 공장 셀 생산에 따른 DCA요건 충족으로 멀티플 상향

2Q24 Review: OP -1,078억원 컨센서스 하회

신재생부문 OP -918억으로 QoQ +935억원 개선. 카터스빌 3공장 가동에 따른 AMPC 상승(1,468억원, QoQ +52%) 및 일부 발전자산 매각에 따라 발전프로젝트 부문 적자폭 축소(-171억원, QoQ +288억원) 되었으나, 모듈판매 및 기타부문 실적개선폭 미미(-2,215억원, QoQ +145억원). 2Q 태양광 모듈 판매량 QoQ +40% 증가했으나, 북미 지역 내 재고 영향에 따른 추가적인 평가 하락(QoQ -9.3%) 추정. 케미칼부문 주요제품 스프레드 개선에도 불구하고 운임비 상승에 따라 OP -174억원(QoQ +13억원)으로 개선폭 미미.

하반기 신재생부문 이익 추정치 하향조정

3Q24 신재생부문 OP 197억원 전망. 모듈부문 평가 소폭 상승한 가운데 판매량 QoQ +60% 증가를 기대했으나, 3Q24 모듈판매가 QoQ -1.2%, 판매량 QoQ +30% 예상하며 추정치 하향 조정. 발전프로젝트 부문 자산 매각 대비 EPC 비중 상회로 OPM 기존 5% 수준에서 1%로 가정치 하향. AMPC의 경우 3Q 이후 판매량 증가에 따른 카터스빌 3공장 가동률 상승으로 1,650억원 기준 추정치 유지. 24년 연간 북미 유틸리티 태양광 예상 설치량 37.7GW로 QoQ +3.1% 상향된 가운데, 동사는 금번 컨퍼런스콜에서 연간 판매량 가이던스 9GW 유지, 4Q 판매량 3.7GW(1Q 1.2GW, 2Q 1.7GW, 3Q 2.1GW 가정) 달성 시, 모듈부문 흑자전환 달성 가능할 것으로 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	직전추정	잠정치	2Q24			3Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,393	2,393	2,872	2,679	-21.0	12.0	2,782	3,212	9.8	19.9
영업이익	194	-217	-41	-108	적전	적지	-61	10	-89	흑전
순이익	7	-459	-239	-288	적전	적지	-134	-153	적전	적지

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,926	11,858	12,096
영업이익	924	605	-70	1,291	1,317
세전순이익	549	-102	-704	730	662
총당기순이익	366	-155	-785	777	572
지배지분순이익	359	-208	-825	761	561
BPS	46,307	44,221	40,251	44,672	48,015
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
ROE	4.2	-2.5	-11.1	10.3	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

표 1. 한화솔루션 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,378.5	2,679.3	3,212.4	3,641.2	2,532.4	2,653.1	3,207.3	3,465.7	13,198.4	11,911.4	11,858.5
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,379.9	1,314.1	1,309.8	1,307.6	1,286.2	1,213.1	5,097.4	5,138.7	5,116.6
태양광	764.1	980.2	1,423.4	1,910.0	772.4	887.0	1,490.4	1,821.1	6,525.6	5,077.7	4,970.9
첨단소재	249.6	265.9	247.1	245.7	278.4	279.6	259.7	258.2	988.9	1,008.3	1,075.9
기타	142.5	210.8	162.1	171.4	171.7	179.0	171.0	173.3	586.5	686.8	695.0
영업이익	-214.4	-107.8	9.9	264.3	282.5	324.1	357.5	377.1	604.5	-47.9	1,341.2
영업이익률(%)	-9.0%	-4.0%	0.3%	7.3%	11.2%	12.2%	11.1%	10.9%	4.6%	-0.4%	11.3%
케미칼	-18.7	-17.4	-9.9	-9.1	-4.8	5.1	4.9	4.2	59.5	-55.2	9.4
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-0.7%	-0.7%	-0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	1.2%	-1.1%	0.2%
태양광	-185.3	-91.8	19.7	273.3	279.1	305.9	337.2	353.9	568.2	15.9	1,276.2
영업이익률(%)	-15.2%	-7.5%	1.4%	20.8%	21.3%	23.4%	26.2%	29.2%	8.7%	0.3%	25.7%
모듈 판매 및 기타	-236.0	-221.5	-153.3	61.9	26.3	29.5	42.3	56.5	294.9	-548.9	154.6
AMPC	96.6	146.8	165.0	166.4	235.6	256.1	254.9	252.4	209.6	574.8	999.1
발전프로젝트	-45.9	-17.1	8.0	45.0	17.1	20.3	40.0	45.0	93.7	-10.0	122.4
첨단소재	10.6	9.0	8.4	8.3	9.4	9.5	8.8	8.7	64.3	36.3	36.4
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	6.5%	3.6%	3.4%
기타	-21.0	-7.6	-8.2	-8.2	-1.2	3.7	6.5	10.2	-87.5	-45.0	19.2
영업이익률(%)	9.8%	7.1%	-82.7%	-3.1%	-0.4%	1.1%	1.8%	2.7%	-14.9%	-6.5%	2.8%
지분법이익	-51.6	-49.5	4.6	10.3	10.5	10.6	10.8	10.9	14.1	-86.2	42.8
세전이익	-379.4	-311.0	-133.9	42.4	143.7	245.2	256.5	177.4	-102.0	-796.9	780.0
지배주주순이익	-458.6	-367.1	-139.2	44.1	149.3	254.9	266.6	184.3	-208.1	-920.9	855.1
% YoY											
매출액	-22.8	-20.4	10.6	-5.4	6.5	-1.0	-0.2	-4.8	0.5	-9.8	-0.4
케미칼	-9.3	-8.9	7.3	17.0	7.2	7.0	-6.8	-7.7	-13.7	0.8	-0.4
태양광	-43.3	-38.7	13.1	-17.6	1.1	-9.5	4.7	-4.7	17.2	-22.2	-2.1
첨단소재	-1.5	0.6	5.0	4.2	11.6	5.2	5.1	5.1	-14.2	2.0	6.7
기타	7.1	33.0	30.1	0.7	20.5	-15.1	5.5	1.1	19.4	17.1	1.2
영업이익	적전	적전	-89.9	549.7	흑전	흑전	3,504.8	42.7	-34.6	적전	흑전
케미칼	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	-89.9	적전	흑전
태양광	적전	적전	-43.3	81.6	흑전	흑전	1,613.2	29.5	62.3	-97.2	7,931.5
첨단소재	-51.2	-57.5	-48.1	56.9	-11.1	5.2	5.1	5.1	82.2	-43.6	0.4
기타	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전
지분법이익	적전	적지	-83.8	-71.5	흑전	흑전	132.9	6.1	흑전	적전	흑전
세전이익	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	318.4	적전	적지	흑전
지배주주순이익	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	318.4	적전	적지	흑전
% QoQ											
매출액	-38.2	12.6	19.9	13.3	-30.5	4.8	20.9	8.1			
케미칼	8.9	0.0	12.9	-4.8	-0.3	-0.2	-1.6	-5.7			
태양광	-67.0	28.3	45.2	34.2	-59.6	14.8	68.0	22.2			
첨단소재	5.9	6.5	-7.1	-0.6	13.3	0.4	-7.1	-0.6			
기타	-16.3	47.9	-23.1	5.8	0.2	4.3	-4.4	1.3			
영업이익	적전	적지	흑전	2,565.7	6.9	14.7	10.3	5.5			
케미칼	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-2.5	-13.8			
태양광	적전	적지	흑전	1,288.5	2.1	9.6	10.2	4.9			
첨단소재	100.0	-15.1	-7.1	-0.6	13.3	0.4	-7.1	-0.6			
기타	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	76.3	56.4			
지분법이익	적전	적지	흑전	122.7	1.5	1.5	1.5	1.5			
세전이익	적지	적지	적지	흑전	238.9	70.7	4.6	-30.9			
지배주주순이익	적지	적지	적지	흑전	238.9	70.7	4.6	-30.9			

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,926	11,858	12,036
매출원가	10,732	11,050	10,329	8,894	9,072
매출총이익	2,399	2,239	1,597	2,965	3,024
판매비와관리비	1,475	1,634	1,667	1,674	1,707
영업이익	924	605	-70	1,291	1,317
영업이익률	7.0	4.5	-0.6	10.9	10.9
EBITDA	1,599	1,283	804	2,198	2,225
영업외손익	-374	-707	-634	-561	-655
관계기업손익	-102	14	-86	43	43
금융수익	30	95	93	94	94
외환관련이익	620	403	386	387	387
금융비용	-201	-416	-486	-566	-659
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-101	-400	-155	-133	-133
법인세비용차감전순이익	549	-102	-704	730	662
법인세비용	-202	-41	-81	47	-90
계속사업순이익	347	-147	-785	777	572
중단사업순이익	19	-8	0	0	0
당기순이익	366	-155	-785	777	572
당기순이익률	2.8	-1.2	-6.6	6.6	4.7
비지배지분순이익	7	53	40	16	11
지배지분순이익	359	-208	-825	761	561
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	22	2	2	2	2
포괄순이익	585	-134	-764	789	593
비지배지분포괄이익	4	58	39	16	12
지배지분포괄이익	580	-192	-802	782	582

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,904	-1,211	-4,875	4,490	3,307
PER	22.6	NA	NA	7.0	9.6
BPS	46,307	44,221	40,251	44,672	48,015
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	8,302	7,231	4,608	12,596	12,755
EV/EBITDA	9.0	12.1	19.8	7.3	7.2
SPS	68,162	74,882	68,355	67,969	69,329
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
CFPS	8,854	8,048	7,024	15,831	15,990
DPS	0	300	300	300	300

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	22.4	1.2	-10.3	-0.6	2.0
영업이익 증가율	25.1	-34.6	적전	흑전	2.0
순이익 증가율	-40.6	적전	적지	흑전	-26.3
수익성					
ROC	5.5	7.3	-0.6	10.0	8.2
ROA	4.2	2.5	-0.3	4.9	4.5
ROE	4.2	-2.5	-11.1	10.3	6.9
안정성					
부채비율	140.8	171.8	209.3	208.8	216.8
순차입금비율	52.3	84.0	129.0	116.2	108.7
이자보상배율	4.6	1.5	-0.1	2.3	2.0

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	6,550	8,339	10,515
현금및현금성자산	2,548	1,956	735	2,561	4,652
매출채권 및 기타채권	2,280	2,409	2,201	2,191	2,227
재고자산	3,060	3,297	2,959	2,942	3,001
기타유동자산	685	1,043	655	645	635
비유동자산	13,634	14,407	17,012	17,913	18,573
유형자산	6,879	7,046	9,184	9,485	9,538
관계기업투자금	3,745	4,077	4,597	5,247	5,896
기타비유동자산	3,010	3,284	3,230	3,182	3,139
자산총계	23,832	24,493	24,943	27,633	30,468
유동부채	6,808	7,689	7,923	8,549	9,536
매입채무 및 기타채무	2,781	2,934	2,745	2,736	2,769
차입금	2,443	2,947	2,947	2,947	2,947
유동상채무	560	841	1,264	1,899	2,854
기타유동부채	1,025	967	967	967	967
비유동부채	5,685	6,598	7,761	8,939	10,118
차입금	4,205	5,562	6,740	7,919	9,097
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,480	1,036	1,020	1,020	1,020
부채총계	13,935	15,482	16,879	18,684	20,850
자배지분	8,921	7,847	7,023	7,794	8,377
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	4,462	5,172	5,681
기타지분변동	61	123	174	236	310
비지배지분	976	1,163	1,041	1,155	1,242
자본총계	9,897	9,011	8,063	8,949	9,619
순차입금	5,180	7,568	10,401	10,399	10,451

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	1,039	2,284	2,002
당기순이익	0	0	-785	777	572
비현금항목의 가감	1,340	1,583	2,010	1,985	2,217
감가상각비	675	679	874	906	908
외환손익	109	30	34	25	25
지분법평가손익	102	-14	0	0	0
기타	454	889	1,102	1,053	1,284
자산부채의 증감	-1,626	-499	287	-52	-132
기타현금흐름	403	-567	-473	-425	-655
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-3,211	-1,540	-1,301
투자자산	-594	-689	-520	-649	-649
유형자산	-889	-2,349	-2,959	-1,159	-919
기타	7	239	268	268	267
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	1,895	2,107	2,427
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,304	2,052	1,179	1,179	1,179
유상증자	0	-779	0	0	0
현금배당	0	0	-52	-52	-52
기타	1,018	336	768	981	1,300
현금의 증감	965	-658	-1,223	1,826	2,091
기초 현금	1,652	2,616	1,958	735	2,561
기말 현금	2,616	1,958	735	2,561	4,652
NOPLAT	584	848	-78	1,374	1,138
FCF	319	-882	-2,204	1,080	1,086

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

[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 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240722)



구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.1%	4.9%	0.0%

제시일자	24.07.26	24.06.20	24.05.31	24.05.30	24.05.06	24.04.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
과리율(평균%)		(30.32)	(29.59)	(30.90)	(31.05)	(33.45)
과리율(최대/최소%)		(15.25)	(15.25)	(17.88)	(17.88)	(27.38)
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%)	(32.39)	(22.67)	(20.49)	(16.47)	(51.93)	(44.05)
과리율(최대/최소%)	(27.38)	(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)	

- 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