한화솔루션(009830)

업황 전환의 트리거가 될 수 있는 중국 스탠스 변화

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	40,000원(유지)
종가(2024.06.03)	30,850원
상승여력	29.7 %

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	5,303십억원
외국인지분율	22.2%
52주 주가	23,150~48,700원
60일평균거래량	1,767,006주
60일평균거래대금	52.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.4	11.2	-3.1	-34.7
상대수익률	16.2	9.7	-10.2	-37.8

[투자포인트]

■ 동사에 대한 목표주가 4만원과 투자의견 매수 유지

■ '22년 하반기부터 본격화된 중국(=동남아산) 업체들의 공격적인 밀어내기로 '24년 6월 말 기준 미국 내 모듈 재고는 약 41GW 달할 것으로 추정. 이는 '24년 연간 수요에 달하는 규모인 만큼 재고 소진 및 가격 반등까지는 시간 소요 불가피하겠고, 그 시기는 대략 3분기 말에서 4분기 초 정도로 예상

■ 다만, 5월 중순부터 양면형 모듈 수입 관세가 부과되기 시작했고, 6월부터 동남아산 4개국 수입산에 대한 고율 관세 부과안도 발효된 만큼 미국으로의 절대적인 모듈 수입량은 감소할 것으로 예상

■ 미국 재고 소진과 별개로, 하반기에는 중국 태양광 업체들의 구조조정 스탠스 변화에 더욱 주목해야 한다는 판단

■ 지금까지 글로벌 시장을 흐린 주범인 중국 업체들은 자발적으로 구조조정 필요성 및 구체적 방안들에 대해 논의. 시진핑 역시 신재생에너지 과잉투자가 역효과를 낳을 수 있다고 언급하며 이들의 구조조정 독려. 금번 움직임은 유럽/미국 등 글로벌 과잉재고로 더 이상 밀어내기 전략이 불가한데다 주요 업체들 역시 영업적자 전환하는 등 사면초가에 처했기 때문. 따라서 실제 구조조정 실행 가능성 높을 것으로 전망. 하반기 태양광 업종 관심 필요

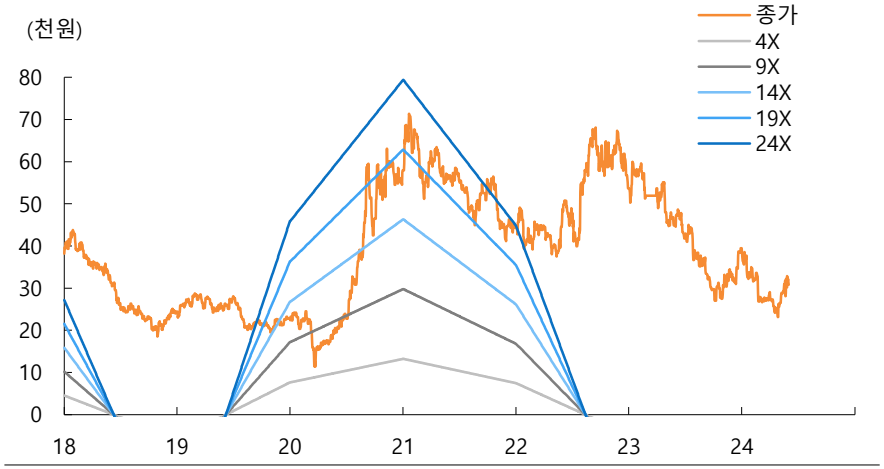
FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,289	12,234	12,493	12,508
영업이익(십억원)	605	122	922	1,219
순이익(십억원)	-208	-260	367	646
EPS(원)	-1,172	-1,489	2,103	3,701
BPS(원)	44,979	43,316	45,244	48,771
PER(배)			14.7	8.3
PBR(배)	0.9	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	-2.5	-3.4	4.7	7.9
배당수익률(%)	1.6	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	11.0	16.7	8.9	7.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 부문별 실적 및 밸류에이션 차트

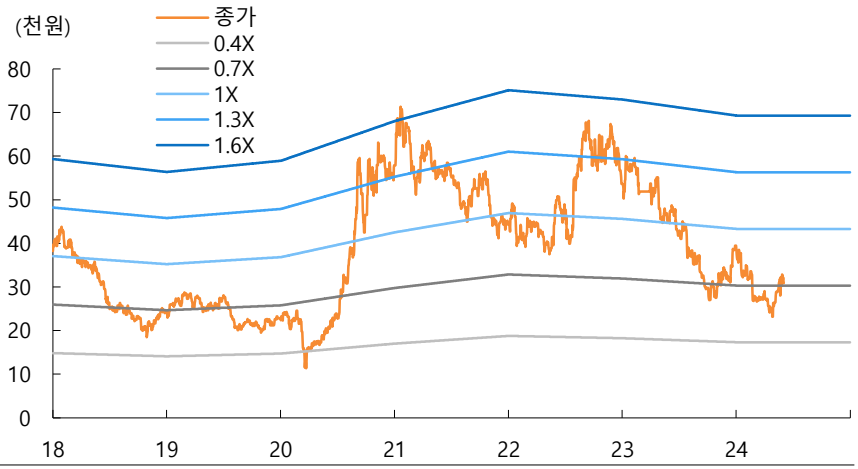
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,787.1	3,266.2	3,863.2	13,663.3	13,288.7	12,234.4
영업이익	271.4	194.1	98.3	40.7	-216.6	-19.4	105.4	253.0	961.0	604.5	122.4
영업이익률	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-0.7%	3.2%	6.5%	7.0%	4.5%	1.0%
케미칼											
매출액	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,266.8	1,301.8	1,272.9	5,909.2	5,097.4	5,063.8
영업이익	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	-16.7	18.3	34.2	588.9	59.5	16.9
영업이익률	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-1.5%	-1.3%	1.4%	2.7%	10.0%	1.2%	0.3%
신재생에너지											
매출액	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	1,141.0	1,575.5	2,199.2	5,568.5	6,615.9	5,694.2
영업이익	245.0	138.0	34.7	150.5	-187.1	-14.2	76.3	211.2	350.1	568.2	86.2
영업이익률	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-24.0%	-1.2%	4.8%	9.6%	6.3%	8.6%	1.5%
IRA 예상 금액	*22.9*	*29.0*	*35.0*	*123.8*	*96.6*	*122.9*	*145.3*	*192.5*		*210.7*	*557.3*
IRA 제외 영업이익	*222.1*	*109.0*	*-0.3*	*26.7*	*-283.7*	*-137.1*	*-68.9*	*18.7*		*357.5*	*-471.1*
가공소재											
매출액	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	252.3	233.6	257.4	1,152.2	988.9	992.9
영업이익	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	12.6	10.2	9.7	35.3	64.3	43.1
영업이익률	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	5.0%	4.4%	3.8%	3.1%	6.5%	4.3%
기타											
매출액	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	127.1	155.3	133.6	500.7	586.5	558.6
영업이익	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-1.2	0.6	-2.1	-50.6	-87.5	-23.9
영업이익률	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-21.0%	-14.9%	-0.9%	0.4%	-1.5%	-10.1%	-14.9%	-4.3%

<그림1> 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

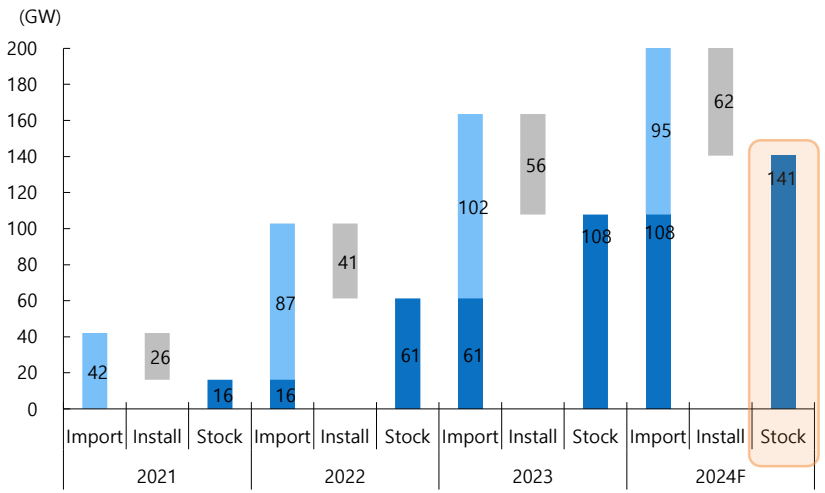
<그림2> 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료 : 하이투자증권 리서치본부

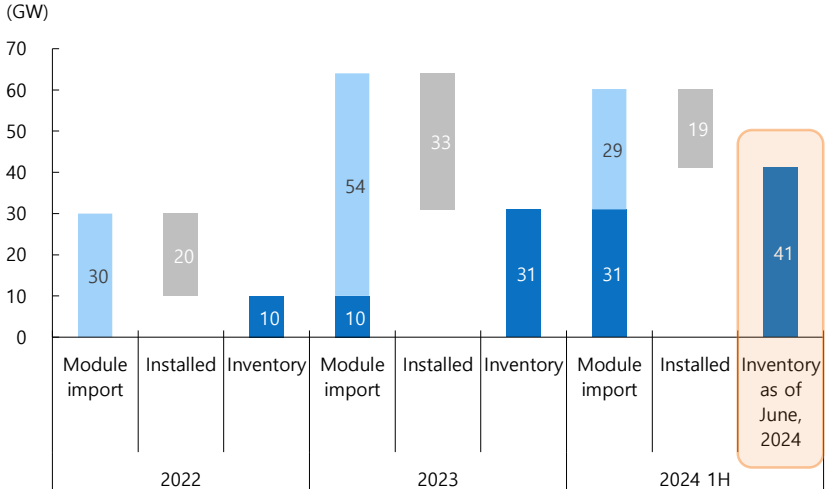
한화솔루션 태양광 부문 관련 주요 차트

<그림3> 2024년 말 기준 유럽 내 예상 모듈 재고



자료: InfoLink, Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부
주: 중국산 모듈 수입만 감안한 것으로, 실제 수입/재고 데이터는 이보다 더 높을 가능성 농후

<그림4> 2024년 6월 기준 미국 내 예상 모듈 재고



자료: Platts, Wood Mackenzie, 하이투자증권 리서치본부
주1: 24년 상반기 모듈 수입량은 23년 하반기 평균 수입량(29.2GW)으로 가정
주2: 24년 상반기 미국 태양광 설치량은 연간 38GW 기준 절반 규모(19GW) 가정

<그림5> 5/17 CPIA <태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄> 주요 내용

1. 주요 제안 내용
(1) 태양광 산업에 시장 지향적 수단 통한 관리 필요
(2) 정부의 실질적 영향력 있는 개입 통해 업계 어려움 해소 위한 노력 필요
a. 원활한 시장 퇴출 메커니즘 수립을 통한 업계 내 M&A 및 구조조정 장려
b. 원가 이하로 판매되는 악의적 경쟁에 대한 단속 강화
c. 저가 낙찰 상황 개선
d. 태양광 기술의 빠른 순환 적응
e. 효과적인 지적 재산권 보호 조치 수립
f. 중국 내수 태양광 시장의 꾸준한 성장 보장
g. 시범 프로젝트 시행을 통한 선진 기술 적용 지원책 모색
(3) 정부 노력과 별개로, 태양광 업계와 기업들 역시 공동 질서 유지를 위해 움직여야 함
2. 향후 추진 예정 업무
a. 가격지수 모델 구축 지속적으로 추진해 모듈 선물 거래 등 통해 합리적 거래 가격 형성
b. 중국 공업정보화부 전자 부서 지원
c. PV Manufacturing Industry Specification Conditions의 요구 역할 이행
d. 업계 발전을 가이드하고 표준화
e. TopCon 배터리 효율성 보정 및 저장 용량 저하 문제에 대한 심포지엄 개최 및 논의
f. 업계 모니터링 지속 강화

자료 : CPIA, 하이투자증권 리서치본부

<그림6> 5/23 <태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄> 관련 원문 보도

中国光伏行业协会组织召开光伏行业高质量发展座谈会

중국 태양광산업협회, 태양광 산업의 고품질 발전을 위한 심포지엄 개최

来源：中国光伏行业协会CPIA　2024-05-23

近段时间以来，我国光伏产业链价格一路下滑，企业经营承压，对我国光伏行业高质量发展产生不利影响。为探讨当前光伏行业面临的问题、产生的原因和应对措施，引导行业有序发展，2024年5月17日下午，在工业和信息化部电子信息司指导下，中国光伏行业协会在北京组织召开"光伏行业高质量发展座谈会"。

현재 태양광 산업이 직면한 문제와 원인 및 대책을 논의하고 산업의 질서 있는 발전을 유도하기 위해, 2024년 5월 17일 오후 중국 공업정보화부 전자정보부의 지도 아래 중국 태양광산업협회(CPIA)가 베이징에서 '태양광 산업의 고품질 발전 심포지엄'을 조직해 개최했다.

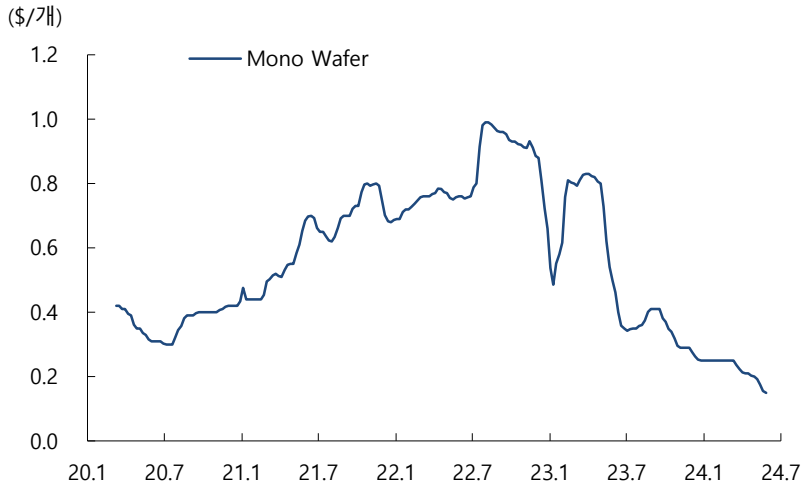
자료 : SemiChina, 하이투자증권 리서치본부

한화솔루션 태양광 부문 주요 제품 차트

<그림7> 폴리실리콘 가격 추이

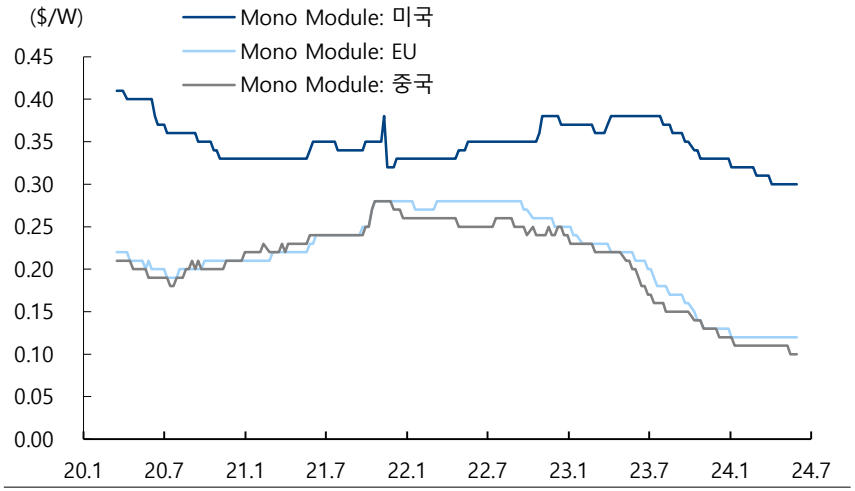
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림8> 웨이퍼 가격 추이



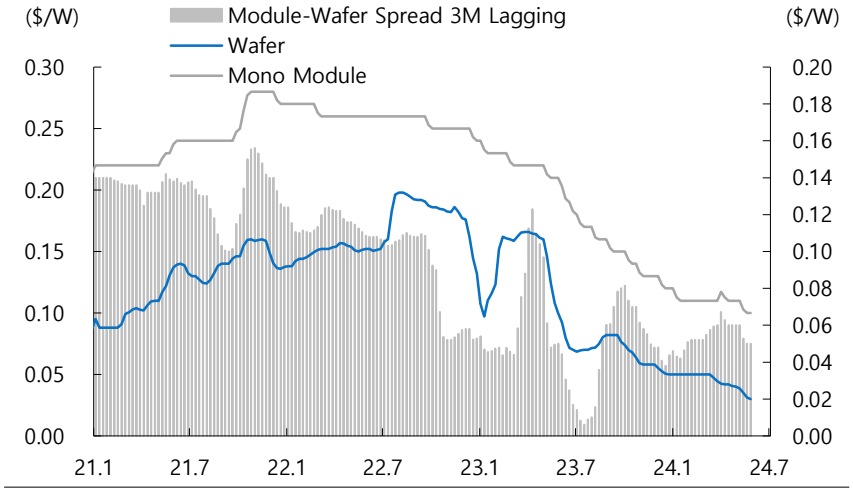
자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림9> 주요 지역별 모듈 가격 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

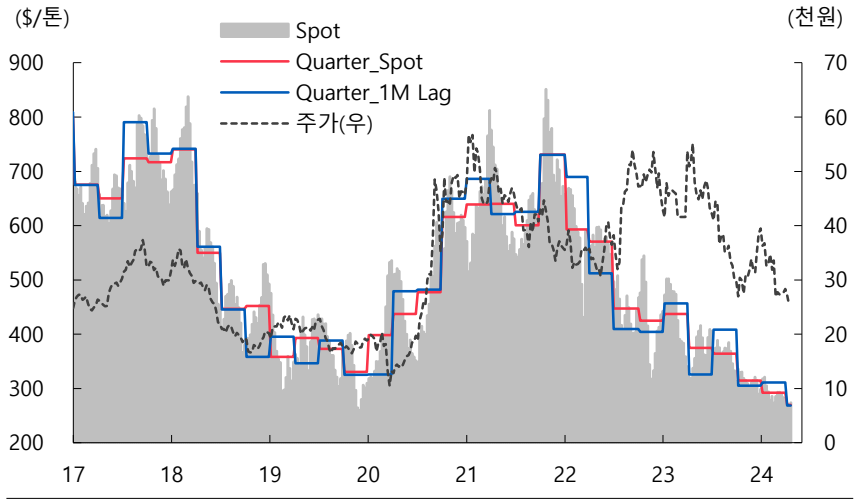
<그림10> 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드 추이



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

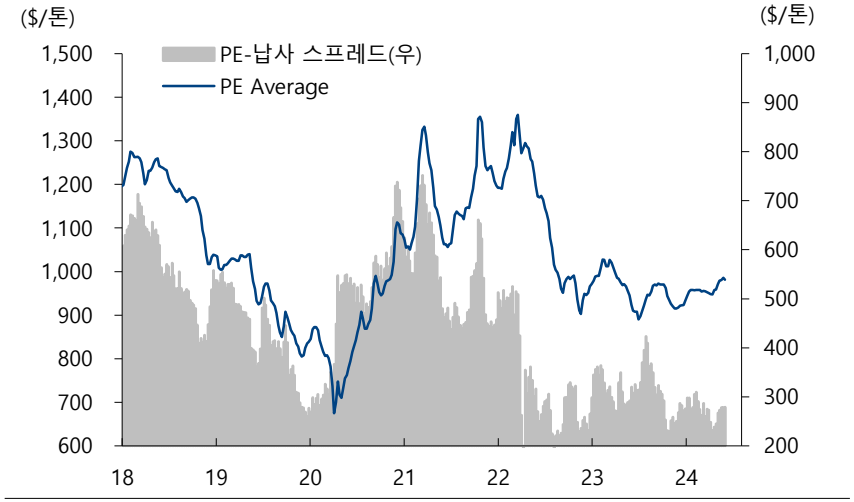
한화솔루션 케미칼 부문 주요 제품 차트

<그림11> 한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드 추이



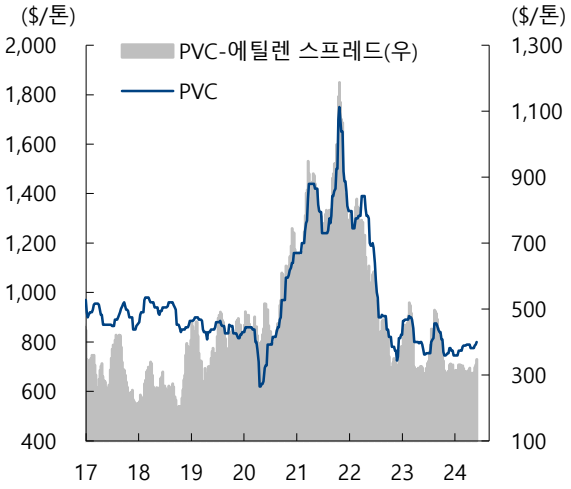
자료 : 하이투자증권 리서치본부

<그림12> PE 가격 및 스프레드 추이



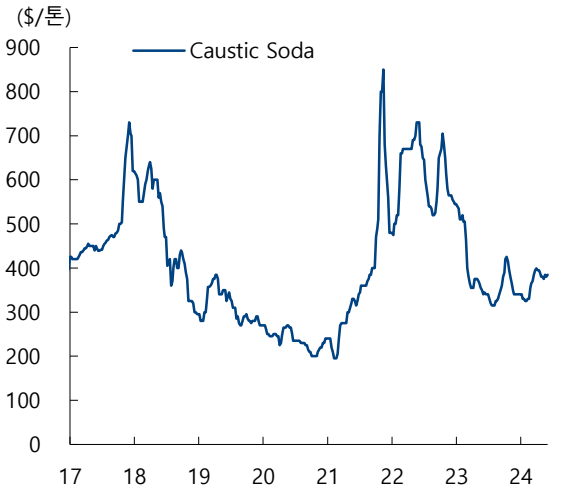
자료 : Cischem, 하이투자증권 리서치본부

<그림13> PVC 가격 및 스프레드 추이



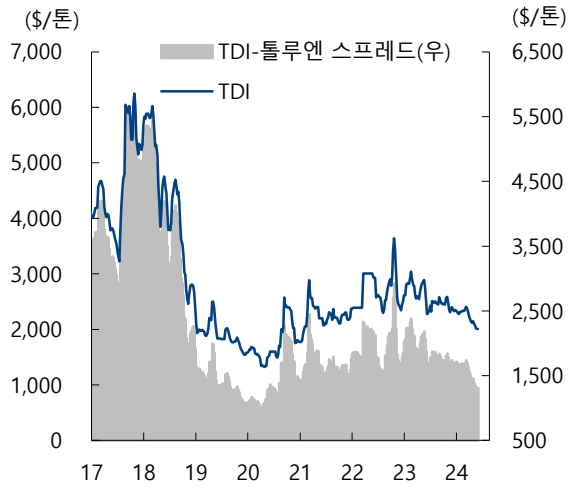
자료 : Cischem, 하이투자증권 리서치본부

<그림14> 가성소다 가격 추이



자료 : Cischem, 하이투자증권 리서치본부

<그림15> TDI 가격 및 스프레드 추이



자료 : Cischem, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,705	6,701	6,140	6,780
현금 및 현금성자산	1,958	1,578	899	1,500
단기금융자산	196	216	222	229
매출채권	2,823	1,839	1,878	1,880
재고자산	3,297	2,202	2,249	2,251
비유동자산	14,407	17,098	19,377	20,431
유형자산	7,046	9,567	11,301	11,779
무형자산	1,768	1,692	1,626	1,568
자산총계	24,493	25,179	26,898	28,591
유동부채	7,689	8,214	8,948	9,529
매입채무	1,837	1,691	1,727	1,729
단기차입금	2,947	3,447	3,947	4,297
유동성장기부채	841	841	841	841
비유동부채	6,598	7,048	7,698	8,198
사채	2,387	2,537	2,687	2,887
장기차입금	3,174	3,474	3,974	4,274
부채총계	15,482	16,458	17,841	18,922
지배주주지분	7,847	7,557	7,894	8,509
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,339	5,028	5,343	5,937
기타자본항목	123	144	165	186
비지배주주지분	1,163	1,164	1,163	1,160
자본총계	9,011	8,721	9,056	9,669

포괄손익계산서

(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	13,289	12,234	12,493	12,508
증가율(%)	1.2	-7.9	2.1	0.1
매출원가	11,050	10,580	10,063	9,727
매출총이익	2,239	1,654	2,430	2,781
판매비와관리비	1,634	1,531	1,508	1,561
연구개발비	129	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	605	122	922	1,219
증가율(%)	-34.6	-79.7	652.8	32.3
영업이익률(%)	4.5	1.0	7.4	9.7
이자수익	92	72	45	60
이자비용	416	425	471	442
지분법이익(손실)	14	18	22	28
기타영업외손익	-400	25	0	47
세전계속사업이익	-102	-184	521	917
법인세비용	41	74	155	274
세전계속이익률(%)	-0.8	-1.5	4.2	7.3
당기순이익	-155	-259	365	643
순이익률(%)	-1.2	-2.1	2.9	5.1
지배주주귀속 순이익	-208	-260	367	646
기타포괄이익	21	21	21	21
총포괄이익	-134	-237	386	664
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	518	2,351	1,556	1,999
당기순이익	-155	-259	365	643
유형자산감가상각비	613	625	768	872
무형자산상각비	66	81	69	59
지분법관련손실(이익)	14	18	22	28
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,948	-3,242	-2,104
유형자산의 처분(취득)	-2,349	-3,145	-2,503	-1,350
무형자산의 처분(취득)	-18	-5	-3	-1
금융상품의 증감	-311	-638	-589	-606
재무활동 현금흐름	1,609	415	615	315
단기금융부채의증감	-	500	500	350
장기금융부채의증감	2,052	450	650	500
자본의증감	49	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-658	-380	-679	601
기초현금및현금성자산	2,616	1,958	1,578	899
기말현금및현금성자산	1,958	1,578	899	1,500

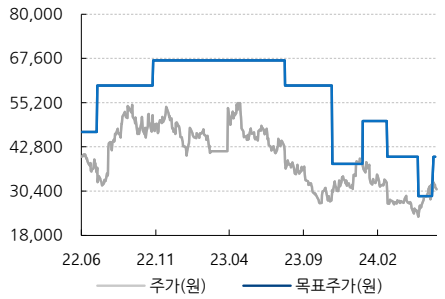
주요투자지표

	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	-1,172	-1,489	2,103	3,701
BPS	44,979	43,316	45,244	48,771
CFPS	2,652	2,555	6,904	9,038
DPS	650	650	650	650
Valuation(배)				
PER			14.7	8.3
PBR	0.9	0.7	0.7	0.6
PCR	14.9	12.1	4.5	3.4
EV/EBITDA	11.0	16.7	8.9	7.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.5	-3.4	4.7	7.9
EBITDA이익률	9.7	6.8	14.1	17.2
부채비율	171.8	188.7	197.0	195.7
순부채비율	79.9	97.5	114.1	109.3
매출채권회전율(x)	5.2	5.2	6.7	6.7
재고자산회전율(x)	4.2	4.4	5.6	5.6

자료 : 한화솔루션, 하이투자증권 리서치본부

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-07-05	Buy	60,000	-24.3%	-9.0%
2022-10-28	Buy	67,000	-30.8%	-17.8%
2023-07-27	Buy	60,000	-44.7%	-34.9%
2023-11-01	Buy	38,000	-11.8%	3.9%
2024-01-03	Buy	50,000	-31.8%	-22.9%
2024-02-22	Buy	40,000	-33.1%	-27.4%
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[하이투자증권투자비율등급 공시 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-