

한화솔루션 (009830)

이젠 더 놀랄 것도 없는 실적 쇼크

연이은 실적 쇼크지만, 이제는 더 놀랄 것도 없다

태양광 부문 이익 추정치 변경으로 동사 목표주가를 4만원에서 2.9만원으로 조정한다. 당초 미국 모듈 수입량 증가는 4~5월 정점을 지나 동남아 관세 유예가 종료되는 6월 이후 점차 둔화될 것으로 예상했다. 수입량 둔화와 함께 재고도 소진되며 모듈 가격은 3분기 바닥을 다진 후 4분기부터 점진적인 반등세를 보일 것이라는데 무게를 뒀다.

그러나 23년 매 분기 미국의 모듈 수입량은 생각보다 더 빠르게 증가하며 연간 기준 총 54GW(+82%YoY)에 달했던 것으로 파악된다. 동남아산 수입관세 유예가 시작됐던 22년 이후 미국의 모듈 수입 및 설치량을 감안했을 때 24년 6월 말 기준 모듈 재고는 대략 41GW 내외에 달할 것으로 추정되는데<그림4 참고>, 이는 24년 미국 연간 설치 수요와 비슷한 규모이다. 해당 추정치에 근거해 미국 내 모듈 재고소진을 통한 가격 반등 시기는 당초 예상한 24년 3~4분기보다 다소 늦어질 것으로 예상된다.

다만, 24년 하반기 미국 잉곳-웨이퍼-셀-모듈 공장 상업가동 이후 외형성장 및 AMPC 확대에 따른 수익성 개선은 여전히 유효하고, 현재 주가에서는 다운사이드 리스크도 제한적이다. 따라서 하반기에 무게중심을 놓고 접근하는 전략의 매수의견은 유지한다.

1Q23 Review: 영업이익 -2,166억원(컨센서스 -1,100억원)

1분기 영업손익은 -2,166억원(적자전환QoQ)으로 컨센서스 -1,100억원 대비 훨씬 더 큰 폭의 적자를 기록했다. 케미칼 부문에서 영업손실이 일부 축소되었음에도 불구하고, 신재생에너지 부문에서 모듈 출하량 감소 및 판가 하락으로 적자 규모가 대폭 확대된 영향이다. 특히 중국/유럽 뿐 아니라 최근 미국 내 재고가 빠르게 증가함에 따라 1분기 출하량이 약 -50%QoQ 감소했고, 이에 모듈 부문 매출액은 사실상 역대 최저 수준인 4,358억원(-63.2%QoQ)에 그쳤던 부분이 가장 실망스러웠다. 미국 내 판가는 여전히 타 지역 대비 프리미엄을 받고 있긴 하나, 이 역시 과잉재고 영향으로 0.195센트/W로 약 -18% 하락해 모듈 적자는 -2,378억원(-54.6%)에 달했던 것으로 추정된다.

2분기는 계절적 성수기 진입으로 모듈 출하량이 증가하긴 하겠으나, 판가 하방에 대한 압력이 지속됨에 따라 적자기조는 이어질 전망이다. 모듈 판매 부문 영업이익 흑자전환 시기는 24년 4분기로 예상하며, IRA 수령 및 발전사업 매각 정상화 등을 모두 감안해 24년 신재생에너지 사업 전체 영업이익은 862억원으로 -85%YoY 감소 전망이다.

미국 USTR, 양면형 수입산 모듈 관세 면제 폐지 검토 관련

지난 4월 18일 Reuters 보도에 따르면, 동사는 미국 USTR(무역대표부)에 중국 포함 수입산 양면형 패널에 대한 관세 면제 폐지를 요청하였으며, 해당 청원에 대해 Suniva, First Solar 등 미국 내 7개 제조사들 역시 지지 입장을 밝힌 것으로 파악된다. 현재 미국은 수입산 모듈 전량에 14.25%(25년에는 14.0% 적용 예정) 관세를 부과하고 있는데, 양면형은 그 대상에서 제외되고 있다. 그러나 미국 모듈 수입량에서 양면형이 약 98%에 달하고 있어 사실상 관세부과 정책은 무용지물에 그치고 있는 상황이다.

미국 USTR의 최종결정 시기는 미정이나, 관세 면제 폐지가 확정되더라도 동사 주가의 온전한 트리거가 되기에는 부족하다. 오히려 6월 초로 예정되어 있는 동남아시아산 모듈 수입관세 유예 종료 이후 실질적인 수입량 감소와 재고 소진, 그로 인한 미국 내 가격 반등 확인이 더 중요한 포인트가 될 것으로 판단한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	29,000원(하향)
증가(2024.04.25)	23,800원
상승여력	21.8 %

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,091십억원
외국인지분율	23.2%
52주 주가	23,800~55,100원
60일평균거래량	1,057,361주
60일평균거래대금	30.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-12.7	-27.8	-17.9	-56.8
상대수익률	-8.7	-34.2	-29.2	-62.4

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,289	12,309	12,561	12,616
영업이익(십억원)	605	122	927	1,229
순이익(십억원)	-208	-261	370	652
EPS(원)	-1,172	-1,494	2,122	3,737
BPS(원)	44,979	43,310	45,257	48,819
PER(배)			11.2	6.4
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-2.5	-3.4	4.8	7.9
배당수익률(%)	1.6	2.7	2.7	2.7
EV/EBITDA(배)	11.0	15.2	8.2	6.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학]

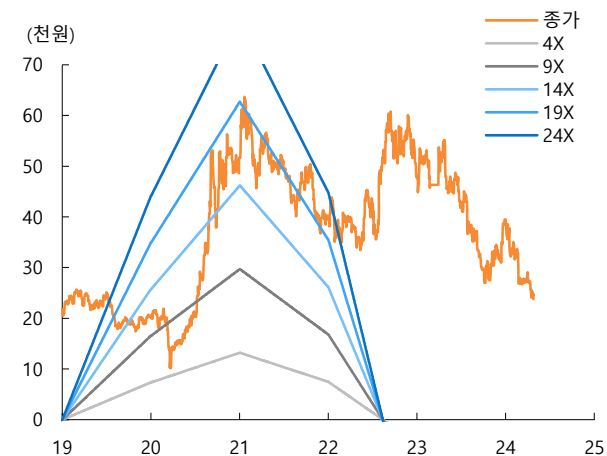
전유진 2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

표1. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기존			변경			참고내용
	24F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	24~25F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			11,493			10,354	(A) = (a)+(b)+(c)
태양광	1,073	8.9	9,595	1,001	7.9	7,950	(a) First Solar, Jinko Solar, JA Solar EV/EBITDA 평균
케미칼	228	5.7	1,309	268	6.8	1,820	(b) 롯데케미칼, 대한유화 EV/EBITDA 평균 적용
가공소재	75	7.8	589	70	8.3	585	(c) KOSPI200 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	4,774		3,342	5,051		3,536	(B): 2024년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			7,902			8,848	(C): 2024년 당사 예상치
우선주 시가총액			60			52.0	(D): 2024년 2월 22일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			6,873			4,990	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수			174,467,885			174,467,885	
적정주가 (원)			39,393			28,603	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			40,000			29,000	이전 대비 -28% 하향 조정
현재주가 (원)						23,800	2024년 4월 25일 종가 기준
상승여력 (%)						21.8%	

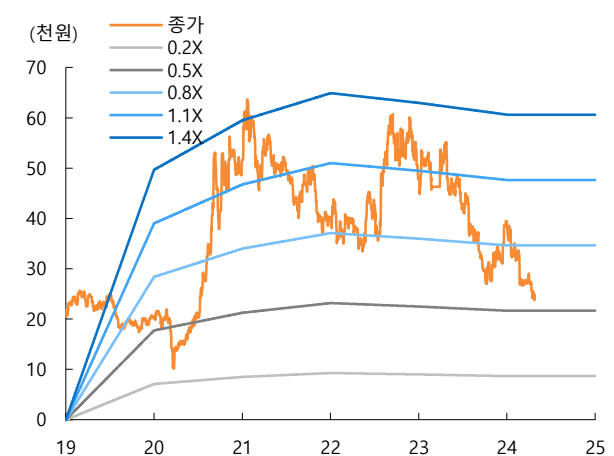
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

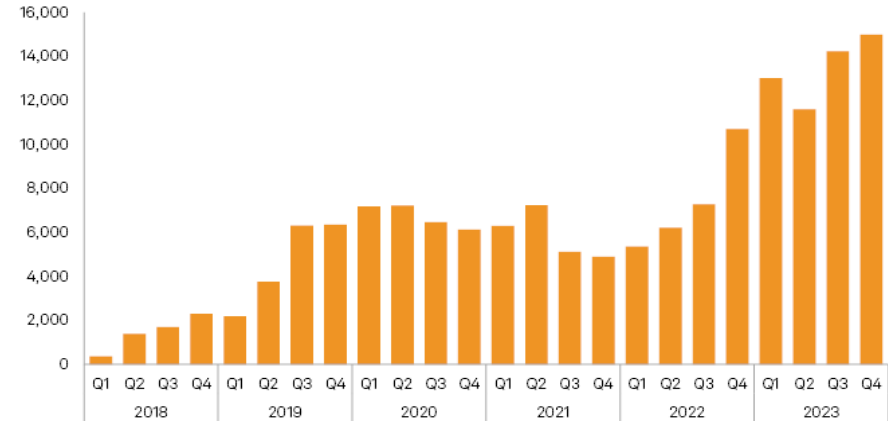
표2. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(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	12,309.4
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%

자료: 하이투자증권 리서치본부

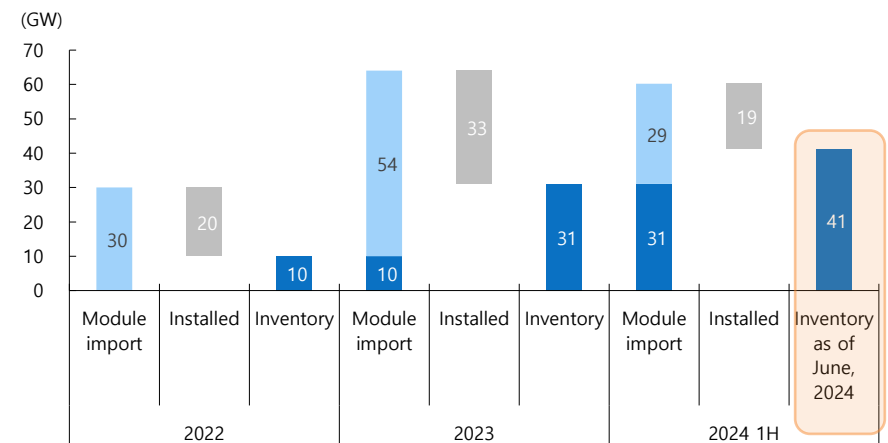
그림3. 2018년 이후 분기별 미국 태양광 모듈 수입량 추이: 2023년 총 54GW(+82%YoY)

Quarterly US solar panel imports (MW)



자료: Platts, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 2022년 이후 미국 모듈 수입/설치량 및 그에 따른 2024년 6월 말 기준 예상 재고

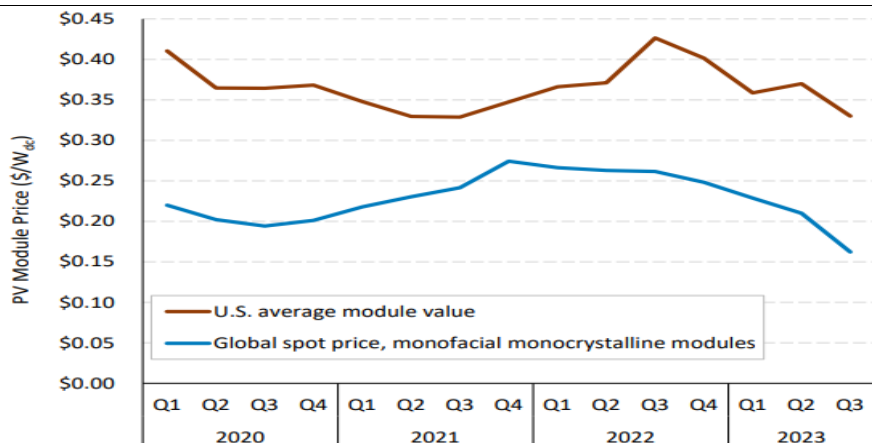


자료: Platts, Wood Mackenzie, 하이투자증권 리서치본부

주1: 24년 상반기 모듈 수입량은 23년 하반기 평균 수입량(29.2GW)으로 가정

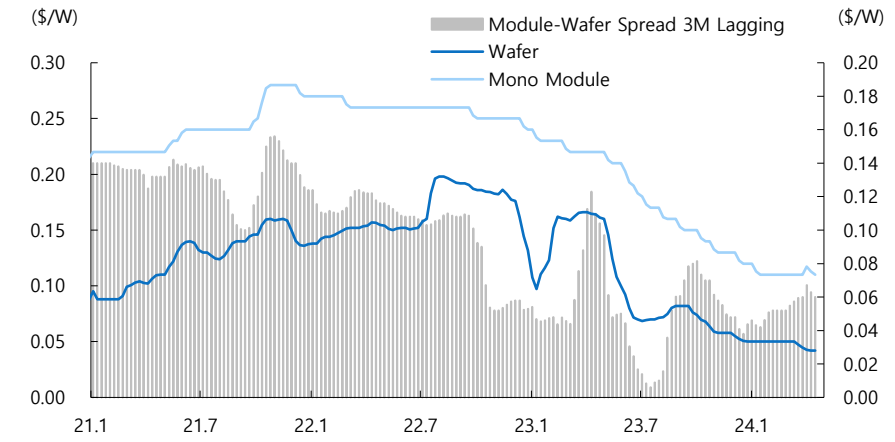
주2: 24년 상반기 미국 태양광 설치량은 연간 38GW 기준 절반 규모(19GW) 가정

그림5. 미국 및 글로벌 모듈 가격 추이: 미국 가격도 글로벌 가격에 동반해 하향 조정



자료: NREL, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드



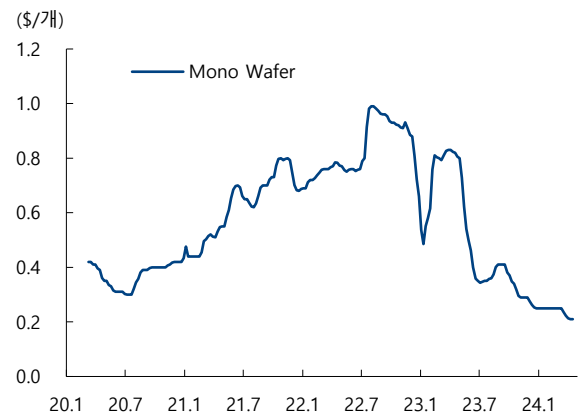
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 폴리실리콘 가격 추이



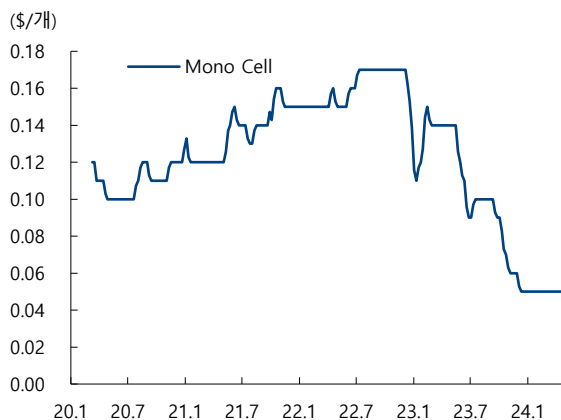
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 웨이퍼 가격 추이



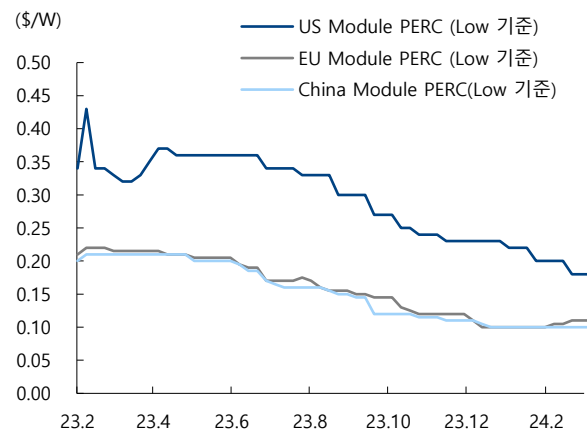
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 셀 가격 추이



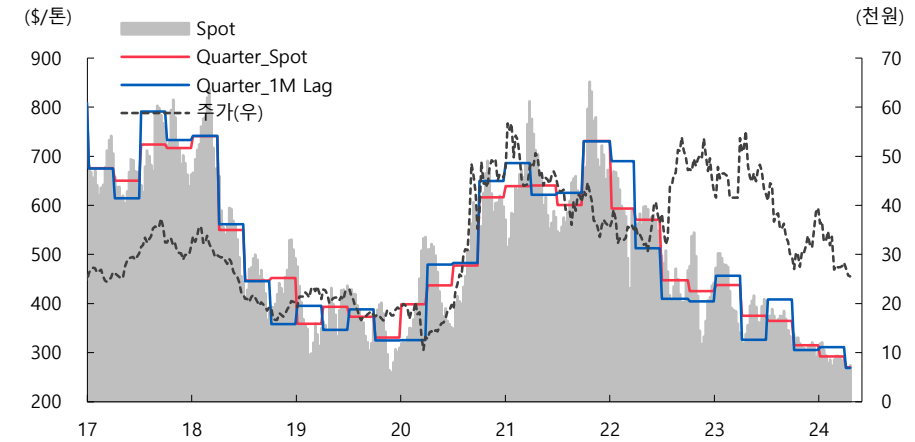
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 주요 지역별 모듈 가격 추이



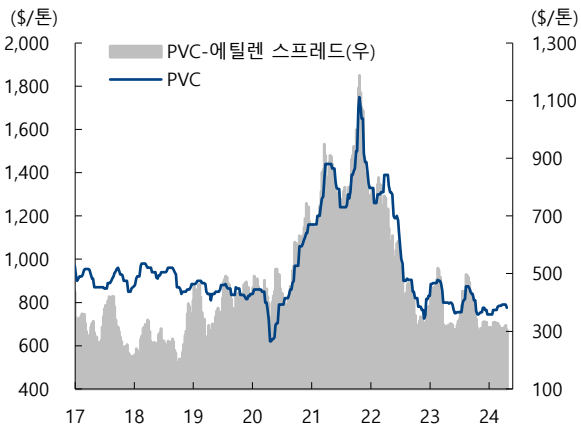
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림11. 한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드



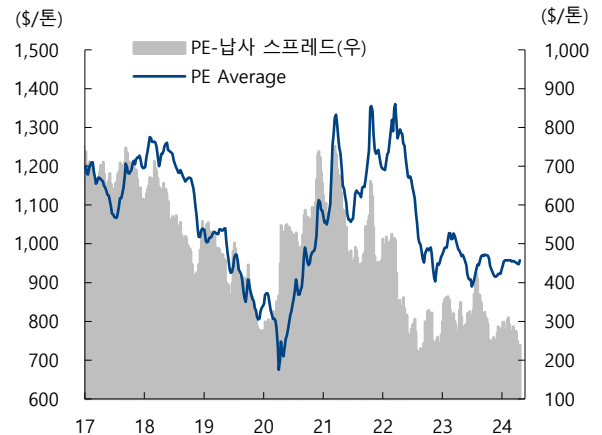
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림12. PVC 가격 및 스프레드 추이



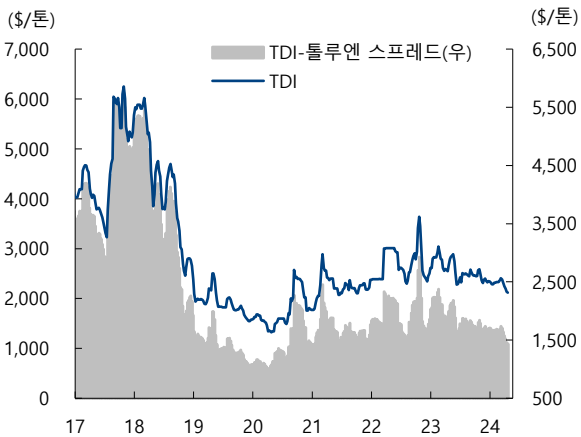
자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림13. PE 가격 및 스프레드 추이



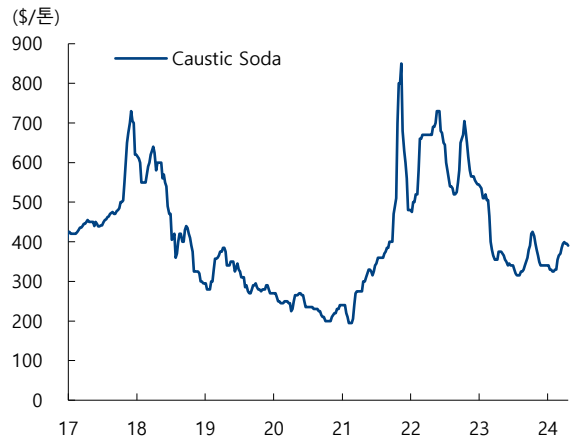
자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림14. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

그림15. 가성소다 가격 추이



자료: 시스کم, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

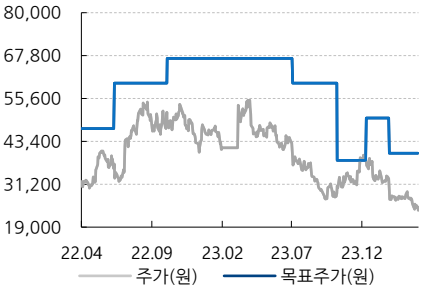
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,705	6,711	6,152	6,803	매출액	13,289	12,309	12,561	12,616
현금 및 현금성자산	1,958	1,562	888	1,487	증가율(%)	1.2	-7.4	2.0	0.4
단기금융자산	196	216	222	229	매출원가	11,050	10,646	10,118	9,813
매출채권	2,823	1,851	1,888	1,897	매출총이익	2,239	1,663	2,443	2,804
재고자산	3,297	2,216	2,261	2,271	판매비와관리비	1,634	1,541	1,516	1,575
비유동자산	14,407	17,098	19,377	20,431	연구개발비	129	-	-	-
유형자산	7,046	9,567	11,301	11,779	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,768	1,692	1,626	1,568	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,493	25,189	26,909	28,614	영업이익	605	122	927	1,229
유동부채	7,689	8,225	8,957	9,544	증가율(%)	-34.6	-79.8	657.4	32.6
매입채무	1,837	1,702	1,736	1,744	영업이익률(%)	4.5	1.0	7.4	9.7
단기차입금	2,947	3,447	3,947	4,297	이자수익	92	71	44	60
유동성장기부채	841	841	841	841	이자비용	416	425	471	442
비유동부채	6,598	7,048	7,698	8,198	지분법이익(손실)	14	18	22	28
사채	2,387	2,537	2,687	2,887	기타영업외손익	-400	25	0	47
장기차입금	3,174	3,474	3,974	4,274	세전계속사업이익	-102	-185	525	925
부채총계	15,482	16,468	17,851	18,937	법인세비용	41	74	157	276
지배주주지분	7,847	7,556	7,896	8,517	세전계속이익률(%)	-0.8	-1.5	4.2	7.3
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-155	-260	369	649
자본잉여금	1,497	1,497	1,497	1,497	순이익률(%)	-1.2	-2.1	2.9	5.1
이익잉여금	5,339	5,027	5,345	5,945	지배주주귀속 순이익	-208	-261	370	652
기타자본항목	123	144	165	186	기타포괄이익	21	21	21	21
비지배주주지분	1,163	1,164	1,163	1,160	총포괄이익	-134	-238	390	670
자본총계	9,011	8,720	9,059	9,677	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	518	2,335	1,561	1,997	주당지표 (원)				
당기순이익	-155	-260	369	649	EPS	-1,172	-1,494	2,122	3,737
유형자산감가상각비	613	625	768	872	BPS	44,979	43,310	45,257	48,819
무형자산감가상각비	66	81	69	59	CFPS	2,652	2,549	6,923	9,073
지분법관련손실(이익)	14	18	22	28	DPS	650	650	650	650
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,948	-3,242	-2,104	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,349	-3,145	-2,503	-1,350	PER			11.2	6.4
무형자산의 처분(취득)	-18	-5	-3	-1	PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-311	-638	-589	-606	PCR	14.9	9.3	3.4	2.6
재무활동 현금흐름	1,609	415	615	315	EV/EBITDA	11.0	15.2	8.2	6.8
단기금융부채의증감	-	500	500	350	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,052	450	650	500	ROE	-2.5	-3.4	4.8	7.9
자본의증감	49	-	-	-	EBITDA0이익률	9.7	6.7	14.0	17.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	171.8	188.8	197.1	195.7
현금및현금성자산의증감	-658	-396	-674	599	순부채비율	79.9	97.7	114.1	109.4
기초현금및현금성자산	2,616	1,958	1,562	888	매출채권회전율(x)	5.2	5.3	6.7	6.7
기말현금및현금성자산	1,958	1,562	888	1,487	재고자산회전율(x)	4.2	4.5	5.6	5.6

자료 : 한화솔루션, 하이투자증권 리서치본부

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			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		



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 기관투자자 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	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-