

# 한화솔루션 009830

May 22, 2024

## 어려운 상황, 장기적인 그림을 봐야할 때

**Buy** 유지

**TP 40,000 원** 유지

### Company Data

현재가(05/21)	28,050 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	48,700 원
52 주 최저가(보통주)	23,150 원
KOSPI (05/21)	2,724.18p
KOSDAQ (05/21)	846.51p
자본금	9,782 억원
시가총액	48,784 억원
발행주식수(보통주)	17,189 만주
발행주식수(우선주)	258 만주
평균거래량(60 일)	185.4 만주
평균거래대금(60 일)	520 억원
외국인지분(보통주)	22.84%
주요주주	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	6.24%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.7	-18.2	-39.7
상대주가	7.2	-24.6	-43.8

[지주/재생에너지] 박건영  
3771-9465,  
kun.park@iprovest.com

### 실적 전망: 태양광 수익성 개선은 하반기부터

한화솔루션 신재생 에너지 사업(태양광)은 하반기부터 수익성 개선할 수 있을 것으로 전망. 현재 미국내 태양광 모듈 재고 상황 고려하여 '24년 신재생 에너지 사업 매출은 4.8조원(YoY -26.8%), 영업손실 796억원(적자전환)으로 추정.

### 반등에 대한 근거와 장기적인 그림

태양광 설치 수요는 문제 없음. 하지만 중국 태양광 업체들의 가격 경쟁으로 인한 폴리실리콘, 모듈 가격 하락 때문에 태양광 산업 어려운 상황. 반등 포인트 존재, 다음과 같음. ① 폴리실리콘 제조업체들의 생산비용이 ASP(Average Selling Price) 수준에 도달, ② '24년 6월 미국 반덤핑 및 상계 관세 면제 조치 종료 예정, ③ Longi, Trina Solar, Canadian Solar 등 중국 태양광 업체들의 미국 현지 생산시설에서 셀 및 모듈 생산 본격적으로 시작. 따라서, '24년 하반기 미국 내 태양광 모듈 가격 안정화 기대. 가격 이슈를 넘어 한화솔루션은 장기적으로 모듈 생산, 설치, 전력 발전까지 사업 확장 예정. '24년 하반기 태양광 시장 가격 안정화 여부와 한화솔루션의 장기적인 그림에 주목.

### 투자의견 Buy, 목표주가 40,000원 유지

'24년 한화솔루션 매출, 영업이익은 전년대비 감소할 것으로 예상되나, '24년 하반기 업황 반등과 P/B Band 하단인점을 고려하여 투자의견 Buy, 목표주가 40,000 원 유지.

### Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	13,131	13,289	11,420	13,131	13,600
YoY(%)	22.4	1.2	-14.1	15.0	3.6
영업이익(십억원)	924	605	-121	657	789
OP 마진(%)	7.0	4.6	-1.1	5.0	5.8
순이익(십억원)	366	-155	-566	301	407
EPS(원)	1,878	-1,194	-4,419	2,343	3,168
YoY(%)	-43.5	적전	적지	흑전	35.2
PER(배)	22.9	-33.1	-7.0	13.2	9.8
PCR(배)	4.8	5.0	6.6	2.0	1.8
PBR(배)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.9	12.0	23.4	11.2	10.5
ROE(%)	4.2	-2.5	-10.2	5.6	7.1

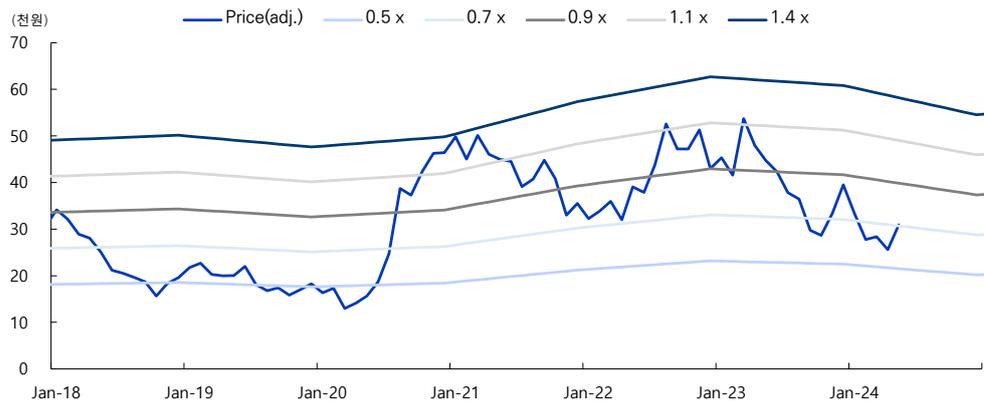
[도표 30] 한화솔루션 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	3,100	3,393	2,926	3,870	2,393	2,766	3,116	3,145	13,289	11,420
YoY	4.4%	0.1%	-13.1%	13.6%	-22.8%	-18.5%	6.5%	-18.7%	1.2%	-14.1%
신재생에너지(태양광)	1,366	1,629	1,280	2,341	779	1,066	1,419	1,581	6,616	4,844.1
케미칼	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,276	1,287	1,137	5,097	4,922
첨단소재	254	264	235	236	250	261	253	247	989	1,011
기타	133	159	125	170	143	163	158	180	587	643
영업이익	271	194	98	41	-217	-96	45	147	605	-121
신재생에너지(태양광)	245	138	35	151	-187	-84	32	160	568	-79.6
케미칼	34	49	56	-79	-19	-13	17	-5	60	-21
첨단소재	22	21	16	5	11	18	14	9	64	52
기타	-29	-14	-8	-36	-21	-17	-18	-16	-88	-72
영업이익(%)	71.9%	-30.1%	-71.8%	-70.9%	적전	적전	-54.0%	260.8%	-34.6%	적전
신재생에너지(태양광)	흑전	29.2%	-8.2%	-35%	적전	적전	-7.5%	6.1%	흑전	적전
케미칼	-86.9%	-79.1%	-56.3%	적지	적전	적전	-70.1%	적지	-43.7%	적전
첨단소재	623.3%	27.7%	-18.7%	흑전	-51.2%	-14.9%	-11.2%	66.0%	263.9%	-19.5%
영업이익률	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-3.5%	1.5%	4.7%	4.5%	-1.1%
신재생에너지(태양광)	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-24.0%	-7.9%	2.3%	10.1%	8.6%	-1.6%
케미칼	2.5%	3.7%	4.3%	-7.1%	-1.5%	-1.0%	1.3%	-0.5%	1.2%	-0.4%
첨단소재	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	6.9%	5.7%	3.6%	6.5%	5.1%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 31] 한화솔루션 Trailing P/B Band



자료: 교보증권 리서치센터

[한화솔루션 009830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,420	13,131	13,600
매출원가	10,732	11,050	9,901	10,964	11,179
매출총이익	2,399	2,239	1,519	2,167	2,421
매출총이익률 (%)	18.3	16.8	13.3	16.5	17.8
판매비와관리비	1,475	1,634	1,640	1,510	1,632
영업이익	924	605	-121	657	789
영업이익률 (%)	7.0	4.5	-1.1	5.0	5.8
EBITDA	1,599	1,283	665	1,533	1,707
EBITDA Margin (%)	12.2	9.7	5.8	11.7	12.6
영업외손익	-374	-707	-737	-180	-150
관계기업손익	-102	14	-86	-86	-86
금융수익	30	95	82	87	112
금융비용	-201	-416	-485	-571	-633
기타	-101	-400	-248	390	458
법인세비용차감전순손익	549	-102	-858	476	639
법인세비용	202	41	-300	167	224
계속사업순손익	347	-147	-558	310	415
중단사업순손익	19	-8	-8	-8	-8
당기순이익	366	-155	-566	301	407
당기순이익률 (%)	2.8	-1.2	-5.0	2.3	3.0
비지배지분순이익	7	53	193	-102	-138
지배지분순이익	359	-208	-759	404	545
지배순이익률 (%)	2.7	-1.6	-6.6	3.1	4.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	219	21	21	21	21
포괄순이익	585	-134	-545	322	428
비지배지분포괄이익	4	58	235	-139	-185
지배지분포괄이익	580	-192	-780	461	613

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	1,308	1,328	1,801
당기순이익	0	0	-566	301	407
비현금항목의 가감	1,340	1,583	1,560	2,201	2,337
감가상각비	637	613	733	829	875
외환손익	109	30	-46	-46	-46
지분법평가손익	102	-14	86	86	86
기타	492	955	787	1,332	1,422
자산부채의 증감	-1,626	-499	420	-518	-193
기타현금흐름	403	-567	-106	-656	-751
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-1,930	-1,852	-1,542
투자자산	-594	-689	-606	-606	-606
유형자산	-903	-2,390	-1,600	-1,521	-1,211
기타	21	280	276	275	275
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	1,044	1,425	874
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1,304	2,052	1,495	1,868	1,307
자본의 증가(감소)	0	49	0	0	0
현금배당	0	0	-52	-52	-52
기타	1,018	-493	-399	-391	-381
현금의 증감	965	-658	-284	362	673
기초 현금	1,652	2,616	1,958	1,674	2,036
기말 현금	2,616	1,958	1,674	2,036	2,708
NOPLAT	584	848	-79	427	513
FCF	-1,270	-1,363	-473	-736	27

자료: Company data, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	7,372	8,507	9,468
현금및현금성자산	2,548	1,956	1,674	2,036	2,708
매출채권 및 기타채권	2,280	2,409	2,144	2,424	2,517
재고자산	3,060	3,297	2,833	3,258	3,374
기타유동자산	685	1,043	722	789	869
비유동자산	13,634	14,407	15,843	17,119	18,055
유형자산	6,879	7,046	7,914	8,606	8,942
유동성채무	3,745	4,077	4,598	5,118	5,639
기타금융자산	452	345	360	376	395
기타비유동자산	2,558	2,939	2,972	3,019	3,080
자산총계	23,832	24,493	24,596	27,007	28,904
유동부채	6,808	7,689	7,460	7,737	7,856
매입채무 및 기타채무	2,781	2,934	2,676	2,912	2,977
차입금	2,443	2,947	2,947	2,947	2,947
유동성채무	560	841	925	1,018	1,120
기타유동부채	1,025	967	912	861	812
비유동부채	5,685	6,598	7,861	9,590	10,802
차입금	2,158	3,174	4,669	6,537	7,844
사채	2,047	2,387	2,387	2,387	2,387
기타비유동부채	1,480	1,036	804	665	570
부채총계	13,935	15,482	16,516	18,523	19,853
지배지분	8,921	7,847	7,037	7,389	7,883
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	4,529	4,880	5,374
기타자본변동	-154	-135	-135	-135	-135
비지배지분	976	1,163	1,043	1,095	1,168
자본총계	9,897	9,011	8,080	8,484	9,051
총차입금	7,789	9,590	11,028	12,930	14,315

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,878	-1,194	-4,419	2,343	3,168
PER	22.9	-33.1	-7.0	13.2	9.8
BPS	46,364	44,979	40,335	42,352	45,182
PBR	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	8,312	7,231	3,814	8,789	9,785
EV/EBITDA	8.9	12.0	23.4	11.2	10.5
SPS	68,647	75,901	66,438	76,391	79,119
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	-6,602	-7,679	-2,709	-4,218	156
DPS	0	300	300	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	22.4	1.2	-14.1	15.0	3.6
영업이익 증가율	25.1	-34.6	적전	흑전	20.1
순이익 증가율	-40.6	적전	적지	흑전	35.1
수익성					
ROIC	5.9	7.8	-0.7	3.5	3.9
ROA	1.6	-0.9	-3.1	1.6	2.0
ROE	4.2	-2.5	-10.2	5.6	7.1
안정성					
부채비율	140.8	171.8	204.4	218.3	219.3
순차입금비율	32.7	39.2	44.8	47.9	49.5
이자보상배율	4.6	1.5	-0.2	1.1	1.2