

## Company Analysis

# 한화솔루션 009830

Oct 04, 2023

## 업황 바닥, 반등 시점에 주목

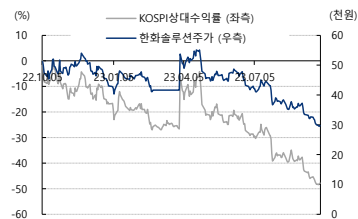
Buy 유지

TP 40,000 원 하향

## Company Data

현재가(09/27)	29,750 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	55,100 원
52 주 최저가(보통주)	29,500 원
KOSPI (09/27)	2,465.07p
KOSDAQ (09/27)	841.02p
자본금	9,782 억원
시가총액	51,693 억원
발행주식수(보통주)	17,189 만주
발행주식수(우선주)	258 만주
평균거래량(60 일)	105.5 만주
평균거래대금(60 일)	350 억원
외국인지분(보통주)	23.17%
주요주주	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	8.43%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.7	-28.5	-37.8
상대주가	-13.9	-30.1	-43.9



지주/신재생 박건영

3771-9465, kun.park@iprovest.com

## 3Q23 매출액 3.34조원(YoY -0.8%), 영업이익 1,148억원(YoY -67.1%)

3Q23 매출액 3.34조원(YoY -0.8%), 영업이익 1,148억원(YoY -67.1%)으로 기존 추정치에서 하향 조정. 신재생에너지(태양광) 사업부문 내에서 분산형 전원에서 비용 증가와, 발전사업 일부 프로젝트 협상 지연 영향 반영. 3Q23 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 가격 하락 반영. 3Q23 신재생에너지 사업부문 매출액 1.76조원, 영업이익 692억원으로 추정. 3Q23 케미칼 사업부문 내 전반적인 제품의 스프레드 개선은 제한적일 것으로 전망, 3Q23 케미칼 사업부문 매출액 1.3조원, 영업이익 347억원으로 추정.

## 업황은 바닥

일부 폴리실리콘 및 웨이퍼, 모듈 생산업체들은 2Q23 실적발표 당시 원재료 및 제품의 향후 가격 전망에 대해 Stable(안정적), Bottom(바닥)이라 코멘트. 향후 가격 안정화 추이와 한화솔루션의 신재생에너지 사업부문 4Q23 회복세 주목. 3Q23에 지연된 발전 사업 프로젝트는 4Q23에 인식 예상. 장기적으로 한화솔루션은 단모듈 제조 및 판매를 넘어 발전 프로젝트 등으로, 태양광 사업 영역이 점차 확장될 것으로 전망. 더불어 미국내 Capa 증설로 인한 경쟁력 확보 기대.

## 실적 추정치 하향, 목표주가 하향

한화솔루션 '23년 추정치 하향 조정함에 따라 목표주가 기존 61,000원에서 40,000원으로 하향. 사업부문별 EV/EBITDA 적용하여 합산. 자산가치와 별도로 준 순차입금 반영하여 목표주가 산출.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	10,725	13,654	13,192	13,584	14,381
YoY(%)	16.6	27.3	-3.4	3.0	5.9
영업이익(십억원)	738	966	771	1,059	1,271
OP 마진(%)	6.9	7.1	5.8	7.8	8.8
순이익(십억원)	616	366	311	511	707
EPS(원)	3,325	1,878	1,774	2,918	4,035
YoY(%)	72.6	-43.5	-5.5	64.5	38.3
PER(배)	10.7	22.9	16.8	10.2	7.4
PCR(배)	5.0	4.8	2.9	2.3	2.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	8.2	8.7	7.5	6.1	5.2
ROE(%)	8.8	4.2	3.4	5.3	6.9

[도표 64] 한화솔루션 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	2,970	3,389	3,366	3,929	3,100	3,393	3,340	3,359	13,654	13,192
YoY	23.5%	22.0%	30.4%	32.6%	4.4%	0.1%	-0.8%	-14.5%	27.3%	-3.4%
신재생에너지(태양광)	921	1,234	1,332	2,082	1,366	1,629	1,767	1,877	5,569	6,638
케미칼	1,549	1,599	1,466	1,295	1,348	1,341	1,303	1,262	5,909	5,254
첨단소재	262	300	313	278	254	264	270	221	1,152	1,009
리테일	124	132	127	150					533	
기타	114	124	129	124	133	159	142	149	491	583
영업이익	158	278	348	182	271	194	115	191	966	771
신재생에너지(태양광)	-114	35	197	232	245	138	69	160	350	613
케미칼	258	235	128	-32	34	49	35	36	589	154
첨단소재	3	17	20	-4	22	21	19	7	35	69
리테일	9	4	8	17					38	
기타	3	-13	-4	-31	-29	-14	-8	-13	-45	-64
영업이익률	-38.0%	25.6%	95.3%	116.4%	71.9%	-30.1%	-67.1%	4.7%	30.9%	-20.2%
신재생에너지(태양광)	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	291.8%	-64.9%	-30.9%	흑전	75.0%
케미칼	1.1%	-19.7%	-52.0%	적전	-86.9%	-79.1%	-72.9%	흑전	-43.7%	-73.9%
첨단소재	-58.3%	654.5%	760.9%	적지	623.3%	27.7%	-4.5%	흑전	263.9%	95.1%
영업이익률	5.3%	8.2%	10.4%	4.6%	8.8%	5.7%	3.4%	5.7%	7.1%	5.8%
신재생에너지(태양광)	적자	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	8.5%	3.9%	8.5%	6.3%	9.2%
케미칼	16.7%	14.7%	8.7%	적자	2.5%	3.7%	2.7%	2.9%	10.0%	2.9%
첨단소재	1.1%	5.5%	6.3%	적자	8.6%	8.0%	7.0%	3.2%	3.1%	6.8%

자료: 교보증권 리서치센터

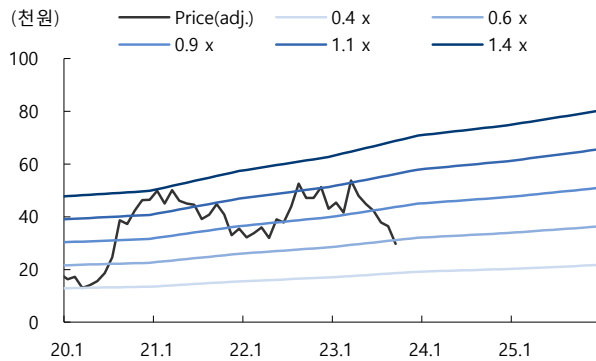
[도표 65] 한화솔루션 Valuation Table

(단위: 십억원)

	EBITDA	적용 EV/EBITDA	한화솔루션 반영 가치	비고
신재생에너지(태양광)	1,035	8.5	8,794 ①	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
케미칼	503.9	5	2,519 ②	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
첨단소재	103.9	5	519 ③	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용
<b>합계</b>	<b>1,642</b>	-	<b>11,833</b> ①+②+③	
자산가치 ④			698	여천 NCC 등 장부가 반영, 자사주 금액은 현재주가(29,750 원)으로 반영
순차입금 ⑤			-5,645	2Q23 기준
기업가치 ④+⑤			6,886	
발행주식수(주)			171,892,536	
목표주가(원)			40,058	목표주가 40,000 원으로 최종 설정

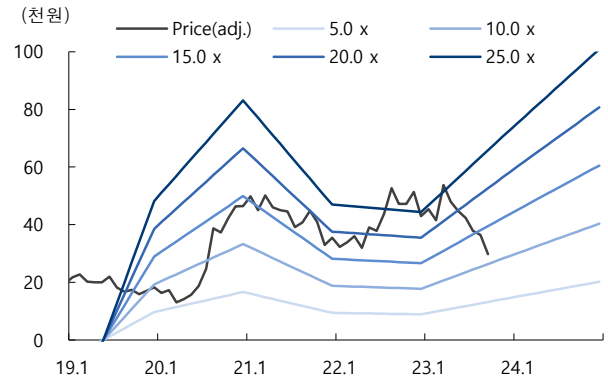
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 66] 한화솔루션 12M Trailing P/B BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 67] 한화솔루션 12M FWD P/E BAND



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 68] 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈 가격 추이('12년 1월=100)



자료: PV Insight, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 태양광 Valuechain 내 사업자의 2Q23 실적발표 당시 주요 제품(폴리실리콘, 웨이퍼, 모듈)에 대한 가격 전망 코멘트

기업명	사업영역	가격 전망	관련 코멘트
Daqo	폴리실리콘	폴리실리콘 →	- I think next 2 years, Chinese polysilicon maybe were stable, maybe between, I think, around RMB 60 to around RMB 70(폴리실리콘 가격 안정화 관련) - I think in June, the price almost go down to the bottom .... So we think in Q3, we see is very profitable.(폴리실리콘 가격 안정화 관련) - Recently, we have also seen an increase in the ASP premium for N-type polysilicon with a meaningful increase in demand volume(N형 폴리실리콘 ASP 증가)
Wacker	폴리실리콘	폴리실리콘 ↘	- Our assumption for the second half is that we will achieve lower average selling prices for solar-grade polysilicon than in the first half(하반기 폴리실리콘 ASP 하락 전망)
Xinte	폴리실리콘	폴리실리콘 →	- With the gradual release of new polysilicon production capacity and the increase in market supply, polysilicon prices generally show a trend of downward fluctuations and will return to a reasonable price level(폴리실리콘 가격 하락 트렌드와 적정가격 회귀 관련 코멘트)
GCL	폴리실리콘 / 웨이퍼 / 모듈	폴리실리콘 →	- Currently, polysilicon prices have reached the bottom range, which effectively reduces the costs of solar system and solar power generation, increases the return on investment ("IRR") of solar power plants, and amplifies its advantage in terms of the levelized cost of energy ("LCOE"). (폴리실리콘 가격 안정화 관련)
Longi	웨이퍼 / 모듈	웨이퍼 ↗	- From a market perspective, customer demand for high-quality silicon wafers will become increasingly strong in the future, and there will be a certain market premium for high-quality silicon wafer products.(고품질 웨이퍼 수요 증가 관련)
Jinko Solar	웨이퍼 / 모듈	폴리실리콘, 모듈 →	- the poly [ph] is down to be stabilized and the module still -- it's reaching a kind of stabilized point.(폴리, 모듈 가격 안정화 관련)
Canadian Solar	모듈	모듈 →	- Near term, based on the factors I've just mentioned, we expect the market to improve as we move through the second half of '23.(시장 상황 개선 관련)

자료: 각사 2Q23 Earnings Call, 교보증권 리서치센터

[한화솔루션 009830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725	13,654	13,192	13,584	14,381
매출원가	8,529	10,853	10,461	10,641	11,009
매출총이익	2,196	2,801	2,732	2,944	3,372
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	20.7	21.7	23.4
판매비와관리비	1,458	1,835	1,961	1,884	2,101
영업이익	738	966	771	1,059	1,271
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.8	7.8	8.8
EBITDA	1,387	1,642	1,547	1,938	2,264
EBITDA Margin (%)	12.9	12.0	11.7	14.3	15.7
영업외손익	117	-397	-293	-273	-184
관계기업손익	263	-102	-60	-100	-100
금융수익	22	36	34	37	46
금융비용	-148	-226	-234	-244	-256
기타	-20	-105	-32	35	126
법인세비용차감전순이익	855	569	478	786	1,088
법인세비용	239	203	167	275	381
계속사업순이익	616	366	311	511	707
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	616	366	311	511	707
당기순이익률 (%)	5.7	2.7	2.4	3.8	4.9
비지배지분순이익	-3	7	6	10	13
지배지분순이익	619	359	305	502	694
지배순이익률 (%)	5.8	2.6	2.3	3.7	4.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	273	219	219	219	219
포괄순이익	890	585	530	730	926
비지배지분포괄이익	3	4	4	5	7
지배지분포괄이익	886	580	526	725	919

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	1,112	1,249	1,462
당기순이익	0	0	311	511	707
비현금항목의 가감	701	1,340	1,437	1,694	1,915
감가상각비	617	637	743	847	964
외환손익	89	109	-56	-56	-56
자본법평가손익	-263	102	60	100	100
기타	257	492	691	803	908
자산부채의 증감	-191	-1,626	-268	-473	-570
기타현금흐름	481	403	-368	-483	-590
투자활동 현금흐름	-1,655	-1,477	-1,919	-2,019	-2,220
투자자산	-596	-594	-458	-458	-458
유형자산	-813	-903	-1,500	-1,600	-1,800
기타	-247	21	40	39	38
재무활동 현금흐름	1,076	2,322	1,299	1,441	1,500
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-71	1,304	324	372	428
자본의 증가(감소)	1,339	0	-90	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-191	1,018	1,065	1,069	1,072
현금의 증감	452	965	-187	279	804
기초 현금	1,200	1,652	2,616	2,429	2,708
기말 현금	1,652	2,616	2,429	2,708	3,511
NOPLAT	532	622	501	689	826
FCF	177	-1,232	-490	-506	-552

자료: 한화솔루션, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,074	8,573	8,251	8,718	9,869
현금및현금성자산	1,567	2,548	2,429	2,708	3,511
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	2,244	2,342	2,506
재고자산	2,232	3,060	2,957	3,044	3,223
기타유동자산	641	685	621	624	628
비유동자산	12,524	13,634	14,764	15,860	17,061
유형자산	6,452	6,879	7,637	8,389	9,226
관계기업투자금	3,438	3,745	4,143	4,501	4,860
기타금융자산	299	452	452	452	452
기타비유동자산	2,334	2,558	2,532	2,517	2,524
자산총계	20,008	23,832	24,639	26,202	28,554
유동부채	5,788	6,808	7,076	7,687	8,772
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,719	2,771	2,878
차입금	2,004	2,443	2,443	2,443	2,443
유동성채무	607	560	516	476	439
기타유동부채	490	1,025	1,398	1,997	3,012
비유동부채	4,774	5,685	5,986	6,382	6,880
차입금	1,615	2,158	2,482	2,854	3,282
사채	1,649	2,047	2,047	2,047	2,047
기타비유동부채	1,511	1,480	1,457	1,480	1,550
부채총계	11,806	13,935	14,503	15,510	17,092
지배지분	8,159	8,921	9,136	9,637	10,331
자본금	978	978	889	889	889
자본잉여금	2,003	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,051	5,561	5,866	6,368	7,062
기타자본변동	-24	-154	-154	-154	-154
비지배지분	42	976	1,000	1,055	1,131
자본총계	8,201	9,897	10,136	10,692	11,462
총차입금	6,320	7,789	8,185	8,656	9,215

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,325	1,878	1,774	2,918	4,035
PER	10.7	22.9	16.8	10.2	7.4
BPS	42,408	46,364	52,364	55,239	59,215
PBR	0.8	0.9	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	7,406	8,533	8,868	11,106	12,974
EV/EBITDA	8.2	8.7	7.5	6.1	5.2
SPS	57,614	71,383	76,747	79,027	83,661
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
CFPS	944	-6,403	-2,811	-2,901	-3,162
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	16.6	27.3	-3.4	3.0	5.9
영업이익 증가율	24.3	30.9	-20.2	37.4	20.0
순이익 증가율	104.3	-40.6	-15.1	64.5	38.3
수익성					
ROIC	6.1	6.3	4.6	6.0	6.8
ROA	3.5	1.6	1.3	2.0	2.5
ROE	8.8	4.2	3.4	5.3	6.9
안정성					
부채비율	144.0	140.8	143.1	145.1	149.1
순차입금비율	31.6	32.7	33.2	33.0	32.3
이자보상배율	5.0	4.3	3.3	4.3	5.0