

# 2024.05.29.(수) 증권사리포트

두산테스나

24년은 전장용 SoC가 견인

[출처] 하나증권 김민경 애널리스트

시스템 반도체 전문 OSAT 업체

두산테스나는 CIS, 모바일 AP, 차량용 SoC 등 시스템 반도체의 테스트를 전문으로 하는 OSAT 업체로 22년 4월 두산 그룹에 편입 테스트 단가는 테스트 소요시간과 장비 가격이 반영되는 구조. 장비가 많을수록 물량을 많이 받을 가능성이 커지기 때문에 신제품이 출시될 때마다 지속적으로 상당한 규모의 Capex를 집행해야 한다는 점이 반도체 테스트 산업의 진입장벽. 또한 고객사 입장에서 패키징부터 테스트까지 턴키 서비스를 제공하는 업체에 테스트를 맡기면 운송비를 절감할 수 있는 이점이 있음. 이에 두산테스나는 턴키서비스 제공을 목표로 지난 1월 후공정 업체 엔지온을 인수한 바 있으며 추가적인 MA를 고려할 것으로 추정 아울러 두산테스나는 고객사 내 전장용 SoC 테스트의 솔벤더로서 국내 완성차 업체의 자체 SoC 개발에 따라 25년 말~26년 물량 증가 수혜가 있을 것으로 예상

1Q24 Review: 전장 SoC 호조로 계절성 완화

두산테스나의 24년 1분기 연결기준 매출액은 918억(YoY +23%, QoQ +7%), 영업이익 112억 (YoY -5%, QoQ -16%)을 기록. 별도 기준으로는 매출액 885억(YoY +19%, QoQ +3%), 영업이익 122억 (YoY +3%, QoQ -8%)를 기록 1월 말 인수한 리콘 업체 엔지온이 연결로 편입되면서 10억원의 영업손실이 반영. 제품별 매출 비중은 모바일 CIS 39%, SoC 36%, 기타 25%. Galaxy S24 출시 효과가 소멸되며 가동률이 전분기대비 감소했으나 전장용 SoC 가동률이 2월부터 80~90%로 유지되며 계절성이 완화 영업이익은 전분기대비 감소했는데 고객사 공정개선으로 1월에는 전장용 SoC 가동률이 저조했고 인건비가 전년동기 대비 67% 증가한 175억이 반영되었기 때문

2024 Preview: Auto SoC 가 실적 견인

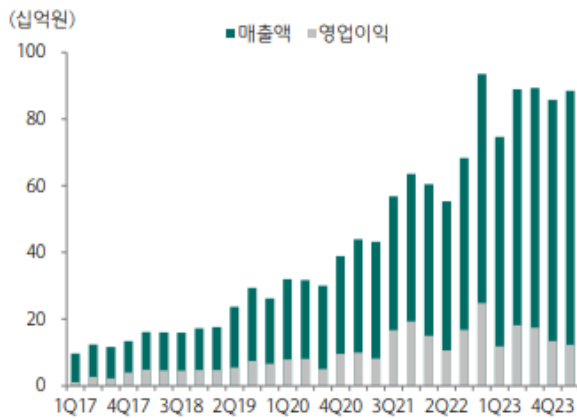
두산테스나의 24년 별도 매출액은 4,049억(YoY +20%), 영업이익 700억 (YoY +15%)을 기록할 것으로 전망. 차량용 반도체 테스트가 외형 성장 및 수익성 개선을 견인할 것으로 예상. 23년 4분기부터 진행된 고객사의 공정개선 작업 이후 차량용 반도체 테스트 물량(Q)과 시간(P)이 동반 증가했기 때문 24년에는 전년수준의 CapEx가 집행될 것으로 예상되는데 높은 비중이 전장용 SoC 테스트를 위한 장비 매입에 사용될 전망. 장비 셋업이 완료되는 하반기에는 고마진의 전장 테스트 매출 비중이 더욱 증가할 것으로 기대 모바일 SoC 및 CIS는 상반기가 전통적인 비수기로 60% 수준의 낮은 가동률이 유지되지만 4분기에는 모바일 AP 및 CIS 신제품 출시효과가 반영될 것으로 전망

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

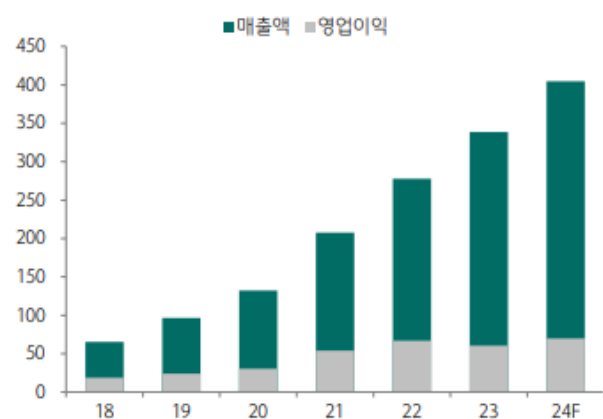
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	97	133	208	278
영업이익	24	31	54	67
세전이익	23	25	52	61
순이익	21	37	47	52
EPS	1,549	2,248	2,761	3,064
증감율	29.9	45.1	22.8	11.0
PER	16.6	25.0	18.1	9.0
PBR	2.5	4.3	3.2	1.5
EV/EBITDA	6.9	11.6	6.3	3.6
ROE	13.1	16.6	18.0	16.9
BPS	10,292	13,148	15,406	18,183
DPS	200	130	160	160

도표 2. 두산테스나 분기별 실적 추이



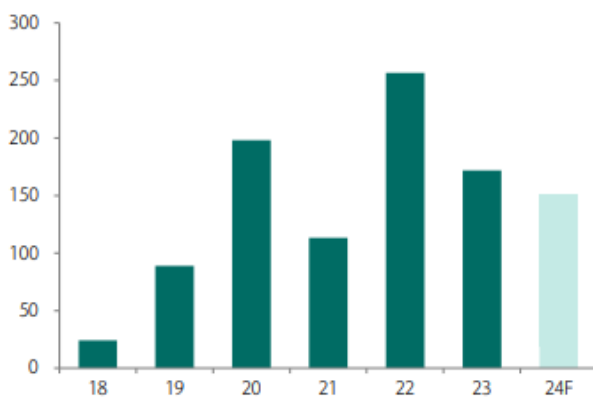
자료: 두산테스나, 하나증권

도표 3. 두산테스나 연간 실적 추이



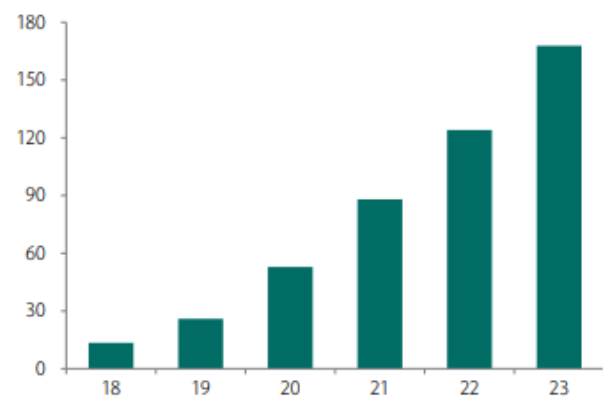
자료: 두산테스나, 하나증권

도표 4. 두산테스나 연간 CapEx 추이



자료: 두산테스나, 하나증권

도표 5. 두산테스나 연간 감가상각비 추이



자료: 두산테스나, 하나증권



코스모신소재

상반기 슬로우, 하반기 성장 기대

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 2분기, 상반기까지는 슬로우

코스모신소재의 2Q24 매출액 1,339억원(QoQ +9.6%), 영업이익 55억원(QoQ +3.8%), OPM 4.1%(QoQ -0.2%p)로 매출액 기준 컨센서스(매출액 1,450억원, 영업이익 50억원)를 하회할 것으로 전망한다. 양극 활물질 부문은 1분기 LG화학향 양극재 매출 인식이 본격화되며 894억원(QoQ +70.2%)을 기록하였으나 2분기는 전방산업 수요 이슈와 고객사 ESS향 스펙 교체 등 영향으로 인해 953억원(QoQ +6.6%)을 기록할 것으로 전망한다. 수익성의 경우 메탈가 하락에 따른 스프레드 축소로 전분기 대비 악화될 것으로 예상된다.

**하반기 본격 성장 기대감, 다만 전방 수요 체크 필요**

코스모신소재의 양극재 CAPA는 연말 기준 2023년 2만톤에서 2024년 10만톤으로 증가할 예정이며 2030년 CAPA는 30만톤을 목표로 하고 있다. 3Q24 내 5.5만톤(양산 앞둔 CAPA 1.5만톤, 양산 테스트 중인 CAPA 4만톤) CAPA가 추가될 예정이며 2.5만톤(양산 4Q24~1Q25 예상) CAPA가 연말 추가될 것으로 기대된다. 전방산업 업황은 하반기 회복될 것으로 기대되나 수요 개선 시그널 확인이 필요하다. 동사의 고객사 매출 비중은 기존 삼성SDI 80%, LG에너지솔루션 20%였으나, LG화학과 계약을 통하여 단결정 소입경 양극재를 최종적으로 LG에너지솔루션으로 납품을 시작하여 향후 LG에너지솔루션향 양극재 출하량은 점진적으로 증가할 것으로 전망한다.

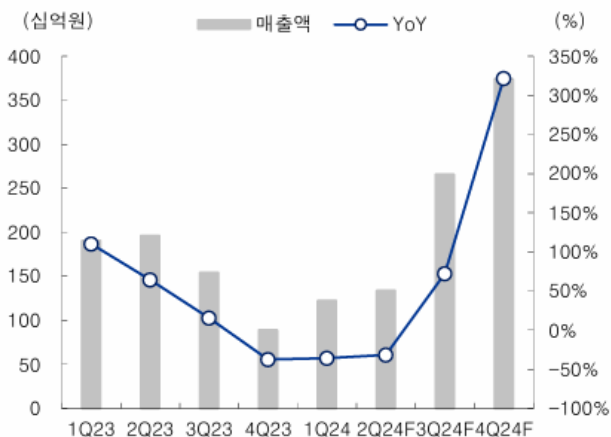
**투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지**

코스모신소재에 대한 투자의견은 매수, 목표주가는 180,000원을 유지한다. 기존 양극재 출하는 삼성SDI향 ESS 매출이 대다수 차지하였으나 EV 시장이 개화하며 24년부터 본격적으로 EV향 매출도 증가할 것으로 기대되며, 추가적인 고객사의 경우 SKOn향 NMx 샘플 테스트를 진행 중으로 연내 수주가 기대된다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	486	630	896	1,937	3,374
영업이익	32	32	38	102	186
세전이익	36	29	37	104	189
당기순이익	28	27	29	83	150
EPS(원)	896	863	899	2,540	4,612
증가율(%)	50.8	-3.7	4.2	182.5	81.6
영업이익률(%)	6.6	5.1	4.2	5.3	5.5
순이익률(%)	5.8	4.3	3.2	4.3	4.4
ROE(%)	12.1	7.4	5.9	15.0	22.5
PER	57.1	170.8	152.4	53.9	29.7
PBR	6.3	10.0	8.8	7.5	6.0
EV/EBITDA	34.3	99.1	77.9	32.8	18.7

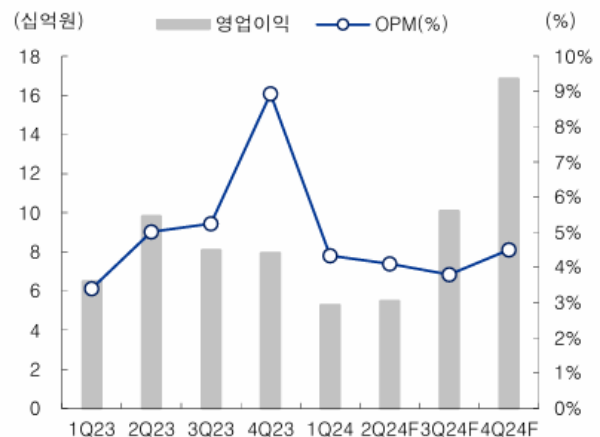
자료: Company data, IBK투자증권 예상

**그림 1. 코스모신소재 매출액 및 YoY 추이**



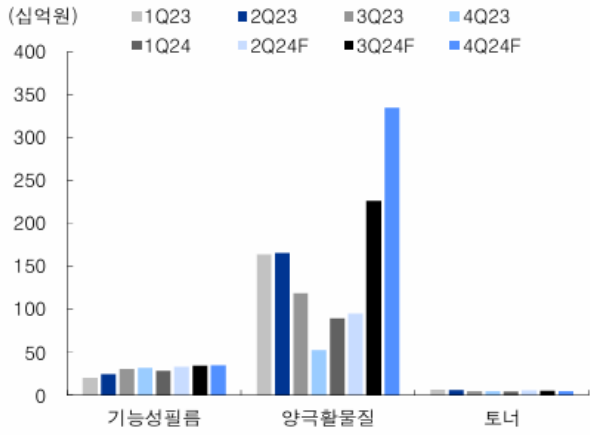
자료: 코스모신소재, IBK투자증권

**그림 2. 코스모신소재 영업이익 및 영업이익률 추이**



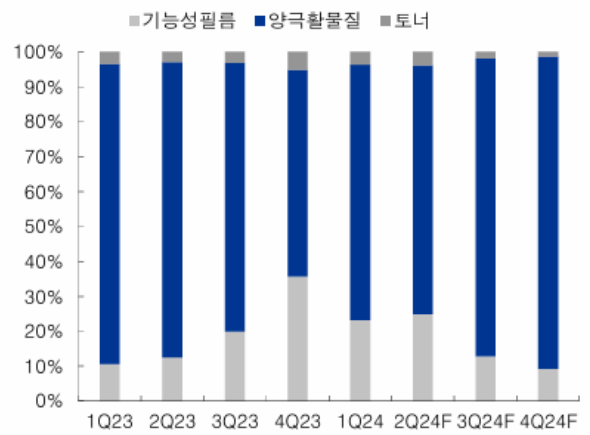
자료: 코스모신소재, IBK투자증권

그림 3. 코스모신소재 부문별 매출액 추이



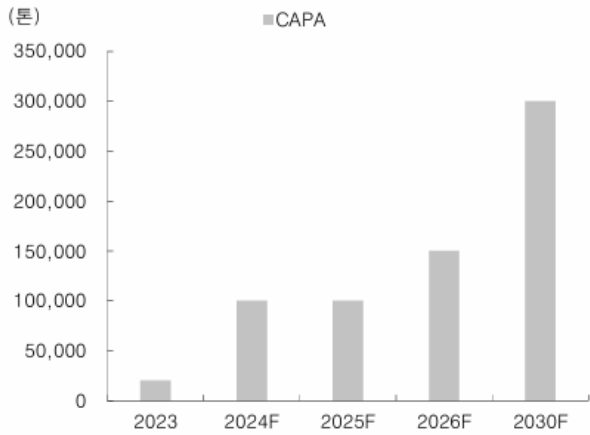
자료: 코스모신소재, IBK투자증권

그림 4. 코스모신소재 부문별 매출 비중 추이



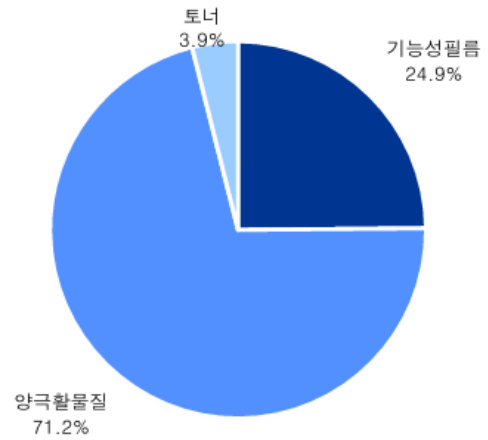
자료: 코스모신소재, IBK투자증권

그림 5. 코스모신소재 양극재 CAPA 추이



자료: 코스모신소재, IBK투자증권 / 생산가능 CAPA 기준

그림 6. 코스모신소재 부문별 매출 비중 (2Q24기준)



자료: 코스모신소재, IBK투자증권



HD한국조선해양

1.8조원 순현금과 저평가된 자회사 가치

[출처] DS투자증권 양형모 애널리스트

1.8조원 순현금과 저평가된 자회사 가치

동사는 1분기말 별도 기준 1.0조원 현금 및 현금성자산, 0.5조원의 단기금융자산을 보유했다. 부채는 장기금융부채 128억원 수준에 불과하다. 최근 현대중공업 지분 매각으로 0.3조원을 추가 확보했기 때문에 순현금은 1.8조원에 달한다. 자금력을 바탕으로 M&A도 가능할 전망이다. 현재 보유하고 있는 주요 자회사의 지분과 장부가는 다음과 같다. 현대중공업 75%, 5.4조원, 현대삼호 96.6%, 1.6조원, 현대미포 42.4%, 1.0조원, 현대에너지솔루션 54%, 0.3조원이다. 상장되어 있는 지분 가치는 현대중공업 8.8조원, 미포 1.2조원, 현대에너지솔루션 0.2조원이다. 현대삼호의 실적은 1분기 기준 1.7조원, 영업이익 1,864억원으로 OPM 10.9%를 기록했다.

현대삼호 기업가치 보수적으로 3~5조원

현대삼호의 LNG선 인도 척수는 총 12척 캐파가 될 전망이다. 클락슨에 의하면 2025~2026년 10척 인도, 2027년 11척 인도다. 2027년 기준 평균 인도 선가는 2.66억 달러에 달한다. 이를 단순하게 매출로 환산하면 29.2억 달러로 원화 기준 3.5~3.8조원 수준이겠다. OPM을 15% 이상으로 추정하면 LNG선 영업이익만 5,250억원~5,700억원에 달한다. 컨테이너선도 2026년 15억 달러를 인도할 전망으로 미드싱글 마진만 추정해도 900억원 이익은 가능하다. 따라서 동사의 2026년 이후 실적은 LNG선, 컨테이너선만 해도 0.6조원을 상회할 것으로 추정한다. 보수적인 수준에서 기업가치는 3~5조원이 가능하겠다.

투자의견 매수와 목표주가 유지

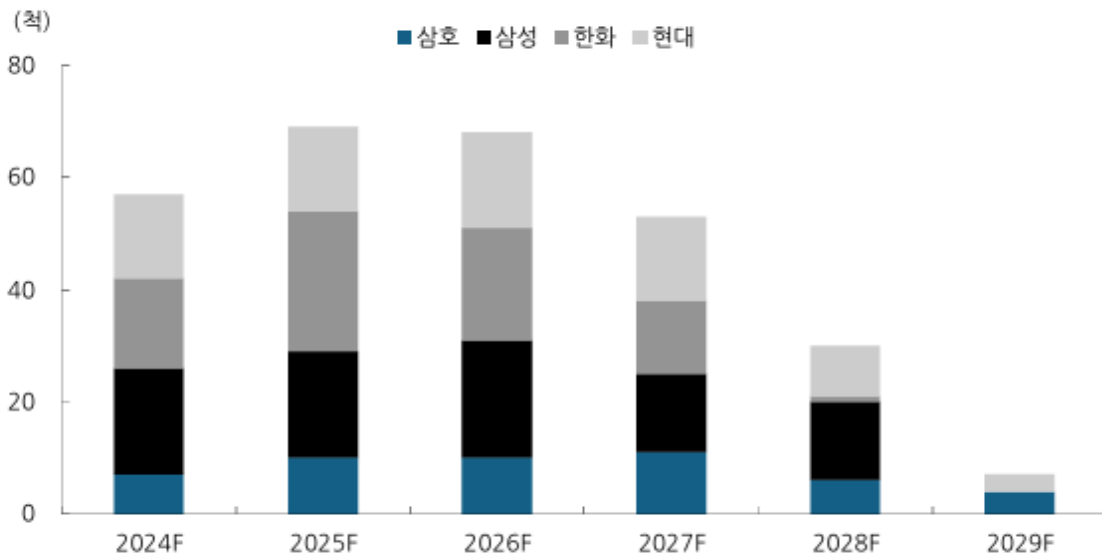
동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 16.5만원을 유지한다. 조선업 주가 상승으로 자회사 가치가 상승하면서 리레이팅될 것으로 예상한다. 별도 기준 순현금 1.8조원, 상장 자회사 현재 가치 10조원, 비상장 자회사 기업가치 4.2조원을 반영하면 16조원의 NAV가 가능하겠다. 목표주가의 타겟 PBR은 1.0배 수준이나 보수적인 NAV를 반영하면 타겟 멀티플은 0.8배를 하회하기 때문에 현재 기준 자회사 가치만 반영해도 업사이드는 충분하다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	15,493	17,302	21,296	24,378	26,856
영업이익	-1,385	-356	282	1,195	2,197
영업이익률(%)	-8.9	-2.1	1.3	4.9	8.2
세전이익	-1,632	-431	-8	1,083	1,815
지배주주지분순이익	-929	-217	222	740	1,215
EPS(원)	-13,131	-3,065	3,133	10,449	17,163
증감률(%)	적지	적지	흑전	233.5	64.3
ROE(%)	-9.0	-2.2	2.3	7.3	11.2
PER(배)	-7.2	-23.1	38.6	12.9	7.8
PBR(배)	0.7	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	-7.2	94.0	11.2	5.3	3.1

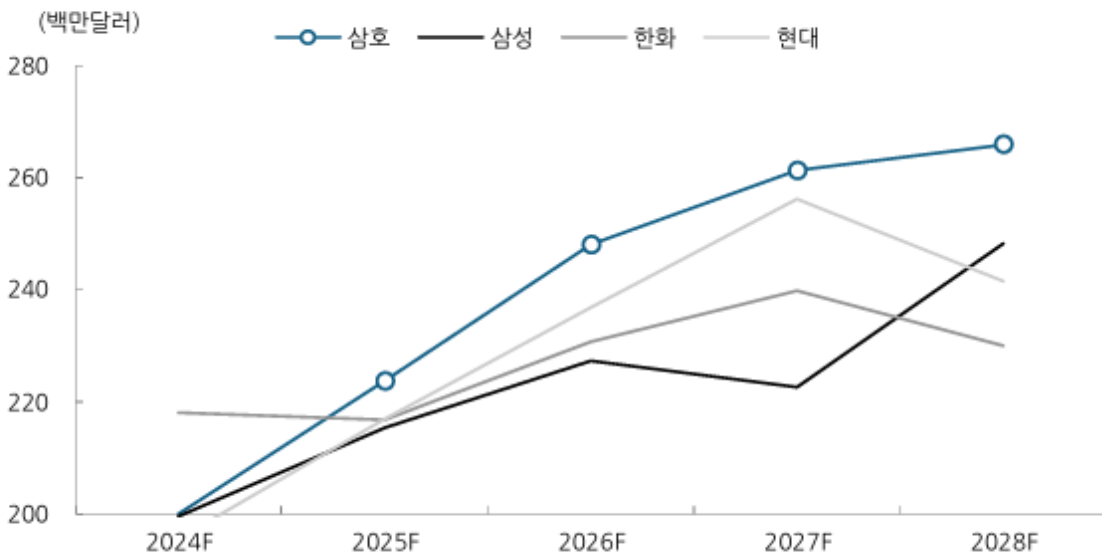
자료: HD한국조선해양, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 LNG선 인도 척수



자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터

그림2 LNG선 평균 인도선가는 우상향



자료: 클락슨, DS투자증권 리서치센터





## 서연이화

분기 매출액 1조원 시대가 곧 시작

[출처] [하나증권 송선재 애널리스트](#)

1Q24 Review: 영업이익률 4.7% 기록

1분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 +20%/-17% 변동한 9,387억원/444억원(영업이익률 4.7%, -2.1%p (YoY))을 기록했다. 브라질(-11% (YoY))을 제외한 대부분 지역들의 매출액이 증가했는데 특히, 비중이 큰 한국/유럽/인도/미국 매출액이 각각 1%/9%/0%/ 83% 증가했다. 상대적으로 비중이 작은 중국/멕시코 매출액도 92%/53% (YoY) 증가하면서 기여했다. 미국 매출액이 급증한 영향은 고객사들의 생산 증가 및 환율 상승과 함께 전년 4월 인수한 광성아메리카(현재 서연이화어번) 매출액이 반영되었기 때문이다. 서연이화어번의 편입 효과를 제외했을 경우 연결 매출액 증가율은 7% 수준이었을 것으로 추정한다. 관련 기저 효과는 2분기부터 없어진다. 고객별로는 1분기 매출액 중 88% 비중인 현대차/기아향 매출액이 19% 증가했는데, 물량 증가와 믹스 개선, 환율 상승, 서연이화어번의 편입 등에 기인한다. 매출총이익률/영업이익률은 각각 0.6%p/2.1%p (YoY) 하락한 15.6%/4.7%를 기록했는데, 서연이화어번의 상대적으로 낮은 수익성과 인수 관련 무형자산상각비(48억원)의 반영(상각비 효과를 제외한 실질 영업이익률은 5.2%로 추정), 신규 건설한 미국/멕시코/인도 공장 관련 초기 비용이 반영되었기 때문이다.

#### 2023년 이후 6개 공장들이 신규로 가세

인도/미국/멕시코에 6개 신규 공장을 인수 및 건설했다. 인도에 23년 스쿠터용 차저/인렛/시트 생산법인인 서연서밋크리쉬나기리를 설립했고, 24년에 고객사가 인수한 푸네 공장 지원을 위해 서연이화써밋푸네를 설립해 공장을 건설 중이다. 푸네 공장은 25년 생산이 전망된다. 멕시코에는 서연NorthAmerica를 23년에 설립했고, 연간 50만대 규모로 Pillar를 생산한다. 미국에서 23년 서연이화어번을 인수했고, 에어덕트/가니쉬/워셔탱크 등으로 연간 4천억원 이상의 매출을 발생 중이다. 24년 완공되는 서연이화서배너 공장에서 전기차 전용 모델에 대한 도어트림/필러 등을 공급할 예정이다. 24년 설립된 서연이화텍사스 법인은 신규 거래선을 대상으로 25년 이후 내외장부품을 공급할 것으로 보인다. 신설 및 인수한 공장들이 24년~25년에 걸쳐 완공되면서 외형 성장에 기여할 것이다. 기존 고객들뿐만 아니라 신규 거래선 확보도 기대된다. 비록 인프라 구축 및 생산 초기의 고정비 부담으로 수익 기여까지 시간이 걸리겠지만, 외형 성장에 따른 영업 레버리지 효과가 발생하고 기존 공장들과 구매/영업 시너지가 진행될수록 수익성도 개선될 것으로 전망한다.

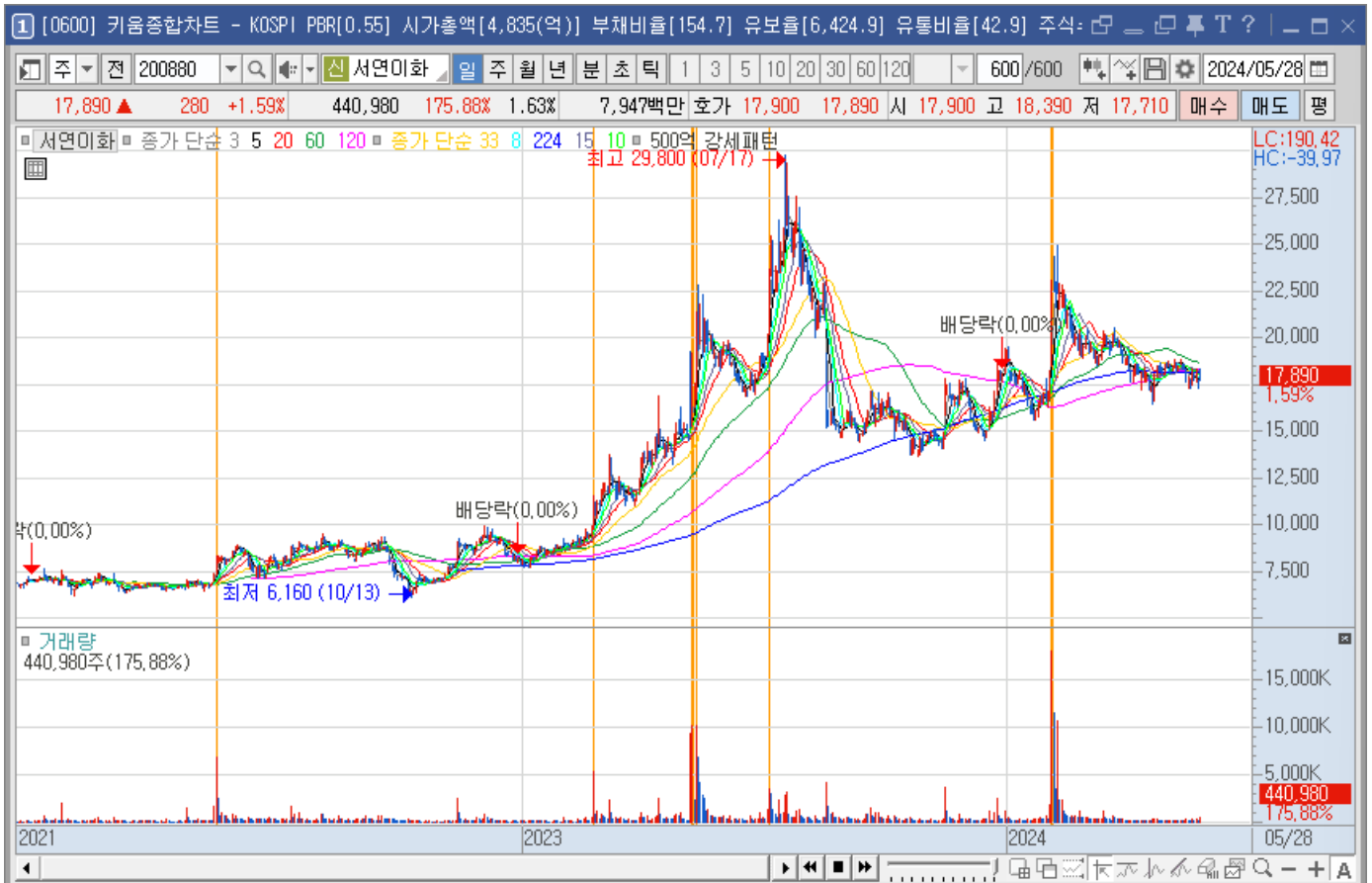
#### P/E 3배대의 Valuation에서 주가 거래 중

24년 매출액은 10% 증가한 3.94조원에 이를 것인데 비해, 현재 시가총액 4,760억원과 24년 예상 지배주주순이익(1,500억원) 기준 P/E 3배 초반의 낮은 Valuation에서 거래 중이다. P/B는 0.4배대다. 단일 고객군에 대한 의존도와 5% 전후의 수익성, 지속된 Capex 투자 등은 할인 요인이거나, 신규 공장들에 대한 투자가 막바지로 외형 기여가 시작되고 이후 수익 기여에 따른 높은 성장성이 예상되므로 현재 주가는 저평가되었다고 판단한다.

**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	1,962	2,180	2,845	3,574
영업이익	48	66	151	193
세전이익	(30)	51	116	195
순이익	(41)	26	56	158
EPS	(1,527)	973	2,060	5,837
증감율	적지	폭전	111.7	183.3
PER	(4.8)	7.2	3.8	3.3
PBR	0.3	0.3	0.3	0.6
EV/EBITDA	4.7	3.6	1.8	2.9
ROE	(6.8)	4.0	7.7	17.9
BPS	22,313	24,588	26,709	32,624
DPS	100	150	150	200



용평리조트

분양과 운영 모두 성장 구간 진입

[출처] DS투자증권 조대형 애널리스트

엔데믹 이후 객실 판매 정상화에 따른 운영 매출 회복

1Q24 매출액 560억원(+21.4% YoY), 영업이익 100억원(+30.0% YoY)으로 본격적인 실적 회복 구간에 진입했음을 보여줬다. 특히 분양으로 인한 매출액이 91억원 수준에 그쳤음에도 운영 매출액이 468억원을 기록하며 엔데믹 이후 23/24 시즌 스키 매출 호조와 이에 따른 객실 판매 정상화에 따른 실적 성장을 보였다. 1분기 객실 가동률과 판매 단가는 각각 60.9%와 12.1만원으로 완전한 회복세를 보였다. 골프 레저 휴양 등 사업 다각화를 통한 분기별 운영 매출 편차도 축소되고 있다. 안정적 운영 매출에 분양 매출이 더해질 24년은 역대급 실적이 기대된다.

루송채 분양 실적으로 매 분기 실적 성장 기대

24F 매출액 3,775억원(+78.4% YoY), 영업이익 505억원(+136.1% YoY)을 전망한다. 1분기 다소 저조했던 분양 매출은 매 분기 공정률과 함께 증가할 것으로 예상된다. 분양 매출이 본격적으로 반영되는 구간의 초입이라는 판단으로 24년은 매 분기 탑라인의 성장이 기대된다. 루송채 분양에 따른 매출 인식으로 24년 약 2,200억원 수준의 분양 매출이 예상된다. 24년 인식될 것으로 예상되는 루송채 분양 매출을 제외해도 앙띠뉴와 디로커스 등 후속 분양으로 30년까지 약 1.2조원 규모의 분양 매출이 지속해서 추가될 전망이다. 23년 인수한 일본 내 2개의 골프장과의 시너지도 기대되며 단체 투숙객 수요도 함께 회복되며 운영 매출도 정상화 될 것으로 예상된다.

용평 외 지역으로의 다변화도 진행 중, 투자의견과 목표주가 유지

루송채 분양 실적은 24년에 대부분 매출로 반영될 예정이다. 하지만 실적으로 반영될 분양 물량은 루송채가 끝이 아니다. 디로커스와 앙띠뉴 등 분양 매출은 25년 이후에도 꾸준히 발생할 전망이다. 용평 단지 중심의 신규 시설 개발도 다변화될 전망이다. 고창을 시작으로 강릉 등 용평 단지 외 지역으로의 진출로 운영 매출 발생 지역의 다변화가 본격화되는 시점에는 밸류에이션 프리미엄도 가능하다는 판단이다. 투자의견과 목표주가 유지한다

### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액	127	236	143	212	378
영업이익	-7	31	2	21	51
영업이익률(%)	-5.5	13.0	1.1	10.1	13.4
세전이익	-24	11	-13	13	42
지배주주지분순이익	-18	9	-12	10	32
EPS(원)	-365	180	-252	208	671
증감률(%)	적지	흑전	적전	흑전	222.9
ROE(%)	-4.5	2.3	-3.2	2.6	8.0
PER(배)	-11.7	27.2	-14.0	14.7	4.6
PBR(배)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	25.3	7.5	15.6	5.2	3.2

자료: 용평리조트, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



HD현대건설기계

인도/브라질/유럽 시장의 매출 성장 기대

[출처] DS투자증권 양형모 애널리스트

1분기 인도/브라질 시장 성장으로 실적 선방

동사의 1Q24 매출은 건설기계 7,711억원으로 전년 동기 대비 -9%를 기록했지만 산업차량의 경우 45% 증가한 1,290억원을 기록했다. 북미/유럽 시장의 수요가 감소했지만 신흥 시장에서는 19%의 큰 폭 성장을 기록하면서 매출액과 영업이익 모두 컨센서스에는 부합했다. 다만 전년 동기 대비 영업이익은 일회성 비용 117억원, 고정비 증가 46억원 등으로 인해 33% 감소했다. 고금리가 유지되면서 수요 피크 아웃으로 인한 감익은 이미 주가에 반영됐다.

### 유럽 금리 인하와 시장 성장 수혜

유럽 국가들은 코로나, 러우 전쟁 등으로 인해 2023년까지 전력 수급 이슈가 발생하면서 산업생산 및 매크로 지표가 좋지 못했다. 2024년이 되면서 발전원을 다변화하면서 대부분 국가가 정상화되었다. 독일의 경우 다른 유럽 국가 대비 지표 개선 속도가 느린데, 이는 지난 해 4월 원자력발전을 완전 폐쇄하면서 발생하고 있는 일시적 현상일 뿐이다. 현재 LNG복합화력을 늘리면서 전력 이슈가 일단락 나고 있기 때문에 경제는 회복 추세에 진입했다. 또한 유럽 물가가 정상화되면서 금리 인하가 확실 시 되고 있다. 그렇다면 수요 피크 아웃보다는 부진했던 유럽의 경제 정상화에 초점을 맞추어야 하는 시점이다. 이미 신흥 시장에서 동사의 경쟁력은 확인이 되었고, 북미/유럽 시장의 수요 감소가 바닥에서 벗어나게 된다면 지금 이 시점은 매수 기회라는 판단이다.

### 실적 하향 조정하면서 목표주가도 하향 조정하나 매수 의견 유지

다만 여전히 고물가로 인한 고정비 증가는 지속될 것으로 예상하기 때문에 이를 반영하여 실적을 하향 조정했다. 2023년 ROE가 9%를 넘어서면서 동사 PBR은 1.0배를 상회했었다. 고금리 이슈로 인한 시장 수요 감소는 바닥을 벗어날 것이고, 실적 감익에 대한 우려도 일단락 날 것이다. 그렇다면 현재 주가는 싸다. 주가 움직임도 다시 정상화되면서 ROE 대비 PBR 타겟은 0.7배에서 0.8배까지는 무난히 상승할 것으로 기대한다. 동사에 대한 목표주가는 하향하지만 매수 의견을 유지한다.

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,284	3,516	3,825	3,794	4,035
영업이익	161	171	257	245	259
영업이익률(%)	4.9	4.9	6.7	6.4	6.4
세전이익	158	153	190	210	229
지배주주지분순이익	113	112	139	135	147
EPS(원)	5,759	5,661	7,077	6,872	7,483
증감률(%)	흑전	-1.7	25.0	-2.9	8.9
ROE(%)	8.9	8.0	9.2	8.3	8.5
PER(배)	7.0	11.0	7.3	7.8	7.2
PBR(배)	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	5.5	6.5	3.9	3.9	3.7

자료: HD현대건설기계, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준



한화솔루션

북미에서 꽃피는 태양광 사업

[출처] 현대차증권 강동진 애널리스트



## 투자포인트 및 결론

한화솔루션 북미 태양광 제품 생산 거점인 Dalton, Cartersville 공장들 및 태양광 발전소 EPC가 진행 중인 LA 인근 지역 Site를 방문. 한화큐셀 CEO 및 주요 임직원과 미팅  
한화솔루션은 장기적으로 단순 태양광 모듈 판매 사업자에서 벗어나, 이를 활용한 EPC 및 에너지 플랫폼 사업자로 발전하고 있었음  
하반기는 강화된 대중국 규제 및 EPC 사업 수익 증대로 턴어라운드 기대. 또한, 중국 자체적으로도 태양광 제품 공급과잉 대응 의지 표명함에 따라, 예상보다 시황 개선 가속화될 가능성 상존  
AI 데이터센터향 전력 수요 증대. 태양광 중장기 수요가 크게 증가하면서 사업 기회 확장  
- 목표주가는 43,000원으로 상향. 정유/화학 업종 Top pick 추천

## 주요이슈 및 실적전망

한화솔루션은 '25년부터 폴리실리콘-웨이퍼-셀-모듈을 모두 수직계열화 한 미국 내 유일한 실리콘 기반 태양광 업체가 될 전망이다. 또한 EPC 및 에너지솔루션(가정용) 사업으로 수직 계열화 및 플랫폼 사업화 하여, 단순 태양광 모듈 사업 비중이 낮아져 모듈가격 변동 영향 최소화될 것  
매니지먼트는 최근 미국의 태양광 제품에 대한 대중국 무역 장벽이 더 강화되고 있고, 하반기 시행 예정인 동남아산 우회 중국산 태양광 제품에 대한 반덤핑 관세 부과 등으로 태양광 사업 턴어라운드 가능성에 대한 기대감을 소통. 또한 미국정부와 지속적인 소통을 통해 중국산 수입 물량에 대한 대응책을 마련하고 있음을 밝힘  
미국 내 태양광 제품 과잉 재고에 대한 우려 크지만, 매니지먼트가 판단하는 연말 재고 수준은 시장 우려 대비 크게 낮은 수준(30GW). 하반기 규제 시행으로 중국산 유입 물량 대폭 감소 전망. 특히 6개월 내 설치가 되지 않을 경우 관세 부과 등 부담이 커지는 것이 중요  
현재 미국에 모듈 공장을 보유한 Jinko는 여전히 안정적인 생산을 하지 못하고 있는 것으로 확인. Longi 공장은 주민 반대로 가동 지연. 6/6부로 동남아로부터 수입되는 셀 관세 면제가 끝남에 따라, 셀을 수입하여 미국에서 모듈을 만드는 중국 업체들의 원가 경쟁력은 더욱 악화될 것  
동사는 최근 (주)한화로부터 인수한 장비사업을 통해 기술 내재화 강화. 자동화율 크게 높여 미국 내 생산 경쟁력 높이고, 차세대 Tandem Cell 관련 기술 유출 방지 효과 기대  
Domestic Contents Adder를 확보할 수 있는 셀/봉지재를 내재화 하여 2025년부터 미국 내 중국 모듈 회사들 대비 높은 ASP로 경쟁력을 갖추게 될 것으로 판단. 또한 이를 활용하여 단순 모듈 생산에서 벗어나고 있음. 시황 영향을 점차 줄이면서 지속적인 매출 성장을 기대할 수 있는 요인

## 주가전망 및 Valuation

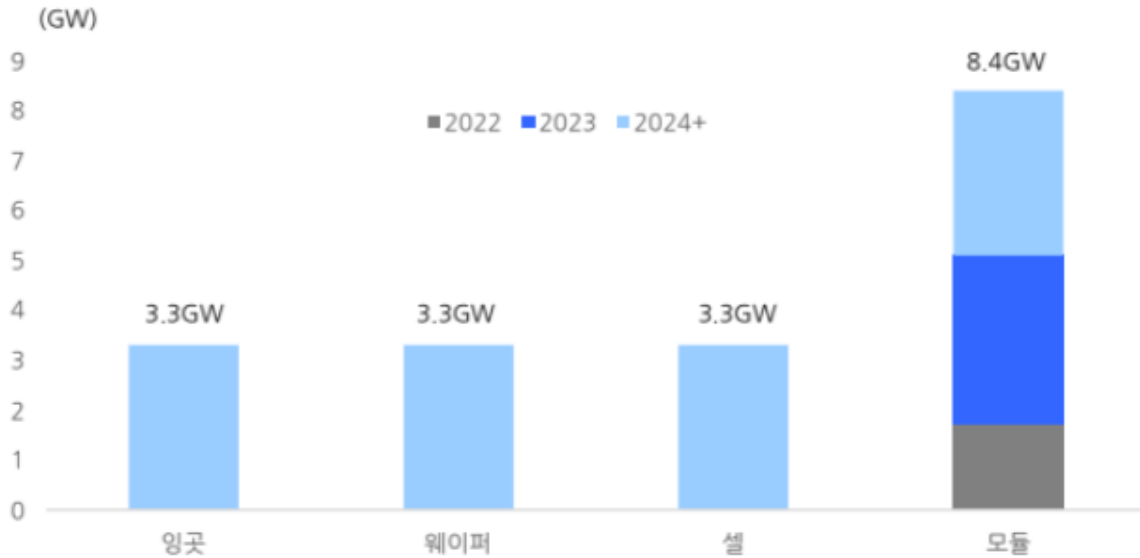
최근 주가는 변동성이 확대. 재무구조 우려 있으나, AMPC 유동화 등으로 차입금 감소 가능하며, 시황 개선 가능성이 높아진 상황으로 재무구조 우려는 점차 완화될 것

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	13,131	924	359	1,599	1,878	-43.5	22.9	0.9	8.7	4.2	0.0
2023	13,289	605	-208	1,283	-1,194	적전	NA	0.9	12.0	NA	0.8
2024F	11,567	302	-423	1,109	-2,466	적지	NA	0.7	14.0	NA	1.0
2025F	13,003	1,488	733	2,419	4,258	흑전	7.1	0.6	6.3	9.4	1.0
2026F	13,219	1,573	816	2,540	4,743	11.4	6.4	0.6	5.8	9.6	1.0

\* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 한화솔루션 미국 생산설비 규모



자료: 한화솔루션, 현대차증권

<그림2> 한화큐셀 미국 Dalton 공장



자료: 한화솔루션, 현대차증권

