

2024.07.29.(월) 증권사리포트

SK하이닉스

HBM효과를 지켜보자

[출처] 하나증권 김록호 애널리스트

2Q24 Review: 높았던 가격 베이스

SK하이닉스의 24년 2분기 매출액은 16.42조원(YoY +125%, QoQ +32%), 영업이익은 5.47조원(YoY 흑자 전환, QoQ +89%)을 기록. 매출액과 영업이익 모두 하나증권의 직전 추정치를 하회했는데, DRAM과 NAND의 가격 상승폭이 가정을 하회했고, NAND 출하가 전분기대비 감소했기 때문. DRAM과 NAND 모두 업계 평균 및 동종업체대비 누적 가격 상승폭이 컸던 만큼 기저가 높았던 점이 주요인으로 분석 SK하이닉스의 DRAM 가격은 23년 2분기에 상승 전환한 이후 24년 1분기까지 57% 상승해 삼성전자 44% 및 Micron 12%보다 상승폭이 큼. NAND 역시 가격 하락이 멈춘 23년 3분기부터 24년 1분기까지 85% 상승해 삼성전자 41%, Micron 56%을 상회. HBM과 eSSD 매출 비중이 경쟁업체들보다 높아 믹스 개선이 선행되었기 때문. NAND 출하의 감소는 eSSD 외에는 수요가 강하지 않은 상황에서 수익성 중심으로 출하 정책을 펼친 결과로 해석. 재고평가 환입 규모는 하나증권의 추정치 5천억원을 하회하는 3천억원만 반영되었음

가격 둔화를 극복할 수 있는 경쟁력과 하반기 수요가 관건

금번 실적 발표 통해 DRAM과 NAND의 가격 가정을 하향하며, 2024년 및 2025년 영업이익을 기존 추정치대비 각각 5%, 8% 하향 조정. NAND는 2024년 출하 성장률도 기존 16%에서 12%로 하향. 이는 24년 2분기와 3분기에 출하량이 역성장하기 때문 24년 4분기에는 출하량 증가폭이 클 것으로 예상하지만, 2개 분기 연속 역성장을 만회하기는 어려울 것으로 판단. 향후 핵심 관전 포인트는 24년 3분기에 HBM 3E 8단 물량 극대화, 4분기에 12단 공급 개시를 통해 DRAM의 Blended ASP 상향 여력을 만들어낼 수 있는냐임. 이를 통해 실적 전망치의 상향 여부를 가늠할 수 있기 때문. 24년 하반기 또 다른 변수는 일반 DRAM의 공급이 제한되어 있는 만큼 수요의 증가 여력. 일반 서버/데이터센터 및 AI PC/스마트폰에서 긍정적인 소식이 들릴 가능성을 배제할 수 없음

펀더멘털 요인 감안해도 단기 과락한 주가

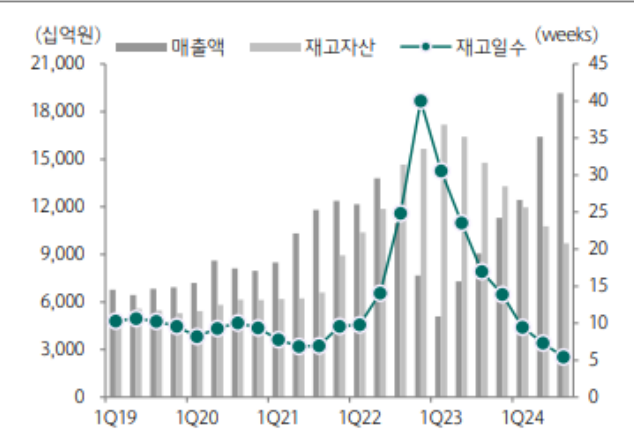
SK하이닉스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 280,000원을 유지. 메모리 가격의 하향 조정에 의한 2024년, 2025년 실적 하향이 부담스러운 것은 사실. 다만, DRAM 업황이 과거와 달리 HBM으로 인한 변수가 상존함을 간과해서는 안 됨 제조 업체들의 CAPA 운영 및 출하 가격에 영향을 미치고 있기 때문에 과거 사이클을 답습하기 보다는 향후 상황을 지켜보는 것이 합리적이라 판단. SK하이닉스는 HBM 매출 비중으로 인해 업계 평균 및 동종 업체들과 DRAM 가격이 차별화되기 때문. 단기 주가 과락으로 인해 12개월 선행 기준 PBR은 1.55까지 하락해 있어 재진입 고민이 필요한 주가 레벨이라 판단

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

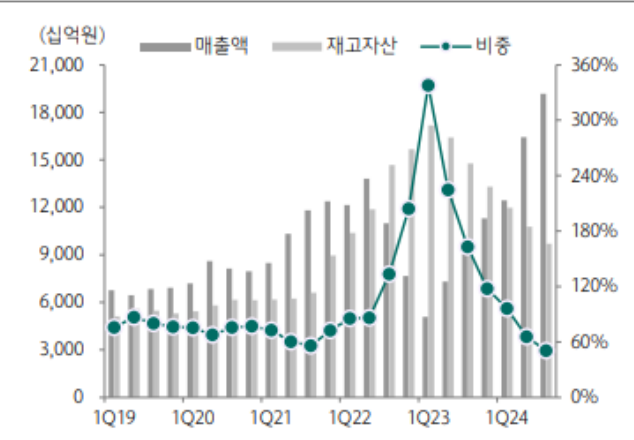
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	44,621.6	32,765.7	71,113.1	96,891.6
영업이익	6,809.4	(7,730.3)	24,787.2	40,006.4
세전이익	4,002.8	(11,657.8)	22,298.3	37,923.7
순이익	2,229.6	(9,112.4)	17,279.8	29,234.9
EPS	3,063	(12,517)	23,736	40,158
증감율	(76.78)	적전	흑전	69.19
PER	24.49	(11.30)	8.78	5.19
PBR	0.83	1.85	2.09	1.50
EV/EBITDA	3.48	21.53	4.30	2.53
ROE	3.56	(15.61)	27.93	34.62
BPS	90,064	76,616	99,583	138,605
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200

도표 3. 재고일수 추이



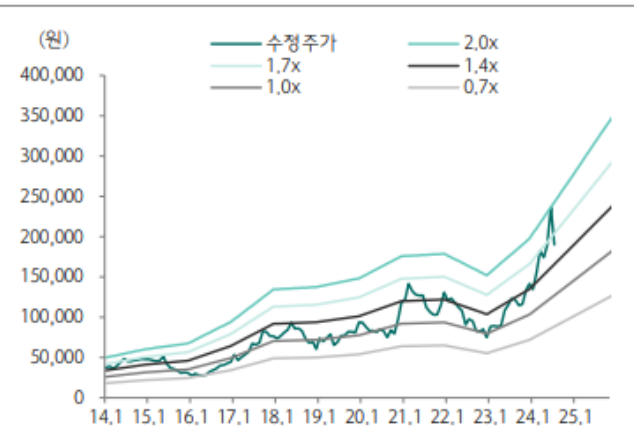
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 4. 매출액대비 재고자산 비중 추이



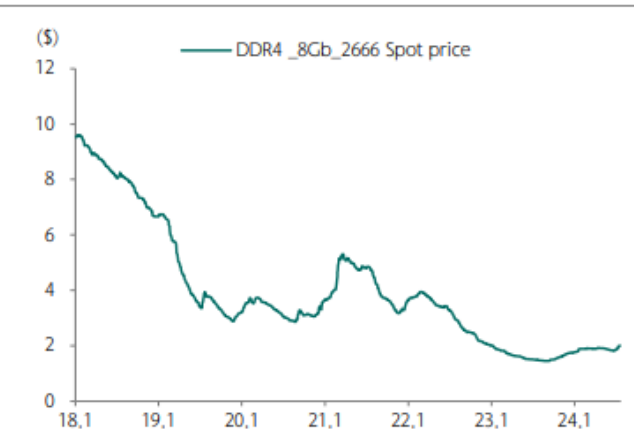
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 5. 12M Forward PBR 밴드



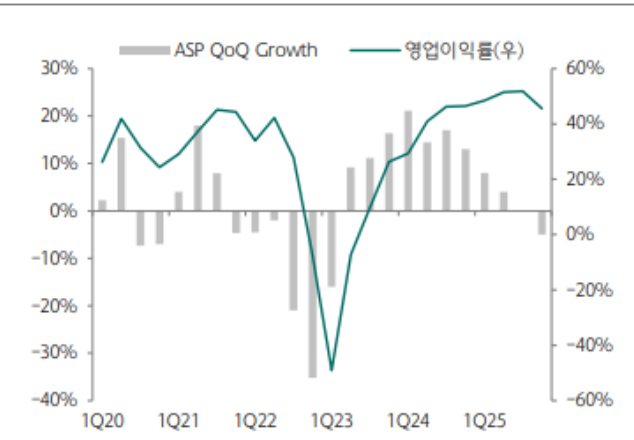
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 6. DRAM 현물가격 추이



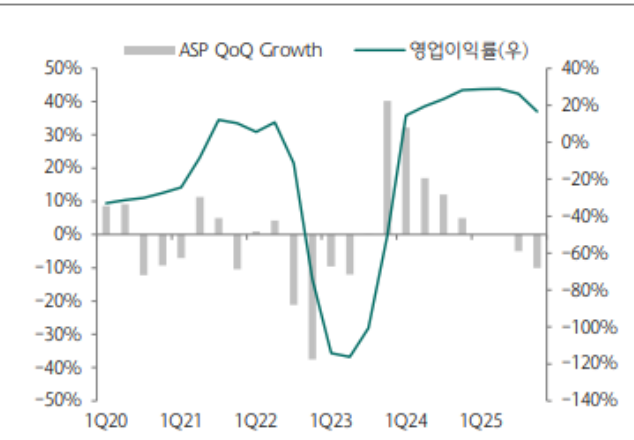
자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 7. DRAM의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이

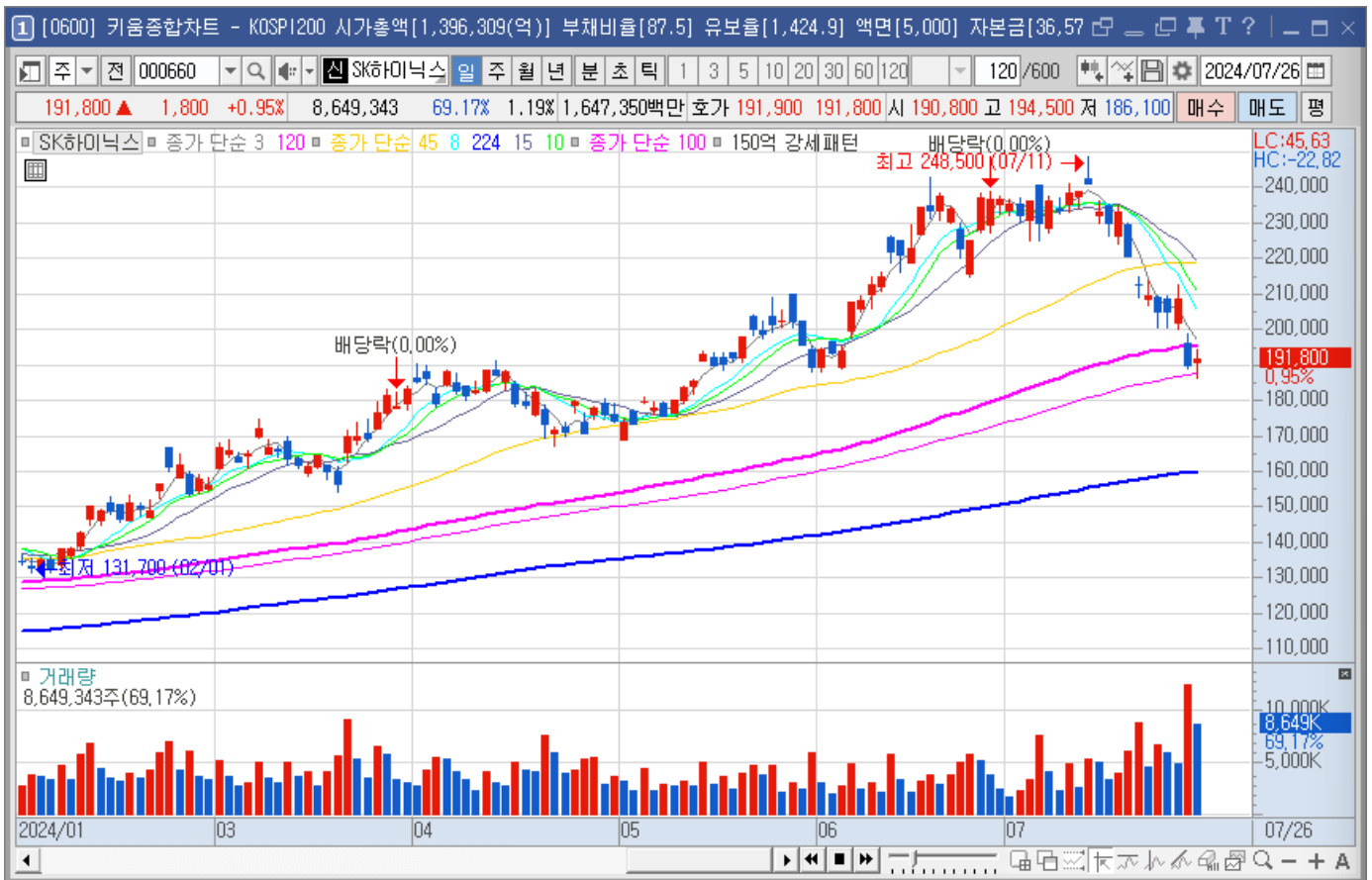


자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 8. NAND의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이



자료: SK하이닉스, 하나증권



한화솔루션

모듈 출하량 증가 vs 금융비용 부담 증가

[출처] 하나증권 윤재성 애널리스트

2Q24 영업이익/순이익 컨센 하회

2Q24 영업이익은 -1,078억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 컨센(-612억원)을 76% 하회했다. 지배순이익은 -3,671억원을 기록했는데, 이는 금융비용 1.3천억원, 지분법손실 0.5천억원 등이 반영된 영향이다. 영업 이익이 컨센을 하회한 것은 태양광 적자(-918억원 기록)에 기인한다. 태양광 영업이익은 1) AMPC +1,468억원 2) 발전자산 매각 관련 손실 -171억원 3) 모듈 영업이익 -2,215억원(OPM -39%)으로 구성되었다. 모듈은 출하량 QoQ +40% 가량 증가에도 불구하고, 미국 내 공급과잉 영향으로 판가가 하락하면서 영업이익은 전분기 대비 미미한 개선에 그쳤다. 케미칼 영업이익은 -174억원을 기록하며 전분기와 유사했다.

3Q24 적자폭 축소 예상

3Q24 영업이익은 -435억원(QoQ 적지, YoY 적전)을 추정한다. 현재 시장 추정치(+1,201억원)을 크게 하회하는 수치다. 태양광의 적자 축소 속도가 생각보다 더디기 때문이다. 케미칼은 운임비 상승에도 불구하고, 판가 상승 영향으로 전분기 대비 적자폭을 소폭 축소할 전망이다. 태양광 영업이익은 -347억원을 예상한다. 전분기 대비 개선되나, 여전히 적자는 아쉽다. 태양광은 영업이익 구성은 1) AMPC 1,498억원(QoQ +2%) 2) 발전사업 매각관련 영업이익 160억원(매출액 8천억원, OPM 2% 가정) 3) 모듈 영업이익 -2,005억원(OPM -30%)을 가정했다. 모듈 사업의 판가는 전분기와 유사하나 판매량이 QoQ +30% 이상 증가하며 적자폭을 줄일 수 있을 것으로 판단된다. 미국 3.3GW 공장의 4월 신규 가동 이후 출하량 증가가 지속됨에 따라 AMPC도 소폭 확대될 전망이다.

모듈 출하량 증가 vs. 금융비용 부담 증가

Neutral, TP 2.9만원을 유지한다. 회사는 1Q24 컨퍼런스콜에서 모듈 출하량 가이드를 10GW에서 9GW로 하향조정한 이후 2Q24에는 이를 유지했다. 출하량 2Q24 QoQ +40%, 3Q24 QoQ +30%, 4Q24에도 큰 폭 증가를 예상하기 때문이다. 이에 따라, AMPC 연간 수취 금액도 기존 5~6천억원 수준을 유지했다. 또한 회사는 미국시장에 대해 재고 부담이 있긴 하나, 유틸리티 주도의 수요 강세는 지속될 것으로 예상했다. 하반기 재고 소진 이후 내년부터는 가격 회복이 가능하다는 것이다. 반면, 로이터에 따르면 중국 기업(Jinko, Trina, JA, LONGi 등)이 2025년 미국 내 연간 최소 20GW의 모듈 설비를 갖출 것이며 IRA 보조금도 수취할 것이라 보도했다. 하나증권은 1) 2H24 재고소진 이후 가격 상승 2) 중국업체의 증설에 대한 IRA 보조금 지급 중단 결정 3) 순차입금 증가에 따른 금융비용 증가(2021년 1.3천억원 2022년 1.7천억원 2023년 3.2천억원 2024년(E) 4.8천억) 리스크 해소 등을 확인한 이후 투자의견을 상향할 계획이다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	13,130.8	13,288.7	11,622.9	11,811.5
영업이익	923.7	604.5	(364.5)	428.8
세전이익	549.5	(102.0)	(1,190.9)	(192.8)
순이익	359.1	(208.1)	(957.0)	(139.2)
EPS	1,864	(1,172)	(5,485)	(798)
증감율	(43.53)	적전	적지	적지
PER	23.07	(33.70)	(4.58)	(31.45)
PBR	0.92	0.87	0.63	0.65
EV/EBITDA	9.02	12.15	18.13	11.53
ROE	4.21	(2.48)	(13.03)	(2.06)
BPS	46,887	45,611	39,829	38,735
DPS	0	300	300	300





LG에너지솔루션

하향된 가이드نس, 불확실한 하반기

[출처] IBK투자증권 이현욱 애널리스트

24년 2분기, 컨센서스 하회

LG에너지솔루션의 2Q24 매출액 6조 1,619억원(QoQ +0.5%), 영업이익 1,953억원(QoQ +24.2%, AMPC 4,478억원 반영), OPM 3.2%(QoQ +0.6%p)로 컨센서스(매출액 6.7조원, 영업이익 2,680억원)를 하회했다. 중대형 EV 부문의 경우 GM향 배터리 출하 증가와 유럽 공장 가동률 개선(전사 가동률 60% 추정)으로 출하량은 30% 증가했으나, ASP가 20% 이상 하락한 것으로 추정되어 3.7조원(QoQ +9.2%)을 기록했다. 소형 전지는 고객사(EV향) 판매량이 부진하고, ASP가 소폭 하락하여 매출이 감소했다. ESS는 전력망 프로젝트 수요 회복 지연으로 비용 부담이 지속되었다.

24년 3분기, 불확실성 지속

LG에너지솔루션의 3Q24 매출액 6조 7,400억원(QoQ +9.4%), 영업이익 6,050억원(QoQ +210.0%, AMPC 5,100억원 반영), OPM 9.0%(QoQ +5.8%p)로 예상된다. 얼티엄 공장 램프업 지속 및 유럽 OEM 업체들의 restocking 효과로 중대형 EV 출하량과 ASP 모두 2분기 대비 증가할 것으로 예상된다. 소형전지는 2170 자체 스펙업에 따른 라인 일시 중단과 고객사(EV향) 판매량이 부진할 것으로 예상되어 매출액은 2분기 대비 하락할 것으로 예상된다. ESS는 전력망 프로젝트 수요 회복으로 2분기 대비 출하량과 수익성(BEP 수준) 모두 개선될 것으로 전망한다.

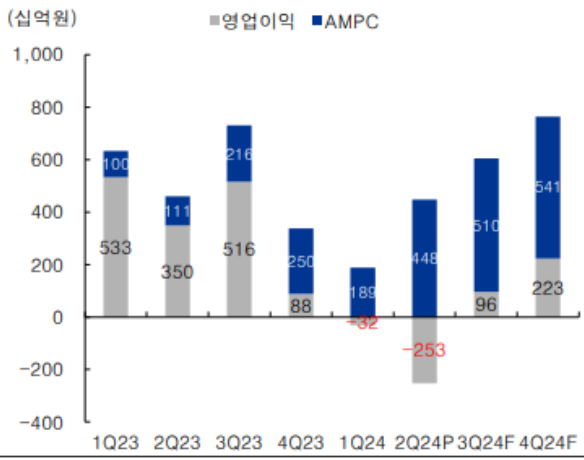
투자의견 매수 유지, 목표주가 450,000원 하향

LG에너지솔루션에 대한 투자의견은 매수 유지, 실적 추정치 하향 조정에 따라 목표주가는 450,000원으로 하향한다. 동사는 연초 대비 달라진 시장 환경으로 연간 가이드نس를 하향 제시했다. EV 성장을 둔화 및 메탈가 약세 지속에 따라 매출액 가이드نس는 YoY -20% 이상(기존 YoY +5%), 고객 수요 변동 및 과잉 재고 방지를 위해 AMPC Tax Credit 가이드نس는 30~35GWh(기존 45~50GWh)로 하향했다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	25,599	33,745	26,363	35,301	47,347
영업이익	1,214	2,163	1,722	4,626	7,958
세전이익	995	2,043	1,947	4,716	7,944
지배주주순이익	767	1,237	1,212	2,876	4,908
EPS(원)	3,305	5,287	5,179	12,290	20,976
증가율(%)	-16.6	60.0	-2.0	137.3	70.7
영업이익률(%)	4.7	6.4	6.5	13.1	16.8
순이익률(%)	3.0	4.9	5.7	10.2	13.0
ROE(%)	5.7	6.4	5.8	12.4	18.0
PER	131.8	80.9	64.2	27.1	15.9
PBR	5.4	5.0	3.6	3.2	2.6
EV/EBITDA	34.7	24.7	23.6	11.1	7.5

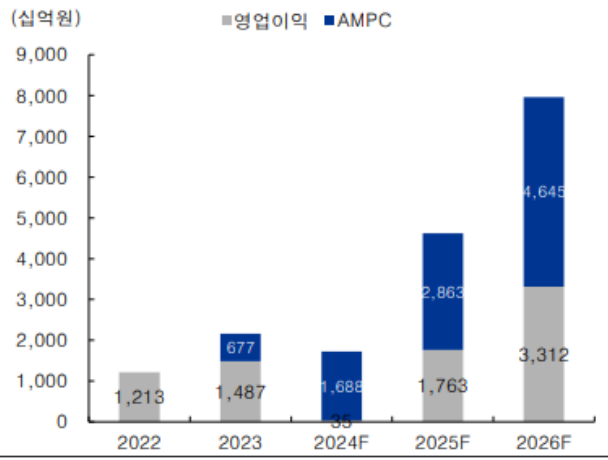
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. LG에너지솔루션 분기별 영업이익 추이



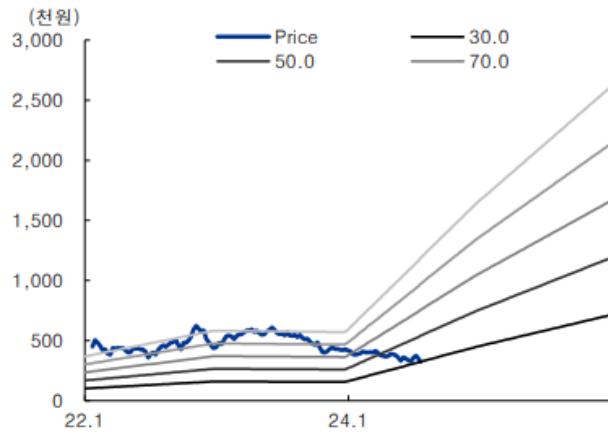
자료: LG에너지솔루션, IBK투자증권

그림 2. LG에너지솔루션 연간 영업이익 추이



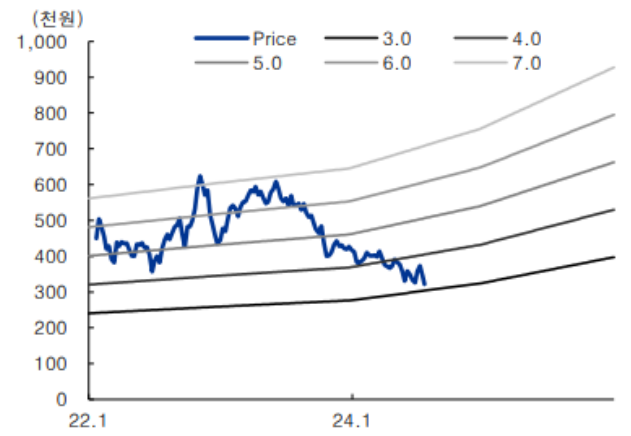
자료: LG에너지솔루션, IBK투자증권

그림 3. LG에너지솔루션 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 4. LG에너지솔루션 12MF PBR 밴드



자료: Quantwise, IBK투자증권



LG디스플레이

2분기 기대 이상, 하반기가 더 낫다

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

2024년 2분기 매출액 6조 7,080억원, 영업적자 940억원

LG디스플레이의 2024년 2분기 매출액은 2024년 1분기 대비 27.7% 증가한 6조 7,080억원이다. 이전 전망 대비 소폭 증가한 규모이다. TV는 예상 대비 소폭 증가하였고, 모바일이 예상치를 크게 상회하였다. IT는 전반적인 물량 개선으로 2분기 대비 30% 이상 증가하였다. P OLED는 모바일 물량 개선과 자동차 매출 증가로 1분기 대비 6.4% 증가하였다. 출하 면적은 2024년 1분기 대비 5.0% 증가한 6,523 Km², ASP는 2024년 1분기와 유사한 \$779/m²이다. 2024년 2분기 영업이익은 1분기 대비 적자 규모가 크게 감소한 940억원이다. 이전 전망 대비 크게 개선된 규모이다.

일회성 비용이 아쉬운 2024년 3분기

LG디스플레이의 2024년 3분기 매출액은 W OLED, P OLED 물량 증가로 2분기 대비 9.4% 증가한 7조 3,380억원으로 예상된다. 물량 증가 효과보다는 가격 상승 효과가 더 클 전망이다. 3분기 영업이익은 적자 상황이 지속될 것으로 예상하고 규모는 2분기 대비 소폭 증가할 것으로 추정한다. 다만, 3분기에 일회성 비용이 발생할 것으로 예상되고 있어서 이를 반영한 것이고 제외한다면 2분기 보다는 실적이 개선될 것으로 예상된다.

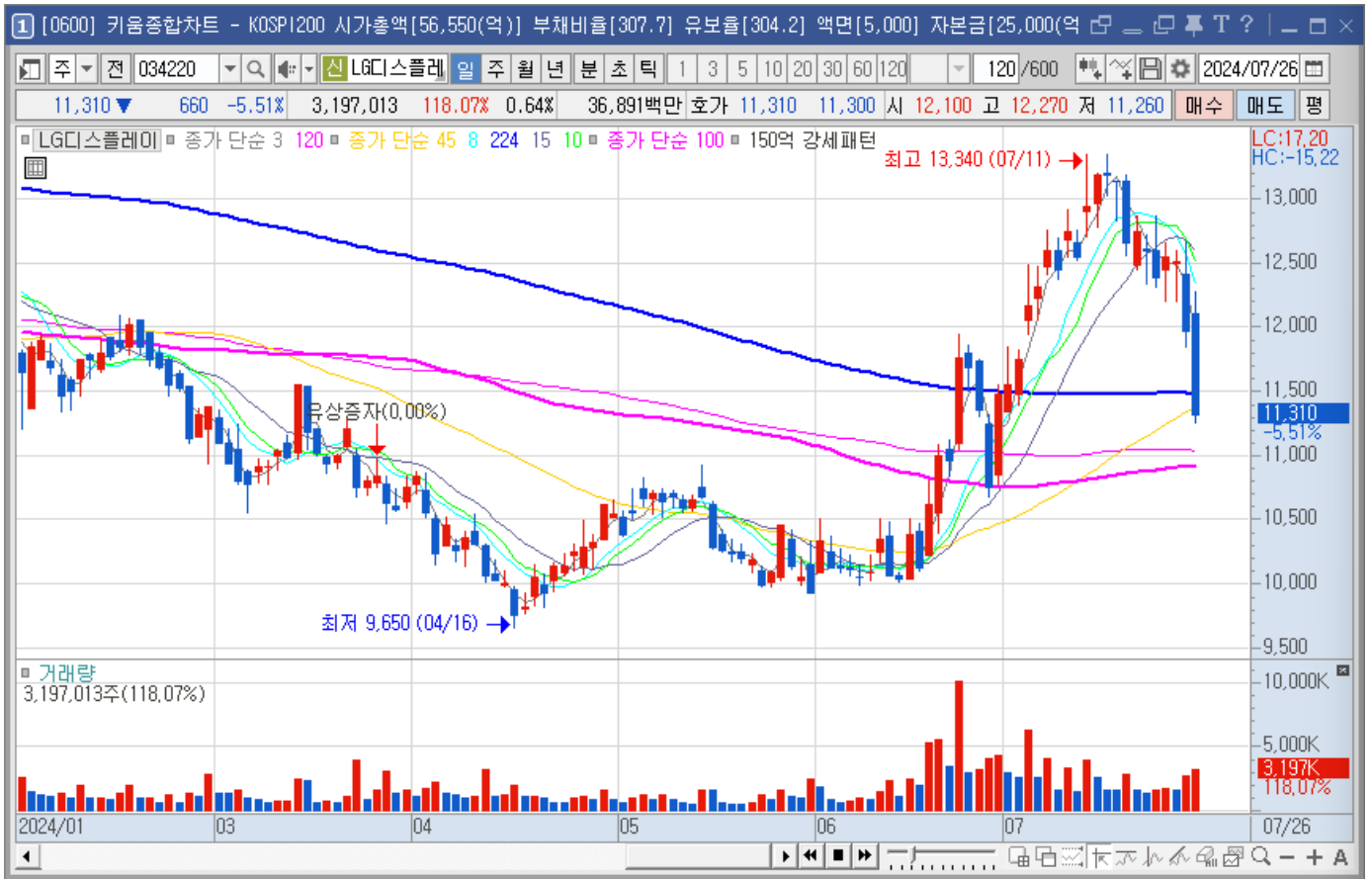
투자의견 매수로 상향, 목표주가 16,000원 유지

LG디스플레이에 대한 투자의견은 매수로 상향한다. 이는 2023년 4분기 영업 흑자 전환 이후 2024년 상반기에는 영업적자 상황이 지속되었지만, 하반기에는 큰 폭의 이익 개선이 가능할 것으로 전망하고, P OLED는 계절성으로 2024년 상반기까지는 부진할 전망이나 하반기에는 큰 폭의 성장이 가능할 것으로 예상하고, 대형 OLED도 신규 거래선 효과로 물량이 증가할 것으로 예상하고, 신제품인 IT OLED 생산 초기부터 수익성을 확보하고 있어서 성수기인 하반기 실적 개선을 기대하기 때문이다. 목표주가는 16,000원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	26,152	21,331	28,068	25,198	22,971
영업이익	-2,085	-2,510	-194	148	148
세전이익	-3,433	-3,339	-2,292	-743	-923
지배주주순이익	-3,072	-2,734	-1,774	-621	-766
EPS(원)	-7,758	-6,905	-3,765	-1,241	-1,532
증가율(%)	-358.9	-11.0	-45.5	-67.0	23.4
영업이익률(%)	-8.0	-11.8	-0.7	0.6	0.6
순이익률(%)	-12.2	-12.1	-6.3	-2.4	-3.2
ROE(%)	-26.7	-32.0	-25.0	-9.4	-12.9
PER	-1.5	-1.7	-3.2	-9.6	-7.8
PBR	0.5	0.6	0.9	0.9	1.1
EV/EBITDA	7.0	11.4	4.3	4.3	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상





에스티팜

2024년 2분기 일부 매출이연으로 영업이익 적자전환

[출처] BNK투자증권 이달미 애널리스트

2024년 2분기 실적 Review

에스티팜의 2024년 2분기 연결실적은 매출액 446억원(-22.8%YoY), 영업적자 31억원을 시현하며 시장 컨센서스를 크게 하회하였다. 영업적자의 가장 큰 원인은 2분기에 인식예정이었던 200억원의 매출이 하반기로 이연되면서 별도 영업적자 28억원을 기록했기 때문이다. 그 밖에 연결로 인식되는 CRO부문에서는 BEP, 미국자회사는 3억원 적자로 손실폭은 축소되었다. 에스티팜 매출의 가장 큰 부분을 차지하는 올리고 부문에서 238억원(고지혈증 80억원, 황반변성 55억원, 척수성근위축증 47억원 등)을 기록, 전년대비 17.9% 감소하였고 이는 영업적자로 이어졌다.

2024년 하반기 실적은 상반기대비 증가할 전망

에스티팜의 2023년 매출은 4분기에 올리고 매출액 766억원을 기록하며 연간 올리고 매출액의 45%가 발생되었다. 이러한 현상은 2024년에도 재연될 것으로 판단되어 2분기에 인식될 예정이었던 200억원은 4분기로 이연될 전망이다. 다만, 에스티팜의 실적은 통상적으로 상저하고의 모습을 보이기 때문에 3분기 실적은 올리고 매출증가에 따라 흑자전환이 예상된다.

투자의견 매수 및 목표주가 110,000원 유지

2024년 2분기 실적발표를 토대로 2024년, 2025년 연간 영업이익을 각각 14.7%, 12.4% 하향하고 이에 따른 EPS는 각각 2.2%, 7.0% 하향 조정되었다. 올리고 부문 매출은 지속 증가할 전망이다. 그 이유는 고객사의 고지혈증 매출 증가에 따른 에스티팜의 원료수주 증가, 골수이형성증후군 치료제는 하반기 초도 물량 발생 예정, 2024년 12월 승인을 앞두고 있는 심혈관질환, 2025년 상반기 유전성혈관부종 치료제의 승인 등 때문이다. 따라서 2024년, 2025년 영업이익은 하향조정 하였으나 장기적인 성장성은 여전히 유효하다는 판단, 투자의견 매수와 목표주가 110,000원을 유지한다

Fig. 1: 에스티팜 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	249	285	303	347	389
영업이익	18	34	41	57	70
세전이익	19	23	44	57	72
순이익[지배]	18	20	39	54	66
EPS(원)	957	1,041	2,027	2,728	3,361
증감률(%)	439.2	8.8	94.7	34.6	23.2
PER(배)	91.5	65.1	43.9	32.6	26.5
PBR	4.9	3.3	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	49.0	24.7	28.9	22.5	18.0
ROE(%)	5.4	5.4	9.8	12.3	13.5
배당수익률	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5

자료: 에스티팜, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 에스티팜의 올리고 파이프라인

고객사	적응증	Stage			
		Phase1	Phase2	Phase3	Commercial
글로벌제약사 A	고지혈증	●			
글로벌제약사 B	척수성근위축증	●			
글로벌바이오텍 C	MDS/MF/AML	●			
글로벌바이오텍 D	심혈관 질환	●			
글로벌바이오텍 D	유전성혈관부종	●			
글로벌제약사 A	동맥경화증	●			
글로벌제약사 E	만성 B형 간염	●			
글로벌바이오텍 D	혈전증	●			
글로벌제약사 F	만성 B형 간염	●			
글로벌제약사 G	황반변성	●			
글로벌제약사 G	만성 B형 간염	●			

자료: 에스티팜, BNK투자증권



현대바이오랜드

저도 중소형 화장품주입니다

[출처] NH투자증권 백준기 애널리스트

이제 관심 좀 가져볼 만한 시기

국내 천연물 화장품 원료 기업 중 독보적인 1위로 절반 수준의 시장 점유율을 확보 중. 2017년 이후 성장률 둔화와 중국 해문법인 실적 악화로 20%에 달했던 영업이익률이 10% 이하까지 하락하며 주가 부진 지속. 그러나 올해 화장품 원료 매출반등과 네슬레 건강기능식품(건기식) 유통 실적 반영으로 매출은 전년 대비 30% 성장한 1,300억원 이상 달성할 것으로 기대

동사의 핵심 경쟁력은 천연 성분들을 분리, 정제, 농축하는 천연물 소재 기술로 해당 산업 내 플레이어들의 점유율은 큰 변동 없이 유지되고 있음. 이 밖에 건기식 소재, 오스가이드 제품을 대표로 하는 임플란트 소재 사업도 영위 중

네슬레와의 건기식 사업 관련 협력 기대

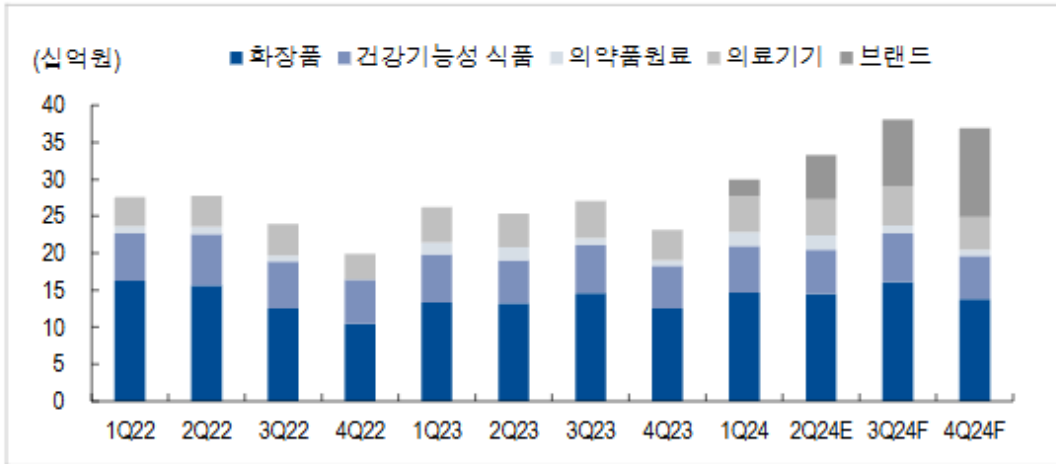
올해부터 실적에 반영되는 네슬레 유통 매출이 성장의 핵심. 네슬레의 아시아 시장 확대 시 생산기지로서의 협력까지도 기대 가능. 관련 매출 1Q24 23억원으로 시작해 2Q24 60억원으로 늘어날 전망이며 연간 300억원 예상

화장품 업황 반등에 원료 사업도 3분기 연속 y-y 성장 중. 올해 매출액 1,363억원(+34.1% y-y), 영업이익 138억원(+95.3% y-y)으로 대폭 개선 예상. 국내 대표 화장품 원료 기업으로 PER 10배 초반 밸류에이션 매력적이라 판단

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	101.7	136.3	154.9	178.3
증감률	2.6	34.1	13.7	15.1
영업이익	7.1	13.8	16.1	18.7
증감률	-21.8	95.3	16.5	16.2
영업이익률	7.0	10.1	10.4	10.5
(지배지분)순이익	8.1	10.8	12.0	14.1
EPS	269	361	401	470
증감률	69.1	34.3	11.2	17.0
PER	18.6	12.6	11.3	9.7
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	12.6	7.4	6.4	5.5
ROE	6.1	7.7	8.0	8.6
부채비율	35.4	34.3	33.3	32.1
순차입금	18.5	15.3	11.0	5.3

단위: 십억원, %, 원, 배

화장품 원료 부문 개선과 네슬레 건기식 유통 실적 반영에 힘입어 실적 턴어라운드 시작



자료: 현대바이오랜드, NH투자증권 리서치본부 전망





HD현대에너지솔루션

악성재고 처리, 실적 개선의 신호탄

[출처] DS투자증권 안주원 애널리스트

2Q Review: 충당금 환입효과로 흑자전환

2분기 실적은 매출액 1,128억원(-25.3% YoY)과 영업이익 79억원(+0.0% YoY)을 달성했다. 지난해 4분기 부터 올해 1분기까지 적자를 시현했으나 기존에 반영했던 재고평가충당금 약 200억원이 환입되면서 흑자를 기록했다. 이를 제외하면 여전히 영업적자이나 잔여 재고손실을 모두 반영한 영향으로 보인다. 이에 따라 해외지역 악성재고는 모두 떨어진 것으로 판단하며 중국 태양광 기업들의 반덤핑도 일단락되며 최악으로 치닫던 태양광 시장도 진정되어 가고 있는 것으로 추정한다. 지역별로는 국내 매출액이 전분기 대비 67% 늘어났는데 이는 지난해 주요 경쟁사가 국내 생산시설을 접으면서 동사에게 반사수혜가 나타나는 중이며 판매단가가 높은 TOPcon 모듈 판매량이 늘어나고 있기 때문이다.

하반기 흑자기조 유지 전망

올해 상반기를 지나면서 가장 안 좋았던 유럽 태양광 시장의 정상화에 따른 판매량 증가, 국내 시장에서의 약진으로 하반기에도 흑자를 이어갈 수 있을 전망이다. 특히 국내의 경우 태양광 신규설치규모는 감소하고 있으나(2023년 보급규모 2.8GW로 추산) 공급 감소 폭이 더 커지면서 현재 공급자에게 유리한 환경이 조성되고 있다. 또한 올해 초까지 급락하던 모듈 단가도 하락세가 멈추고 동사도 고효율 제품 판매를 본격화하고 있어 실적 개선 여지는 클 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 33,000원 유지

투자의견 매수와 목표주가 33,000원을 유지한다. 2024년 연간 실적은 매출액 4,484억원(-17.9% YoY)과 영업이익 22억원(-87.2% YoY)으로 추정한다. 아직 업황이 완전히 회복된 것은 아니지만 2분기 실적을 통해 개선 시그널이 뚜렷해졌으며 2025년에는 10%대의 외형성장과 원가개선으로 이익 증가폭도 다시 커

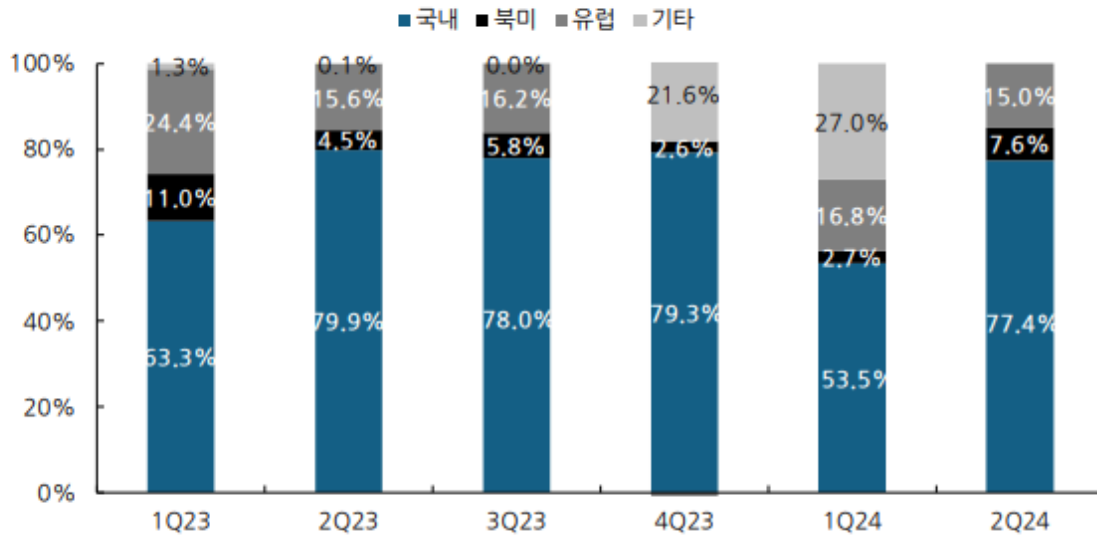
질 것으로 보인다. 현재 동사의 주요 판매 지역은 유럽과 국내이며 미국은 최근 양면형 태양광 패널 관세 부활로 당분간 수출이 쉽지 않을 예정이다. 기존에도 북미 매출 비중은 낮았으나 판매 지역 확장의 제한은 아쉬운 부분이다. 따라서 하반기 유럽 태양광 시장의 빠른 개선이 실적과 주가에 중요할 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	593	985	546	448	497
영업이익	9	90	18	2	17
영업이익률(%)	1.6	9.2	3.2	0.5	3.5
세전이익	-6	75	-3	-9	15
지배주주지분순이익	-7	61	-3	0	12
EPS(원)	-594	5,412	-256	-39	1,098
증감률(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전
ROE(%)	-2.1	17.3	-0.8	-0.1	3.3
PER(배)	-36.0	9.0	-109.3	-644.7	22.9
PBR(배)	0.7	1.4	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	10.6	5.5	8.1	19.3	10.0

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

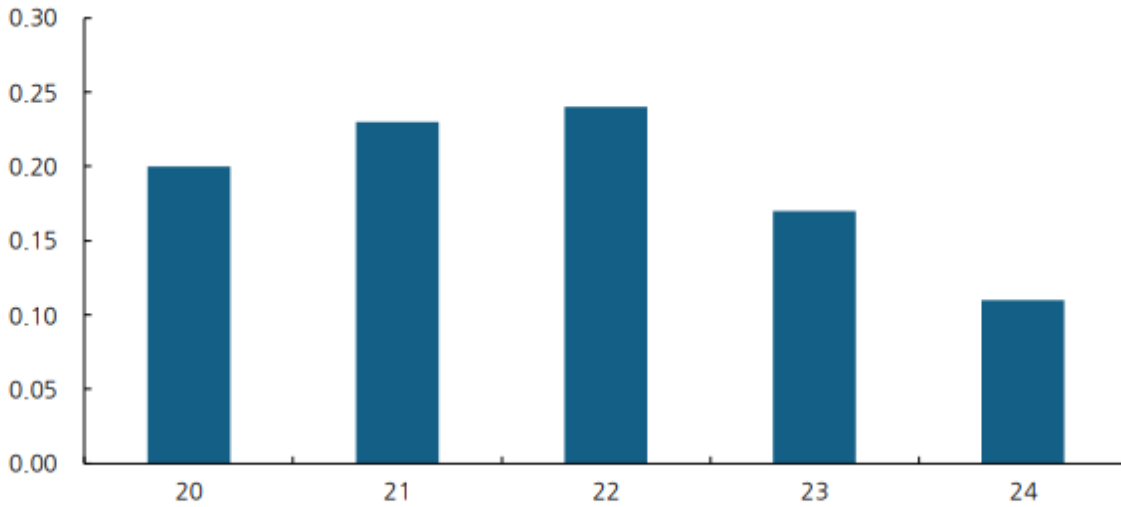
그림1 지역별 매출 비중 추이



자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

그림2 주요 제품 가격 추이

(달러/W)



자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

