



# 현대에너지솔루션 (322000)

[1Q21 Review] 피할 수 없는 상저하고

▶ Analyst 이재연 jaeyeon.lee@hanwha.com 3772-7678

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 41,000원

현재 주가(4/28)	35,150원
상승여력	▲16.6%
시가총액	3,937억원
발행주식수	11,200천주
52 주 최고가 / 최저가	43,850 / 19,300원
90 일 일평균 거래대금	37.42억원
외국인 지분율	1.7%

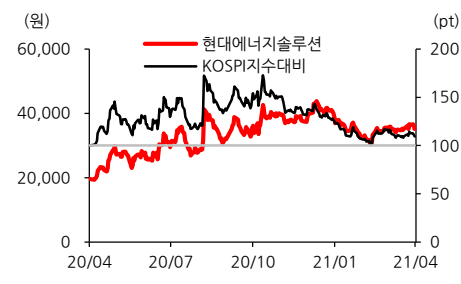
주주 구성	
한국조선해양 (외 2 인)	53.7%
현대에너지솔루션우리사주 (외 강현범 (외 1 인))	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.1	-9.2	-1.3	74.0
상대수익률(KOSPI)	-5.7	-12.8	-36.9	9.5

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	446	394	488	616
영업이익	22	9	19	36
EBITDA	29	15	26	46
지배주주순이익	24	6	13	28
EPS	2,102	556	1,164	2,541
순차입금	-79	-46	-18	-21
PER	8.2	71.7	30.2	13.8
PBR	0.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.0	26.0	14.7	8.1
배당수익률	n/a	0.5	0.6	0.6
ROE	8.5	1.9	3.9	8.1

주가 추이



동사의 2021년 1분기 실적은 당사 추정치를 밑돌았습니다. 음성 셀 공장 정상화가 지연되며 글로벌 태양광 설치량 확대 수혜를 온전히 받지 못하고 있는 것으로 나타나는데, 신규 고효율 모듈 제품 출하를 통한 시장 점유율 확보와 수익성 개선이 무엇보다도 필요한 상황입니다. 투자 의견 Buy 를 유지하며, 목표주가는 41,000 원으로 하향조정합니다.

1Q21 Review: 겹쳤던 악재

동사의 1Q21 실적은 매출액 901억 원, 영업이익 15.7억 원(OPM 1.7%)을 기록하며 각 YoY -17.2%, -57.0% 성장했다. 매출액 부진의 이유는 1) 동사의 음성 셀공장 가동 재개가 지연(1월 → 4월)되며 고효율(M6) 모듈 제품 출하가 부재했던 데다, 2) 기존 미국에 공급하던 구형(M3) 모듈의 미국 내 판매가가 하락한 데에 기인한다. 영업이익은 1분기 웨이퍼 가격 및 운임료 상승세가 겹치며 전년대비 마이너스 성장을 기록했으며, 환율 하락에 따른 환차손(-23억 원) 영향으로 당기순 적자로 전환했다.

상저하고 불가피, 중기적으로 수익성 개선과 증설에 초점

동사의 음성 셀공장은 4월에 가동이 재개된 것으로 파악되는데, 가동 정상화를 위해서는 사양산 후 1~2개월 공장 안정화 과정을 거쳐야 하기 때문에 상반기 실적 부진은 불가피할 것으로 보인다. 다만 1) 동사의 신규 M6 모듈 제품은 고효율 제품으로 품질 경쟁력이 있어 시장 내 제품 수요가 충분하고, 2) 웨이퍼 가격 인상 여파로 2분기 들어 셀 모듈 단가도 상승하고 있기에 하반기 이후에는 본격적 매출 성장과 수익성 일부 방어도 가능할 전망이다. 한편 동사의 추가 셀 공장 증설(650MW → 1.35GW) 계획은 글로벌 셀-모듈 시장의 증설 트렌드에 발맞춘다는 관점에서 긍정적이며, 미국 내 VPP 사업 진행 내용은 아직 구체화되지 않은 것으로 파악된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 41,000원으로 소폭 하향

현대에너지솔루션에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 목표주가는 연간 추정치 조정에 따라 기존 45,000원에서 41,000원으로 소폭 하향한다. 태양광 시장 호조세가 이어지는 지금, 신제품 출하를 통한 시장 점유율 확보와 수익성 개선세가 추가적인 주가 상승의 실마리가 될 것으로 기대한다. 현재 동사의 주가는 12M Fwd. 21.2배 수준이다.

[표1] 현대에너지솔루션의 P/E 밸류에이션

구분	비고	
예상 EPS(원)	1,658	12개월 예상 EPS 기준
적정 P/E(배)	24.7	글로벌 Peer의 기준 2021년 P/E 29.11x를 15% 할인
적정 주가(원)	41,033	4월 28일 종가 기준
<b>목표 주가(원)</b>	<b>41,000</b>	
현재 주가(원)	35,150	
상승 여력	16.64%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현대에너지솔루션의 2021년 1분기 실적

(단위: 십억 원)

	1Q20	4Q20	1Q21P		증감		당사 추정치 대비 차이 1Q21
			당사 추정치	발표치	YoY	QoQ	
매출액	108.8	98.3	122.1	90.1	-17.2%	-8.3%	-26.2%
영업이익	3.6	-1.0	4.9	1.6	-57.0%	흑전	-68.0%
영업이익률(%)	3.4%	-1.0%	4.0%	1.7%	-1.6%p	2.7%p	-2.3%p
당기순이익	3.0	8.1	3.5	-0.3	적전	적전	적전
당기순이익률(%)	2.7%	8.3%	2.9%	-0.3%	-3.0%p	-8.6%p	-3.2%p

자료: 한화투자증권 리서치센터

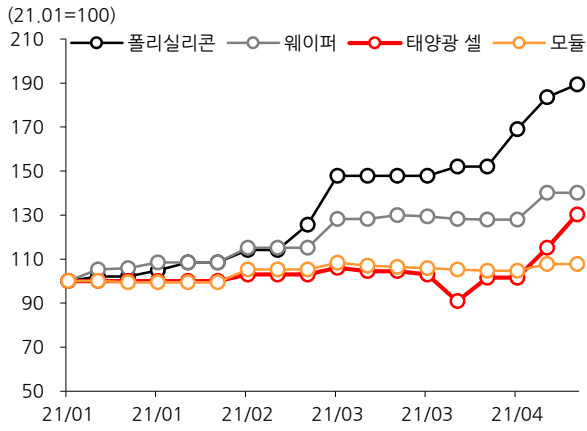
[표3] 현대에너지솔루션의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액(연결)	108.8	108.8	78.5	98.3	90.1	105.6	139.3	152.8	446.1	394.4	487.8	616.1
YoY(%)	48.4	-11.0	-37.9	-20.9	-17.2	-3.0	77.5	55.5	28.3	-11.6	23.7	26.3
매출총이익	20.3	11.3	13.2	8.1	11.6	14.2	19.5	21.8	65.1	52.9	67.1	92.7
매출총이익률(%)	18.6	10.4	16.8	8.3	12.9	13.5	14.0	14.2	14.6	13.4	13.8	15.0
판매비와관리비	16.6	9.7	8.7	9.1	10.1	10.1	13.4	14.6	43.1	44.1	48.1	56.9
영업이익	3.6	1.6	4.5	-1.0	1.6	4.2	6.1	7.2	22.1	8.8	19.1	35.8
YoY(%)	65.8	-80.4	-29.8	적전	-57.0	159.3	36.0	흑전	54.5	-60.2	117.1	87.7
영업이익률(%)	3.4	1.5	5.8	-1.0	1.7	3.9	4.4	4.7	4.9	2.2	3.9	5.8
영업외비용	-0.6	0.1	-18.1	-2.1	-2.5	-0.7	-0.1	-0.1	-5.8	-2.6	-3.3	0.3
세전이익	3.0	1.7	-13.5	-3.0	-0.9	3.5	6.1	7.1	16.3	-11.9	15.7	36.1
순이익	3.0	1.3	-6.2	8.1	-0.3	2.8	4.9	5.7	23.5	6.2	13.0	28.5
YoY(%)	96.5	-84.2	적전	-12.8	적전	111.5	흑전	-30.5	24.0	-73.6	109.4	118.4
순이익률(%)	2.7	1.2	-7.9	8.3	-0.3	2.6	3.5	3.7	5.3	1.6	2.7	4.6

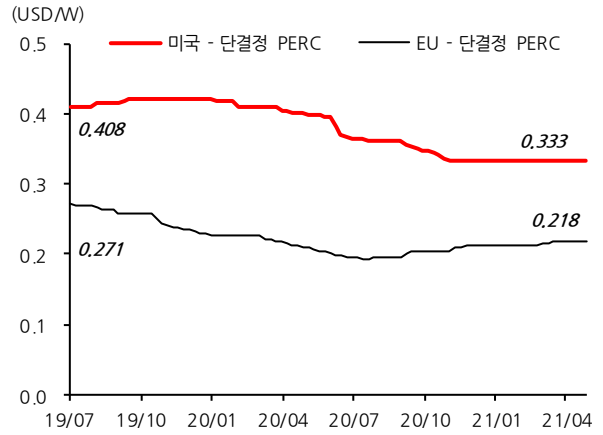
자료: 현대에너지솔루션, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 2021년 주간 태양광 제품 가격 변화



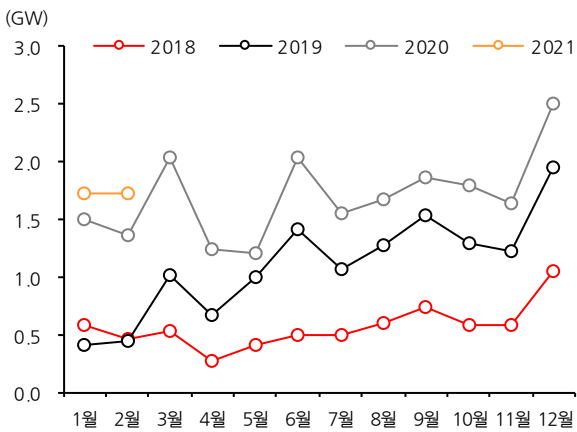
자료: PVInsights, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 지역별 단결정 PERC 310W 모듈 가격 추이



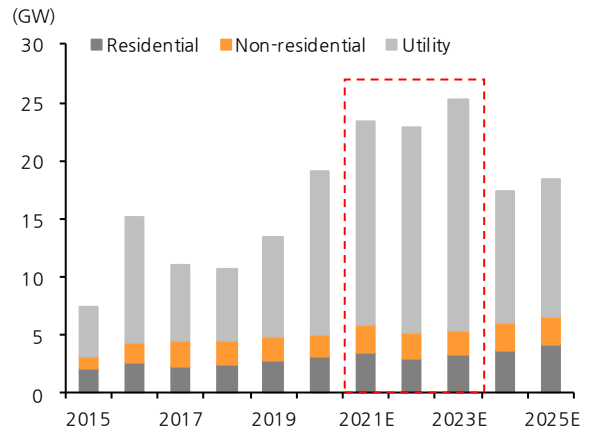
자료: Infolink, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미국 월별 모듈 수입량



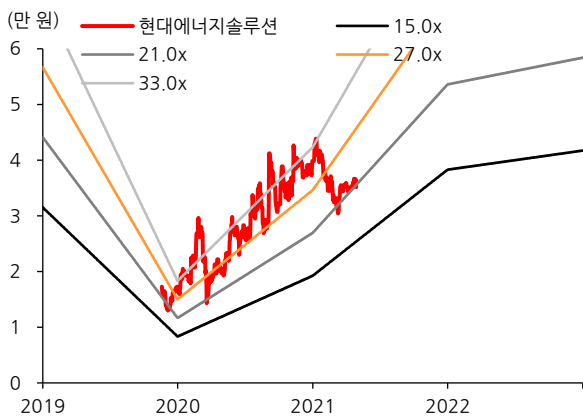
자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국 태양광 설치량 전망치 추이



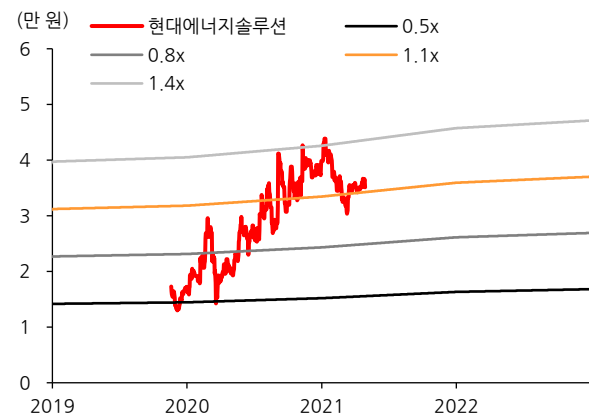
자료: SEIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 현대에너지솔루션 12M Fwd. PER 밴드 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 현대에너지솔루션 12M Fwd. PBR 밴드 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	348	446	394	488	616
매출총이익	44	65	53	67	93
영업이익	14	22	9	19	36
EBITDA	20	29	15	26	46
순이자수익	1	0	0	-1	-2
외화관련손익	0	-1	2	2	3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	16	-12	16	36
당기순이익	19	24	6	13	28
지배주주순이익	19	24	6	13	28
<b>증가율(%)</b>					
매출액	33.8	28.3	-11.6	23.7	26.3
영업이익	흑전	54.5	-60.2	117.1	87.7
EBITDA	905.4	43.8	-46.1	65.4	81.6
순이익률	흑전	24.0	-73.6	109.4	118.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	12.5	14.6	13.4	13.8	15.0
영업이익률	4.1	4.9	2.2	3.9	5.8
EBITDA 마진	5.7	6.4	3.9	5.2	7.5
세전이익률	4.0	3.6	-3.0	3.2	5.9
순이익률	5.5	5.3	1.6	2.7	4.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	-41	16	-10	11	25
당기순이익	19	24	6	13	28
자산상각비	6	7	7	6	11
운전자본증감	-62	-24	-26	-9	-15
매출채권감소(증가)	-35	-24	35	-12	-15
재고자산감소(증가)	-14	-78	9	-14	-16
매입채무증가(감소)	-8	38	-14	15	16
투자현금흐름	-21	-63	13	-36	-20
유형자산처분(취득)	-11	-20	-23	-30	-16
무형자산 감소(증가)	-2	-2	-2	-4	-2
투자자산 감소(증가)	0	-40	40	0	0
재무현금흐름	0	80	44	16	3
차입금증가	0	23	44	18	5
자본증가	0	57	0	-2	-2
배당금지급	0	0	0	-2	-2
총현금흐름	21	40	18	20	39
(-) 운전자본증가(감소)	66	10	19	9	15
(-) 설비투자	11	20	25	30	16
(+) 자산매각	-2	-2	0	-4	-2
Free Cash Flow	-57	8	-26	-24	7
(-) 기타투자	5	15	8	2	2
잉여현금	-63	-7	-34	-26	5
NOPLAT	10	16	6	16	28
(+) Dep	6	7	7	6	11
(-) 운전자본투자	66	10	19	9	15
(-) Capex	11	20	25	30	16
OpFCF	-60	-7	-31	-17	9

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	177	359	312	346	370
현금성자산	31	104	112	112	112
매출채권	93	117	78	90	102
재고자산	51	122	110	126	138
비유동자산	99	122	147	176	185
투자자산	10	21	40	41	43
유형자산	85	95	100	124	130
무형자산	5	7	7	11	12
자산총계	276	481	458	522	555
유동부채	35	158	108	141	148
매입채무	31	128	50	77	78
유동성이자부채	0	24	49	47	52
비유동부채	4	6	21	41	42
비유동이자부채	0	1	17	37	37
부채총계	39	163	129	183	190
자본금	40	56	56	56	56
자본잉여금	65	106	106	106	106
이익잉여금	133	156	162	173	199
자본조정	0	0	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	238	318	329	340	366

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	n/a	2,102	556	1,164	2,541
BPS	29,699	28,380	29,352	30,316	32,657
DPS	0	0	200	200	200
CFPS	n/a	3,554	1,598	1,755	3,499
ROA(%)	7.1	6.2	1.3	2.7	5.3
ROE(%)	8.3	8.5	1.9	3.9	8.1
ROIC(%)	6.2	7.2	2.4	5.3	8.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	n/a	8.2	71.7	30.2	13.8
PBR	0.0	0.6	1.4	1.2	1.1
PSR	n/a	0.4	1.1	0.8	0.6
PCR	n/a	4.9	24.9	20.0	10.0
EV/EBITDA	-1.6	4.0	26.0	14.3	8.0
배당수익률	n/a	n/a	0.5	0.6	0.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	16.3	51.4	39.4	53.8	51.8
Net debt/Equity	-13.1	-24.9	-13.9	-8.2	-6.1
Net debt/EBITDA	-156.4	-276.4	-296.9	-109.4	-48.4
유동비율	512.3	227.7	287.8	244.7	250.0
이자보상배율	n/a	68.3	10.4	15.2	22.2
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	83.5	65.7	65.1	67.0	68.9
현금+투자자산	16.5	34.3	34.9	33.0	31.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	0.0	7.2	16.8	19.9	19.6
자본금	100.0	92.8	83.2	80.1	80.4

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 4월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이재연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 현대에너지솔루션 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2021.02.16	2021.02.17	2021.04.29		
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy		
목표 가격	이재연	45,000	41,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.02.17	Buy	45,000	-23.17	-17.56
2021.04.29	Buy	41,000		

[ 종목 투자 등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자 등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021년 3월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%