

현대에너지솔루션 (322000)

기업이슈 브리프 | 석유화학/태양광

Not Rated

목표주가	NR
현재주가	51,300 원
시가총액	5,746 억원
KOSPI (4/10)	2,512.08 pt

탐방노트: 모두가 미국 갈 필요는 없지

Analyst 이주영 _ 02 3779 8482 _ juyzong@ebestsec.co.kr

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

90 일 일평균거래대금	137.1 억원
외국인 지분율	11.1%
절대수익률 (YTD)	5.1%
상대수익률 (YTD)	-7.2%
배당수익률 (22.12)	0.0%

재무데이터

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	446	394	593	985
영업이익	22	9	9	90
순이익	24	6	-7	61
ROE (%)	n/a	1.9	-2.1	17.3
PER (x)	8.2	71.7	-86.3	9.5
PBR (x)	0.6	1.4	1.8	1.5

자료: 현대에너지솔루션, 이베스트투자증권 리서치센터
주: K-IFRS 연결 기준

Stock Price



기업 개요

현대에너지솔루션은 태양광 모듈 생산과 솔루션 사업을 영위하는 기업으로 2022년 기준 매출 구조는 태양광 모듈 94%(9,271억원), 솔루션 5%(516억원)이다. 지역별로는 국내 49%, 유럽 44%, 미국 7%로 국내 비중이 가장 크다. 셀과 모듈 생산능력은 각각 1GW와 1.4GW로 전부 국내에 위치해있으며, 2022년 연간 기준 매출 9,847억원(+66.0% YoY)과 영업이익 901억원(+849.6% YoY, OPM 9.1%)을 기록했다.

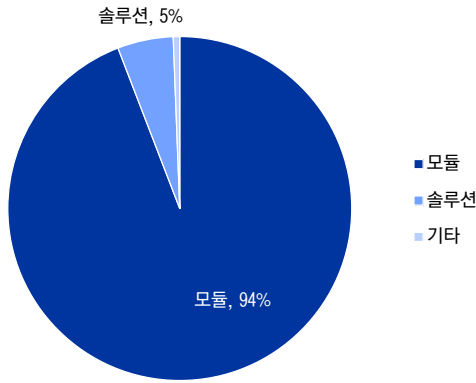
모두가 미국 현지에 투자할 필요는 없지

최근 시장에서 태양광 기업에 대해 가장 관심 갖는 부분은 IRA 수혜인데, 현대에너지솔루션은 모든 설비가 국내에 있어 IRA 적용 대상이 아니다. 하지만 현대에너지솔루션의 경우 생산하는 모듈이 전부 '양면형'이라는 점에 주목할 필요가 있다. 미국으로 수입되는 모든 외국산 셀과 모듈은 셰이프가드 관세가 부과되지만 양면형 모듈(bifacial panels)은 적용이 면제되기 때문이다. 미국 내 CAPA를 증설할 경우 IRA 수혜를 받을 순 있겠지만 원자재 조달 어려움을 배제할 수 없다. 따라서 현대에너지솔루션의 경우 국내에서 생산하여 미국으로 수출하는 현재 전략을 유지하며 한화솔루션의 미국 시장 주력으로 생긴 국내 공백 시장까지 점유하는 편이 유리하다는 판단이다.

컨센서스 하회 예상하나 미국향 비중 확대는 긍정적

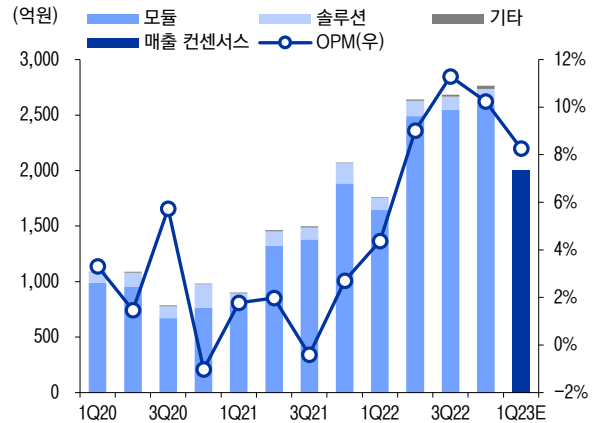
컨센서스 기준 2023년 매출액은 1조 2,048억원(+22.4% YoY), 영업이익은 1,252억원(+39.0% YoY)이며, 현 주가는 컨센서스 기준 12M Trailing P/E 8.2x, P/B 1.4x 수준이다. 하지만 현대에너지솔루션의 1Q23 실적은 컨센서스(매출 2,010억원, 영업이익 166억원)를 다소 하회할 전망이다. 주요 매출처인 유럽 내 재고 증가로 신규 주문 발생이 지연됨에 따라 1H23 판매량 감소(Q↓)가 예상되며 평가 하락(P↓) 역시 관찰되고 있기 때문이다. 다만 평가가 높은 미국향 판매 비중 증가가 기대된다는 점과 국내 시장점유율이 2022년과 유사한 수준인 약 25%로 전망된다는 점은 긍정적이다.

그림1 2022년 기준 사업부문별 매출 비중



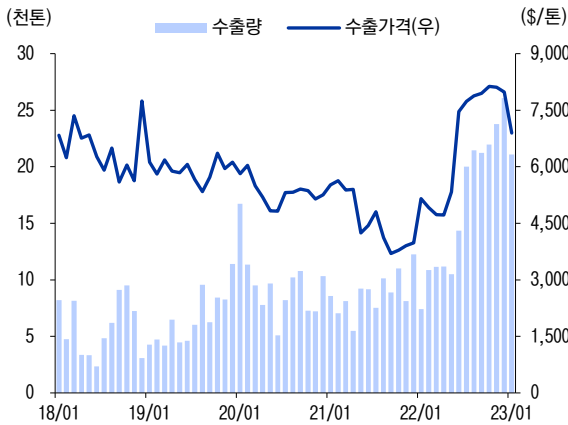
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 분기별 실적 추이 및 전망



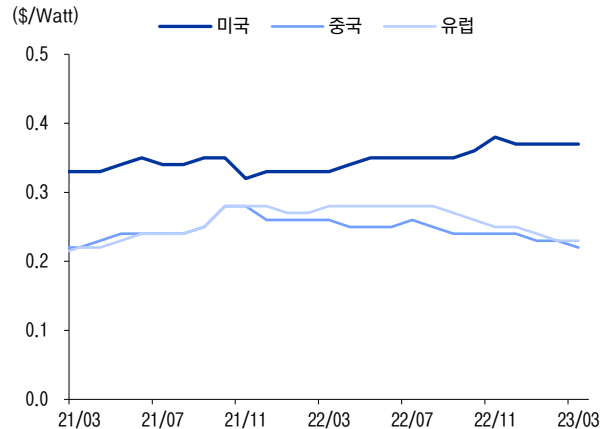
자료: Fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국향 모듈 수출량 및 가격



자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 지역별 태양광 모듈 판가



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 미국 정부의 수입산 태양광 셀/모듈에 대한 세이프가드 조치

기간	셀 관세(%)		모듈 관세(%)	비고
	2.5GW 이하	2.5GW 초과	전체 수입물량	
'18.02.07 - '19.02.06	-	30	30	
'19.02.07 - '20.02.06	-	25	25	
'20.02.07 - '21.02.06	-	20	20	
'21.02.07 - '22.02.06	-	15→18→15	15→18→15	대통령 포고문으로 인상됐으나 2021년 11월 CIT에 의해 원상복구
기간(연장)	5GW 이하	5GW 초과	전체 수입물량	비고
'22.02.07 - '23.02.06	-	14.75	14.75	양면형 패널(bifacial panels)은 연장 이후 적용 면제
'23.02.07 - '24.02.06	-	14.5	14.5	
'24.02.07 - '25.02.06	-	14.25	14.25	
'25.02.07 - '26.02.06	-	14	14	

자료: USITC, White House, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 현대에너지솔루션 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2022	2023E
매출	901	1,463	1,497	2,071	1,761	2,640	2,683	2,763	2,010	9,847	12,048
사업부문별											
모듈	779	1,321	1,380	1,884	1,644	2,490	2,548	2,589		9,271	
솔루션	115	132	108	182	112	140	117	147		516	
기타	7	10	9	5	5	10	18	27		60	
지역별											
국내	516	661	668	1,048	735	1,556	1,234	1,306		4,831	
미국	135	288	244	955	18	40	208	399		665	
유럽/호주	249	505	573	57	1,007	1,015	1,238	1,051		4,311	
기타	1	9	12	11	1	29	3	7		40	
비중(%)											
사업부문별											
모듈	86.5	90.3	92.2	91.0	93.4	94.3	95.0	93.7		94.2	
솔루션	12.8	9.0	7.2	8.8	6.4	5.3	4.4	5.3		5.2	
기타	0.8	0.7	0.6	0.2	0.3	0.4	0.7	1.0		0.6	
지역별											
국내	57.3	45.2	44.6	50.6	41.7	58.9	46.0	47.3		49.1	35.0
미국	15.0	19.7	16.3	46.1	1.0	1.5	7.8	14.4		6.8	25.0
유럽/호주	27.6	34.5	38.3	2.8	57.2	38.4	46.1	38.0		43.8	40.0
기타	0.1	0.6	0.8	0.5	0.1	1.1	0.1	0.3		0.4	0.0
영업이익	16	29	-6	56	77	238	303	283	166	901	1,252
<i>OPM</i>	<i>1.8%</i>	<i>2.0%</i>	<i>-0.4%</i>	<i>2.7%</i>	<i>4.4%</i>	<i>9.0%</i>	<i>11.3%</i>	<i>10.2%</i>	<i>8.3%</i>	<i>9.1%</i>	<i>10.4%</i>

자료: Fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터

주) 1Q23 및 2023년 실적은 컨센서스 기준, 2023년 지역별 매출 비중은 가이던스 기준

현대에너지솔루션 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2023.04.11	신규	이주영									
	2023.04.11	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이주영).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.3% 8.7%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2022. 4. 1 ~ 2023. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)