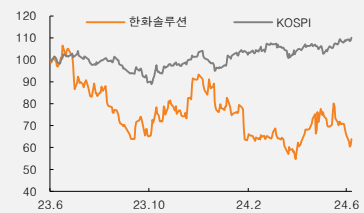


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 39,000원
현재주가(24/7/4)	27,000원
상승여력	44.4%

영업이익(24F, 십억원)	72
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	31
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	80.5
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,824.94
시가총액(십억원)	4,641
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	22.0
벤투(12M) 일간수익률	1.55
52주 최저가(원)	23,150
52주 최고가(원)	45,050

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.1	-26.2	-35.9
상대주가	-14.3	-32.4	-41.1



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

009830 · 화학

한화솔루션

하반기 실적 개선 기대감은 여전

목표주가 3.9만원으로 하향. 매수 의견 유지

목표주가는 4.5만원에서 3.9만원으로 하향하지만, 여전히 하반기 실적의 대폭 개선을 바라보며 매수 의견을 유지한다. 목표주가 하향 요인은 1) 퍼스트 솔라의 조정으로 인한 피어 밸류에이션 하락, 2) 향후 확대 가능성이 높은 순부채 반영이다. 퍼스트 솔라는 최근 트럼프 후보의 당선 가능성이 높아지며 조정을 받았다. 당선 전까지 노이즈 발생이 예상되지만, IRA나 금리의 방향성이 바뀌진 않을 것이다. 순부채는 1Q24 8.7조원→4Q24 10조원 중반→2Q25 10조원을 전망한다.

2Q24 Preview: 영업이익 -551억원으로 컨센서스 소폭 상회 전망

동사의 2Q24 영업이익은 -551억원으로 컨센서스인 -618억원을 소폭 상회할 전망이다. 사업부별로 영업이익을 나눠보면, 신재생에너지 -732억원, 케미칼 133억원, 첨단소재 198억원, 기타 -150억원을 전망한다. 신재생에너지 부문은 전분기 대비 적자폭을 크게 축소할 것으로 예상된다. 그 이유는 1) 판매량 증가(+57% QoQ)로 인한 고정비용 부담 축소, 2) AMPC 확대(961억원→1,296억원), 3) 수익성이 높은 발전사업매각 매출액 1,000억원 추가 덕분이다. 화학 부문 역시 PE 및 PVC 스프레드 개선으로 흑자전환을 기대한다.

산업 동향: 하이퍼 스케일러들의 태양광 선호. 트럼프/금리 우려 과해

RE100을 목표하는 하이퍼 스케일러들의 태양광 발전 선호도가 지속될 것으로 전망한다. 1) LCOE가 낮아 비용 부담이 적고, 2) 풍력 대비 짧은 건설기간(2~4년)을 지녔기 때문에 기업 구매 PPA 비중 약 70~80%가 태양광 발전이다. 특히, 동사의 활동 무대인 미국의 데이터센터 설치가 가장 활발할 것으로 전망되기에 큰 수혜를 입을 것으로 전망한다.

최근 바이든 vs. 트럼프의 대선 후보 토론 이후, 태양광 기업들의 주가 하락이 있었으나 이는 회복할 가능성이 높을 것으로 전망한다. 시장의 우려는 1) 재생에너지 정책에 대한 되돌림, 2) 관세 부과 및 감세 정책으로 인한 인플레이션 재확대 우려다. 트럼프가 당선되더라도 미국 클린에너지 제조 투자 금액의 80%가 공화당측 지역에서 이뤄지는 상황에서 정책을 되돌리기는 쉽지 않다. 또한 미국 고용지표로부터 예상되는 경기 둔화가 향후 인플레이션을 잠재워줄 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	13,131	13,289	12,510	15,150	16,161
영업이익 (십억원)	924	605	72	1,710	2,354
영업이익률 (%)	7.0	4.6	0.6	11.3	14.6
순이익 (십억원)	359	-208	-425	889	1,413
EPS (원)	1,864	-1,172	-2,439	5,095	8,099
ROE (%)	4.2	-2.5	-5.6	11.3	15.7
P/E (배)	23.1	-	-	5.3	3.3
P/B (배)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,723.0	3,413.3	3,980.9	13,288.7	12,510.1	14,703.1
	신재생에너지	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	1,127.7	1,743.9	2,326.0	6,615.9	5,976.1	8,123.6
	케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,181.0	1,284.1	1,269.1	5,097.4	4,956.5	4,994.4
	첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	264.2	235.4	235.8	988.9	985.0	985.0
	기타	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	150.0	150.0	150.0	586.5	592.5	600.0
영업이익	합계	271.4	194.1	98.3	40.7	-216.6	-55.1	138.6	204.7	604.5	71.6	1,412.3
	신재생에너지	245.0	138.0	34.7	150.5	-187.1	-73.2	122.3	284.6	568.2	146.6	1,207.7
	케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	13.3	19.5	-47.6	59.5	-33.7	244.4
	첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	19.8	11.8	-2.4	64.3	39.8	35.1
	기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-15.0	-15.0	-30.0	-87.5	-81.2	-75.0
세전이익		201.2	44.3	33.6	-381.1	-517.5	-148.8	68.4	121.5	-102.0	-476.4	818.0
당기순이익(지배)		116.2	7.1	5.9	-337.3	-459.1	-121.9	56.0	99.5	-208.1	-425.4	653.3

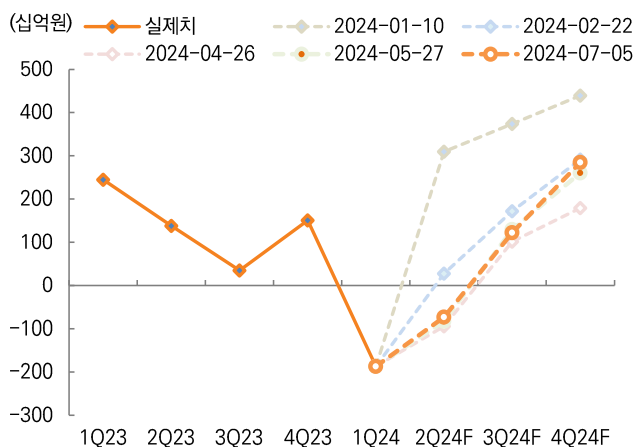
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

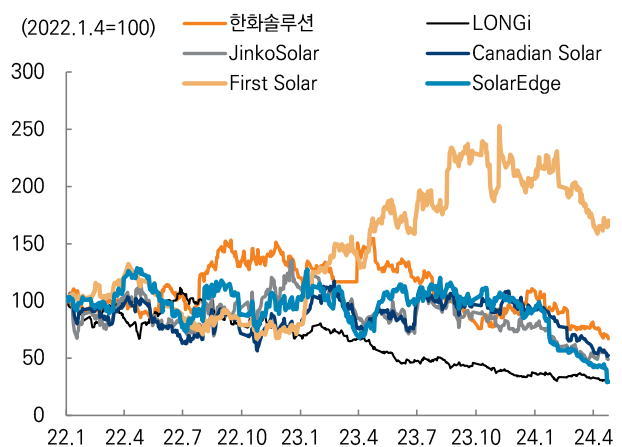
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,632.2	8.0	13,057.9	First Solar 12MF EV/EBITDA 20% 디스카운트
케미칼	433.2	6.5	2,815.9	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	87.4	8.5	745.8	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			16,729.8	
순차입금			10,000.0	차입금 12.5조 - 현금 2.5조(2Q25 전망)
우선주 시가총액			58.5	
EV			6,671.4	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			38,811	목표주가 3.9만원 산출

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익의 전망치 변화



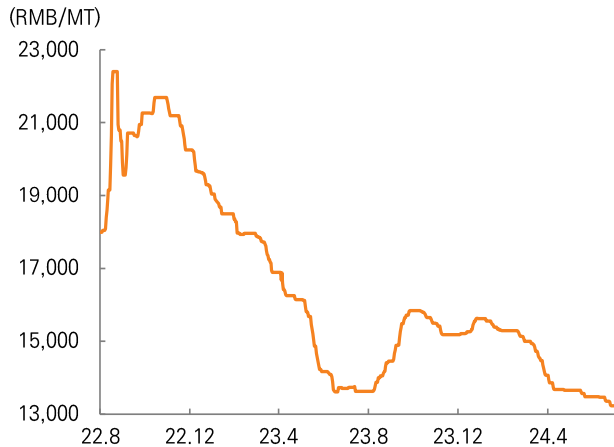
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



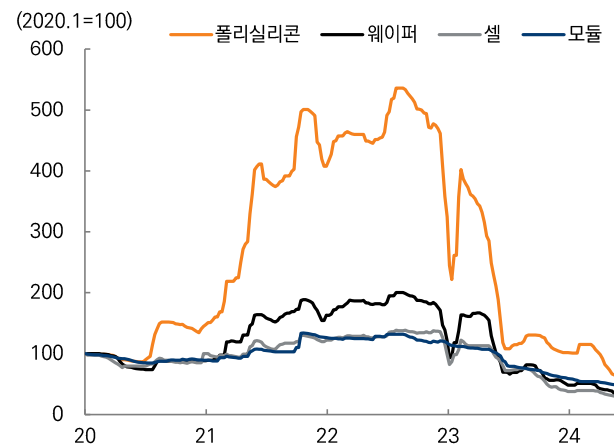
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



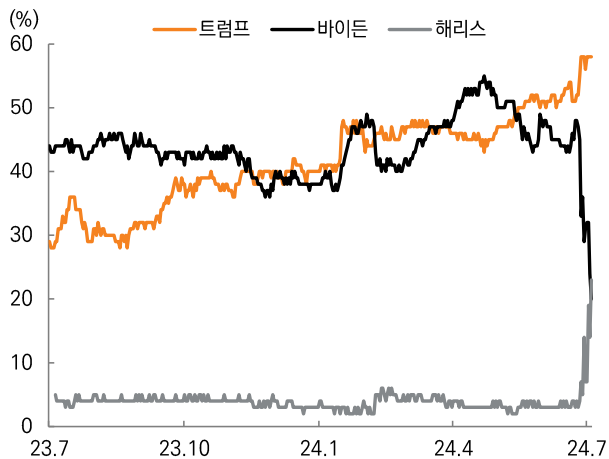
자료: Sunsirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



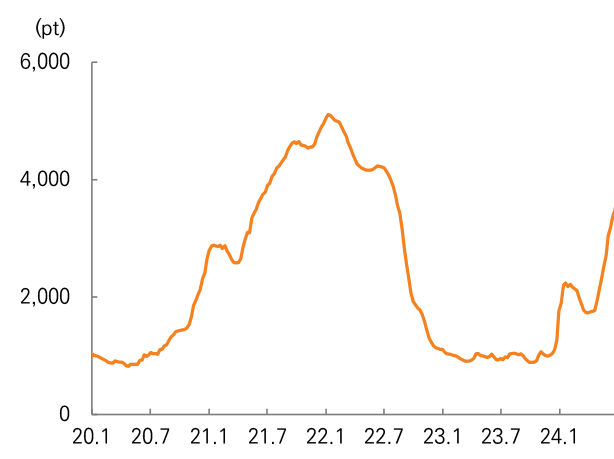
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 2024 대통령 당선 확률 추이(베딩 사이트)



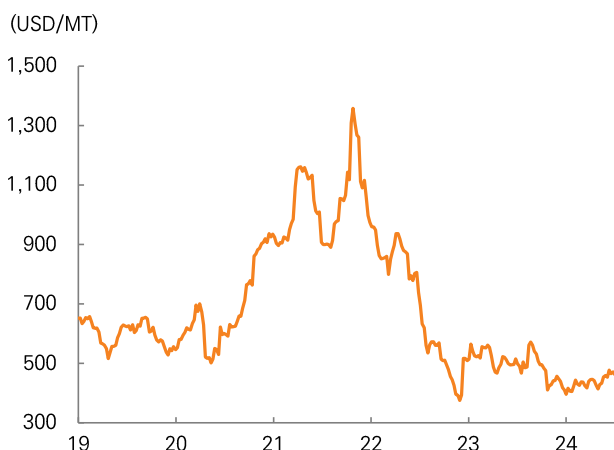
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



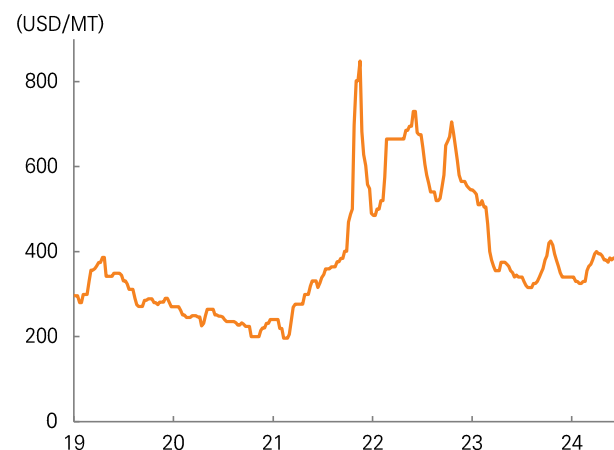
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,289	12,510	15,150	16,161
매출원가	11,050	10,795	11,714	11,995
매출총이익	2,239	1,715	3,436	4,166
판매비와관리비	1,634	1,644	1,726	1,812
조정영업이익	605	72	1,710	2,354
영업이익	605	72	1,710	2,354
비영업손익	-707	-548	-597	-585
금융손익	-325	-508	-597	-585
관계기업등 투자손익	14	97	0	0
세전계속사업손익	-102	-476	1,113	1,769
계속사업법인세비용	41	-61	245	389
계속사업이익	-147	-416	868	1,380
중단사업이익	-8	0	0	0
당기순이익	-155	-416	868	1,380
지배주주	-208	-425	889	1,413
비지배주주	53	10	-21	-33
총포괄이익	-134	-242	868	1,380
지배주주	-192	-263	944	1,500
비지배주주	58	21	-75	-120
EBITDA	1,283	897	2,768	3,451
FCF	-1,873	-2,623	425	1,817
EBITDA 마진율 (%)	9.7	7.2	18.3	21.4
영업이익률 (%)	4.6	0.6	11.3	14.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	-3.4	5.9	8.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,705	10,752	10,667	11,892
현금 및 현금성자산	1,956	2,495	2,194	3,419
매출채권 및 기타채권	2,403	3,663	3,769	3,769
재고자산	3,297	3,539	3,641	3,641
기타유동자산	1,049	1,055	1,063	1,063
비유동자산	14,407	16,596	17,664	17,768
관계기업투자등	4,077	4,195	4,316	4,316
유형자산	7,046	9,361	10,365	10,522
무형자산	1,768	1,763	1,702	1,648
자산총계	24,493	29,431	30,414	31,742
유동부채	7,689	12,130	12,272	12,272
매입채무 및 기타채무	2,108	3,357	3,446	3,446
단기금융부채	3,967	7,113	7,118	7,118
기타유동부채	1,614	1,660	1,708	1,708
비유동부채	6,598	7,003	7,027	7,027
장기금융부채	5,802	6,184	6,184	6,184
기타비유동부채	796	819	843	843
부채총계	15,482	20,811	20,978	20,978
지배주주지분	7,848	7,483	8,321	9,682
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,481	1,481	1,481
이익잉여금	5,339	4,862	5,699	7,061
비지배주주지분	1,163	1,136	1,115	1,082
자본총계	9,011	8,619	9,436	10,764

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	518	469	2,425	3,017
당기순이익	-155	-416	868	1,380
비현금수익비용가감	1,583	1,414	1,896	2,067
유형자산감가상각비	613	756	996	1,042
무형자산상각비	66	70	61	54
기타	904	588	839	971
영업활동으로인한자산및부채의변동	-499	-436	-47	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-544	-1,151	-95	0
재고자산 감소(증가)	-175	-171	-102	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	290	1,159	89	0
법인세납부	-498	-17	-245	-389
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,799	-3,011	-1,967	-1,148
유형자산처분(취득)	-2,349	-3,087	-2,000	-1,200
무형자산감소(증가)	-18	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	160	-11	-12	0
기타투자활동	-592	92	45	52
재무활동으로 인한 현금흐름	1,609	3,136	-637	-643
장단기금융부채의 증가(감소)	1,784	3,528	5	0
자본의 증가(감소)	-913	-16	0	0
배당금의 지급	0	0	-52	-52
기타재무활동	738	-376	-590	-591
현금의 증가	-658	537	-301	1,225
기초현금	2,616	1,958	2,495	2,194
기말현금	1,958	2,495	2,194	3,419

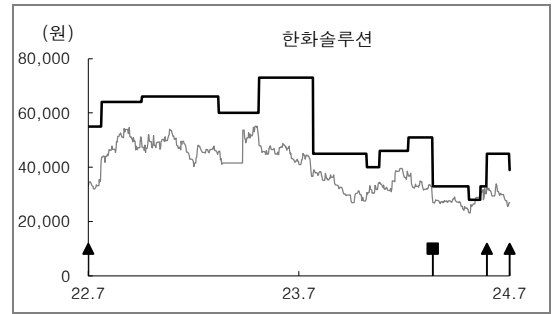
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	5.3	3.3
P/CF (x)	4.9	4.7	1.7	1.4
P/B (x)	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	12.1	18.3	6.0	4.5
EPS (원)	-1,172	-2,439	5,095	8,099
CFPS (원)	8,048	5,722	15,846	19,759
BPS (원)	45,611	43,524	48,324	56,126
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-32.7	-12.2	5.9	3.7
배당수익률 (%)	0.8	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	1.2	-5.9	21.1	6.7
EBITDA증가율 (%)	-19.8	-30.1	208.6	24.7
조정영업이익증가율 (%)	-34.6	-88.2	2,290.0	37.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	58.9
매출채권 회전율 (회)	6.5	4.7	4.6	4.8
재고자산 회전율 (회)	4.2	3.7	4.2	4.4
매입채무 회전율 (회)	6.0	4.4	3.7	3.8
ROA (%)	-0.6	-1.5	2.9	4.4
ROE (%)	-2.5	-5.6	11.3	15.7
ROIC (%)	7.1	0.0	8.8	11.6
부채비율 (%)	171.8	241.4	222.3	194.9
유동비율 (%)	113.2	88.6	86.9	96.9
순차입금/자기자본 (%)	84.0	122.4	115.0	89.4
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	0.1	2.5	3.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2024.07.05	매수	39,000	-	-
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25
2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29
2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
2022.10.07	매수	66,000	-27.74	-18.18
2022.07.29	매수	64,000	-23.83	-14.69
2022.05.30	매수	55,000	-33.48	-23.18



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.