

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com  
(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com

009830 · 화학

# 한화솔루션

## 4분기 실적보다는 2024년의 큰 변화를 바라봐야 할 때

(유지)

매수

목표주가

51,000원 ▲

상승여력

36.0%

현재주가(24/1/11)

37,500원

KOSPI	2,540.27	시가총액(십억원)	6,446	발행주식수(백만주)	172	외국인 보유비중(%)	23.6
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

### Report summary

#### 목표주가 5.1만원으로 상향 조정, 매수 의견 유지

비록 4분기 실적은 시장의 기대치에 미치지 못할 것으로 예상하지만, 지난 실적보다는 2024년의 실적 개선에 더 주목해야한다. 1) 앞당겨진 증설 계획, 2) 높아지는 가격 프리미엄을 통해 예상보다 더 빠른 실적의 개선이 나타날 것으로 예상하며, 그 본격적인 실적 개선의 시작은 2분기로 전망한다. 주가는 그보다 빠르게 반영할 가능성이 높다.

#### 4Q23 Preview: 아쉬운 4분기 실적 전망

한화솔루션의 4Q23 영업이익은 1,378억원으로 컨센서스를 22.1% 하회할 것으로 전망한다. 신재생에너지 부문의 영업이익은 전분기대비 424% 증가할 것으로 예상하지만, 화학 부문의 부진 지속 및 일회성 비용 (성과보수 및 음성 공장 폐쇄) 때문에 시장의 기대치에 못 미칠 것으로 추정한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.4	-12.3	-19.8
상대주가	18.7	-11.5	-25.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	10,725	13,654	13,006	12,299	14,650
영업이익 (십억원)	738	966	702	1,233	2,480
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.4	10.0	16.9
순이익 (십억원)	619	359	140	227	461
EPS (원)	3,301	1,864	788	1,300	2,642
ROE (%)	8.8	4.2	1.6	2.6	5.2
P/E (배)	10.8	23.1	50.1	28.9	14.2
P/B (배)	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

## 시황 및 전망

### 4Q23 Preview: 아쉬운 4분기 실적 전망

한화솔루션의 4Q23 영업이익은 1,378억원으로 컨센서스를 22.1% 하회할 것으로 전망한다. 영업이익이 시장의 기대치를 하회할 것으로 전망하는 이유는 화학 부문의 부진 지속 및 일회성 비용 때문이다.

신재생에너지 부문의 영업이익은 1,819억원으로 전분기대비 424% 증가할 것으로 예상된다. 3분기까지 고가의 웨이퍼가 투입되었던 부정적인 래깅 효과를 털어내고, 4분기에는 실적의 반등이 나타날 것으로 보고있다. 다만 시장의 기대치만큼 호실적이 아닐 것으로 예상하는 이유는 일회성 비용 때문이다. 연간 성과보수 및 음성 공장의 폐쇄로 인한 비용을 고려해야 한다.

케미칼 부문은 364억원으로 적자 전환을 예상한다. PE와 PVC의 스프레드가 각각 전분기대비 27.7%, 22.1% 하락해 시황이 악화되었다.

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	합계	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,586.9	2,782.1	3,115.5	3,140.4	3,260.6	13,653.9	13,005.9	12,298.7
	신재생에너지	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,135.7	1,359.2	1,695.1	1,709.9	1,744.5	5,568.5	6,410.7	6,508.6
	케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,073.6	1,069.4	1,056.3	1,095.1	1,138.6	5,909.2	5,048.3	4,359.3
	첨단소재	253.5	264.2	235.4	277.6	253.5	264.2	235.4	277.6	1,152.2	1,030.7	1,030.7
	기타	133.1	158.5	124.6	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	491.3	516.2	400.0
영업이익	합계	271.4	194.1	98.3	137.8	156.3	321.5	394.0	361.0	950.5	701.6	1,232.8
	신재생에너지	245.0	138.0	34.7	181.9	135.8	309.4	373.8	439.7	350.1	599.6	1,258.7
	케미칼	33.7	49.2	55.9	-36.4	7.8	-1.1	8.4	-70.9	573.2	102.4	-55.8
	첨단소재	21.7	21.2	16.1	-2.8	12.7	13.2	11.8	-2.8	35.3	56.2	34.9
	기타	-29.0	-14.3	-8.4	-5.0	0.0	0.0	0.0	-5.0	-45.4	-56.7	-5.0
세전이익		201.2	44.3	33.6	47.9	105.7	258.8	339.9	315.6	569.2	327.0	1,020.1
당기순이익		116.2	7.1	5.9	10.7	23.5	57.5	75.6	70.2	359.1	139.9	226.8

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 2024 이익전망치 상향: 빨라진 증설 계획, 높아지는 프리미엄

동사의 2024년 영업이익은 1조 2,328억원으로 컨센서스를 약 21% 상회할 것으로 전망한다(AMPC 5,834억원 포함). 미국 모듈 공장의 상업 생산 시작은 4월, 웨이퍼와 셀 공장의 상업 생산 시작은 7월이다. 상업 생산 가동 시기를 24년 말에서 점차 앞당기고 있어, 예상보다 빠른 매출 성장과 AMPC 추가분을 기대한다. 또한 22년 바이든 정부가 면제해줬던 동남아시아 셀/모듈 관세가 24년 6월부터 다시 재개될 예정이다. 2분기부터 점차 동사의 경쟁력이 부각되며 판가의 상승을 기대한다.

## 투자의견

### 목표주가 5.1만원으로 상향 조정, 매수 의견 유지

목표주가를 5.1만원으로 10.9% 상향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. 비록 4분기 실적은 시장의 기대치를 미치지 못할 것으로 예상하지만, 이미 지나간 실적보다는 2024년의 실적 개선에 더 주목해야한다. 신재생에너지 부문의 본격적인 실적 개선 시기는 2분기로 전망한다. 1분기는 계절적 비수기로 인한 물량 감소 및 전분기와 유사한 판가로 매출 및 이익 감소를 예상한다. 하지만 2분기부터는 생산물량(Q)의 회복 및 동남아시아 셀/모듈 면세 기간 종료로 중국 모듈 대비 가격 프리미엄(P)이 커질 전망이다.

이제부터는 동사에 대한 우려가 점차 해소되는 국면에 들어섰다고 판단한다. 먼저 IRA 보조금 축소에 대한 우려는 중국 규제 강화 효과가 상쇄해 줄 전망이다. 중국 태양광에 가해질 높은 관세와 높은 난이도의 통관은 결국 동사의 모듈 경쟁력을 강화해 줄 것으로 기대한다. 두번째로 고금리로 인한 미국 주거용 모듈 수요 부진은 유틸리티용 시장 비중 확대로 타개 가능하다. 최근 동사와 Microsoft가 맺은 태양광 모듈 공급 계약 파트너십은 EPC 서비스를 통해 모듈을 공급하기에, 판가를 스팟 가격보다 높은 수준에 책정할 수 있다.

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

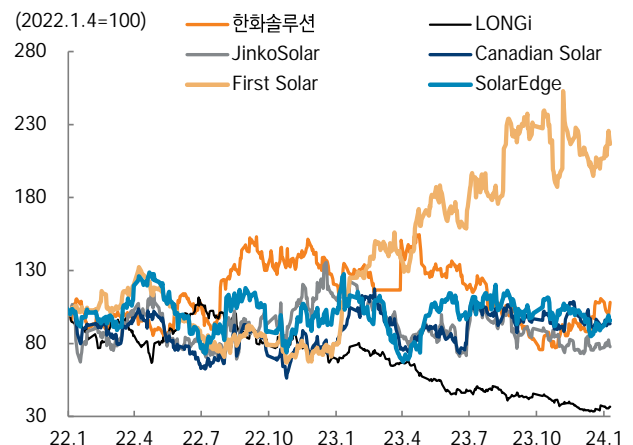
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,693.7	6.7	11,381.8	First Solar 12MF EV/EBITDA에 20% 디스카운트
케미칼	555.0	5.6	3,108.0	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	138.4	9.1	1,259.3	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			15,859.5	
순차입금			6,958.2	차입금 9.9조 - 현금 3.0조
우선주 시가총액			67.3	
EV			8,833.9	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			51,392	목표주가 5.1만원 산출

그림 1. 한국 태양광 Peer 상대주가 추이



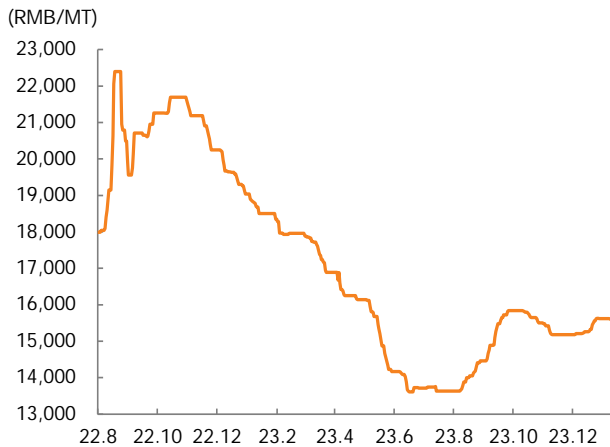
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



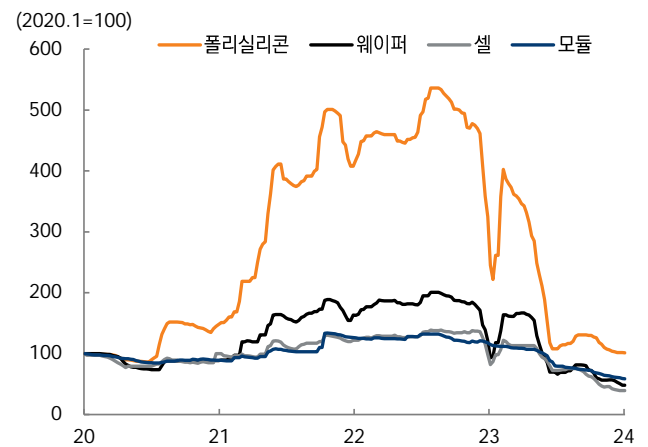
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



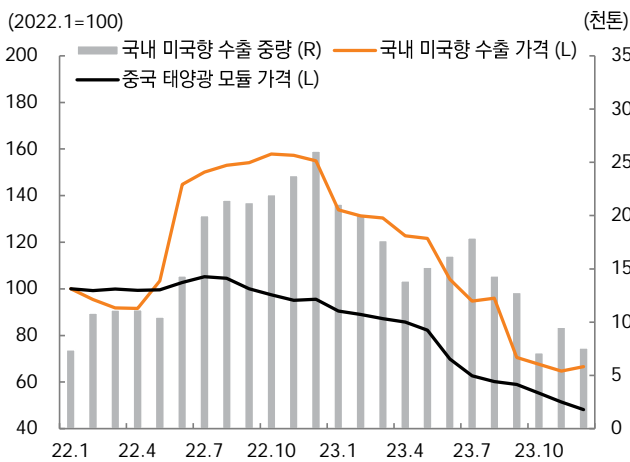
자료: Sunsirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



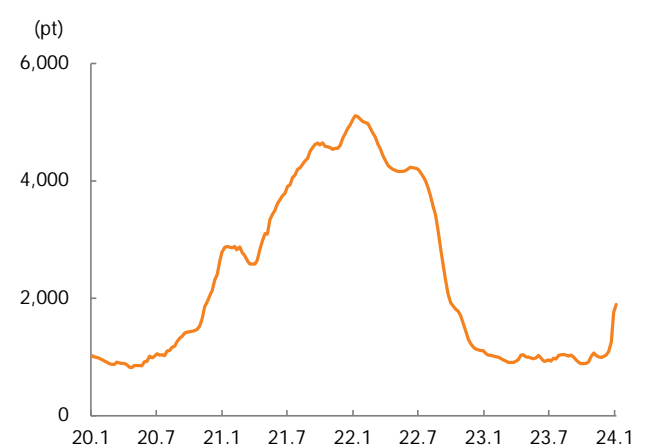
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내/중국 태양광 모듈 상대가격 추이



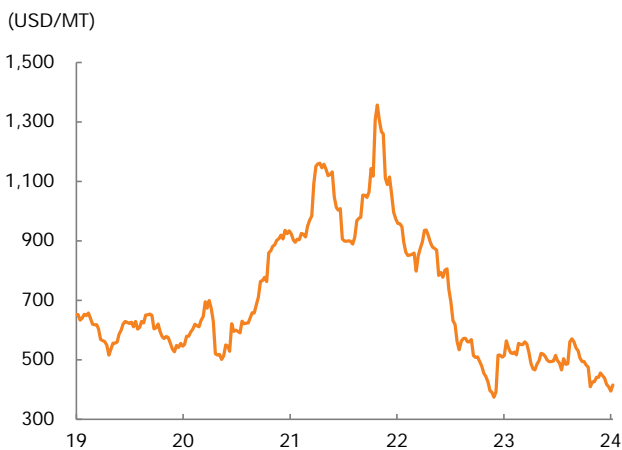
자료: KITA, PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



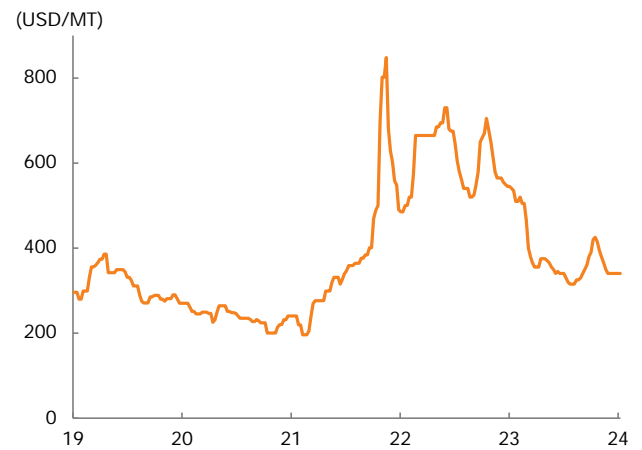
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

## 한화솔루션 (009830)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	13,654	13,006	12,299	14,650
매출원가	10,853	10,642	9,403	10,507
매출총이익	2,801	2,364	2,896	4,143
판매비와관리비	1,835	1,662	1,662	1,662
조정영업이익	966	702	1,233	2,480
영업이익	966	702	1,233	2,480
비영업손익	-397	-375	-213	-406
금융손익	-193	-317	-394	-406
관계기업등 투자손익	-102	-18	182	0
세전계속사업손익	569	327	1,020	2,074
계속사업법인세비용	203	106	224	456
계속사업이익	366	221	796	1,618
중단사업이익	0	-8	0	0
<b>당기순이익</b>	366	212	796	1,618
지배주주	359	140	227	461
비지배주주	7	72	569	1,157
<b>총포괄이익</b>	585	434	796	1,618
지배주주	580	364	645	1,311
비지배주주	4	70	151	306
EBITDA	1,642	1,387	2,125	3,415
FCF	-787	-2,063	-712	2,035
EBITDA 마진율 (%)	12.0	10.7	17.3	23.3
영업이익률 (%)	7.1	5.4	10.0	16.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	1.1	1.8	3.1

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	116	270	2,088	2,435
당기순이익	366	212	796	1,618
비현금수익비용가감	1,340	1,109	1,322	1,789
유형자산감가상각비	637	621	824	876
무형자산상각비	38	65	68	58
기타	665	423	430	855
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,626	-772	232	-472
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-400	-403	187	-381
재고자산 감소(증가)	-35	-879	365	-743
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-812	96	-156	318
법인세납부	-220	-398	-224	-456
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	-1,477	-2,845	-2,698	-449
유형자산처분(취득)	-889	-2,320	-2,800	-400
무형자산감소(증가)	-37	5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-120	48	46	-94
기타투자활동	-431	-578	56	45
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	2,322	2,007	-422	-867
장단기금융부채의 증가(감소)	1,566	2,261	-16	-467
자본의 증가(감소)	317	-856	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	439	602	-406	-400
<b>현금의 증가</b>	965	227	-539	487
기초현금	1,652	2,616	2,843	2,304
기말현금	2,616	2,843	2,304	2,791

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 재무상태표 (요약)

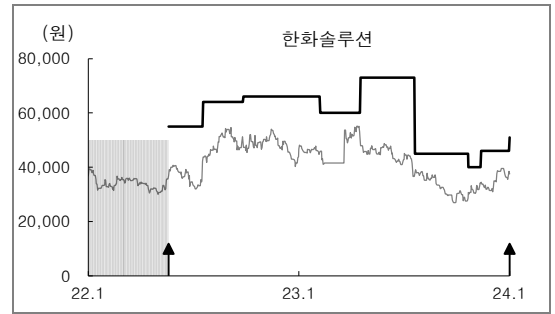
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	8,573	9,817	8,692	10,370
현금 및 현금성자산	2,548	2,843	2,304	2,791
매출채권 및 기타채권	2,196	2,188	1,989	2,394
재고자산	3,060	4,018	3,653	4,396
기타유동자산	769	768	746	789
<b>비유동자산</b>	13,634	14,023	15,595	15,744
관계기업투자등	3,745	3,419	3,108	3,740
유형자산	6,879	7,499	9,476	8,999
무형자산	1,644	1,722	1,653	1,595
<b>자산총계</b>	23,832	25,514	25,961	27,787
<b>유동부채</b>	6,808	7,231	7,457	7,514
매입채무 및 기타채무	2,388	2,275	2,118	2,436
단기금융부채	3,199	3,842	4,325	3,858
기타유동부채	1,221	1,114	1,014	1,220
<b>비유동부채</b>	5,685	7,226	6,651	6,803
장기금융부채	4,786	6,405	5,905	5,905
기타비유동부채	899	821	746	898
<b>부채총계</b>	13,935	15,938	15,589	15,798
<b>지배주주지분</b>	8,921	8,452	8,679	9,139
자본금	978	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,554	1,554	1,554
이익잉여금	5,561	5,723	5,949	6,410
<b>비지배주주지분</b>	976	1,124	1,693	2,850
<b>자본총계</b>	9,897	9,576	10,372	11,989

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	23.1	50.1	28.9	14.2
P/CF (x)	4.9	5.3	3.1	1.9
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	8.8	10.9	7.5	4.7
EPS (원)	1,864	788	1,300	2,642
CFPS (원)	8,854	7,441	12,136	19,528
BPS (원)	46,887	49,138	50,438	53,081
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	27.3	-4.7	-5.4	19.1
EBITDA증가율 (%)	18.4	-15.5	53.2	60.7
조정영업이익증가율 (%)	30.9	-27.4	75.7	101.2
EPS증가율 (%)	-43.5	-57.7	64.9	103.3
매출채권 회전율 (회)	7.6	6.3	6.3	7.1
재고자산 회전율 (회)	5.2	3.7	3.2	3.6
매입채무 회전율 (회)	6.0	6.0	5.7	6.1
ROA (%)	1.7	0.9	3.1	6.0
ROE (%)	4.2	1.6	2.6	5.2
ROIC (%)	5.9	4.4	6.7	13.3
부채비율 (%)	140.8	166.4	150.3	131.8
유동비율 (%)	125.9	135.8	116.6	138.0
순차입금/자기자본 (%)	52.3	74.6	74.2	55.8
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	1.7	2.6	5.3

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2024.01.12	매수	51,000	-	-
2023.11.23	매수	46,000	-24.20	-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
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 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.