

# 한화솔루션

| Bloomberg Code (009830 KS) | Reuters Code (009830.KS)

2024년 2월 23일

[화학]

## 당분간 어려운 대외환경 지속

이진명 수석연구원

☎ 02-3772-1534

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com



**매수**  
(유지)



현재주가 (2월 22일)  
**29,300 원**



목표주가  
**36,000 원 (하향)**



상승여력  
**22.9%**

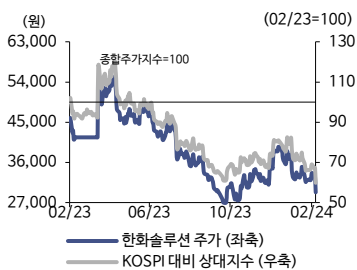
- ◆ 4Q23 영업이익 407억원(-59% QoQ)으로 컨센서스 하회
- ◆ AMPC 확대에도 모듈 재고 증가에 따른 태양광 펀더멘탈 약화 영향
- ◆ 중장기 유효한 성장성에도 연간 실적 눈높이 하향 조정 불가피



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

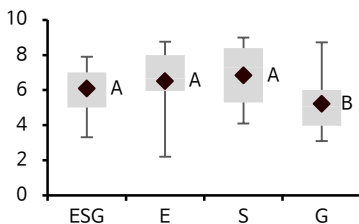
|                       |                   |
|-----------------------|-------------------|
| 시가총액                  | 5,036.5십억원        |
| 발행주식수                 | 171.9백만주          |
| 유동주식수                 | 103.1백만주(60.0%)   |
| 52 주 최고가/최저가          | 55,100 원/27,000 원 |
| 일평균 거래량 (60 일)        | 1,282,762 주       |
| 일평균 거래액 (60 일)        | 44,711 백만원        |
| 외국인 지분율               | 23.57%            |
| <b>주요주주</b>           |                   |
| 한화 외 4 인              | 36.48%            |
| 국민연금공단                | 8.40%             |
| <b>절대수익률</b>          |                   |
| 3개월                   | -13.8%            |
| 6개월                   | -20.6%            |
| 12개월                  | -28.7%            |
| <b>KOSPI 대비 상대수익률</b> |                   |
| 3개월                   | -18.8%            |
| 6개월                   | -25.0%            |
| 12개월                  | -35.3%            |

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 4Q23 영업이익 407억원(-59% QoQ)으로 컨센서스 하회

4Q23 영업이익은 407억원(-59%, 이하 QoQ)으로 컨센서스 1,631억원을 하회했다. 신재생에너지 영업이익은 1,505억원(+334%)을 기록했다. 모듈 사업은 출하량 증가 및 AMPC 확대(1,238억원)로 1,144억원(+169%)의 영업이익을 시현했다. 다만 분기말 평가 하락에 따른 제한적인 스프레드 개선으로 AMPC를 제외한 모듈 실적은 206억원(일회성 비용 300억원 제외)에 그쳤다. 발전사업/EPC 영업이익은 361억원으로 흑자전환했다.

케미칼 영업이익은 -793억원으로 적자전환했다. 시황 약세로 PVC, LDPE 스프레드는 22%, 4% 하락했으며 정기보수 영향(약 500억원)으로 큰 폭의 감익이 불가피했다. 세전이익은 음성공장 생산중단 및 소면적 웨이퍼 관련 손상차손으로 -3,818억원(적자전환)을 기록했다.

## 1분기 적자전환, 연간 실적 눈높이 하향 조정 불가피

1Q24 영업이익은 -934억원(적자전환)으로 부진한 실적이 예상된다. 신재생에너지 영업이익은 -613억원(적자전환)을 전망한다. 모듈 사업은 비수기 및 공급 과잉에 따른 판매량 감소와 평가 하락으로 적자가 예상된다. 지속되는 미국 내 모듈 유입과 이에 따른 재고 부담으로 스프레드 축소와 AMPC 감소(805억원)가 불가피할 전망이다. 케미칼은 전분기 일회성 소멸에도 부진한 업황으로 적자가 지속되겠다.

올해 미국 모듈 생산능력은 기존 5.1GW에서 8.4GW로 확대되고 수직계열화 설비 가동으로 하반기 신재생에너지 영업이익은 3,888억원(1H24 -286억원)이 기대된다. 그럼에도 상반기 케미칼 부진 속 태양광 사업과 관련된 비우호적인 영업환경으로 24년 영업이익은 전년 대비 36% 감익이 예상된다.

## 목표주가 36,000원(-28%)으로 하향, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가는 신재생에너지 실적 추정치 하향 조정을 반영하여 36,000원(-28%)으로 하향한다. 4분기 어닝쇼크와 부진한 태양광 가이던스 제시로 전일 주가는 11% 급락했다. 단기 실적 우려로 급격한 펀더멘탈 회복은 어려우나 북미 태양광 수요 성장 속 동사의 높은 경쟁력을 감안할 경우 긴 호흡으로 접근할 시기라고 판단한다.

| 12월 결산 | 매출액<br>(십억원) | 영업이익<br>(십억원) | 자배순이익<br>(십억원) | EPS<br>(원) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) | 순차입금비율<br>(%) |
|--------|--------------|---------------|----------------|------------|------------|------------|------------------|------------|------------|---------------|
| 2021   | 10,725.2     | 738.3         | 619.1          | 3,301      | 42,356     | 10.8       | 8.3              | 0.8        | 8.8        | 56.4          |
| 2022   | 13,653.9     | 966.2         | 359.1          | 1,864      | 46,307     | 23.1       | 8.8              | 0.9        | 4.2        | 52.3          |
| 2023F  | 13,288.8     | 604.6         | (151.5)        | (859)      | 49,966     | -          | 11.4             | 0.8        | (1.7)      | 68.8          |
| 2024F  | 12,966.5     | 388.4         | 81.3           | 461        | 50,135     | 63.6       | 13.1             | 0.6        | 0.9        | 78.2          |
| 2025F  | 15,040.0     | 1,329.0       | 815.0          | 4,666      | 54,510     | 6.3        | 10.4             | 0.5        | 8.9        | 78.8          |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한화솔루션 2023년 4분기 실적 리뷰

| (십억원, %) | 4Q23P   | 3Q23    | QoQ    | 4Q22    | YoY    | 컨센서스    | 신한      |
|----------|---------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 매출액      | 3,869.7 | 2,925.8 | 32.3   | 3,781.1 | 2.3    | 3,498.8 | 3,308.5 |
| 영업이익     | 40.7    | 98.3    | (58.6) | 167.9   | (75.8) | 163.1   | 151.5   |
| 세전이익     | (381.8) | 33.6    | 적전     | (113.1) | 적지     | 106.6   | 162.1   |
| 순이익      | (337.3) | 5.9     | 적전     | (117.8) | 적지     | 68.8    | 181.0   |
| 영업이익률    | 1.1     | 3.4     | -      | 4.4     | -      | 4.7     | 4.6     |

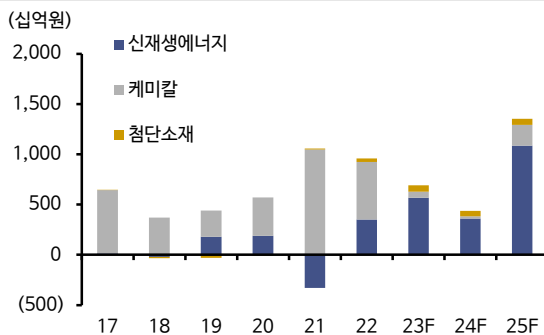
자료: FnGuide, 신한투자증권

## 한화솔루션 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q22    | 2Q22    | 3Q22    | 4Q22    | 1Q23    | 2Q23    | 3Q23    | 4Q23P   | 2020    | 2021     | 2022     | 2023F    | 2024F    |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액      | 2,848.1 | 3,259.6 | 3,241.8 | 3,781.1 | 3,100.2 | 3,393.0 | 2,925.8 | 3,869.7 | 9,195.0 | 10,725.2 | 13,653.9 | 13,288.8 | 12,966.5 |
| 케미칼      | 1,549.2 | 1,599.2 | 1,466.2 | 1,294.6 | 1,347.5 | 1,341.3 | 1,285.9 | 1,122.7 | 3,326.5 | 5,364.0  | 5,909.2  | 5,097.4  | 4,669.5  |
| 신재생에너지   | 920.6   | 1,234.3 | 1,331.6 | 2,082.0 | 1,366.1 | 1,629.0 | 1,279.9 | 2,340.9 | 3,702.3 | 3,568.5  | 5,568.5  | 6,615.9  | 6,691.2  |
| 첨단소재     | 262.3   | 299.6   | 312.7   | 277.6   | 253.5   | 264.2   | 235.4   | 235.8   | 751.9   | 938.9    | 1,152.2  | 988.9    | 1,007.6  |
| 영업이익     | 146.7   | 272.2   | 336.9   | 167.9   | 271.4   | 194.1   | 98.3    | 40.7    | 594.1   | 738.3    | 966.2    | 604.5    | 388.4    |
| 케미칼      | 257.6   | 228.0   | 119.7   | (32.1)  | 33.7    | 49.2    | 55.9    | (79.3)  | 381.2   | 1,046.8  | 573.2    | 59.5     | 23.7     |
| 신재생에너지   | (114.2) | 35.2    | 197.2   | 231.9   | 245.0   | 138.0   | 34.7    | 150.5   | 190.4   | (328.5)  | 350.1    | 568.2    | 360.3    |
| 첨단소재     | 3.0     | 16.6    | 19.8    | (4.1)   | 21.7    | 21.2    | 16.1    | 5.3     | (7.6)   | 9.7      | 35.3     | 64.3     | 52.8     |
| 지분법이익    | (6.3)   | 55.2    | (70.7)  | (80.1)  | 25.0    | (75.5)  | 28.5    | 36.1    | 160.2   | 262.9    | (101.9)  | 14.1     | 42.2     |
| 세전이익     | 125.4   | 334.5   | 222.5   | (113.1) | 194.1   | 43.1    | 33.6    | (381.8) | 413.7   | 855.3    | 569.2    | (111.1)  | 114.8    |
| 순이익(지배)  | 100.9   | 239.0   | 137.0   | (117.8) | 116.2   | 7.1     | 5.9     | (337.3) | 309.1   | 619.1    | 359.1    | (151.5)  | 81.3     |
| 영업이익률    | 5.2     | 8.4     | 10.4    | 4.4     | 8.8     | 5.7     | 3.4     | 1.1     | 6.5     | 6.9      | 7.0      | 4.5      | 3.0      |
| 케미칼      | 16.6    | 14.3    | 8.2     | (2.5)   | 2.5     | 3.7     | 4.3     | (7.1)   | 11.5    | 19.5     | 9.7      | 1.2      | 0.5      |
| 신재생에너지   | (12.4)  | 2.9     | 14.8    | 11.1    | 17.9    | 8.5     | 2.7     | 6.4     | 5.1     | (9.2)    | 6.3      | 8.6      | 5.4      |

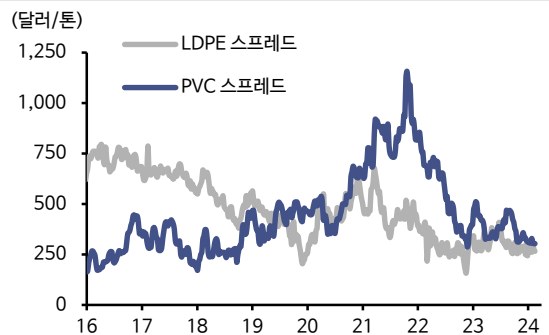
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 사업부별 영업이익 추이 및 전망



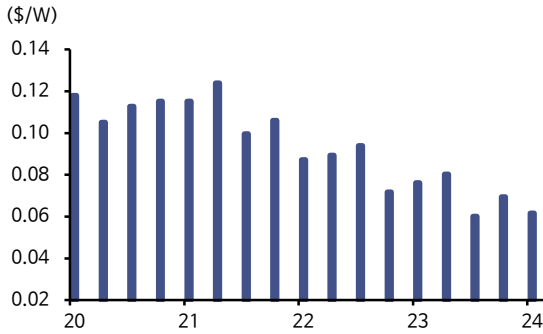
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## PVC, LDPE 스프레드 추이



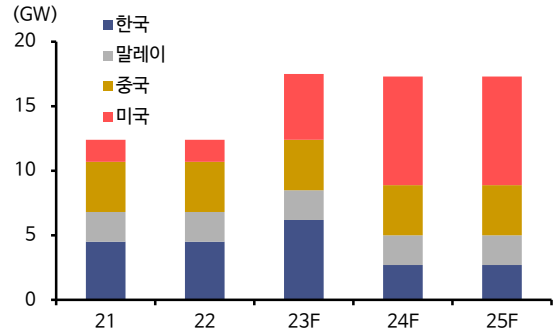
자료: Platts, Cischem, 신한투자증권

## 모듈-웨이퍼 스프레드 추이 (3개월 래깅)



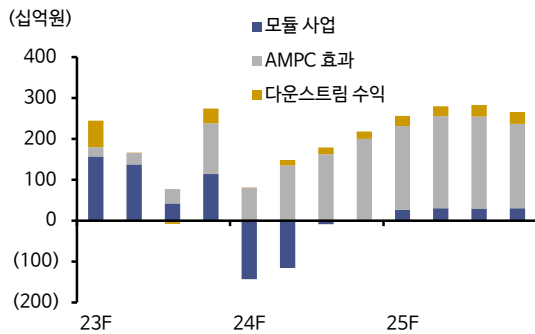
자료: PVinsight, 신한투자증권

## 지역별 모듈 생산능력 추이 및 전망



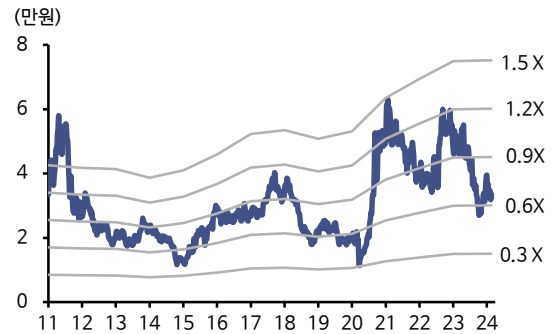
자료: 회사 자료, 신한금융투자

## 신재생에너지 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 한화솔루션 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

## 한화솔루션 SOTP Valuation

| (십억원)      | 12MFEBITDA | 배수  | 적정가치    | 비고                                  |
|------------|------------|-----|---------|-------------------------------------|
| ① 영업가치     |            |     | 11,571  |                                     |
| 1) 케미칼     | 314.2      | 6.8 | 2,152   | 국내 화학 업체 평균                         |
| 2) 큐셀      | 1,226.0    | 7.1 | 8,708   | 글로벌 셀/모듈 업체 평균, 2H24~1H25 EBITDA 반영 |
| 3) 첨단소재    | 103.8      | 6.8 | 711     | 국내 화학 업체 평균                         |
| 총합         | 1,644.1    | 7.0 | 11,571  |                                     |
| ② 자산가치     |            |     | 3,200   | 한화임팩트, 여천NCC 등 적용                   |
| ③ 순차입금     |            |     | 7,603   | 24년말 기준                             |
| ④ 우선주 시가총액 |            |     | 60      |                                     |
| ⑤ 비지배지분    |            |     | 974     |                                     |
| 목표 시가총액    |            |     | 6,134   | (①+②-③-④-⑤)                         |
| 발행주식수 (천주) |            |     | 171,893 |                                     |
| 목표주가 (원)   |            |     | 36,000  |                                     |

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

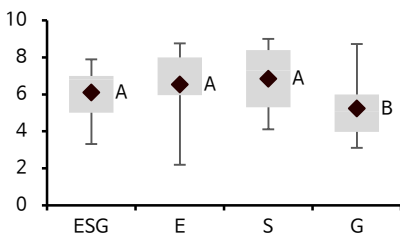
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 환경: 에너지·소재 기술 기반으로 지속가능한 친환경 성장 달성
- ◆ 사회: 구성원 중심의 조직문화와 화합의 노사관계 추구
- ◆ 지배구조: 투명한 지배구조와 적극적인 이해관계자와의 소통

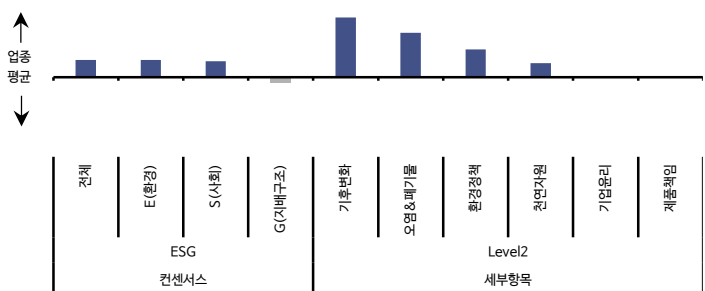
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

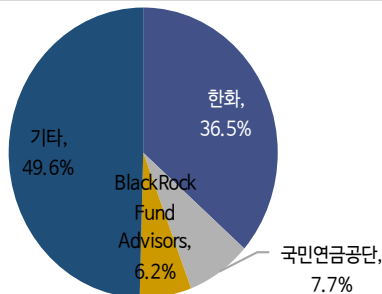
#### ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### Key Chart

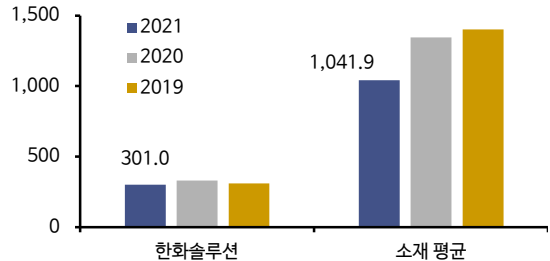
#### 주주 구성



자료: QuantiWise, 신한투자증권

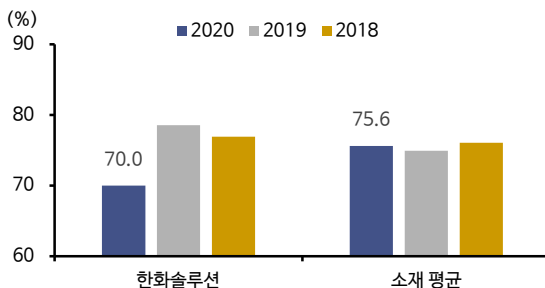
#### 온실가스 배출량

(tCO2e/USDmn)



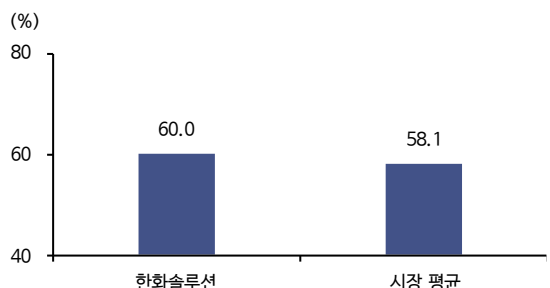
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

#### 사외이사 비율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

#### 기업지배구조 핵심지표 준수율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권



## 재무상태표

| 12월 결산 (십억원)     | 2021            | 2022            | 2023F           | 2024F           | 2025F           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>자산총계</b>      | <b>20,007.6</b> | <b>23,831.7</b> | <b>23,215.8</b> | <b>23,598.5</b> | <b>25,382.1</b> |
| 유동자산             | 6,074.0         | 8,573.3         | 5,903.8         | 5,252.6         | 5,952.9         |
| 현금및현금성자산         | 1,567.2         | 2,548.4         | 664.6           | 109.1           | 125.2           |
| 매출채권             | 1,542.5         | 2,055.5         | 1,750.9         | 1,708.4         | 1,981.6         |
| 재고자산             | 2,231.5         | 3,060.1         | 2,575.0         | 2,512.6         | 2,914.4         |
| 비유동자산            | 12,523.6        | 13,634.4        | 15,687.9        | 16,721.9        | 17,805.1        |
| 유형자산             | 6,451.6         | 6,879.5         | 8,965.6         | 9,995.2         | 11,030.7        |
| 무형자산             | 1,580.6         | 1,644.4         | 1,603.1         | 1,587.5         | 1,572.2         |
| 투자자산             | 3,737.8         | 4,196.6         | 4,205.3         | 4,225.2         | 4,288.2         |
| 기타금융투자자산         | 1,410.0         | 1,624.0         | 1,624.0         | 1,624.0         | 1,624.0         |
| <b>부채총계</b>      | <b>11,806.3</b> | <b>13,934.8</b> | <b>13,526.7</b> | <b>13,877.3</b> | <b>14,872.5</b> |
| 유동부채             | 5,787.9         | 6,808.5         | 6,627.7         | 6,687.4         | 7,312.0         |
| 단기차입금            | 2,004.0         | 2,443.0         | 2,320.9         | 2,404.8         | 2,684.6         |
| 매출채무             | 1,809.0         | 1,831.9         | 1,771.8         | 1,728.8         | 2,005.3         |
| 유동성장기부채          | 607.2           | 559.8           | 531.8           | 555.2           | 627.5           |
| 비유동부채            | 4,774.5         | 5,685.4         | 5,458.2         | 5,749.1         | 6,119.6         |
| 사채               | 1,648.7         | 2,047.3         | 1,893.8         | 2,251.7         | 2,682.8         |
| 장기차입금(경기금융부채 포함) | 2,059.8         | 2,738.7         | 2,636.6         | 2,540.0         | 2,448.5         |
| 기타금융투자부채         | 1,244.0         | 1,440.9         | 1,440.9         | 1,440.9         | 1,440.9         |
| <b>자본총계</b>      | <b>8,201.2</b>  | <b>9,896.9</b>  | <b>9,689.0</b>  | <b>9,721.1</b>  | <b>10,509.6</b> |
| 자본금              | 978.2           | 978.2           | 978.2           | 978.2           | 978.2           |
| 자본잉여금            | 2,003.2         | 2,320.1         | 2,320.1         | 2,320.1         | 2,320.1         |
| 기타자본             | (24.2)          | (154.2)         | (154.2)         | (154.2)         | (154.2)         |
| 기타포괄이익누계액        | 150.7           | 215.0           | 215.0           | 215.0           | 215.0           |
| 이익잉여금            | 5,051.4         | 5,561.4         | 5,358.2         | 5,387.8         | 6,151.1         |
| <b>지배주주지분</b>    | <b>8,159.4</b>  | <b>8,920.6</b>  | <b>8,717.3</b>  | <b>8,746.9</b>  | <b>9,510.2</b>  |
| 비지배주주지분          | 41.8            | 976.3           | 971.7           | 974.2           | 999.4           |
| *충차입금            | 6,418.9         | 7,984.9         | 7,588.9         | 7,967.9         | 8,670.4         |
| *순차입금(순현금)       | 4,624.8         | 5,180.4         | 6,670.8         | 7,602.7         | 8,286.5         |

## 현금흐름표

| 12월 결산 (십억원)        | 2021             | 2022             | 2023F            | 2024F            | 2025F          |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | <b>990.9</b>     | <b>115.7</b>     | <b>1,467.2</b>   | <b>1,045.4</b>   | <b>646.9</b>   |
| 당기순이익               | 616.3            | 366.0            | (156.2)          | 83.8             | 840.2          |
| 유형자산상각비             | 617.5            | 637.2            | 652.2            | 645.8            | 40.0           |
| 무형자산상각비             | 31.2             | 38.3             | 10.7             | 10.5             | 10.2           |
| 외환환산손실(이익)          | 89.0             | 108.6            | 0.0              | 0.0              | 0.0            |
| 자산처분손실(이익)          | (213.2)          | 16.0             | 19.0             | 19.0             | 19.0           |
| 지분법, 종속, 관계기업손실(이익) | (206.4)          | 116.0            | 0.0              | (28.1)           | (135.8)        |
| 운전자본변동              | (191.2)          | (1,626.5)        | 719.3            | 70.0             | (389.0)        |
| (법인세납부)             | (384.4)          | (219.7)          | (45.1)           | (31.0)           | (310.8)        |
| 기타                  | 632.1            | 679.8            | 267.3            | 275.4            | 573.1          |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | <b>(1,655.0)</b> | <b>(1,476.6)</b> | <b>(2,695.2)</b> | <b>(1,648.6)</b> | <b>(985.0)</b> |
| 유형자산의증가(CAPEX)      | (812.7)          | (902.9)          | (2,738.4)        | (1,675.4)        | (1,075.4)      |
| 유형자산의감소             | 33.1             | 13.5             | 0.0              | 0.0              | 0.0            |
| 무형자산의증가(증가)         | (5.5)            | (37.4)           | 30.6             | 5.2              | 5.0            |
| 투자자산의감소(증가)         | (267.6)          | (230.3)          | 5.5              | 22.3             | 86.9           |
| 기타                  | (602.3)          | (319.5)          | 7.1              | (0.7)            | (1.5)          |
| <b>FCF</b>          | <b>534.9</b>     | <b>(555.6)</b>   | <b>(485.2)</b>   | <b>(697.7)</b>   | <b>(477.5)</b> |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | <b>1,076.3</b>   | <b>2,322.3</b>   | <b>(622.6)</b>   | <b>81.0</b>      | <b>387.3</b>   |
| 차입금의 증가(감소)         | (71.2)           | 1,303.8          | (396.0)          | 379.0            | 702.5          |
| 자기주식의처분(취득)         | 13.8             | 91.1             | 0.0              | 0.0              | 0.0            |
| 배당금                 | 0.0              | 0.0              | 0.0              | (51.7)           | (51.7)         |
| 기타                  | 1,133.7          | 927.4            | (226.6)          | (246.3)          | (263.5)        |
| 기타현금흐름              | 0.0              | 0.0              | (100.9)          | (33.2)           | (33.2)         |
| 연결범위변동으로인한현금의증가     | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0              | 0.0            |
| 환율변동효과              | 39.5             | 3.2              | 0.0              | 0.0              | 0.0            |
| <b>현금의증가(감소)</b>    | <b>451.7</b>     | <b>964.6</b>     | <b>(1,951.6)</b> | <b>(555.4)</b>   | <b>16.1</b>    |
| 기초현금                | 1,199.8          | 1,651.5          | 2,616.2          | 664.6            | 109.1          |
| 기말현금                | 1,651.5          | 2,616.2          | 664.6            | 109.1            | 125.2          |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

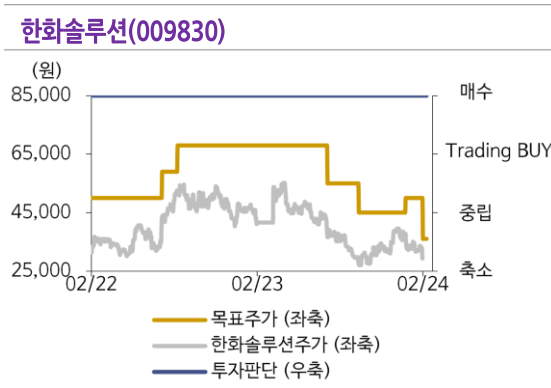
| 12월 결산 (십억원)    | 2021            | 2022            | 2023F           | 2024F           | 2025F           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>매출액</b>      | <b>10,725.2</b> | <b>13,653.9</b> | <b>13,288.8</b> | <b>12,966.5</b> | <b>15,040.0</b> |
| 증감률 (%)         | 16.6            | 27.3            | (2.7)           | (2.4)           | 16.0            |
| <b>매출원가</b>     | <b>8,529.0</b>  | <b>10,852.6</b> | <b>11,010.2</b> | <b>10,948.3</b> | <b>11,819.7</b> |
| <b>매출총이익</b>    | <b>2,196.2</b>  | <b>2,801.4</b>  | <b>2,278.6</b>  | <b>2,018.2</b>  | <b>3,220.3</b>  |
| 매출총이익률 (%)      | 20.5            | 20.5            | 17.1            | 15.6            | 21.4            |
| <b>판매관리비</b>    | <b>1,457.8</b>  | <b>1,835.1</b>  | <b>1,674.0</b>  | <b>1,629.8</b>  | <b>1,891.3</b>  |
| <b>영업이익</b>     | <b>738.3</b>    | <b>966.2</b>    | <b>604.6</b>    | <b>388.4</b>    | <b>1,329.0</b>  |
| 증감률 (%)         | 24.3            | 30.9            | (37.4)          | (35.8)          | 242.2           |
| 영업이익률 (%)       | 6.9             | 7.1             | 4.5             | 3.0             | 8.8             |
| 영업외손익           | 117.0           | (397.0)         | (715.6)         | (273.6)         | (178.1)         |
| 금융손익            | (125.6)         | (190.5)         | (228.4)         | (270.6)         | (296.3)         |
| 기타영업외손익         | (20.3)          | (104.7)         | (501.4)         | (45.2)          | (31.8)          |
| 중속 및 관계기업관련손익   | 262.9           | (101.9)         | 14.1            | 42.2            | 149.9           |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>855.3</b>    | <b>569.2</b>    | <b>(111.1)</b>  | <b>114.8</b>    | <b>1,150.9</b>  |
| 법인세비용           | 239.0           | 202.8           | 45.1            | 31.0            | 310.8           |
| 계속사업이익          | 616.3           | 366.0           | (156.2)         | 83.8            | 840.2           |
| 중단사업이익          | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| <b>당기순이익</b>    | <b>616.3</b>    | <b>366.0</b>    | <b>(156.2)</b>  | <b>83.8</b>     | <b>840.2</b>    |
| 증감률 (%)         | 104.3           | (40.6)          | 적전              | 흑전              | 902.7           |
| 순이익률 (%)        | 5.7             | 2.7             | (1.2)           | 0.6             | 5.6             |
| (지배주주)당기순이익     | 619.1           | 359.1           | (151.5)         | 81.3            | 815.0           |
| (비지배주주)당기순이익    | (2.7)           | 6.9             | (4.7)           | 2.5             | 25.2            |
| 총포괄이익           | 889.6           | 584.8           | (156.2)         | 83.8            | 840.2           |
| (지배주주)총포괄이익     | 886.2           | 580.5           | (155.0)         | 83.2            | 833.9           |
| (비지배주주)총포괄이익    | 3.4             | 4.3             | (1.2)           | 0.6             | 6.2             |
| <b>EBITDA</b>   | <b>1,387.0</b>  | <b>1,641.7</b>  | <b>1,267.5</b>  | <b>1,044.7</b>  | <b>1,379.2</b>  |
| 증감률 (%)         | 16.6            | 18.4            | (22.8)          | (17.6)          | 32.0            |
| EBITDA 이익률 (%)  | 12.9            | 12.0            | 9.5             | 8.1             | 9.2             |

## 주요 투자지표

| 12월 결산         | 2021   | 2022   | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS (당기순이익, 원) | 3,287  | 1,900  | (885)  | 475    | 4,811  |
| EPS (지배순이익, 원) | 3,301  | 1,864  | (859)  | 461    | 4,666  |
| BPS (자본총계, 원)  | 42,573 | 51,375 | 55,535 | 55,719 | 60,238 |
| BPS (지배지분, 원)  | 42,356 | 46,307 | 49,966 | 50,135 | 54,510 |
| DPS (원)        | 0      | 0      | 300    | 300    | 300    |
| PER (당기순이익, 배) | 10.8   | 22.6   | (44.6) | 61.7   | 6.1    |
| PER (지배순이익, 배) | 10.8   | 23.1   | (46.0) | 63.6   | 6.3    |
| PBR (자본총계, 배)  | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.5    | 0.5    |
| PBR (지배지분, 배)  | 0.8    | 0.9    | 0.8    | 0.6    | 0.5    |
| EV/EBITDA (배)  | 8.3    | 8.8    | 11.4   | 13.1   | 10.4   |
| 배당성향 (%)       | 0.0    | 0.0    | (34.1) | 63.6   | 6.3    |
| 배당수익률 (%)      | 0.0    | 0.0    | 0.8    | 1.0    | 1.0    |
| <b>수익성</b>     |        |        |        |        |        |
| EBITDA 이익률 (%) | 12.9   | 12.0   | 9.5    | 8.1    | 9.2    |
| 영업이익률 (%)      | 6.9    | 7.1    | 4.5    | 3.0    | 8.8    |
| 순이익률 (%)       | 5.7    | 2.7    | (1.2)  | 0.6    | 5.6    |
| ROA (%)        | 3.5    | 1.7    | (0.7)  | 0.4    | 3.4    |
| ROE (지배순이익, %) | 8.8    | 4.2    | (1.7)  | 0.9    | 8.9    |
| ROIC (%)       | 6.0    | 5.0    | 7.5    | 2.3    | 7.1    |
| <b>안정성</b>     |        |        |        |        |        |
| 부채비율 (%)       | 144.0  | 140.8  | 139.6  | 142.8  | 141.5  |
| 순차입금비율 (%)     | 56.4   | 52.3   | 68.8   | 78.2   | 78.8   |
| 현금비율 (%)       | 27.1   | 37.4   | 10.0   | 1.6    | 1.7    |
| 이자보상배율 (배)     | 5.0    | 4.3    | 2.3    | 1.3    | 4.3    |
| <b>활동성</b>     |        |        |        |        |        |
| 순운전자본회전율 (회)   | 8.0    | 7.9    | 7.2    | 9.0    | 9.2    |
| 재고자산회수기간 (일)   | 62.3   | 70.7   | 77.4   | 71.6   | 65.9   |
| 매출채권회수기간 (일)   | 50.6   | 48.1   | 52.3   | 48.7   | 44.8   |

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이



| 일자            | 투자 의견 | 목표 주가<br>(원) | 과리율 (%) |        |
|---------------|-------|--------------|---------|--------|
|               |       |              | 평균      | 최고/최저  |
| 2022년 02월 18일 | 매수    | 50,000       | (30.4)  | (15.5) |
| 2022년 07월 29일 | 매수    | 59,000       | (20.6)  | (10.8) |
| 2022년 09월 01일 | 매수    | 68,000       | (29.6)  | (19.7) |
| 2023년 03월 02일 |       | 6개월경과        | (32.8)  | (19.0) |
| 2023년 07월 28일 | 매수    | 55,000       | (36.7)  | (29.0) |
| 2023년 10월 05일 | 매수    | 45,000       | (27.0)  | (12.2) |
| 2024년 01월 16일 | 매수    | 50,000       | (34.3)  | (30.0) |
| 2024년 02월 23일 | 매수    | 36,000       | -       | -      |

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

| 종목 | 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상<br>Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%<br>중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%<br>축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 | 섹터 | 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우<br>중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우<br>축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 |
|----|---|----|--|
|    |   |    |  |

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 22일 기준)

| 매수 (매수) | 92.68% | Trading BUY (중립) | 5.69% | 중립 (중립) | 1.63% | 축소 (매도) | 0.00% |
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|
|---------|--------|------------------|-------|---------|-------|---------|-------|