

한화솔루션 (009830)

서서히 회복 중

2024년 7월 26일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	32,000 원 (하향)
✓ 상승여력	25.5%	✓ 현재주가 (7월 25일)	25,500 원

신한생각 불확실성 확대에도 유효한 하반기 개선 방향성

올해 주요 사업부 상저하고 실적 흐름 예상되나 하반기 이익 모멘텀은 기존 예상 대비 둔화될 전망. 케미칼은 중국 경기 부양책에 따른 수요 회복과 신증설 부담 완화로 하반기 수급 밸런스 개선 예상. 신재생에너지는 미국 대선 리스크 확대에도 견조한 태양광 수요에 따른 모듈 출하량 증가 및 AMPC 확대 등으로 증익 추세 나타날 전망

2Q24 Review: 예상보다 더딘 태양광/케미칼 시장 개선으로 컨센 하회

2Q24 영업이익은 -1,078억원(적자지속)으로 컨센서스 -612억원 하회. 신재생에너지는 -918억원으로 적자폭 축소됐으나 기대치 미달. 북미 신규 공장 가동에 따른 판매량 증가(+40%) 및 AMPC 확대(1,468억원)는 긍정적이나 모듈 스프레드 둔화에 기인. 발전자산/EPC는 유럽 개발자산 수익 실현되며 적자폭 축소. 케미칼은 더딘 수요 회복에도 중국 부양책 발표에 따른 일부 제품(PVC, LDPE 등) 스프레드 상승으로 적자폭 축소

3분기 영업이익은 -365억원, 신재생에너지는 -282억원으로 더디지만 실적 개선 지속 전망. 모듈 스프레드 하락세 진정되는 가운데 출하량 확대(+30%)에 따른 AMPC 증가 및 발전자산/EPC 흑자전환 기대. 케미칼은 해상운임 부담 지속되나 주요 제품 가격 회복 등으로 증익 추세 지속

Valuation & Risk

목표주가는 실적 추정치 및 Peer(동종업체) 멀티플 변경을 반영해 32,000원(-11%)으로 하향. 주가는 미국 대선 관련 우려로 고점 대비 25% 하락. 단기 투자심리 악화 및 더딘 업황 회복에도 전력수요 확대에 따른 미국 태양광 성장세 지속될 전망이며 북미 최대 신재생에너지업체로서 수혜 예상

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	13,130.8	923.7	359.1	23.1	4.2	0.9	9.0	0.0
2023	13,288.7	604.5	(208.1)	-	(2.5)	0.9	12.1	0.8
2024F	11,887.1	(290.3)	(633.8)	-	(8.4)	0.6	42.2	1.2
2025F	14,583.8	971.8	390.3	11.4	5.3	0.6	9.9	1.2
2026F	15,151.2	1,508.0	829.3	5.4	10.5	0.5	7.3	1.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화해]

이진명 수석연구원

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

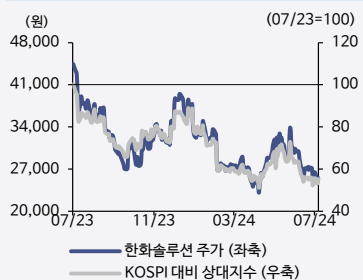
시가총액	4,383.3십억원
발행주식수(유동비율)	171.9백만주 (60.0%)
52주 최고가/최저가	43,050 원/23,150 원
일평균 거래액 (60일)	62,747 백만원
외국인 지분율	21.5%

주요주주 (%)

한화 외 4인	36.5
국민연금공단	6.2

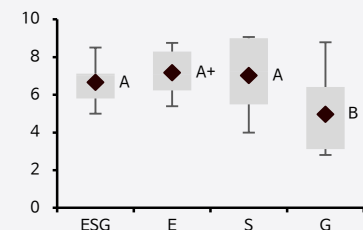
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(14.6)	7.1	(40.8)	(33.9)
상대	(12.6)	3.9	(42.4)	(34.9)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



한화솔루션 2024년 2분기 실적 리뷰

(십억원, %)	2Q24P	1Q24	QoQ	2Q23	YoY	컨센서스	신한
매출액	2,679.3	2,378.5	12.6	3,364.2	(20.4)	2,782.4	2,801.4
영업이익	(107.8)	(214.4)	적지	182.2	적전	(61.2)	(60.2)
세전이익	(311.0)	(517.5)	적지	43.7	적전	(183.7)	(192.4)
순이익	(367.1)	(459.1)	적지	7.1	적전	(128.5)	(136.9)
영업이익률	(4.0)	(9.0)	-	5.4	-	(2.2)	(2.1)

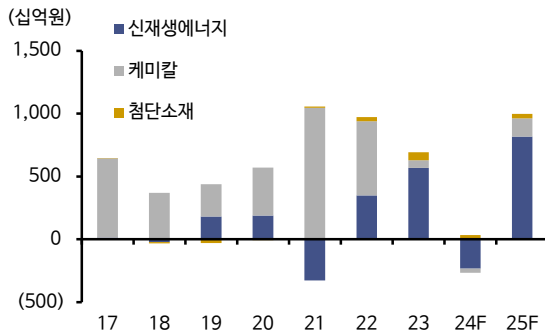
자료: FnGuide, 신한투자증권

한화솔루션 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,082.4	3,364.2	2,904.4	3,847.4	2,378.5	2,679.3	3,145.3	3,684.0	10,725.2	13,130.8	13,288.7	11,887.1	14,583.8
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,222.4	1,285.3	1,238.1	5,364.0	5,909.2	5,097.4	4,968.1	5,691.7
신재생에너지	1,348.3	1,600.2	1,258.5	2,318.6	764.1	980.2	1,492.2	2,019.2	3,568.5	5,568.5	6,525.6	5,255.7	7,202.5
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	265.9	240.7	253.1	938.9	1,152.2	988.9	1,009.3	1,022.4
영업이익	256.6	182.2	89.3	50.5	(214.4)	(107.8)	(36.5)	84.9	738.3	923.7	604.5	(290.3)	971.8
케미칼	34.0	49.5	56.2	(79.0)	(18.7)	(17.4)	(8.4)	11.9	1,046.8	588.9	60.7	(32.5)	143.5
신재생에너지	245.0	138.0	34.7	150.5	(185.3)	(91.8)	(28.2)	72.5	(328.5)	350.1	568.2	(232.8)	818.9
AMPC	22.9	27.9	35.0	123.8	96.6	146.8	155.3	170.6	-	-	209.6	569.3	890.3
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	6.4	7.6	9.7	35.3	64.3	33.6	36.3
지분법이익	25.0	(75.5)	28.5	36.1	(51.6)	(49.5)	(25.7)	(10.4)	262.9	(101.9)	14.1	(137.2)	93.4
세전이익	193.4	43.7	34.2	(381.7)	(517.5)	(311.0)	(162.6)	96.0	855.3	568.7	(110.4)	(895.1)	551.2
순이익(지배)	116.2	7.1	5.9	(337.3)	(459.1)	(318.9)	(115.6)	259.8	619.1	359.1	(208.1)	(633.8)	390.3
영업이익률	8.3	5.4	3.1	1.3	(9.0)	(4.0)	(1.2)	2.3	6.9	7.0	4.4	(2.3)	6.7
케미칼	2.5	3.7	4.4	(7.0)	(1.5)	(1.4)	(0.7)	1.0	19.5	10.0	1.2	(0.7)	2.5
신재생에너지	18.2	8.6	2.8	6.5	(24.3)	(9.4)	(1.9)	3.6	(9.2)	6.3	8.7	(4.4)	11.4

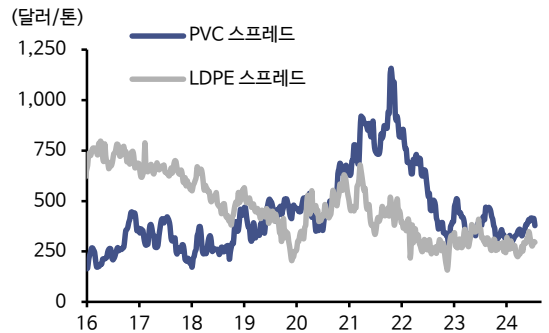
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 영업이익 추이 및 전망



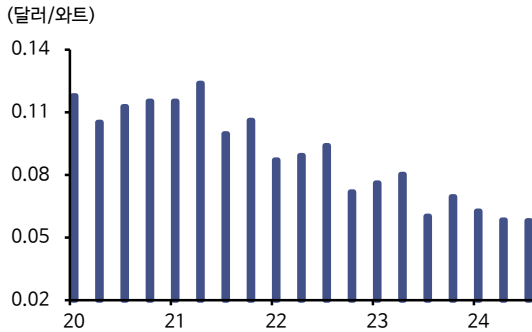
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

PVC, LDPE 스프레드 추이



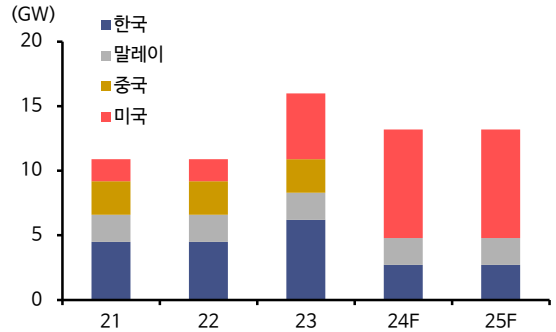
자료: Platts, Cischem, 신한투자증권

모듈-웨이퍼 스프레드 추이 (3개월 래깅)



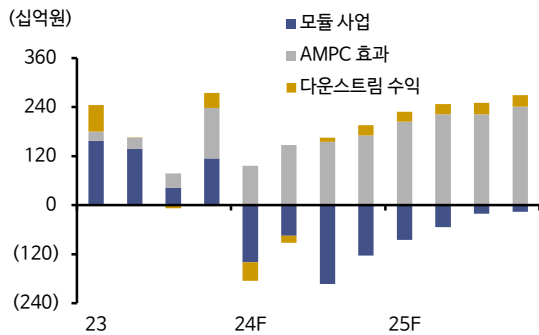
자료: PVinsight, 신한투자증권

지역별 모듈 생산능력 추이 및 전망



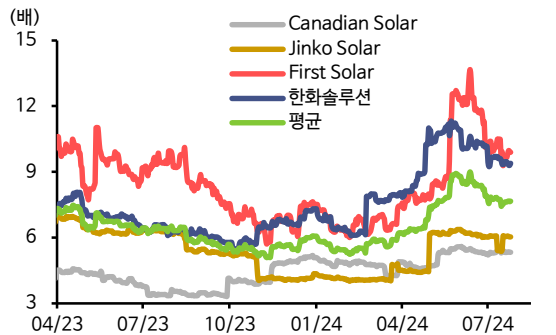
자료: 회사 자료, 신한금융투자

신재생에너지 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

글로벌 셀/모듈 업체 12개월 선행 EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 신한투자증권

한화솔루션 SOTP Valuation

(십억원)	12MFEBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치			13,737	
1) 케미칼	340.5	6.4	2,173	국내 화학 업체 평균
2) 큐셀	1,190.6	9.3	11,025	25년 EBITDA 반영, 퍼스트솔라 적용
3) 첨단소재	84.5	6.4	539	국내 화학 업체 평균
총합	1,615.6	8.5	13,737	
② 자산가치			3,133	한화임팩트, 여천NCC 등 적용
③ 순차입금			10,175	24년말 기준
④ 우선주 시가총액			57	
⑤ 비지배지분			1,143	
목표 시가총액			5,495	(①+②-③-④-⑤)
발행주식수 (천주)			169,318	자사주 제외
목표주가 (원)			32,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

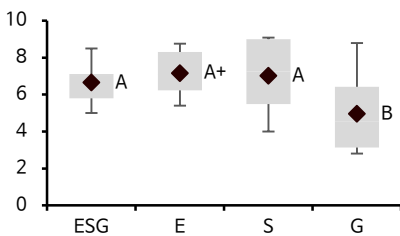
ESG Insight

Analyst Comment

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

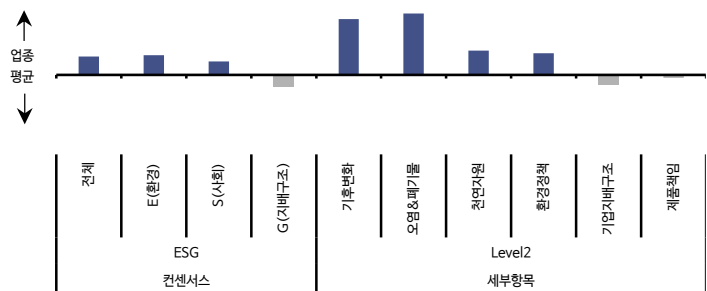
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

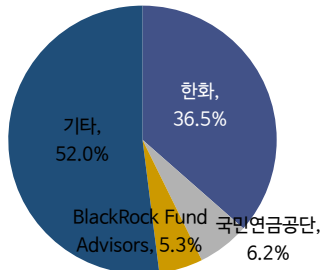
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: 신한투자증권

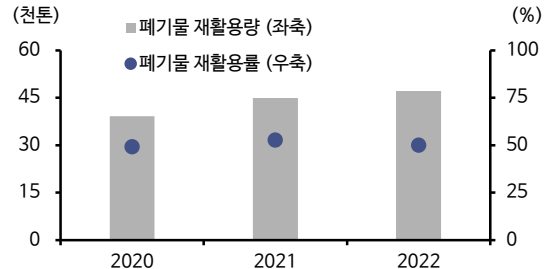
Key Chart

주주 구성



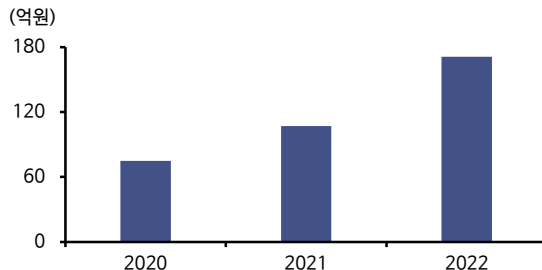
자료: Quantiwise, 신한투자증권

총 폐기물 재활용량 및 재활용률



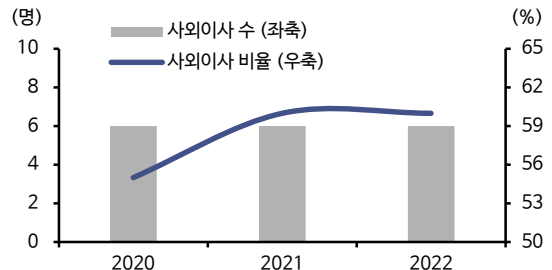
자료: 회사 자료, 신한투자증권

친환경 기술 R&D 비용



자료: 회사 자료, 신한투자증권

사외이사 비율



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	23,831.9	24,492.9	24,812.9	26,450.2	27,496.2
유동자산	8,573.3	8,704.9	6,668.6	7,249.0	8,121.6
현금및현금성자산	2,548.4	1,956.0	557.9	65.1	658.1
매출채권	2,055.5	2,023.1	1,824.2	2,238.0	2,325.1
재고자산	3,060.1	3,296.7	2,843.2	3,488.2	3,623.9
비유동자산	13,634.4	14,407.5	16,763.8	17,820.6	17,994.1
유형자산	6,879.5	7,046.4	9,479.8	10,520.3	10,635.9
무형자산	1,644.4	1,768.0	1,740.1	1,713.3	1,687.5
투자자산	4,196.6	4,421.9	4,368.6	4,407.5	4,486.9
기타금융투자자산	1,624.2	1,380.5	1,380.5	1,380.5	1,380.5
부채총계	13,935.0	15,482.4	16,507.4	17,794.0	18,036.8
유동부채	6,808.5	7,688.8	8,185.3	9,101.0	9,459.0
단기차입금	2,443.0	2,947.1	3,347.1	3,747.1	3,947.1
매출채무	1,831.9	1,837.1	1,641.0	2,013.3	2,091.6
유동성장기부채	559.8	841.1	1,141.1	1,291.1	1,291.1
비유동부채	5,685.4	6,598.0	7,126.5	7,497.5	7,382.2
사채	2,047.3	2,387.5	2,887.5	3,387.5	3,387.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	2,738.7	3,414.7	3,417.1	3,260.8	3,112.5
기타금융투자부채	1,441.0	1,195.6	1,195.6	1,195.6	1,195.6
자본총계	9,896.9	9,010.5	8,305.5	8,656.2	9,459.4
자본금	978.2	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	2,320.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1
기타자본	(154.2)	(135.1)	(135.1)	(135.1)	(135.1)
기타포괄이익누계액	215.0	258.0	258.0	258.0	258.0
이익잉여금	5,561.4	5,338.9	4,653.4	4,992.1	5,769.7
지배주주지분	8,920.6	7,847.4	7,162.0	7,500.7	8,278.2
비지배주주지분	976.3	1,163.1	1,143.5	1,155.5	1,181.2
*충차입금	7,984.9	9,768.7	10,980.0	11,883.1	11,942.4
*순차입금(순현금)	5,180.4	7,567.9	10,174.9	11,568.3	11,024.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	115.7	518.0	886.9	705.6	1,702.0
당기순이익	366.0	(155.3)	(653.4)	402.4	855.0
유형자산상각비	637.2	612.8	642.0	734.9	754.4
무형자산상각비	38.3	65.8	21.4	20.5	19.7
외환환산손실(이익)	108.6	29.8	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	16.0	(32.9)	(25.9)	(25.9)	(25.9)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	116.0	(10.8)	140.5	(90.1)	(180.3)
운전차분변동	(1,626.5)	(498.8)	454.3	(687.3)	(86.3)
(법인세납부)	(219.7)	(498.2)	241.7	(148.8)	(316.2)
기타	679.8	1,005.6	66.3	499.9	681.6
투자활동으로인한현금흐름	(1,476.6)	(2,799.1)	(3,143.3)	(1,715.3)	(767.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(902.9)	(2,390.5)	(3,075.4)	(1,775.4)	(870.0)
유형자산의감소	13.5	41.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(37.4)	(18.0)	6.5	6.3	6.1
투자자산의감소(증가)	(230.3)	(373.7)	(83.8)	54.5	104.2
기타	(319.5)	(58.2)	9.4	(0.7)	(7.4)
FCF	(593.9)	(1,481.8)	(2,197.9)	(1,027.4)	883.7
재무활동으로인한현금흐름	2,322.3	1,608.7	835.6	494.3	(364.5)
차입금의 증가(감소)	1,303.8	2,052.4	1,211.3	903.1	59.3
자기주식의처분(취득)	91.1	9.7	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(51.7)	(51.7)	(51.7)
기타	927.4	(453.4)	(324.0)	(357.1)	(372.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	20.6	22.6	22.6
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	3.2	14.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	964.6	(658.1)	(1,400.2)	(492.8)	593.1
기초현금	1,651.5	2,616.2	1,958.1	557.9	65.1
기말현금	2,616.2	1,958.1	557.9	65.1	658.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,130.8	13,288.7	11,887.1	14,583.8	15,151.2
증감률 (%)	22.4	1.2	(10.5)	22.7	3.9
매출원가	10,731.8	11,049.9	10,603.7	11,646.3	11,601.7
매출총이익	2,399.0	2,238.9	1,283.4	2,937.5	3,549.5
매출총이익률 (%)	18.3	16.8	10.8	20.1	23.4
판매관리비	1,475.3	1,634.3	1,573.7	1,965.7	2,041.5
영업이익	923.7	604.5	(290.3)	971.8	1,508.0
증감률 (%)	25.1	(34.6)	적전	흑전	55.2
영업이익률 (%)	7.0	4.5	(2.4)	6.7	10.0
영업외손익	(374.2)	(706.6)	(593.2)	(409.1)	(325.3)
금융손익	(171.1)	(320.9)	(346.8)	(406.5)	(422.7)
기타영업외손익	(101.3)	(399.8)	(109.2)	(96.0)	(86.1)
중대손익률 (%)	(101.9)	14.1	(137.2)	93.4	183.6
세전계속사업이익	549.5	(102.0)	(883.6)	562.7	1,182.7
법인세비용	202.3	41.1	(241.7)	148.8	316.2
계속사업이익	346.8	(146.9)	(645.0)	410.8	863.4
중단사업이익	19.2	(8.4)	(11.5)	(11.5)	(11.5)
당기순이익	366.0	(155.3)	(653.4)	402.4	855.0
증감률 (%)	(40.6)	적전	적지	흑전	112.5
순이익률 (%)	2.8	(1.2)	(5.5)	2.8	5.6
(지배주주)당기순이익	359.1	(208.1)	(633.8)	390.3	829.3
(비지배주주)당기순이익	6.9	52.8	(19.6)	12.1	25.6
총포괄이익	584.8	(134.1)	(653.4)	402.4	855.0
(지배주주)총포괄이익	580.5	(191.9)	(935.3)	576.0	1,223.8
(비지배주주)총포괄이익	4.3	57.8	281.9	(173.6)	(368.8)
EBITDA	1,599.2	1,283.2	373.0	1,727.2	2,282.0
증감률 (%)	15.3	(19.8)	(70.9)	363.0	32.1
EBITDA 이익률 (%)	12.2	9.7	3.1	11.8	15.1

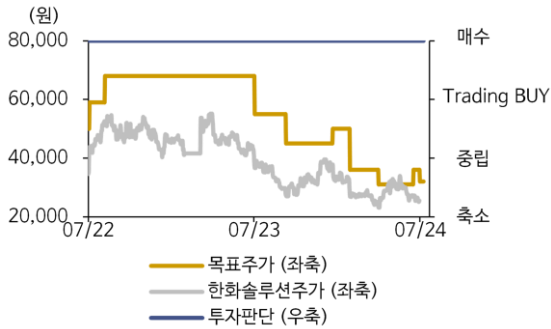
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,900	(880)	(3,750)	2,301	4,895
EPS (지배순이익, 원)	1,864	(1,178)	(3,638)	2,232	4,748
BPS (자본총계, 원)	51,375	51,646	47,604	49,615	54,219
BPS (지배지분, 원)	46,307	44,979	41,050	42,991	47,449
DPS (원)	0	300	300	300	300
PER (당기순이익, 배)	22.6	(44.9)	(6.8)	11.1	5.2
PER (지배순이익, 배)	23.1	(33.5)	(7.0)	11.4	5.4
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	9.0	12.1	42.2	9.9	7.3
배당성향 (%)	0.0	(24.8)	(8.2)	13.2	6.2
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.2	1.2	1.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.2	9.7	3.1	11.8	15.1
영업이익률 (%)	7.0	4.5	(2.4)	6.7	10.0
순이익률 (%)	2.8	(1.2)	(5.5)	2.8	5.6
ROA (%)	1.7	(0.6)	(2.7)	1.6	3.2
ROE (지배순이익, %)	4.2	(2.5)	(8.4)	5.3	10.5
ROIC (%)	4.7	6.8	(1.7)	4.9	7.2
안정성					
부채비율 (%)	140.8	171.8	198.8	205.6	190.7
순차입금비율 (%)	52.3	84.0	122.5	133.6	116.5
현금비율 (%)	37.4	25.4	6.8	0.7	7.0
이자보상배율 (배)	4.6	1.5	(0.8)	2.3	3.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.6	5.3	4.6	5.3	4.8
재고자산회수기간 (일)	73.5	87.3	94.3	79.2	85.7
매출채권회수기간 (일)	50.0	56.0	59.1	50.8	55.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

한화솔루션(009830)



일자	투자 의견	목표 주가 (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	(25.7)	(19.3)
2024년 04월 26일	매수	31,000	(5.5)	9.4
2024년 07월 12일	매수	36,000	(28.5)	(24.7)
2024년 07월 26일	매수	32,000	-	-

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

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 25일 기준)

매수 (매수)	93.31%	Trading BUY (중립)	4.72%	중립 (중립)	1.97%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------