

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

MIRAE ASSET
미래에셋증권

009830 · 화학

한화솔루션

미국 증시를 서서히 반영해 나가야할 때

(유지)

매수

목표주가

40,000원 ▼

상승여력

39.6%

현재주가(23/10/31)

28,650원

KOSPI	2,277.99	시가총액(십억원)	4,925	발행주식수(백만주)	172	외국인 보유비중(%)	23.1
-------	----------	-----------	-------	------------	-----	-------------	------

Report summary

투자의견

목표주가를 4만원으로 11.1% 하향하며, 매수 의견을 유지한다. 신재생에너지 단기 실적은 부침이 있을 것으로 예상되나, 1년 내로 다가온 미국 증설 기계적 준공과 확대되는 AMPC 보조금을 고려해 밸류에이션 피어를 퍼스트솔라로 변경한다. 다만, 웨이퍼의 증설 성공 여부를 확인하기 전까지 디스카운트를 적용한다.

시황 및 전망

한화솔루션의 3Q23 영업이익은 983억원으로 컨센서스를 19.3% 하회했다. 영업이익이 예상치를 하회한 이유는 신재생에너지 부문의 수익성이 예상보다 큰 폭으로 악화되었기 때문이다. 동사의 4Q23 영업이익은 1,158억원으로 전분기대비 17.9% 증가할 것으로 예상된다. 신재생에너지 부문은 영업이익이 증가하나, 화학 부문의 4분기 적자전환(-88억원)이 해당 영향을 상쇄할 것이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.7	-40.3	-39.3
상대주가	4.2	-34.4	-38.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	10,725	13,654	12,973	12,811	15,681
영업이익 (십억원)	738	966	680	1,061	2,673
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.2	8.3	17.0
순이익 (십억원)	619	359	141	230	607
EPS (원)	3,301	1,864	793	1,316	3,481
ROE (%)	8.8	4.2	1.6	2.7	6.8
P/E (배)	10.8	23.1	36.1	21.8	8.2
P/B (배)	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
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

3Q23 Review: 신재생에너지의 전반적 수익성 악화

한화솔루션의 3Q23 영업이익은 983억원으로 컨센서스를 19.3% 하회했다. 영업이익이 예상치를 하회한 이유는 신재생에너지 부문의 수익성이 예상보다 큰 폭으로 악화되었기 때문이다. 신재생에너지 부문의 영업이익은 347억원을 기록하며 전분기 대비 75% 감소했다. 당사는 3분기 태양광 모듈 출하량이 전분기 대비 약 11%, 판가가 약 17% 하락한 것으로 추정한다. 게다가 발전자산 매각 일정도 지연되어 기존 매출액 1조원 가이던스 대비 낮아진 4,103억원을 기록했으며, 분산형 발전 개발에 대한 일회성 비용 반영으로 EPC 및 발전자산 매각의 수익성도 적자를 기록했다.

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	합계	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,553.8	2,925.8	3,239.3	3,240.4	3,405.6	13,653.9	12,972.8	12,811.0
	신재생에너지	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,004.3	1,370.9	1,603.1	1,581.3	1,646.5	5,568.5	6,279.3	6,201.7
	케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,171.9	1,201.4	1,272.0	1,323.7	1,381.6	5,909.2	5,146.6	5,178.7
	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	115.8	174.0	297.7	316.8	272.1	950.5	679.6	1,060.6
	신재생에너지	245.0	138.0	34.7	132.4	103.9	188.8	195.6	256.2	350.1	550.1	744.5
	케미칼	33.7	49.2	55.9	-8.8	57.4	95.7	109.4	23.6	573.2	130.0	286.2
	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	33.4	38.6	107.8	241.6	273.3	237.8	569.2	317.4	860.5
당기순이익		116.2	7.1	7.1	10.3	28.7	64.4	72.9	63.4	359.1	140.7	229.5

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview: 신재생에너지 ↑ 화학 ↓

동사의 4Q23 영업이익은 1,158억원으로 전분기대비 17.9% 증가할 것으로 예상된다. 신재생에너지 부문은 영업이익이 증가하나, 화학 부문의 4분기 적자전환(-88억원)이 해당 영향을 부분 상쇄할 것이다. 화학 부문의 전반적인 시황은 3분기와 유사할 것으로 예상하지만, 정기보수 등 일회성 비용이 있을 예정이다.

신재생에너지의 영업이익은 1,324억원으로 전분기 대비 282% 증가할 것으로 전망한다. 이연된 ESS 프로젝트 매각 및 EPC 사업으로 인한 영업이익 700억원(매출액 1조원과 영업이익률 7% 가정), AMPC 세액공제 542억원을 기대하기 때문이다. 회계 처리로 인한 래깅이 끝났기 때문에 점차 높은 원료 가격의 부담은 덜겠지만, 미국 모듈 가격 하락으로 인해 수익성 개선 폭은 크지 않을 것으로 전망한다.

투자의견

목표주가 4만원으로 하향 조정, 매수 의견 유지

목표주가를 4만원으로 11.1% 하향하며, 매수 의견을 유지한다. 신재생에너지의 밸류에이션을 퍼스트솔라의 12MF EV/EBITDA로 변경했으며, 디스카운트를 10% 적용했다. 기존 피어 그룹 밸류에이션을 적용한다면 5.4배까지 내려간다. 하지만 1) 미국 수직계열화 태양광 공장 준공이 1년 안으로 다가온 점, 2) 미국 모듈 증설로 인한 AMPC 세액공제 금액이 커져가는 점을 들어 퍼스트솔라와 유사하다고 판단한다. 다만 웨이퍼 증설 공장의 성공적인 수율과 생산성 개선 여부를 알기 어려워 디스카운트를 적용한다.

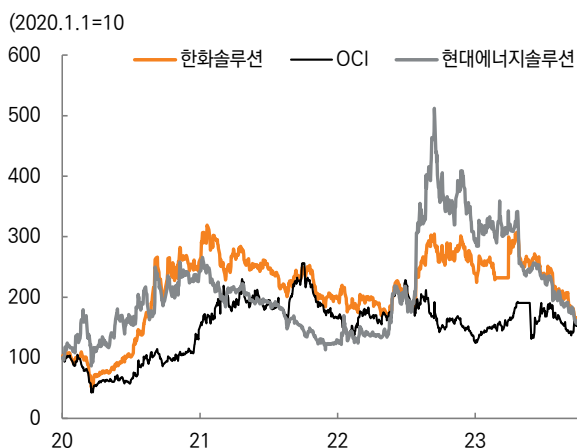
동사의 3.3GW 태양광 밸류체인 3Q24 준공 및 23년 모듈 공장 3.4GW 증설은 향후 AMPC 보조금 규모를 확대시켜주는 이벤트다. 게다가 수직계열화를 성공한다면, ITC 보너스 10%까지 받아가는 모듈 조건을 만족할 수 있어 밸류에이션의 리레이팅 조건이 될 것으로 판단한다. 하지만 24년 미국 대선을 앞두고 당대회가 열리는 24년 상반기에는 IRA 세액공제 규모에 대한 노이즈가 발생할 수 있기 때문에, 리스크로 판단한다.

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

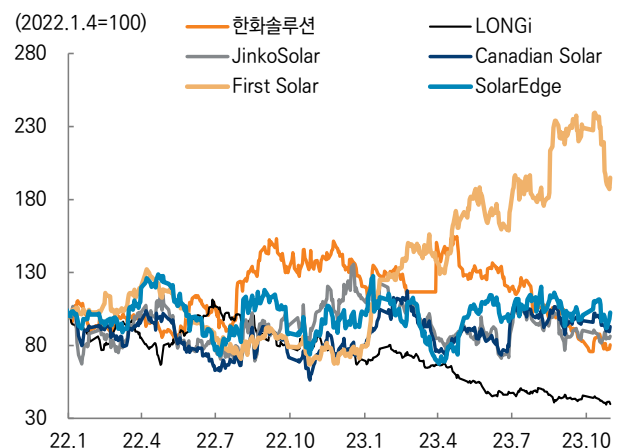
	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,111.6	7.3	8,159.4	First Solar 12MF EV/EBITDA * 10% 디스카운트 적용
케미칼	830.9	6.1	5,093.2	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	139.1	9.3	1,299.5	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			14,662.4	
순차입금			6,825.9	차입금 9.8조 - 현금 3.0조
우선주 시가총액			48.8	
EV			7,787.7	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			40,326	목표주가 4만원 산출

그림 1. 한국 태양광 Peer 상대주가 추이



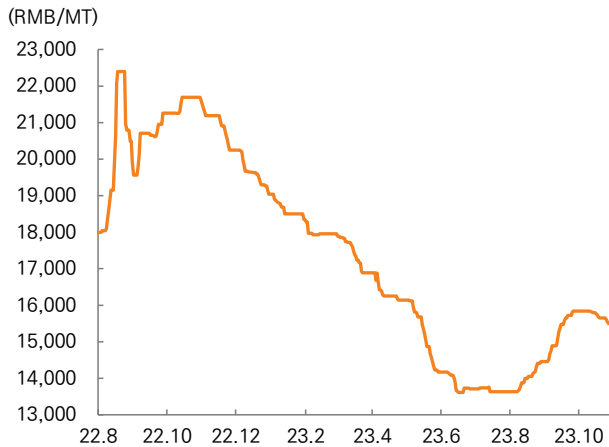
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



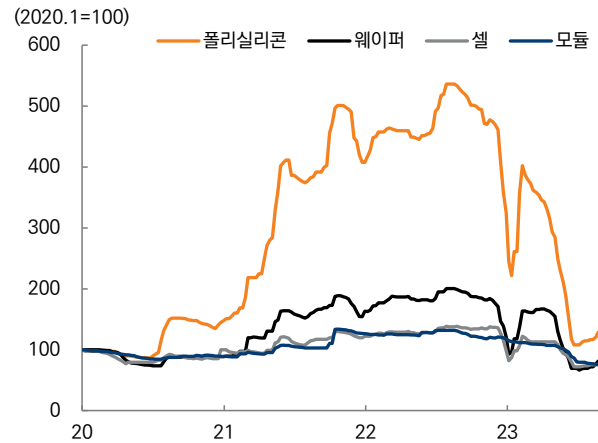
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



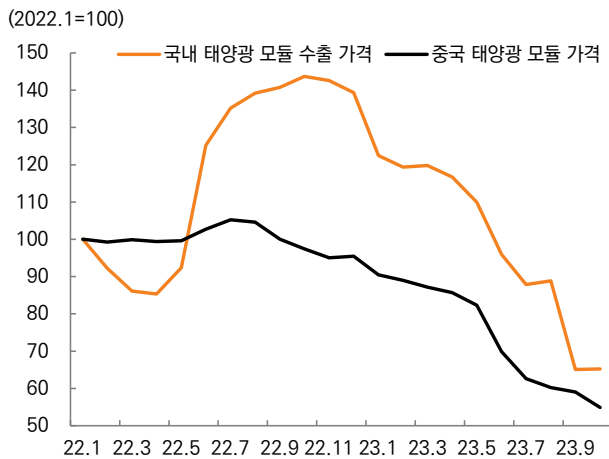
자료: Sunsirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



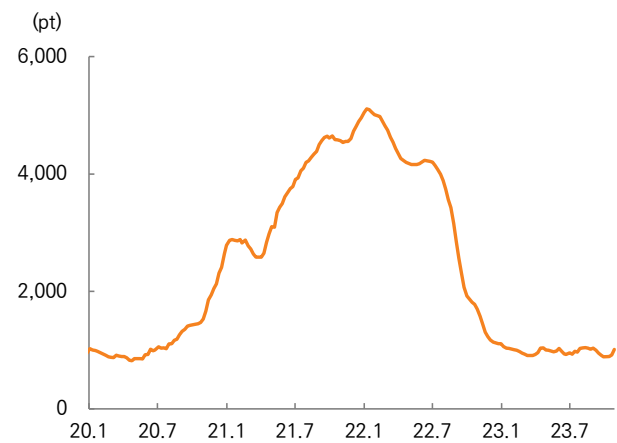
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내/중국 태양광 모듈 상대가격 추이



자료: KITA, PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



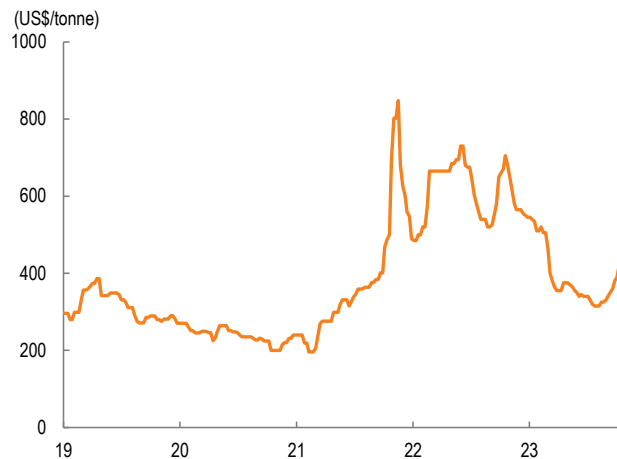
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	13,654	12,973	12,811	15,681
매출원가	10,853	10,566	10,023	11,281
매출총이익	2,801	2,407	2,788	4,400
판매비와관리비	1,835	1,727	1,727	1,727
조정영업이익	966	680	1,061	2,673
영업이익	966	680	1,061	2,673
비영업손익	-397	-363	-201	-396
금융손익	-193	-310	-386	-398
관계기업등 투자손익	-102	-12	183	0
세전계속사업손익	569	317	860	2,277
계속사업법인세비용	203	104	189	501
계속사업이익	366	213	671	1,776
중단사업이익	0	-8	0	0
당기순이익	366	205	671	1,776
지배주주	359	141	230	607
비지배주주	7	64	442	1,169
총포괄이익	585	335	671	1,776
지배주주	580	297	728	1,926
비지배주주	4	38	-57	-150
EBITDA	1,642	1,388	2,017	3,671
FCF	-787	-1,413	-1,099	2,143
EBITDA 마진율 (%)	12.0	10.7	15.7	23.4
영업이익률 (%)	7.1	5.2	8.3	17.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	1.1	1.8	3.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	116	960	1,701	2,543
당기순이익	366	205	671	1,776
비현금수익비용가감	1,340	1,123	1,208	1,757
유형자산감가상각비	637	658	911	957
무형자산상각비	38	51	45	41
기타	665	414	252	759
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,626	-64	73	-416
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-400	220	69	-390
재고자산 감소(증가)	-35	-337	141	-799
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-812	-189	-62	349
법인세납부	-220	-389	-189	-501
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,477	-2,519	-2,612	-360
유형자산처분(취득)	-889	-2,358	-2,800	-400
무형자산감소(증가)	-37	6	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-120	53	21	-119
기타투자활동	-431	-220	167	159
재무활동으로 인한 현금흐름	2,322	1,013	-358	-803
장단기금융부채의 증가(감소)	1,566	1,150	-7	-458
자본의 증가(감소)	317	-860	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	439	723	-351	-345
현금의 증가	965	10	-945	580
기초현금	1,652	2,616	2,626	1,682
기말현금	2,616	2,626	1,682	2,262

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

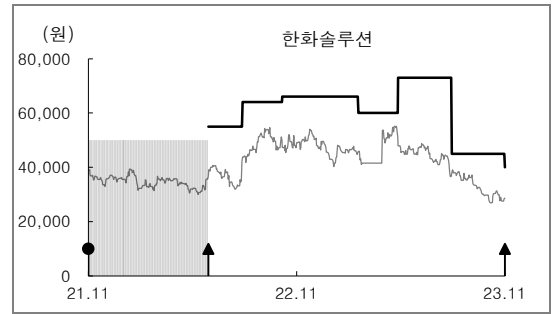
(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,573	8,527	7,357	9,211
현금 및 현금성자산	2,548	2,626	1,682	2,262
매출채권 및 기타채권	2,196	1,777	1,703	2,123
재고자산	3,060	3,379	3,238	4,036
기타유동자산	769	745	734	790
비유동자산	13,634	13,842	15,534	15,800
관계기업투자등	3,745	3,387	3,246	4,047
유형자산	6,879	7,429	9,318	8,761
무형자산	1,644	1,695	1,650	1,609
자산총계	23,832	24,136	24,658	26,779
유동부채	6,808	6,828	7,213	7,365
매입채무 및 기타채무	2,388	2,033	1,972	2,321
단기금융부채	3,199	3,690	4,183	3,725
기타유동부채	1,221	1,105	1,058	1,319
비유동부채	5,685	6,258	5,725	5,917
장기금융부채	4,786	5,445	4,945	4,945
기타비유동부채	899	813	780	972
부채총계	13,935	14,665	14,516	14,860
지배주주지분	8,921	8,361	8,590	9,198
자본금	978	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,549	1,549	1,549
이익잉여금	5,561	5,719	5,948	6,556
비지배주주지분	976	1,110	1,552	2,720
자본총계	9,897	9,471	10,142	11,918

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	23.1	36.1	21.8	8.2
P/CF (x)	4.9	3.8	2.7	1.4
P/B (x)	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	8.8	8.9	6.8	3.8
EPS (원)	1,864	793	1,316	3,481
CFPS (원)	8,854	7,483	10,769	20,249
BPS (원)	46,887	47,922	49,238	52,719
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	-5.0	-1.2	22.4
EBITDA증가율 (%)	18.4	-15.5	45.3	82.0
조정영업이익증가율 (%)	30.9	-29.7	56.0	152.0
EPS증가율 (%)	-43.5	-57.5	66.0	164.6
매출채권 회전율 (회)	7.6	7.0	7.9	8.8
재고자산 회전율 (회)	5.2	4.0	3.9	4.3
매입채무 회전율 (회)	6.0	6.4	6.9	7.1
ROA (%)	1.7	0.9	2.8	6.9
ROE (%)	4.2	1.6	2.7	6.8
ROIC (%)	5.9	4.3	6.3	15.3
부채비율 (%)	140.8	154.8	143.1	124.7
유동비율 (%)	125.9	124.9	102.0	125.1
순차입금/자기자본 (%)	52.3	67.2	72.2	52.2
조정영업이익/금융비용 (x)	4.3	1.7	2.3	6.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2023.11.01	매수	40,000	-	-
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
2020.11.25	분석 대상 제외		-	-



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 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.