

한화솔루션 (009830)

2024년에도 태양전지 모듈 공급과잉 지속된다!

2023년 잠정 영업이익 983억원, 기대 이하

2023년 3분기 잠정 실적(10.31일 발표)은 '매출액 2.9조원, 영업이익 983억원(영업이익률 3.4%), 지배주주 순이익 59억원' 등이다. 영업이익은 전년동기 3,484억원과 전분기 1,941억원 대비 각각 △70%와 △49% 동시에 감소한 것이다. 케미칼 부문은 소폭 흑자를 유지했지만, 태양전지 부문 감익 폭이 컸다. 판매량 10% 감소 속에 모듈가격 하락으로 스프레드가 축소되었기 때문이다. 부문별 이익은 '케미칼 559억원, 신재생에너지 347억원(모듈제조 75억원 + 미국보조금 350억원 + 발전소 매각 △78억원), 첨단소재/기타 161억원' 등이었다.

2024년 미국 태양전지 증설 압박 높아

2024년 예상 영업이익은 6,273억원으로, 2023년 예상치 7,430억원 대비 감익 우려가 있다. 글로벌 태양전지 공급과잉 때문이다. 1) 케미칼부문 예상 영업이익은 2,234억원(전년 추정 1,668억원) 등이다. 2024년 상반기 PVC/PE 약세 이후, 하반기 중국 부동산 안정으로 스프레드 회복이 기대된다. 2) 태양전지부문 예상 영업이익은 3,602억원(전년 추정 5,555억원)이다. 한화큐셀(자회사) 태양전지 모듈 캐파는 2023년 말 5.3GW, 2024년 말 5.4GW 확장되지만, 미국 전체 태양전지 모듈 증설 규모가 2023년 9.5GW, 2024년 15.8GW, 2025년 13.6GW로 늘어나면서 증설 압박 부담이 커진다. 이익 상충된다.

주가 눈높이 3.8만원으로 하향

태양전지 모듈 약화를 반영해, 목표주가를 3.8만원(기존 4.7만원)으로 하향조정한다. 글로벌 공급과잉으로 태양전지 모듈부문이 2012년, 2018년, 2021년에 적자 전환한 경험이 있다. 이 시기 PBR(주가/순자산 배율)은 0.6 ~ 0.9배에서 머물렀다. 케미칼 업황이 호조이면 0.9배, 약세였으면 0.6배 전후로 등락을 보였다. 2023년 10월 말 PBR 0.57배 수준으로, 케미칼 약세와 태양전지 부진 여건이 충분히 반영된 것으로 해석된다. 그러나, 밸류 회복에 시간이 필요하다.



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

HOLD (M)

목표주가 38,000원 (D)

현재주가 (10/31) 28,650원

상승여력 33%

시가총액 49,750억원

총발행주식수 174,467,885주

60일 평균 거래대금 352억원

60일 평균 거래량 1,077,987주

52주 고/저 55,100원 / 27,000원

외인자분율 23.34%

배당수익률 0.00%

주요주주 한화 외 4인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (3.7) (24.3) (39.3)

상대 4.2 (12.5) (38.9)

절대 (달러환산) (3.8) (28.6) (36.0)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	29,258	-13.1	-13.8	34,976	-16.3
영업이익	983	-71.8	-49.3	1,183	-16.9
세전계속사업이익	336	-84.9	-24.3	385	-12.7
지배순이익	59	-95.7	-17.4	174	-66.2
영업이익률 (%)	3.4	-7.0 %pt	-2.3 %pt	3.4	0
지배순이익률 (%)	0.2	-3.9 %pt	0	0.5	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	107,252	136,539	128,195	117,799
영업이익	7,383	9,662	7,430	6,273
지배순이익	6,191	3,591	2,100	3,576
PER	13.2	21.7	23.9	13.8
PBR	1.0	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.2	8.5	8.5	9.5
ROE	8.8	4.2	2.4	4.2

자료: 유안타증권

표 1. 한화솔루션주의 실적 추정치 : 2022 년 연간 영업이익 9,662 억원 → (2023 년 2분기 1,941 억원 → 3분기 983 억원) → 2023 년 연간 7,430 억원(e)

										석화 호황기		석화 하락 사이클		Covid 이후 호황기		사이클 하락					
										태양광 회복기		태양광 모듈 경쟁기		태양광 미국 수요 호조		태양광 원가부담 증가		공급증가 vs IRA			
										연간실적											
										2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E		
										2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E		
생산capa		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E		
PVC(한국+중국)		(만톤)	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	100	100	100	100	100	110	113	113	113	113		
LDPE/LDPE/EVA		(만톤)	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83		
가성소다		(만톤)	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	87	86	89	89	89	89	89	89	89	116		
석유수지		(만톤)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3					3	5	5	5	5	5		
태양전지 모듈(한화큐셀+큐셀코리아)		(MW)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	4,450	3,171	4,150	8,000	8,500	10,150	10,850	11,575	12,400	13,750	23,100		
폴리실리콘		(만톤)								1.5	1.5	1.5	1.5	1.5			2024년 말 미국 5.3GW 확장				
TDI		(만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15		
NCC(여천NCC+한화토탈)		(만톤)	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	304	304	304	304	320	335	369	369	369	369		
TPA(한화종합화학)		(만톤)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200		
PX(한화토탈)		(만톤)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	105	105	105	200	200	200	200	200	200	200		
주요제품 가격																					
LDPE(범용필름, EVA필름 등)		\$/MT	1,543	1,491	1,189	1,073	1,087	979	977	1,028	1,248	1,280	1,293	1,299	1,158	1,101	1,441	1,324	1,018	1,046	
PVC(창호 등 건자재)		\$/MT	1,330	1,275	918	799	890	800	848	798	834	818	904	922	861	879	1,369	1,081	834	833	
가성소다(알루미늄 세정제)		\$/MT	602	689	572	604	463	361	343	400	286	310	495	482	314	239	390	617	392	400	
TDI(인조가죽 등 유제품)		\$/MT	2,486	2,648	2,342	2,596	2,606	2,374	1,929	1,888	1,690	2,133	3,574	3,484	1,648	1,580	2,215	2,518	2,199	2,308	
태양전지 모듈(단결정, 다결정 평균)		\$/Watt	0.233	0.239	0.316	0.327	0.325	0.187	0.145	0.130	0.620	0.528	0.385	0.315	0.250	0.204	0.233	0.294	0.197	0.130	
에틸렌(석화 원재료, 구입추정가격)		\$/MT	1,101	1,177	900	862	894	814	788	878	811	753	835	989	833	640	859	1,010	843	911	
웨이퍼(태양광모듈 원재료)		\$/Watt	0.310	0.310	0.350	0.301	0.325	0.244	0.187	0.170	0.841	0.678	0.643	0.414	0.248	0.183	0.275	0.318	0.231	0.700	
나프타 가격(참고)		\$/톤	889	880	707	681	697	596	657	638	497	406	497	616	527	383	651	789	647	608	
Dubai 원유가격(참고)		\$/배럴	97	109	105	95	79	78	87	85	52	40	53	69	63	43	70	101	82	76	
주요제품 스프레드																					
			545	498	377	339	314	247	250	222	350	354	477	396	284	375	576	440	259	241	
LDPE - 에틸렌		\$/MT	442	314	289	211	193	165	189	150	437	528	458	310	325	460	582	314	174	135	
PVC - 0.5*에틸렌		\$/MT	779	686	468	368	443	393	454	359	428	442	487	427	445	559	940	576	412	378	
가성소다 - 230\$(소금+전력비 등)		\$/MT	372	459	342	374	233	131	113	170	56	80	265	252	84	9	160	387	162	170	
TDI - 폴루렌 -1200\$		\$/MT	378	325	385	616	498	299	-128	-100	1,053	371	1,787	1,532	-216	730	283	426	142	350	
태양전지 - 0.315*웨이퍼가격		\$/Watt	0.136	0.201	0.206	0.233	0.223	0.110	0.086	0.076	0.355	0.314	0.182	0.184	0.172	0.147	0.146	0.194	0.124	-0.091	
매출액																					
		억원	29,703	33,891	33,657	39,289	31,002	33,930	29,258	34,005	80,370	92,588	93,418	90,460	94,574	91,950	107,252	136,539	128,195	117,799	
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지)		억원	15,481	16,041	14,696	12,946	13,475	13,413	12,859	10,842	37,854	38,718	43,276	43,722	35,265	33,301	53,640	59,164	50,589	44,902	
태양광자회사(큐셀+큐셀코리아)		억원	9,206	12,343	13,316	20,820	13,661	16,290	12,799	21,407	26,794	36,484	24,633	25,217	35,533	37,022	35,685	55,685	64,157	68,706	
유통(갤러리아/타임월드)		억원	1,239	1,319	1,265	1,504					5,853	6,734	7,124	7,042	5,936	4,921	5,147	5,327			
첨단소재(한화L&C)		억원	2,623	2,996	3,127	2,776	2,535	2,642	2,354	2,449	9,869	10,652	9,824	10,476	8,081	7,774	9,389	11,522	9,980	10,029	
영업이익																					
		억원	1,579	2,778	3,484	1,822	2,714	1,941	983	1,792	3,370	7,792	7,564	3,543	4,592	5,942	7,383	9,662	7,430	6,273	
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지)		억원	2,576	2,280	1,264	-321	337	492	559	280	1,665	4,710	6,311	3,672	1,749	3,755	10,468	5,799	1,668	2,234	
태양광자회사(큐셀+큐셀코리아)		억원	-1,142	352	1,972	2,319	2,450	1,380	347	1,378	784	2,125	143	-107	2,235	1,867	-3,285	3,501	5,555	3,602	
유통(갤러리아/타임월드)		억원	90	36	58	79					174	-10	229	191	76	28	289	263			
첨단소재(한화L&C)		억원	30	166	198	-41	217	212	161	45	366	412	22	-134	-307	-91	142	353	635	455	
영업이익률																					
		%	5.3%	8.2%	10.4%	4.6%	8.6%	5.7%	3.4%	5.3%	4.2%	8.4%	8.1%	3.9%	4.9%	6.5%	6.9%	7.1%	5.8%	5.3%	
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지)		%	16.6%	14.2%	8.6%	-2.5%	2.5%	3.7%	4.3%	2.6%	4.4%	12.2%	14.6%	8.4%	5.0%	11.3%	19.5%	9.8%	3.3%	5.0%	
태양광자회사(큐셀+큐셀코리아)		%	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	2.9%	5.8%	0.6%	-0.4%	6.3%	5.0%	-9.2%	6.3%	8.7%	5.2%	
유통(갤러리아/타임월드)		%	7.3%	2.7%	4.6%	5.2%					3.0%	-0.1%	3.2%	2.7%	1.3%	0.6%	5.6%	4.9%			
첨단소재(한화L&C)		%	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	8.6%	8.0%	6.8%	1.8%	3.7%	3.9%	0.2%	-1.3%	-3.8%	-1.2%	1.5%	3.1%	6.4%	4.5%	
지분법손익(여천NCC 등)																					
		억원	63	426	-271	801	250	-755	285	66	1,662	4,106	5,905	4,178	2,138	1,602	2,629	1,019	-154	2,107	
2Q YNCC/ 한화토탈 정기보수																					
지배주주 순이익																					
		억원	1,009	2,390	1,370	-1,178	1,162	71	59	808	1,882	7,553	8,247	1,867	-2,376	3,091	6,191	3,591	2,100	3,576	
주당순이익		원/주									1,161	4,593	5,001	4,508	1,469	1,855	3,325	1,878	1,199	2,080	
주당순자산		원/주									28,415	32,179	36,625	40,637	35,228	35,557	42,563	46,957	49,045	51,125	
주당EBITDA		원/주									4,840	7,400	7,183	6,007	5,762	7,365	7,406	8,533	8,109	8,306	
주당배당액		원/주									150	350	350	200	200	-	-	-	-	-	
자기자본이익률		%									4.1%	14.3%	13.7%	11.1%	-4.2%	5.2%	7.8%	4.0%	2.4%	4.1%	

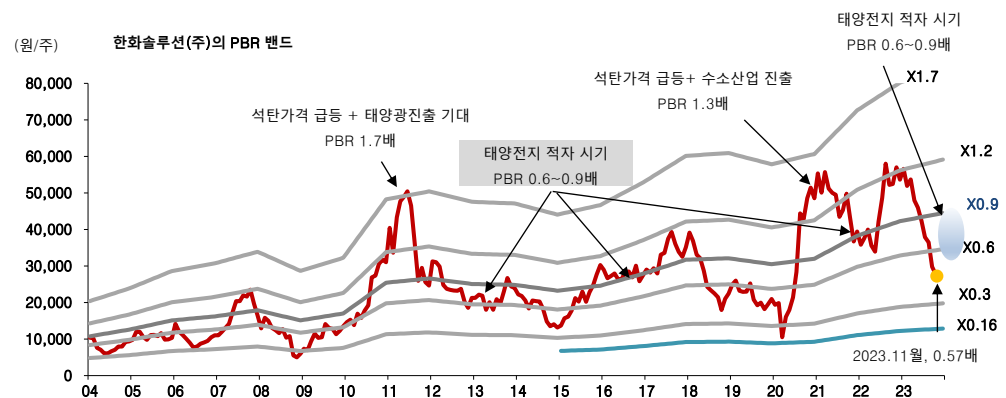
자료 : 유안타증권 리서치센터

표2. 한화솔루션(주) 적정주가 : 2024년 3.8만원 (석유화학 업황 바닥탈출 + 태양광모듈 공급과잉 반영)

구 분	기준일 (2023.11월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	13조 2,612억원	① 원료부문 EBITDA 6,324억원 × EV/EBITDA 5.3배 = 3조 3,740억원 ② 태양광부문 EBITDA 5,568억원 × EV/EBITDA 4.5배(↓) = 2조 5,025억원 (수정전 3.9조원) ③ 태양광발전소 부문 (파이프라인 6GW 수익 3.6조원 - 투자비 2.7조원) × 비상장적용율 80% = 7,200억원 ④ IRA 보조금 10년 누계 5.4조원/WACC 9.5%로 할인한 현재 가치 = 2조 9,568억원 ⑤ 가공소재부문 EBITDA 686억원 × EV/EBITDA 4.5배 × 지분율 50% = 1,544억원 ⑥ 여천NCC㈜ EBITDA 5,700억원 × EV/EBITDA 6.5배 × 비상장적용 80% × 지분율 50% = 1조 4,820억원 ⑦ 한화임팩트㈜ EBITDA 7,034억원 × EV/EBITDA 6.5배 × 비상장적용 80% × 지분율 48% = 1조 7,411억원 ⑧ 기타(도시개발 등) EBITDA 441억원 × EV/EBITDA 10.0배 × 비상장적용 80% = 3,528억원 ※ 부문별 사업가치는 '평균업황에서 얻을 수 있는 EBITDA X 사이클 위치별 EV/EBITDA'로 계산함 ※ 석화부문 사이클과 EV/EBITDA 관계는 불황기 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황기 7.5배 등임 ※ 원료부문(LDPE, TDI, PVC, 가성소다 등) EV/EBITDA 5.3배로, 평균 업황 이하로 낮아짐을 가정함 ※ 태양광부문 EV/EBITDA 10.0배는 평균 업황 회귀 기대를 반영함. 참고로, 불황 7.0 ~ 평균 10.0 ~ 호황 13.0배 등 ※ 미국 IRA 보조금 효과(7센트/와트)를 현재가치로 환산했음 ※ 여천NCC㈜ EV/EBITDA 6.5배는 평균 업황 회복을 가정함 ※ 한화종합화학주 EV/EBITDA 6.0배는 평균업황 회복을 가정함 ※ 본사 이외의 비상장 연결회사 가치는 20%(차분시 과세율) 할인했음
(+) 투자자산가치	4,953억원	한화호텔앤리조트(49%) 1,084억원(장부가 2,167억원), 기타 유가증권 1,872억원(장부가 3,744억원) 투자부동산 1,997억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 × PBR 0.5배로 계산함. 투자부동산은 PBR 1.0배를 적용했음
(-) 순차입금	7조 1,897억원	
(+) 총차입금	8조 5,155억원	※ 한화케미칼(주) 연결 차입금 7조 2,082억원 + 우선주 1,030억원 + 여천NCC(주) 차입금 9,226억원 + 한화임팩트(주) 2,817억원 ※ 우선주 2,575,349주 × 주당 40,000원 = 449억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 차입금 = 총차입금 X 한화케미칼(주) 지분율
(-) 현금성자산	2조 9,290억원	※ 한화케미칼(주) 연결 현금 2조 5,150억원 + 여천NCC(주) 현금성자산 481억원 + 한화임팩트(주) 3,659억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 현금성자산 = 현금성자산 X 한화케미칼(주) 보유 지분율
(+) 탄소배출비용	1조 6,032억원	※ 연간 탄소배출 사회비용 = 연결 배출량 4,873,619톤 × 탄소가격 25달러 × 1,250원/달러 = 1,523억원 ※ 탄소배출 잠재비용 = 연간 배출비용 1,523억원 / WACC 9.5% = 1조 6,032억원
순자산 가치 발행주식수	6조 5,668억원 1억 7,189만주	※ 2023년 3월 인적분할 전 발행주식수 191,278,497주 → 인적분할 후 171,892,536주
주당순자산 (적정 주당 가격)	3.8만원	※ 목표주가 하향기준 4.7만원 → 3.8만원) 이유 : 태양전지 모듈부문 공급과잉으로 EV/EBITDA 하향조정

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1 한화솔루션(주) PBR 밴드 : 석화약세 + 태양전지 모듈 공급과잉 = PBR 0.5 ~ 0.9 배



자료: 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	107,252	136,539	128,195	117,799	135,257
매출원가	85,290	108,526	103,700	95,402	107,310
매출총이익	21,962	28,014	24,495	22,397	27,947
판매비	14,578	18,351	17,065	16,124	18,377
영업이익	7,383	9,662	7,430	6,273	9,571
EBITDA	13,870	16,417	14,394	14,492	18,001
영업외손익	1,170	-3,970	-3,459	-1,188	-1,111
외환관련손익	-882	-525	153	373	450
이자손익	-1,290	-1,931	-2,850	-3,406	-3,685
관계기업관련손익	2,629	-1,019	-277	1,827	2,107
기타	713	-495	-484	18	17
법인세비용차감전순이익	8,553	5,692	3,971	5,085	8,460
법인세비용	2,390	2,028	1,239	1,088	1,863
계속사업순이익	6,163	3,660	2,732	3,997	6,598
중단사업순이익	0	0	-84	0	0
당기순이익	6,163	3,660	2,648	3,997	6,598
지배지분순이익	6,191	3,591	2,100	3,576	6,176
포괄순이익	8,896	5,848	3,947	3,997	6,598
지배지분포괄이익	8,862	5,805	3,288	3,576	6,176

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	9,909	1,157	13,249	8,615	8,917
당기순이익	6,163	3,660	2,648	3,997	6,598
감가상각비	6,175	6,372	6,458	7,765	8,025
외환손익	890	1,086	-7	-373	-450
중속, 관계기업관련손익	-2,629	1,019	277	-1,827	-2,107
자산부채의 증감	-1,912	-16,265	3,396	-844	-2,879
기타현금흐름	1,222	5,285	477	-101	-270
투자활동 현금흐름	-16,550	-14,766	-28,255	-20,964	-11,415
투자자산	-5,958	-5,945	-1,960	-1,782	-2,437
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,127	-9,029	-27,000	-23,000	-11,000
유형자산 감소	331	135	145	0	0
기타현금흐름	-2,796	72	560	3,818	2,022
재무활동 현금흐름	10,763	23,223	5,970	1,992	-3,526
단기차입금	-5,606	5,358	-213	55	503
사채 및 장기차입금	8,465	10,302	7,260	5,013	-850
자본	13,618	3,168	-8,604	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5,714	4,395	7,527	-3,076	-3,179
연결범위변동 등 기타	395	32	5,791	2,954	6,993
현금의 증감	4,517	9,646	-3,245	-7,402	969
기초 현금	11,998	16,515	26,162	22,917	15,515
기말 현금	16,515	26,162	22,917	15,515	16,484
NOPLAT	7,383	9,662	7,430	6,273	9,571
FCF	1,782	-7,872	-13,751	-14,385	-2,083

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

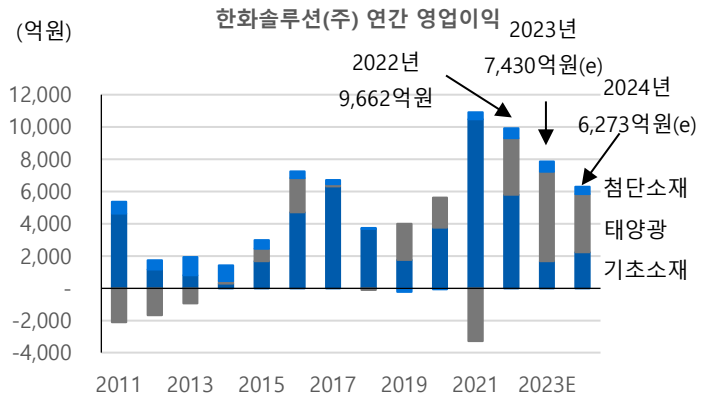
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	60,740	85,733	73,344	64,089	70,863
현금및현금성자산	15,672	25,484	22,917	15,515	16,484
매출채권 및 기타채권	16,343	22,798	18,853	18,287	20,781
재고자산	22,315	30,601	26,046	26,641	29,479
비유동자산	125,236	136,344	147,003	163,566	168,573
유형자산	64,516	68,795	77,679	92,914	95,889
관계기업 등 지분관련자산	34,384	37,446	39,179	41,006	43,113
기타투자자산	2,994	4,520	4,637	4,591	4,922
자산총계	200,076	238,317	238,019	245,327	257,108
유동부채	57,879	68,085	60,441	62,058	68,041
매입채무 및 기타채무	26,869	27,806	25,069	23,575	27,205
단기차입금	20,040	24,430	24,481	24,565	24,853
유동성장기부채	6,072	5,598	2,018	5,201	6,139
비유동부채	47,745	56,854	66,485	68,178	67,379
장기차입금	16,150	21,581	28,795	28,795	28,795
사채	16,487	20,473	27,403	29,232	27,445
부채총계	118,063	139,348	142,708	146,019	151,202
지배지분	81,594	89,206	84,302	87,878	94,054
자본금	9,782	9,782	8,886	8,886	8,886
자본잉여금	20,032	23,201	15,493	15,493	15,493
이익잉여금	50,514	55,614	57,881	61,458	67,633
비지배지분	418	9,763	11,009	11,430	11,851
자본총계	82,012	98,969	95,311	99,308	105,905
순차입금	46,248	51,804	62,163	76,449	75,133
총차입금	64,189	79,849	86,896	91,964	91,617

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,325	1,878	1,199	2,080	3,593
BPS	42,516	46,957	49,045	51,125	54,718
EBITDAPS	7,397	8,522	8,109	8,306	10,318
SPS	57,195	70,878	72,220	67,519	77,526
DPS	0	0	0	0	0
PER	13.2	21.7	23.9	13.8	8.0
PBR	1.0	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	9.2	8.5	8.5	9.5	7.6
PSR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	16.6	27.3	-6.1	-8.1	14.8
영업이익 증가율 (%)	24.3	30.9	-23.1	-15.6	52.6
지배순이익 증가율 (%)	100.3	-42.0	-41.5	70.3	72.7
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	19.1	19.0	20.7
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.8	5.3	7.1
지배순이익률 (%)	5.8	2.6	1.6	3.0	4.6
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	11.2	12.3	13.3
ROIC	6.1	6.2	5.0	4.1	6.0
ROA	3.5	1.6	0.9	1.5	2.5
ROE	8.8	4.2	2.4	4.2	6.8
부채비율 (%)	144.0	140.8	149.7	147.0	142.8
순차입금/자기자본 (%)	56.7	58.1	73.7	87.0	79.9
영업이익/금융비용 (배)	5.0	4.3	2.0	1.6	2.3

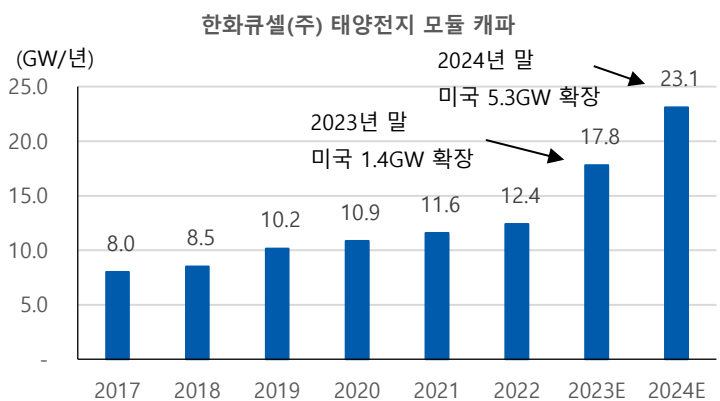
Key Chart

연간 영업이익 흐름 : 2022년 9,662억원, 2023년 7,430억원(e), 2024년 6,273억원(e) 실적 모멘텀 약화



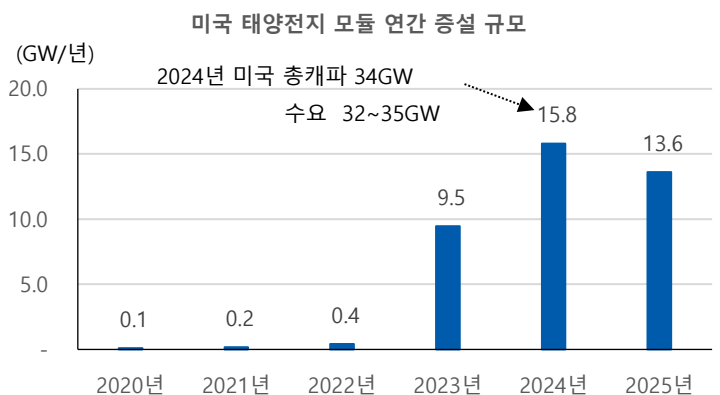
자료: 유안타증권 리서치센터

한화큐셀(태양전지 자회사)의 태양전지 모듈 캐파 : 2022년 12.4GW, 2023년 말 17.8GW(+5.4GW), 2024년 말 19.1GW(+5.3GW) 등 설비 확장 모멘텀



자료: 한화솔루션, 유안타증권 리서치센터

미국 태양전지 모듈 증설 전망 : 2022년 0.4GW, 2023년 9.5GW, 2024년 15.8GW, 2025년 13.6GW 등 공급 증가 지속



자료: SEIA, 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	33위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+1점
E (Environment)	+2점
S (Social)	-1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+1점

ESG 평가 기업	한화솔루션
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	009830 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
한화솔루션	2	-1	-1	0
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 한화솔루션 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

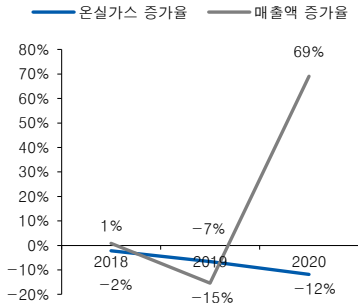
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 A
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	사업구조 재편이 너무 많이 발생되고 있다는 것이 약점임
	기업승계를 위해, 한화솔루션이 자금 창구 역할을 하고 있음(유상증자, 자산양수도 등)

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

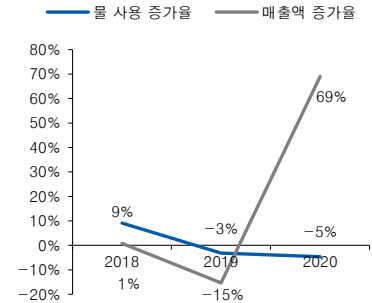


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

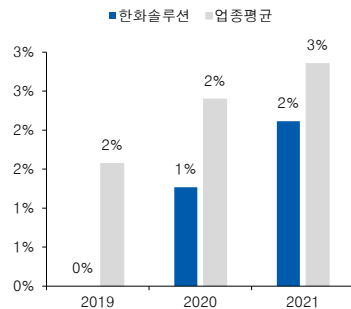
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

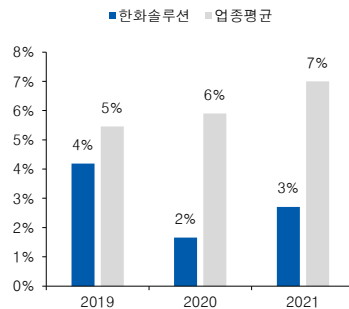
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



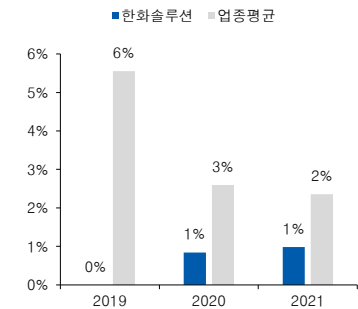
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

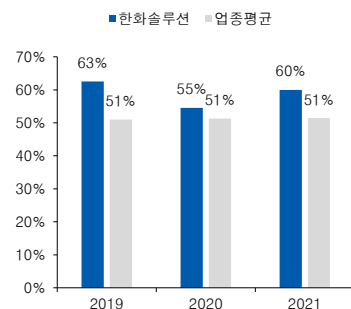
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



주: 2019 년 당기순손실 발생
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

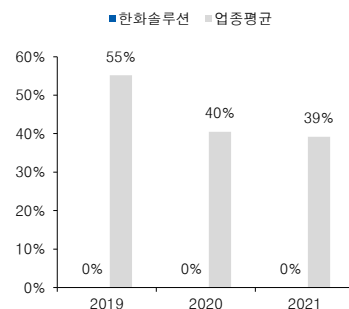
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



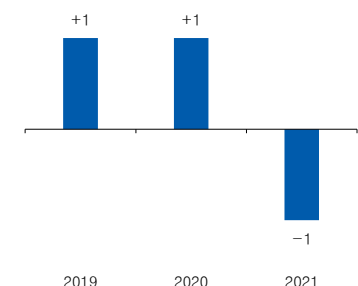
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 2019 년 당기순손실 발생
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

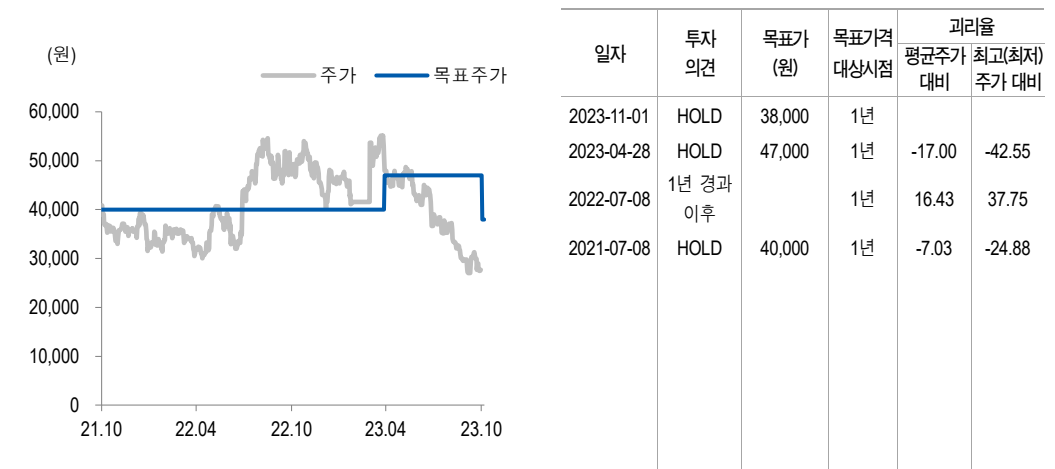
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-01

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.