



한화솔루션

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

2023년 11월 1일

[화학]

단기 실적보다 중장기 성장성에 주목

이진명 선임연구원

☎ 02-3772-1534

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (10월 31일)
28,650 원



목표주가
45,000 원 (유지)



상승여력
57.1%

- ◆ 3Q23 영업이익 983억원(-49% QoQ)으로 컨센서스 하회
- ◆ 모듈 스프레드 둔화 및 다운스트림 이익 감소로 부진한 실적 기록
- ◆ 4분기 태양광 반등보다 변함없는 중장기 성장성에 주목



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

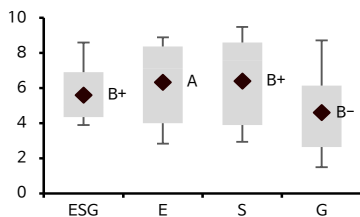
시가총액	4,924.7십억원
발행주식수	171.9백만주
유동주식수	103.1백만주(60.0%)
52 주 최고가/최저가	55,100 원/27,000 원
일평균 거래량 (60 일)	1,078,218 주
일평균 거래액 (60 일)	35,182 백만원
외국인 지분율	23.13%
주요주주	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	8.43%
절대수익률	
3개월	-24.3%
6개월	-40.3%
12개월	-39.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-12.5%
6개월	-34.4%
12개월	-38.9%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



3Q23 영업이익 983억원(-49% QoQ)으로 컨센서스 하회

3Q23 영업이익은 983억원(-49%, 이하 QoQ)으로 컨센서스 1,502억원을 하회했다. 신재생에너지 영업이익은 347억원(-75%)으로 부진한 실적을 기록했다. 모듈 부문에서 AMPC 반영(350억원)에도 1) 출하량 감소, 2) 판가 하락 및 고가 웨이퍼 투입에 따른 스프레드 축소로 영업이익과 수익성은 각각 전기대비 69%, 5.7%p 하락했다. 발전자산 및 EPC 관련 매출액은 4,018억원을 기록했으며 매각 이연에 따른 비용 증가 등으로 적자전환했다.

케미칼 영업이익은 559억원(+14%)을 기록했다. 부진한 시황 및 전분기 일회성 이익 소멸에도 저가 원료 투입에 따른 주요 제품 스프레드 개선으로 증익을 시현했다. 첨단소재는 주요 고객사 감산 영향 등으로 외형과 이익 모두 감소했다.

4Q23 영업이익 1,657억원(+69% QoQ) 전망, 태양광 재차 반등

4Q23 영업이익은 1,657억원(+69%, 이하 QoQ)을 전망한다. 신재생에너지 영업이익은 1,657억원(+378%, OPM 7.9%)으로 큰 폭의 개선이 기대된다. 다운스트림 매출액과 영업이익은 전분기 이연된 프로젝트 매각 반영으로 각각 1조원, 650억원이 예상된다. 모듈 영업이익은 판가 약세에도 1) 고가 원료 투입 효과 소멸(스프레드 개선), 2) 출하량 증가, 3) AMPC 확대(679억원)로 1,007억원(+137%)을 전망한다.

케미칼 부문은 적자전환이 예상된다. 유의미한 시황 반등세가 제한적인 상황에서 정기보수 영향 등으로 실적 감소가 불가피하겠다.

목표주가 45,000원, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가 45,000원, 투자 의견 '매수'를 유지한다. 태양광 부문의 1) 판가 하락에 따른 실적 둔화, 2) 고금리에 따른 수요 우려 등으로 투자 심리가 악화되며 주가는 3년래 최저 수준까지 하락한 상황이다. 그럼에도 수요가 견조하고 가격 프리미엄이 있는 미국 내 밸류체인 구축과 기술 경쟁력(TOPCon 및 웨이퍼 대면적화)을 바탕으로 신재생에너지업체로서의 경쟁력은 강화되며 주가 재평가가 가능할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입비용 (%)
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	13,031.5	729.6	335.0	1,888	53,050	15.2	8.6	0.5	3.7	59.1
2024F	14,520.0	1,065.9	624.5	3,579	56,630	8.0	7.4	0.5	6.5	61.9
2025F	16,387.6	1,889.4	1,298.5	7,443	64,072	3.8	6.6	0.4	12.3	56.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한화솔루션 2023년 3분기 실적 리뷰

(십억원, %)	3Q23P	2Q23	QoQ	3Q22	YoY	컨센서스	신한
매출액	2,925.8	3,393.0	(13.8)	3,241.8	(9.7)	3,576.9	3,394.3
영업이익	98.3	194.1	(49.3)	336.9	(70.8)	150.2	110.7
세전이익	33.6	43.1	(22.0)	222.5	(84.9)	70.4	(26.8)
순이익	5.9	7.1	(17.7)	137.0	(95.7)	41.6	(19.5)
영업이익률	3.4	5.7	-	10.4	-	4.2	3.3

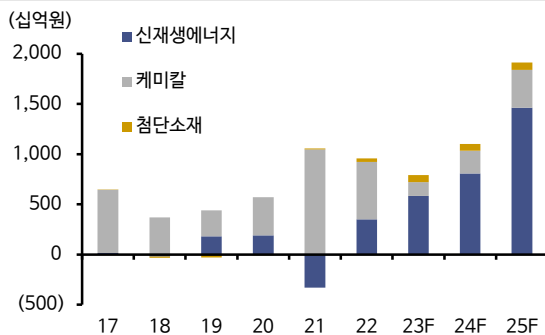
자료: FnGuide, 신한투자증권

한화솔루션 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	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	3,612.4	9,195.0	10,725.2	13,653.9	13,031.5	14,520.0
케미칼	1,549.2	1,599.2	1,466.2	1,294.6	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,167.3	3,326.5	5,364.0	5,909.2	5,142.0	5,426.0
신재생에너지	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,092.0	3,702.3	3,568.5	5,568.5	6,367.0	7,566.8
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	253.5	264.2	235.4	226.4	751.9	938.9	1,152.2	979.5	973.4
영업이익	146.7	272.2	336.9	167.9	271.4	194.1	98.3	165.7	594.1	738.3	966.2	729.6	1,065.9
케미칼	257.6	228.0	119.7	(32.1)	33.7	49.2	55.9	(0.4)	381.2	1,046.8	573.2	138.4	228.1
신재생에너지	(114.2)	35.2	197.2	231.9	245.0	138.0	34.7	165.7	190.4	(328.5)	350.1	583.4	806.3
첨단소재	30	166	198	(4.1)	21.7	21.2	16.1	122	(7.6)	9.7	35.3	71.2	68.0
지분법이익	(6.3)	55.2	(70.7)	(80.1)	25.0	(75.5)	28.5	96	160.2	262.9	(101.9)	(12.4)	838
세전이익	125.4	334.5	222.5	(113.1)	194.1	43.1	33.6	196.6	413.7	855.3	569.2	467.3	871.2
순이익(지배)	100.9	239.0	137.0	(117.8)	116.2	7.1	5.9	191.6	309.1	619.1	359.1	335.0	624.5
영업이익률	5.2	8.4	10.4	4.4	8.8	5.7	3.4	4.6	6.5	6.9	7.0	5.6	7.3
케미칼	16.6	14.3	8.2	(2.5)	2.5	3.7	4.3	(0.0)	11.5	19.5	9.7	2.7	4.2
신재생에너지	(12.4)	2.9	14.8	11.1	17.9	8.5	2.7	7.9	5.1	(9.2)	6.3	9.2	10.7

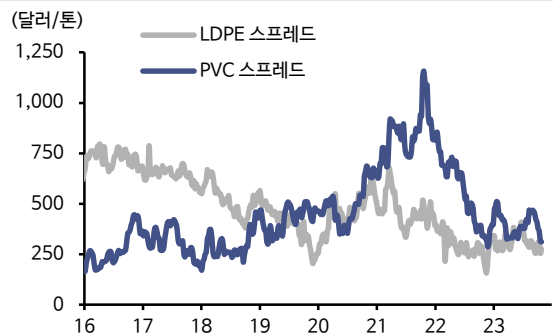
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 영업이익 추이 및 전망



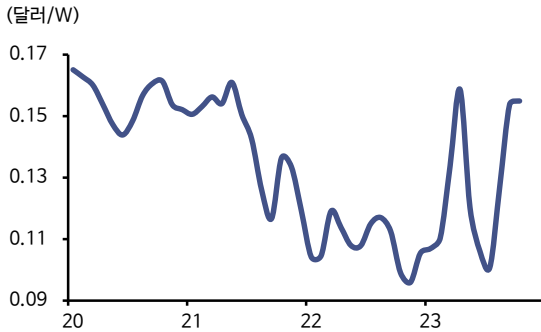
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

PVC, LDPE 스프레드 추이



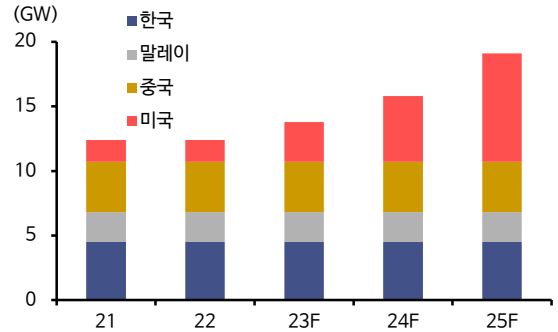
자료: Platts, Ciscchem, 신한투자증권

모듈-웨이퍼 스프레드 추이 (3개월 래깅)



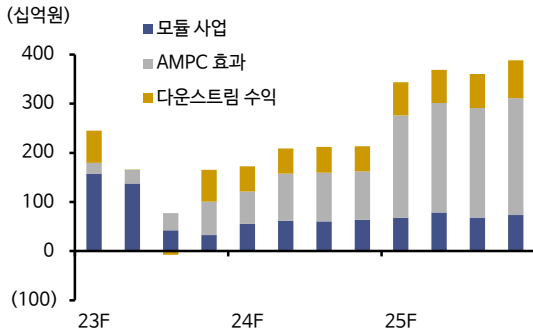
자료: PVinsight, 신한투자증권

지역별 모듈 생산능력 추이 및 전망



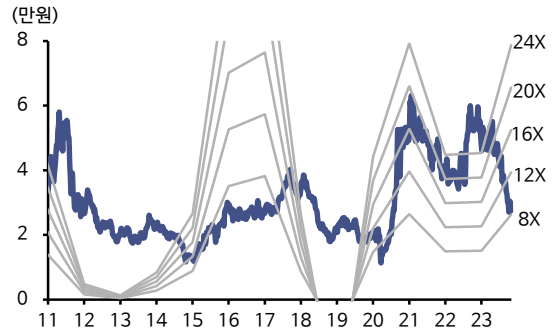
자료: 회사 자료, 신한금융투자

신재생에너지 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한화솔루션 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

한화솔루션 SOTP Valuation

(십억원)	12MFEbitDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치			11,829	
1) 케미칼	454.0	7.0	3,199	국내 화학 업체 평균
2) 큐셀	1,069.9	7.3	7,801	글로벌 셀/모듈 업체 평균
3) 첨단소재	117.8	7.0	830	국내 화학 업체 평균
총합	1,641.7	7.2	11,829	
② 자산가치			3,019	한화종합화학, 여천NCC, 한화 H&R 등의 PBR 계산 적용
③ 순차입금			6,058	23년말 기준
④ 우선주 시가총액			50	
⑤ 비지배지분			987	
목표 시가총액			7,753	(①+②-③-④-⑤)
발행주식수 (천주)			171,893	
목표주가 (원)			45,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

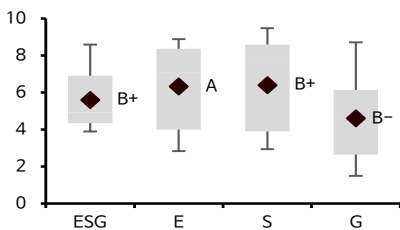
ESG Insight

Analyst Comment

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

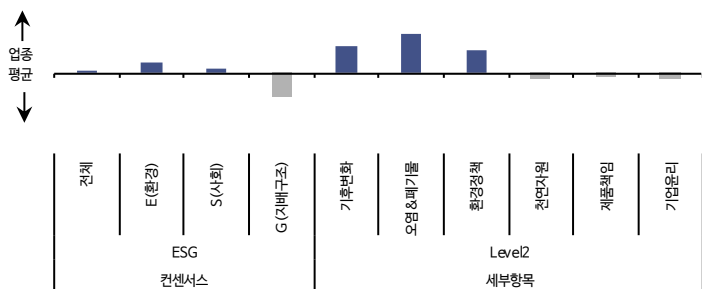
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

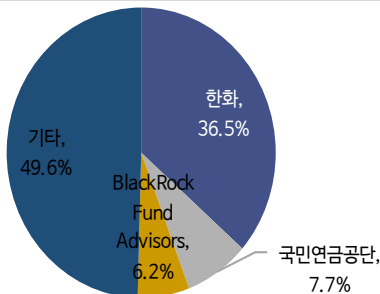
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

Key Chart

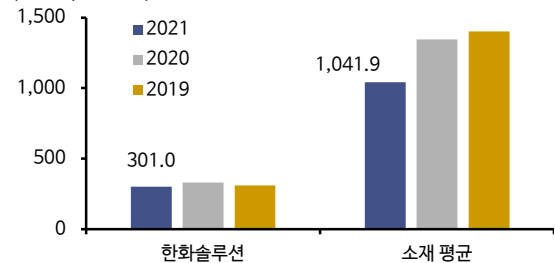
주주 구성



자료: QuantiWise, 신한투자증권

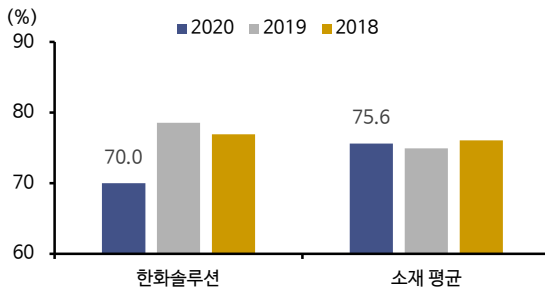
온실가스 배출량

(tCO2e/USDmn)



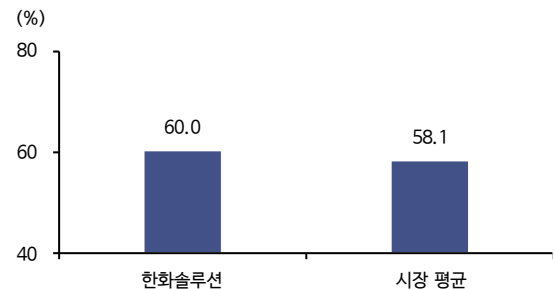
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

사외이사 비율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

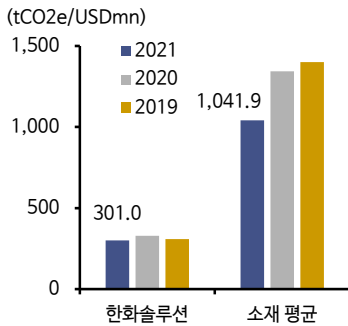
기업지배구조 핵심지표 준수율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

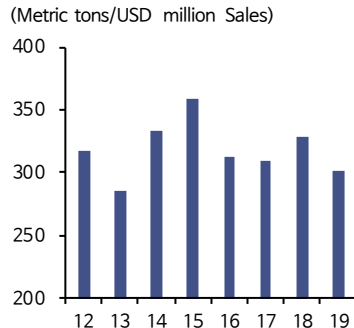
Environment (환경)

온실가스 배출량



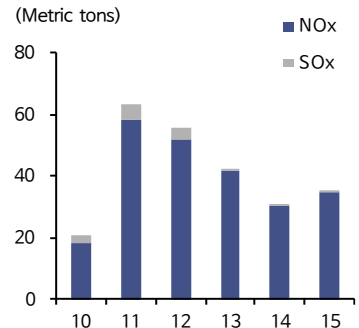
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

온실가스 배출 Intensity 추이



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

오염물질 배출량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

Social (사회)

핵심 사업영역 및 비전



자료: 회사 자료, 신한투자증권

지역사회 활동



자료: 회사 자료, 신한투자증권

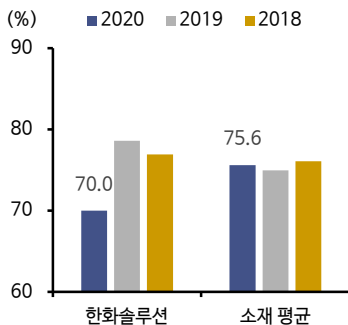
친환경 관련 사회 활동



자료: 회사 자료, 신한투자증권

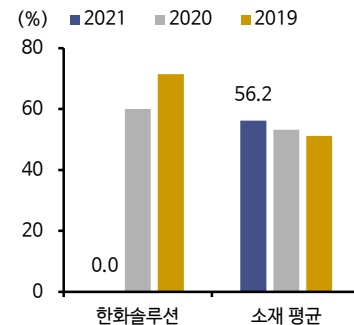
Governance (지배구조)

사외이사 비율



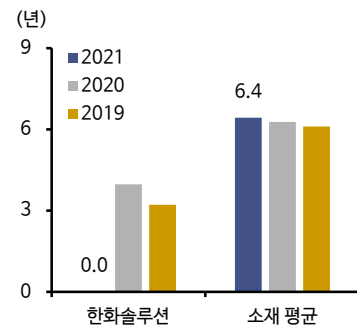
자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

독립이사 비율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

이사회 평균 임기



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	20,007.6	23,831.7	24,134.7	25,345.5	26,528.5
유동자산	6,074.0	8,573.3	6,833.3	6,993.6	7,074.6
현금및현금성자산	1,567.2	2,548.4	1,677.8	1,344.4	808.2
매출채권	1,542.5	2,055.5	1,717.0	1,913.1	2,159.2
재고자산	2,231.5	3,060.1	2,525.2	2,813.6	3,175.5
비유동자산	12,523.6	13,634.4	15,677.4	16,727.9	17,829.9
유형자산	6,451.6	6,879.5	8,965.7	9,995.3	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	4,194.7	4,231.2	4,313.0
기타금융투자자산	1,410.0	1,624.0	1,624.0	1,624.0	1,624.0
부채총계	11,806.3	13,934.8	13,892.4	14,459.5	14,303.8
유동부채	5,787.9	6,808.5	6,793.4	7,084.5	7,172.2
단기차입금	2,004.0	2,443.0	2,470.9	2,547.3	2,420.0
매출채무	1,809.0	1,831.9	1,737.5	1,935.9	2,184.9
유동성장기부채	607.2	559.8	581.8	602.7	572.6
비유동부채	4,774.5	5,685.4	5,658.2	5,934.1	5,690.7
사채	1,648.7	2,047.3	2,093.8	2,436.7	2,254.0
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
자본총계	8,201.2	9,896.9	10,242.3	10,886.1	12,224.8
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	5,896.4	6,520.9	7,819.4
지배주주지분	8,159.4	8,920.6	9,255.6	9,880.1	11,178.6
비지배주주지분	41.8	976.3	986.7	1,006.0	1,046.2
*충차입금	6,418.9	7,984.9	7,988.9	8,342.9	7,922.0
*순차입금(순현금)	4,624.8	5,180.4	6,057.5	6,742.4	6,855.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	990.9	115.7	2,100.9	1,224.6	1,129.5
당기순이익	616.3	366.0	345.4	643.8	1,338.7
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	26.5	(69.7)	(182.5)
운전자본변동	(191.2)	(1,626.5)	820.5	(278.1)	(349.4)
(법인세납부)	(384.4)	(219.7)	(122.0)	(227.4)	(472.8)
기타	632.1	679.8	348.6	480.7	726.3
투자활동으로인한현금흐름	(1,655.0)	(1,476.6)	(2,709.9)	(1,620.3)	(954.0)
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)	(10.5)	47.3	114.9
기타	(602.3)	(319.5)	8.4	2.6	1.5
FCF	534.9	(555.6)	(746.6)	(541.6)	(11.9)
재무활동으로인한현금흐름	1,076.3	2,322.3	(228.4)	95.4	(678.5)
차입금의 증가(감소)	(71.2)	1,303.8	4.0	354.0	(420.9)
자기주식의처분(취득)	13.8	91.1	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1,133.7	927.4	(232.4)	(258.6)	(257.6)
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
현금의증가(감소)	451.7	964.6	(938.4)	(333.4)	(536.2)
기초현금	1,199.8	1,651.5	2,616.2	1,677.8	1,344.4
기말현금	1,651.5	2,616.2	1,677.8	1,344.4	808.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

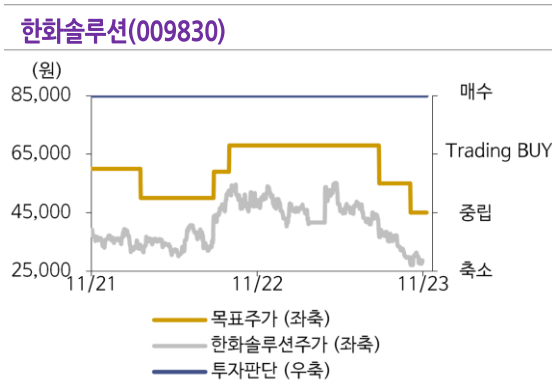
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	10,725.2	13,653.9	13,031.5	14,520.0	16,387.6
증감률 (%)	16.6	27.3	(4.6)	11.4	12.9
매출원가	8,529.0	10,852.6	10,638.8	11,599.0	12,405.4
매출총이익	2,196.2	2,801.4	2,392.7	2,921.0	3,982.2
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	18.4	20.1	24.3
판매관리비	1,457.8	1,835.1	1,663.1	1,855.0	2,092.8
영업이익	738.3	966.2	729.6	1,065.9	1,889.4
증감률 (%)	24.3	30.9	(24.5)	46.1	77.3
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.6	7.3	11.5
영업외손익	117.0	(397.0)	(262.3)	(194.8)	(77.9)
금융손익	(125.6)	(190.5)	(226.1)	(260.2)	(268.3)
기타영업외손익	(20.3)	(104.7)	(23.8)	(18.3)	(6.3)
중속 및 관계기업관련손익	262.9	(101.9)	(12.4)	83.8	196.6
세전계속사업이익	855.3	569.2	467.3	871.2	1,811.5
법인세비용	239.0	202.8	122.0	227.4	472.8
계속사업이익	616.3	366.0	345.4	643.8	1,338.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	616.3	366.0	345.4	643.8	1,338.7
증감률 (%)	104.3	(40.6)	(5.6)	86.4	107.9
순이익률 (%)	5.7	2.7	2.7	4.4	8.2
(지배주주)당기순이익	619.1	359.1	335.0	624.5	1,298.5
(비지배주주)당기순이익	(2.7)	6.9	10.4	19.3	40.2
총포괄이익	889.6	584.8	345.4	643.8	1,338.7
(지배주주)총포괄이익	886.2	580.5	342.8	639.0	1,328.8
(비지배주주)총포괄이익	3.4	4.3	2.6	4.8	9.9
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,392.5	1,722.2	1,939.6
증감률 (%)	16.6	18.4	(15.2)	23.7	12.6
EBITDA 이익률 (%)	12.9	12.0	10.7	11.9	11.8

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	3,287	1,900	1,946	3,690	7,673
EPS (지배순이익, 원)	3,301	1,864	1,888	3,579	7,443
BPS (자본총계, 원)	42,573	51,375	58,706	62,396	70,069
BPS (지배지분, 원)	42,356	46,307	53,050	56,630	64,072
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	10.8	22.6	14.7	7.8	3.7
PER (지배순이익, 배)	10.8	23.1	15.2	8.0	3.8
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.8	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	8.3	8.8	8.6	7.4	6.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	12.9	12.0	10.7	11.9	11.8
영업이익률 (%)	6.9	7.1	5.6	7.3	11.5
순이익률 (%)	5.7	2.7	2.7	4.4	8.2
ROA (%)	3.5	1.7	1.4	2.6	5.2
ROE (지배순이익, %)	8.8	4.2	3.7	6.5	12.3
ROIC (%)	6.0	5.0	4.8	6.2	10.0
안정성					
부채비율 (%)	144.0	140.8	135.6	132.8	117.0
순차입금비율 (%)	56.4	52.3	59.1	61.9	56.1
현금비율 (%)	27.1	37.4	24.7	19.0	11.3
이자보상배율 (배)	5.0	4.3	2.7	3.5	6.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	8.0	7.9	7.2	9.2	8.5
재고자산회수기간 (일)	62.3	70.7	78.2	67.1	66.7
매출채권회수기간 (일)	50.6	48.1	52.8	45.6	45.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 07월 30일	매수	60,000	(35.6)	(24.5)
2022년 01월 31일		6개월경과	(44.0)	(40.9)
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	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 (2023년 10월 30일 기준)

매수 (매수)	92.50%	Trading BUY (중립)	5.42%	중립 (중립)	2.08%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------