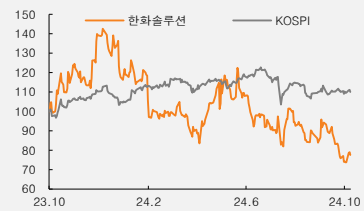


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 28,000원
현재주가(24/10/30)	21,500원
상승여력	30.2%

영업이익(24F,십억원)	-275
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-358
EPS 성장률(24F,%)	적지
MKT EPS 성장률(24F,%)	75.3
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.6
KOSPI	2,593.79
시가총액(십억원)	3,696
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	19.6
베타(12M) 일간수익률	1.32
52주 최저가(원)	20,450
52주 최고가(원)	39,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.8	-16.0	-22.4
상대주가	-16.8	-12.8	-30.9



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

009830 · 화학

한화솔루션

카터스빌 공장 완공은 2025년 중순

목표주가 2.8만원으로 하향. 매수 의견 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.5만원에서 2.8만원으로 하향 조정하지만, 매수 의견은 유지한다. 목표주가를 하향하는 이유는 카터스빌 공장의 완공 시점 지연(25년 초 → 25년 중순)과 24년 모듈 출하량 가이던스 하향(9GW → 8GW)이다. 카터스빌의 신규 셀/웨이퍼 공장이 완공 시점이 밀리면, DCA가 적용되는 모듈의 판매수익 반영 및 AMPC 수취 시점이 동시에 지연된다. 다만 EPC 사업의 외형 확장 및 수익성 흑자 전환은 긍정적이며, 모듈 비즈니스가 다시 궤도에 오르기 전까지 현금흐름 개선에 큰 도움이 될 것으로 예상한다.

3Q24 Review: 화학 부진했지만, EPC 사업의 수익성 깜짝 개선

동사의 3Q24 영업손익은 -810억원으로 컨센서스인 -540억원을 하회했지만, 전분기 -1,078억원 대비 해서는 적자폭을 축소했다. 시장 기대치 하회 요인은 케미칼의 부진으로 판단한다. 케미칼(-310억원)은 환율 하락 및 유가 하락으로 인한 고가 원료 투입 효과로 인해 손실 폭이 확대되었다.

신재생에너지(-410억원)는 전분기(-918억원)보다는 적자폭을 축소해 시장 우려보다는 선방했다. EPC 사업이 발전사업 매각이 없었음에도 불구하고, 약 5.3%의 영업이익률을 기록하며 흑자 전환했다. 최근 3개 분기동안 -10%대의 적자를 보던 사업이었기 때문에 큰 폭의 수익성 개선으로 볼 수 있다. 3분기 모듈 출하량과 판가는 전분기와 유사했다. AMPC 보조금은 전분기(1,468억원)보다 소폭 감소한 1,216억원을 기록했다. 미국 달튼 공장의 정전으로 인한 가동률 감소 때문이다.

4Q24 Preview: 발전사업 매각 호실적 기대

동사의 4Q24 영업이익은 1,279억원으로 흑자전환을 전망하며, 시장 기대치인 200억 수준은 크게 상회할 전망이다. 호실적을 기대하는 가장 큰 이유는 신재생에너지 부문의 발전자산 매각대금 덕분이다. 신재생에너지의 4Q24 영업이익은 2,003억원을 전망하며, 이는 AMPC(1,488억원), 발전사업매각 & EPC(900억원), 모듈 비즈니스(-385억원)으로 추정한다. 3분기에 예정되었던 발전사업 매각이 4분기로 이연되며 발전사업매각 & EPC의 매출액 가이던스는 1.2조원이다. 발전사업 매각의 평균 OPM이 높기에, 3분기와 마찬가지로 높은 수익성(7.5%)이 지속될 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	13,131	13,289	11,661	13,620	14,647
영업이익 (십억원)	924	605	-275	1,004	1,674
영업이익률 (%)	7.0	4.6	-2.4	7.4	11.4
순이익 (십억원)	359	-208	-1,276	327	888
EPS (원)	1,864	-1,172	-7,316	1,875	5,090
ROE (%)	4.2	-2.5	-15.9	3.9	10.0
P/E (배)	23.1	-	-	11.5	4.2
P/B (배)	0.9	0.9	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.4	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	2,392.9	2,679.3	2,773.3	3,829.7	3,032.3	3,322.6	3,606.6	3,658.6	13,288.7	11,675.2	13,620.1
	신재생에너지	778.5	980.2	1,152.5	2,261.4	1,470.9	1,755.0	2,049.3	2,137.9	6,615.9	5,172.6	7,413.1
	케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,182.4	1,161.8	1,151.7	1,152.7	1,134.8	5,097.4	4,815.7	4,601.1
	첨단소재	249.6	265.9	254.6	235.8	249.6	265.9	254.6	235.8	988.9	1,005.9	1,005.9
	기타	142.5	210.8	177.6	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	586.5	680.9	600.0
영업이익	합계	-216.6	-107.8	-81.0	127.9	156.1	281.8	353.9	212.4	604.5	-277.5	1,004.2
	신재생에너지	-187.1	-91.8	-41.0	200.3	134.9	246.0	302.2	289.2	568.2	-119.6	972.3
	케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-40.0	23.7	37.6	54.0	-44.4	59.5	-107.3	70.8
	첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.4	12.5	13.3	12.7	-2.4	64.3	23.3	36.1
	기타	-21.2	-7.6	-15.1	-30.0	-15.0	-15.0	-15.0	-30.0	-87.5	-73.9	-75.0
세전이익		-517.5	-172.9	-370.3	-21.4	8.8	125.9	189.7	52.2	-102.0	-1,082.1	376.6
당기순이익(지배)		-459.1	-366.7	-431.6	-19.1	7.6	109.4	164.7	45.3	-208.1	-1,276.4	327.1

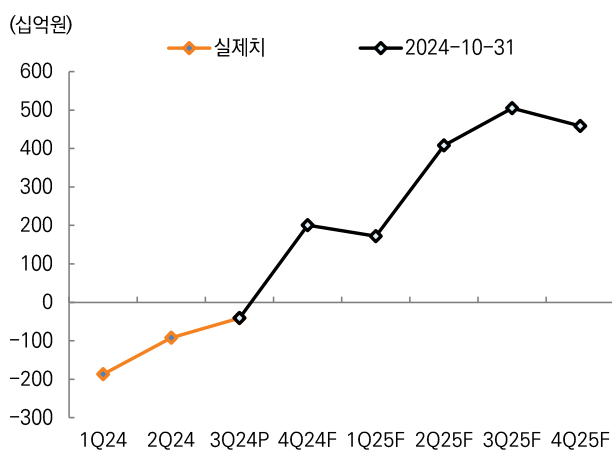
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

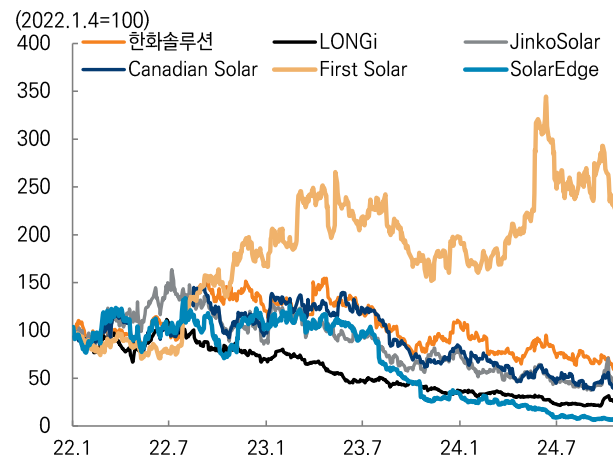
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,823.5	6.6	11,980.3	First Solar 12MF EV/EBITDA 10% 디스카운트
케미칼	463.6	6.5	3,013.6	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	101.6	8.0	813.0	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			15,917.2	
순차입금			11,000.0	차입금 13조 - 현금 2조(3Q25 전망)
우선주 시가총액			49.0	
EV			4,868.2	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			28,321	목표주가 2.8만원 산출

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익의 전망



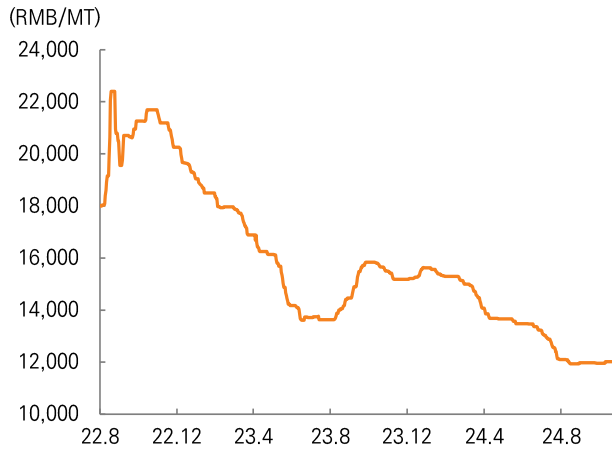
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



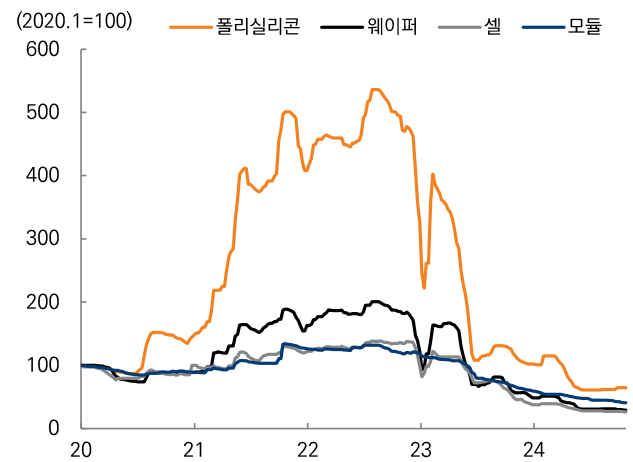
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



자료: Sunsirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



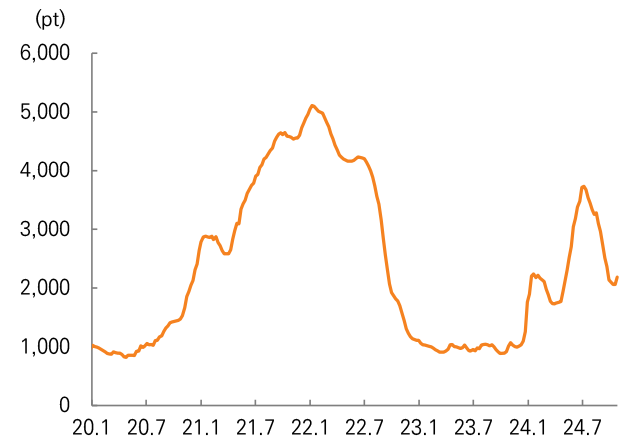
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 2024 대통령 당선 확률 추이(베팅 사이트)



자료: Bloomberg, 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)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,289	11,661	13,620	14,647
매출원가	11,050	10,257	10,853	11,123
매출총이익	2,239	1,404	2,767	3,524
판매비와관리비	1,634	1,679	1,763	1,851
조정영업이익	605	-275	1,004	1,674
영업이익	605	-275	1,004	1,674
비영업손익	-707	-807	-627	-651
금융손익	-325	-526	-638	-661
관계기업등 투자손익	14	-263	0	0
세전계속사업손익	-102	-1,082	377	1,023
계속사업법인세비용	41	-120	83	225
계속사업이익	-147	-962	294	798
중단사업이익	-8	-220	0	0
당기순이익	-155	-1,183	294	798
지배주주	-208	-1,276	327	888
비지배주주	53	94	-33	-90
총포괄이익	-134	294	294	798
지배주주	-192	226	271	735
비지배주주	58	69	23	63
EBITDA	1,283	460	1,938	2,666
FCF	-1,873	-3,279	-534	945
EBITDA 마진율 (%)	9.7	3.9	14.2	18.2
영업이익률 (%)	4.6	-2.4	7.4	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	-10.9	2.4	6.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	518	-249	1,666	2,145
당기순이익	-155	-1,183	294	798
비현금수익비용가감	1,583	1,581	1,435	1,659
유형자산감가상각비	613	673	880	944
무형자산상각비	66	62	54	48
기타	904	846	501	667
영업활동으로인한자산및부채의변동	-499	-629	71	-25
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-544	-694	129	-45
재고자산 감소(증가)	-175	116	152	-54
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	290	709	-120	42
법인세납부	-498	-32	-83	-225
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,799	-2,784	-1,925	-960
유형자산처분(취득)	-2,349	-3,018	-2,200	-1,200
무형자산감소(증가)	-18	-10	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	160	4	18	-6
기타투자활동	-592	240	257	246
재무활동으로 인한 현금흐름	1,609	2,787	-685	-674
장단기금융부채의 증가(감소)	1,784	3,427	-8	3
자본의 증가(감소)	-913	47	0	0
배당금의 지급	0	-52	-52	-52
기타재무활동	738	-635	-625	-625
현금의 증가	-658	291	-763	447
기초현금	2,616	1,958	2,249	1,486
기말현금	1,958	2,249	1,486	1,933

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

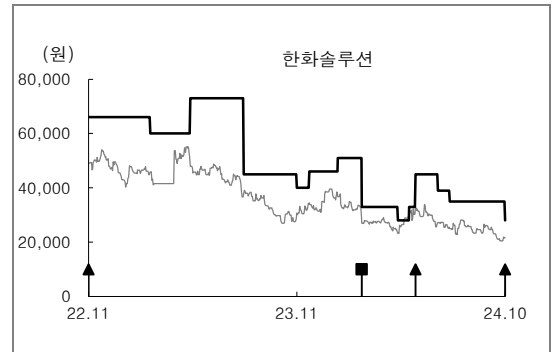
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,705	9,953	8,882	9,437
현금 및 현금성자산	1,956	2,249	1,486	1,933
매출채권 및 기타채권	2,403	3,253	3,108	3,159
재고자산	3,297	3,404	3,252	3,306
기타유동자산	1,049	1,047	1,036	1,039
비유동자산	14,407	17,558	18,637	18,911
관계기업투자등	4,077	4,035	3,855	3,918
유형자산	7,046	10,351	11,671	11,927
무형자산	1,768	1,735	1,681	1,633
자산총계	24,493	29,871	29,878	30,707
유동부채	7,689	11,538	11,339	11,409
매입채무 및 기타채무	2,108	2,959	2,839	2,881
단기금융부채	3,967	6,982	6,974	6,977
기타유동부채	1,614	1,597	1,526	1,551
비유동부채	6,598	7,002	6,966	6,979
장기금융부채	5,802	6,214	6,214	6,214
기타비유동부채	796	788	752	765
부채총계	15,482	20,495	20,260	20,343
지배주주지분	7,848	8,173	8,448	9,285
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,544	1,544	1,544
이익잉여금	5,339	4,227	4,502	5,338
비지배주주지분	1,163	1,203	1,170	1,079
자본총계	9,011	9,376	9,618	10,364

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	11.5	4.2
P/CF (x)	4.9	9.4	2.2	1.5
P/B (x)	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	12.1	34.0	8.5	5.9
EPS (원)	-1,172	-7,316	1,875	5,090
CFPS (원)	8,048	2,285	9,910	14,079
BPS (원)	45,611	47,477	49,055	53,849
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-32.7	-4.3	17.3	6.4
배당수익률 (%)	0.8	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	1.2	-12.3	16.8	7.5
EBITDA증가율 (%)	-19.8	-64.2	321.4	37.5
조정영업이익증가율 (%)	-34.6	적전	흑전	66.7
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	171.5
매출채권 회전율 (회)	6.5	4.8	4.8	5.3
재고자산 회전율 (회)	4.2	3.5	4.1	4.5
매입채무 회전율 (회)	6.0	4.5	4.1	4.3
ROA (%)	-0.6	-4.4	1.0	2.6
ROE (%)	-2.5	-15.9	3.9	10.0
ROIC (%)	7.1	-2.0	4.8	7.7
부채비율 (%)	171.8	218.6	210.6	196.3
유동비율 (%)	113.2	86.3	78.3	82.7
순차입금/자기자본 (%)	84.0	114.2	119.3	106.4
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	-0.4	1.4	2.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2024.10.31	매수	28,000	-	-
2024.07.26	매수	35,000	-30.53	-19.71
2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25
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



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

투자의견 분류 및 적용기준

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(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 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.