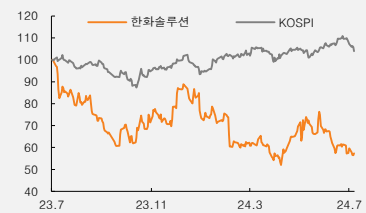


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 35,000원
현재주가(24/7/25)	25,500원
상승여력	37.3%

영업이익(24F,십억원)	-259
Consensus 영업이익(24F,십억원)	47
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	84.2
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,710.65
시가총액(십억원)	4,383
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	21.5
베타(12M) 일간수익률	1.41
52주 최저가(원)	23,150
52주 최고가(원)	43,050

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-14.6	-22.6	-40.8
상대주가	-12.6	-29.5	-42.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

한화솔루션

EPC 수익성 개선에 주목

목표주가 3.5만원으로 하향. 매수 의견 유지

한화솔루션의 목표주가를 10.3% 하향 조정한 3.5만원으로 제시하며, 매수 의견은 유지한다. 목표주가를 하향한 이유는 1) 예상보다 더딘 모듈 수익성 개선, 2) 차입금 증가 속도에 맞춰 순차입금 전망치를 높였기 때문이다. 하지만 모듈 및 기타 사업에서 초기 비용 부담을 주고 있는 신규 사업들이 점차 궤도에 올라서고, EPC의 탑라인과 수익성이 개선되면서 보다 빠른 실적 개선세를 전망한다. 해상 운임이 꺾이기 시작한 점도 추가 호재로 판단한다. 매수 의견을 유지한다.

2Q24 Review: 신재생에너지 적자 폭 축소

동사의 2Q24 영업손익은 -1,078억원으로 컨센서스(-612억원) 대비 적자 폭이 컸지만, 전분기(-2,166억원) 대비해서는 적자 폭을 축소했다. 신재생에너지 부문의 영업손실이 -1,871억원(1Q) → -918억원(2Q)으로 크게 줄어들었기 때문이다. 이는 모듈 사업성의 회복보다는 AMPC 확대(966억원→1,468억원)와 EPC 사업의 적자 폭 축소(-459억원→-171억원)의 영향이 컸다.

모듈 및 기타는 여전히 약 2천억원의 영업손실을 기록해, 전분기 대비 약 200억원의 수익성 개선을 한 것으로 보인다. 모듈 판매량은 전분기 대비 약 44%가 증가했으나, 해상운임 상승 및 평가 하락 영향이 이를 상쇄한 것으로 추정한다.

3Q24 Preview: 흑자전환의 고지가 보인다

동사의 3Q24 영업손익은 -87억원으로 전분기 대비 큰 폭의 적자 폭 축소를 기대한다. 신재생에너지는 -21억원으로 전망하는데, 이를 나눠보면 AMPC(1,599억원), 모듈 및 기타(-1,521억원), 발전사업매각 및 EPC(-100억원)으로 예상한다.

모듈 판가는 소폭의 추가 하락을 전망하지만, 생산량 증가와 원재료 비용 절감에 따른 회복 효과가 더 클 것으로 예상한다. EPC와 발전사업매각 매출액은 각각 4,500억원/3,500억원을 전망한다. 평균 수익성이 10%를 상회하는 발전자산매각 비중이 늘어난 만큼, 3분기 실적 수익성도 개선될 가능성이 높다. 그리고 AMPC는 미국 공장 풀 캐파인 분기당 2.1GW에 가동률 80%를 가정한 1,599억원을 산정했다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	13,131	13,289	12,178	14,655	15,961
영업이익 (십억원)	924	605	-259	1,368	2,025
영업이익률 (%)	7.0	4.6	-2.1	9.3	12.7
순이익 (십억원)	359	-208	-871	605	1,126
EPS (원)	1,864	-1,172	-4,993	3,468	6,455
ROE (%)	4.2	-2.5	-11.7	8.3	13.9
P/E (배)	23.1	-	-	7.4	4.0
P/B (배)	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.2	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	합계	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,637.9	3,360.8	3,786.8	13,288.7	12,178.4	14,655.2
	신재생에너지	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	980.2	1,691.4	2,131.9	6,615.9	5,581.9	8,074.0
	케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,181.0	1,284.1	1,269.1	5,097.4	4,956.5	4,994.5
	첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	265.9	235.4	235.8	988.9	986.7	986.7
	기타	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	210.8	150.0	150.0	586.5	653.3	600.0
영업이익	합계	271.4	194.1	98.3	40.7	-216.6	-107.8	-8.7	74.3	604.5	-258.7	1,368.0
	신재생에너지	245.0	138.0	34.7	150.5	-187.1	-91.8	-2.1	169.4	568.2	-111.6	1,163.3
	케미칼	33.7	49.2	55.9	-79.3	-18.9	-17.4	-0.9	-62.7	59.5	-100.0	244.4
	첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	9.4	-2.4	64.3	26.7	35.2
	기타	-29.0	-14.3	-8.4	-35.8	-21.2	-7.6	-15.0	-30.0	-87.5	-73.8	-75.0
세전이익		201.2	44.3	33.6	-381.1	-517.5	-311.0	-80.3	-10.6	-102.0	-919.4	757.6
당기순이익(지배)		116.2	7.1	5.9	-337.3	-459.1	-337.6	-65.7	-8.7	-208.1	-871.1	605.0

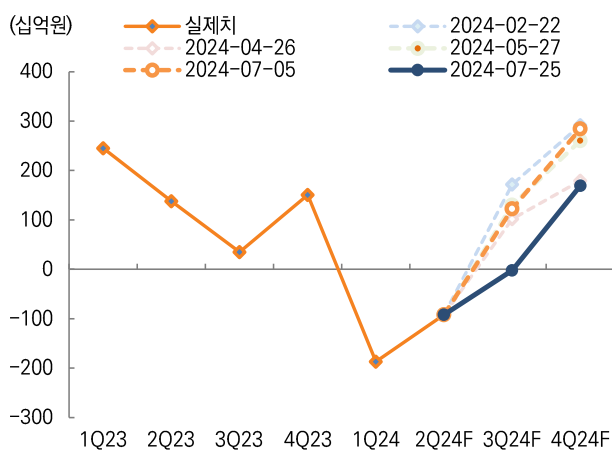
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

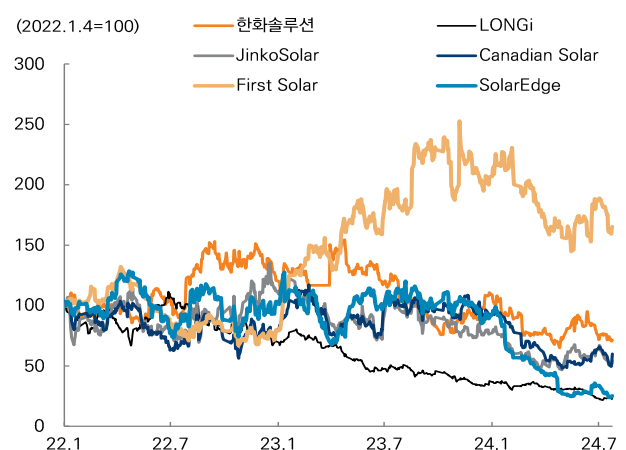
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,625.7	8.0	13,005.7	First Solar 12MF EV/EBITDA 20% 디스카운트
케미칼	502.9	6.5	3,268.7	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	88.8	8.5	757.0	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			17,141.7	
순차입금			11,000.0	차입금 13조 - 현금 2조(2Q25 전망)
우선주 시가총액			56.1	
EV			6,085.5	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			35,403	목표주가 3.5만원 산출

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익의 전망치 변화



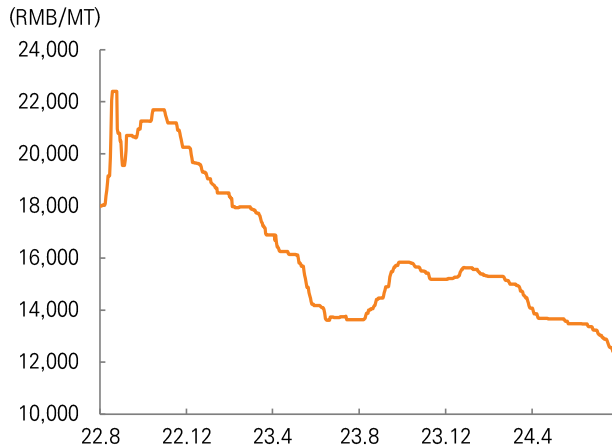
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



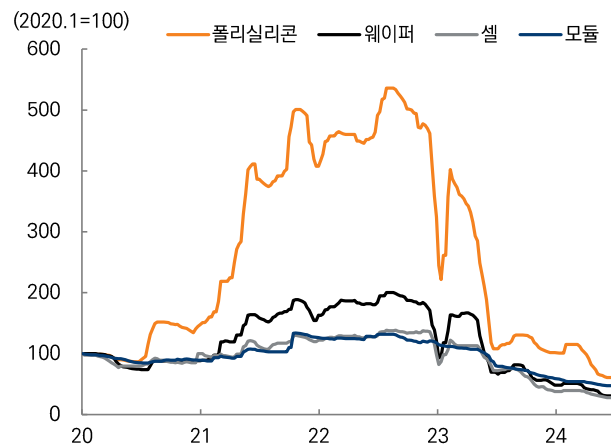
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 메탈실리콘 가격 추이



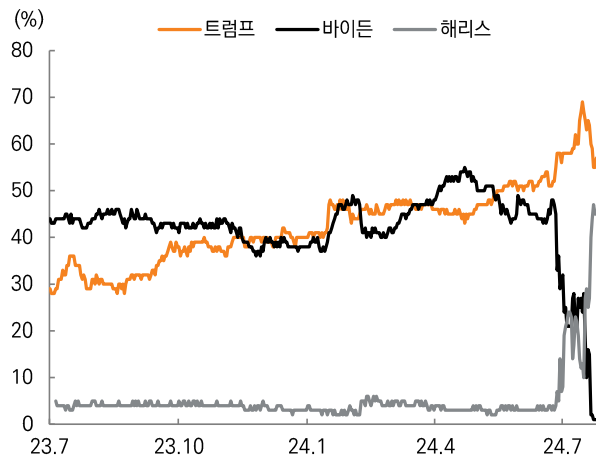
자료: Sunsirs, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



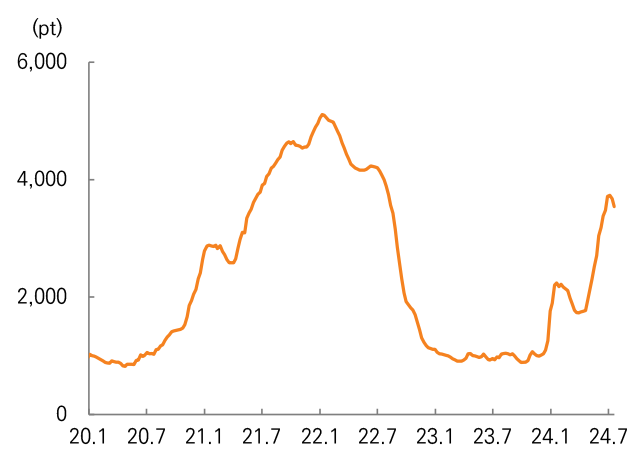
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 2024 대통령 당선 확률 추이(베팅 사이트)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



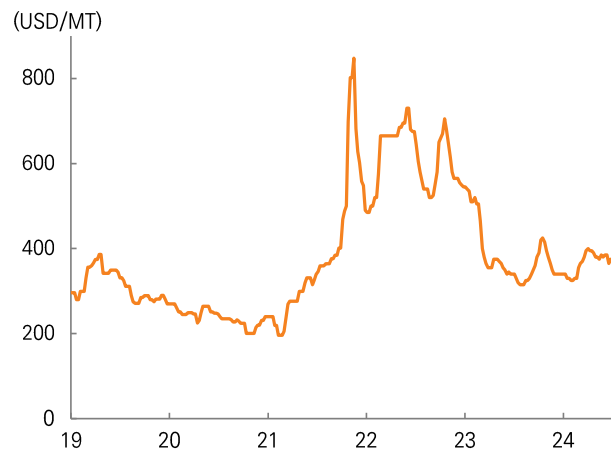
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

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	12,178	14,655	15,961
매출원가	11,050	10,794	11,561	12,124
매출총이익	2,239	1,384	3,094	3,837
판매비와관리비	1,634	1,644	1,726	1,812
조정영업이익	605	-259	1,368	2,025
영업이익	605	-259	1,368	2,025
비영업손익	-707	-660	-610	-615
금융손익	-325	-511	-610	-614
관계기업등 투자손익	14	21	0	0
세전계속사업손익	-102	-919	758	1,410
계속사업법인세비용	41	-69	167	310
계속사업이익	-147	-851	591	1,100
중단사업이익	-8	0	0	0
당기순이익	-155	-851	591	1,100
지배주주	-208	-871	605	1,126
비지배주주	53	20	-14	-26
총포괄이익	-134	-677	591	1,100
지배주주	-192	-736	642	1,195
비지배주주	58	59	-51	-95
EBITDA	1,283	567	2,426	3,121
FCF	-1,873	-2,901	101	1,541
EBITDA 마진율 (%)	9.7	4.7	16.6	19.6
영업이익률 (%)	4.6	-2.1	9.3	12.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	-7.2	4.1	7.1

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	518	191	2,101	2,741
당기순이익	-155	-851	591	1,100
비현금수익비용가감	1,583	1,486	1,832	2,018
유형자산감가상각비	613	756	996	1,042
무형자산상각비	66	70	61	54
기타	904	660	775	922
영업활동으로인한자산및부채의변동	-499	-356	-100	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-544	-991	-199	-20
재고자산 감소(증가)	-175	1	-216	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	290	1,008	188	19
법인세납부	-498	-10	-167	-310
투자활동으로 인한 현금흐름	-2,799	-2,993	-1,987	-1,166
유형자산처분(취득)	-2,349	-3,087	-2,000	-1,200
무형자산감소(증가)	-18	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	160	8	-25	-2
기타투자활동	-592	91	38	36
재무활동으로 인한 현금흐름	1,609	3,128	-631	-642
장단기금융부채의 증가(감소)	1,784	3,519	11	1
자본의 증가(감소)	-913	-16	0	0
배당금의 지급	0	0	-52	-52
기타재무활동	738	-375	-590	-591
현금의 증가	-658	397	-772	908
기초현금	2,616	1,958	2,355	1,583
기말현금	1,958	2,355	1,583	2,490

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

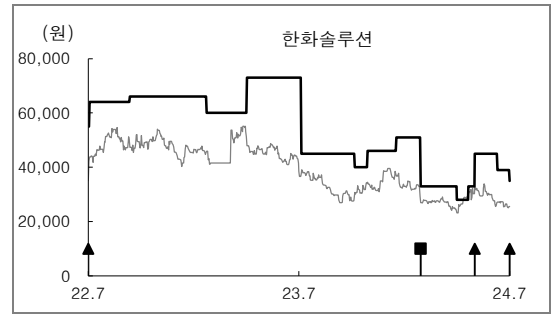
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,705	10,249	9,931	10,884
현금 및 현금성자산	1,956	2,355	1,583	2,490
매출채권 및 기타채권	2,403	3,484	3,708	3,730
재고자산	3,297	3,366	3,582	3,603
기타유동자산	1,049	1,044	1,058	1,061
비유동자산	14,407	16,384	17,592	17,722
관계기업투자등	4,077	3,990	4,246	4,271
유형자산	7,046	9,361	10,365	10,522
무형자산	1,768	1,763	1,702	1,648
자산총계	24,493	28,715	29,605	30,688
유동부채	7,689	11,889	12,190	12,220
매입채무 및 기타채무	2,108	3,206	3,394	3,413
단기금융부채	3,967	7,104	7,115	7,116
기타유동부채	1,614	1,579	1,681	1,691
비유동부채	6,598	6,963	7,013	7,018
장기금융부채	5,802	6,184	6,184	6,184
기타비유동부채	796	779	829	834
부채총계	15,482	20,531	20,881	20,917
지배주주지분	7,848	7,038	7,591	8,666
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,481	1,481	1,481
이익잉여금	5,339	4,416	4,970	6,044
비지배주주지분	1,163	1,146	1,132	1,106
자본총계	9,011	8,184	8,723	9,772

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	7.4	4.0
P/CF (x)	4.9	7.0	1.8	1.4
P/B (x)	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	12.1	28.7	7.0	5.2
EPS (원)	-1,172	-4,993	3,468	6,455
CFPS (원)	8,048	3,639	13,885	17,870
BPS (원)	45,611	40,970	44,141	50,300
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-32.7	-6.0	8.6	4.6
배당수익률 (%)	0.8	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	1.2	-8.4	20.3	8.9
EBITDA증가율 (%)	-19.8	-55.8	328.2	28.7
조정영업이익증가율 (%)	-34.6	-	-	48.0
EPS증가율 (%)	-	-	-	86.1
매출채권 회전율 (회)	6.5	4.7	4.6	4.8
재고자산 회전율 (회)	4.2	3.7	4.2	4.4
매입채무 회전율 (회)	6.0	4.5	3.8	3.9
ROA (%)	-0.6	-3.2	2.0	3.6
ROE (%)	-2.5	-11.7	8.3	13.9
ROIC (%)	7.1	-2.3	7.1	10.0
부채비율 (%)	171.8	250.9	239.4	214.1
유동비율 (%)	113.2	86.2	81.5	89.1
순차입금/자기자본 (%)	84.0	130.7	131.4	108.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	-0.4	2.0	3.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2024.07.26	매수	35,000	-	-
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
2022.07.29	매수	64,000	-23.83	-14.69
2022.05.30	매수	55,000	-33.48	-23.18



* 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
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 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.