

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 32,000원

현재가 (10/30) 21,500원

KOSPI (10/30)	2,593.79pt
시가총액	3,745십억원
발행주식수	174,468천주
액면가	5,000원
52주 최고가	39,500원
최저가	20,450원
60일 일평균거래대금	26십억원
외국인 지분율	19.6%
배당수익률 (2024F)	1.4%

주주구성	
한화 외 4 인	36.47%
국민연금공단	6.24%

추가상승	1M	6M	12M
상대기준	-17%	-13%	-31%
절대기준	-17%	-16%	-22%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	32,000	36,000	▼
EPS(24)	-7,272	-6,329	▼
EPS(25)	160	460	▼

### 한화솔루션 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 한화솔루션 (009830)

## 올해 4분기, 태양광부문 흑자전환 전망

### 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 하회

한화솔루션의 올해 3분기 영업이익은 -810억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되며, 시장 기대치(-540억원)을 하회하였다. 신재생에너지부문의 적자 감소에도 불구하고, 케미칼/첨단소재부문의 실적 둔화에 기인한다. 1) 신재생에너지부문 영업이익은 -410억원으로 전 분기 대비 약 500억원의 증익이 발생하였다. EPC 및 개발자산 매각으로 매출액이 전 분기 대비 17.6% 증가하였고, AMPC 발생 등에 기인한다. 2) 케미칼부문 영업이익은 -310억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 중국 LDPE/EVA 플랜트 증설 확대로 폴리머 스프레드의 개선이 제한되었고, TDI는 중국 수요 둔화로 가격/스프레드가 축소되었으며, 부정적인 레깅 효과가 발생하였고, 수출 운임 상승 등으로 인한 물류비 증가에 기인한다. 3) 첨단소재부문 영업이익은 61억원으로 전 분기 대비 32.2% 감소하였다. 고객사들의 하계 운휴 영향으로 경량복합소재 판매량의 둔화 때문이다.

한편 올해 3분기 당기순이익은 -3,877억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 부타디엔 스프레드의 개선에도 불구하고, PX/벤젠/타 올레핀 제품의 스프레드 축소 및 유가 하락으로 인한 석유/화학제품 관련 재고손실 확대로 지분법손실(2Q24: -495억원 → 3Q24: -1,013억원)이 전 분기 대비 증가하였기 때문이다. 실적 추정치 감소 및 First Solar 가이던스 하향에 따른 목표 배수 조정으로 목표주가를 32,000원으로 하향 조정한다.

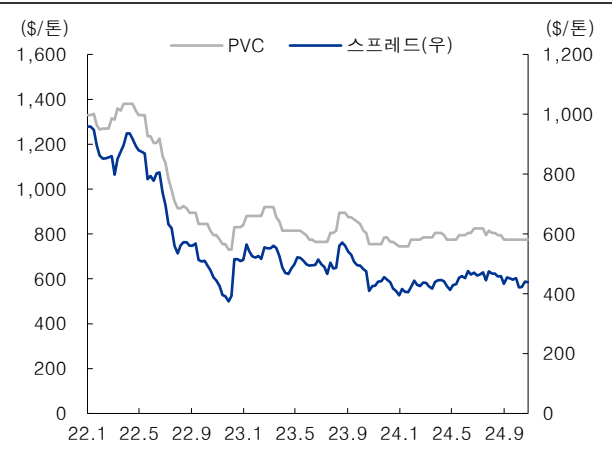
### 올해 4분기 신재생에너지부문 영업이익, 전 분기 대비 개선 전망

올해 4분기 신재생에너지부문 영업이익은 500억원으로 3분기만에 흑자전환할 전망이다. 이연된 EPC 매각 추가로 다운스트림부문의 매출액이 전 분기 대비 100% 이상 증가할 전망이고, 모듈부문에서도 성수기로 인한 출하량 증가(전 분기 대비 +80%) 및 수출 운임 하락에 따른 물류비 안정화 때문이다. 또한 동남아시아향 수입 둔화에 따른 미국 태양광 모듈 가격 반등도 실적에 긍정적으로 작용할 전망이다.

(단위:십억원배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,530	13,820	15,106
영업이익	924	605	-352	685	1,012
세전이익	549	-102	-1,201	38	385
지배주주순이익	359	-208	-1,269	28	285
EPS(원)	1,864	-1,172	-7,272	160	1,635
증가율(%)	-43.5	-162.9	520.2	-102.2	920.9
영업이익률(%)	7.0	4.6	-3.1	5.0	6.7
순이익률(%)	2.8	-1.2	-10.6	0.2	2.0
ROE(%)	4.2	-2.5	-15.8	0.3	3.4
PER	23.1	-33.7	-3.0	134.3	13.2
PBR	0.9	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.8	12.0	46.9	10.7	8.9

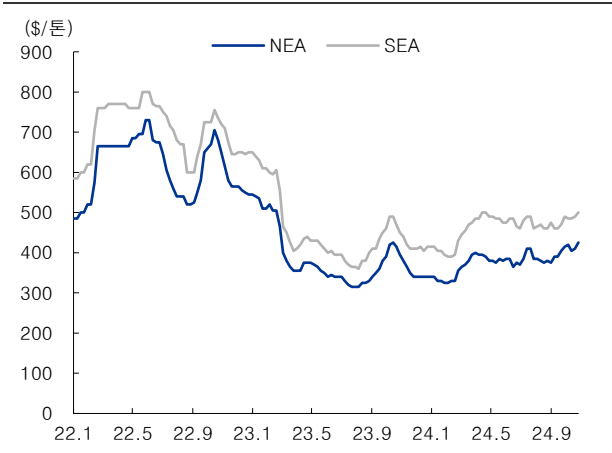
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



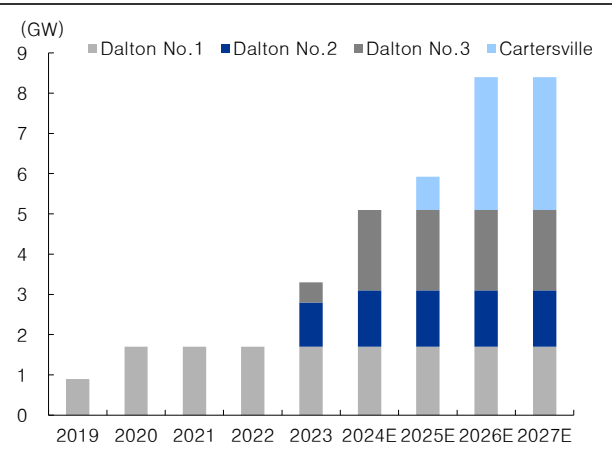
자료: 씨스젠, IBK투자증권

그림 2. 역내 가성소다 가격 추이



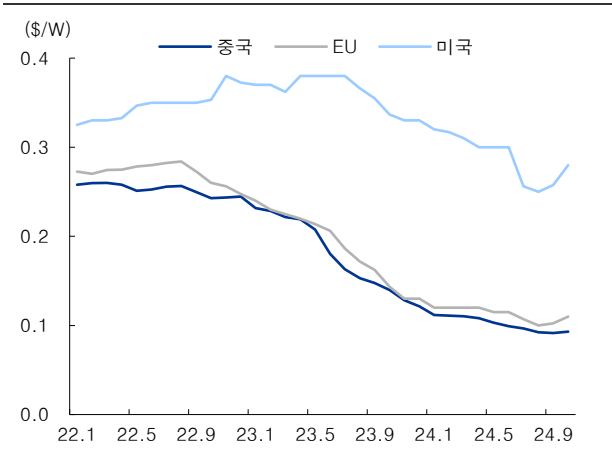
자료: 씨스젠, IBK투자증권

그림 3. 한화솔루션 미국 태양광 모듈 생산능력 추이/전망



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 4. 미국/중국/유럽 단결정 태양광 모듈 스팟 가격 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 1. 한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2023				2024				2021	2022	2023	2024E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QE	Annual				
매출액	3,100	3,393	2,926	3,870	2,379	2,679	2,773	3,699	10,725	13,654	13,289	11,530	
영업이익	271	194	98	41	-214	-108	-81	51	738	966	605	-352	
영업이익률	8.8	5.7	3.4	1.1	-9.0	-4.0	-2.9	1.4	6.9	7.1	4.6	-3.1	
매출액	케미칼	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,222	1,189	1,155	5,364	5,916	5,097	4,789
	첨단소재	254	264	235	236	250	266	255	290	939	1,152	989	1,060
	갤러리아									515	533		
	신재생에너지	1,366	1,629	1,280	2,341	764	980	1,153	2,042	3,569	5,569	6,616	4,939
	기타	133	159	125	170	143	211	178	211	339	484	586	742
영업이익	케미칼	34	49	56	-79	-19	-17	-31	-8	1,047	589	60	-75
	첨단소재	22	21	16	5	11	9	6	9	10	35	64	34
	갤러리아									29	37		
	신재생에너지	245	138	35	151	-185	-92	-41	50	-329	350	568	-268
	기타	-29	-14	-8	-36	-21	-8	-15	0	-19	-45	-88	-44

자료: 한화솔루션, IBK투자증권, 2023년 실적 치동 공장 중단사업 분류 미반영, 2024년 실적 공시 변경 후 반영할 예정

한화솔루션 (009830)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,530	13,820	15,106
증가율(%)	22.4	1.2	-13.2	19.9	9.3
매출원가	10,732	11,050	10,237	11,076	11,813
매출총이익	2,399	2,239	1,293	2,744	3,293
매출총이익률 (%)	18.3	16.8	11.2	19.9	21.8
판매비	1,475	1,634	1,645	2,059	2,281
판매비율(%)	11.2	12.3	14.3	14.9	15.1
영업이익	924	605	-352	685	1,012
증가율(%)	25.1	-34.6	-158.3	-294.3	47.8
영업이익률(%)	7.0	4.6	-3.1	5.0	6.7
순금융손익	-171	-321	-553	-691	-711
이자손익	-172	-325	-556	-691	-711
기타	1	4	3	0	0
기타영업외손익	-101	-400	-23	4	4
중속/관계기업손익	-102	14	-272	40	80
세전이익	549	-102	-1,201	38	385
법인세	202	41	-205	8	85
법인세율	36.8	-40.2	17.1	21.1	22.1
계속사업이익	347	-147	-996	29	300
중단사업손익	19	-8	-220	0	0
당기순이익	366	-155	-1,217	29	300
증가율(%)	-40.6	-142.4	683.6	-102.4	920.9
당기순이익률 (%)	2.8	-1.2	-10.6	0.2	2.0
지배주주당기순이익	359	-208	-1,269	28	285
기타포괄이익	219	21	1,477	0	0
총포괄이익	585	-134	260	29	300
EBITDA	1,599	1,283	373	1,498	1,869
증가율(%)	15.3	-19.8	-70.9	301.6	24.8
EBITDA마진율(%)	12.2	9.7	3.2	10.8	12.4

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,864	-1,172	-7,272	160	1,635
BPS	46,307	44,979	47,077	46,946	48,289
DPS	0	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	23.1	-33.7	-3.0	134.3	13.2
PBR	0.9	0.9	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	8.8	12.0	46.9	10.7	8.9
성장성지표(%)					
매출증가율	22.4	1.2	-13.2	19.9	9.3
EPS증가율	-43.5	-162.9	520.2	-102.2	920.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.8	1.4	1.4	1.4
ROE	4.2	-2.5	-15.8	0.3	3.4
ROA	1.7	-0.6	-4.2	0.1	0.8
ROIC	3.7	-1.4	-8.7	0.2	1.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	140.8	171.8	262.6	292.9	314.7
순차입금 비율(%)	49.6	82.3	134.4	119.4	122.2
이자보상배율(배)	4.6	1.5	-0.5	0.8	1.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.3	6.5	4.7	4.5	4.3
재고자산회전율	5.0	4.2	2.6	3.0	3.8
총자산회전율	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	12,471	14,174	16,185
현금및현금성자산	2,548	1,956	1,966	4,848	5,747
유가증권	184	126	146	166	185
매출채권	2,055	2,023	2,906	3,290	3,682
재고자산	3,060	3,297	5,595	3,768	4,217
비유동자산	13,634	14,407	18,250	18,871	19,493
유형자산	6,879	7,046	10,318	10,764	11,158
무형자산	1,644	1,768	1,728	1,669	1,618
투자자산	4,197	4,422	4,933	4,999	5,105
자산총계	23,832	24,493	33,996	36,752	39,826
유동부채	6,808	7,689	13,554	15,163	16,807
매입채무및기타채무	1,832	1,837	2,594	2,936	3,286
단기차입금	2,443	2,947	6,580	7,449	8,337
유동성장기부채	560	841	1,364	1,364	1,364
비유동부채	5,685	6,598	8,355	9,164	9,979
사채	2,047	2,387	2,589	3,189	3,789
장기차입금	2,158	3,174	3,939	3,939	3,939
부채총계	13,935	15,482	24,622	27,399	30,223
지배주주지분	8,921	7,847	8,213	8,190	8,425
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,544	1,544	1,544
자본조정등	-154	-135	-136	-136	-136
기타포괄이익누계액	215	258	1,682	1,682	1,682
이익잉여금	5,561	5,339	4,234	4,211	4,446
비지배주주지분	976	1,163	1,161	1,163	1,178
자본총계	9,897	9,011	9,375	9,353	9,603
비이자부채	6,293	5,985	9,910	11,218	12,555
총차입금	7,642	9,497	14,712	16,181	17,668
순차입금	4,910	7,415	12,599	11,168	11,736

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	-2,209	2,684	684
당기순이익	366	-155	-1,217	29	300
비현금성 비용 및 수익	1,340	1,583	1,756	1,460	1,484
유형자산감가상각비	637	613	656	755	805
무형자산상각비	38	66	70	59	51
운전자본변동	-1,626	-499	-2,440	1,885	-389
매출채권등의 감소	-400	-544	-723	-384	-392
재고자산의 감소	-35	-175	-2,075	1,827	-449
매입채무등의 증가	-812	290	615	343	350
기타 영업현금흐름	36	-411	-308	-690	-711
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-4,653	-2,073	-2,092
유형자산의 증가(CAPEX)	-903	-2,390	-2,980	-1,200	-1,200
유형자산의 감소	14	41	12	0	0
무형자산의 감소(증가)	-37	-18	-10	0	0
투자자산의 감소(증가)	-590	-689	129	-26	-27
기타	39	257	-1804	-847	-865
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	6,656	2,271	2,308
차입금의 증가(감소)	1,304	2,052	2,779	0	0
자본의 증가	0	49	0	0	0
기타	1018	-492	3877	2271	2308
기타 및 조정	4	14	214	-1	-1
현금의 증가	965	-658	8	2,881	899
기초현금	1,652	2,616	1,958	1,966	4,848
기말현금	2,616	1,958	1,966	4,848	5,747

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부		1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가								
해당 사항 없음											

투자이견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자이견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자이견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.10.01~2024.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	124	91.2
Trading Buy (중립)	10	7.4
중립	2	1.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

한화솔루션	추천일자	투자이견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
				2022.08.30	매수
2023.02.02	적극매수	86,000	-46.09	-44.48	
2023.02.16	적극매수	77,000	-40.97	-28.44	
2023.07.28	매수	62,000	-46.26	-36.29	
2024.01.05	매수	58,000	-46.78	-33.53	
2024.04.03	매수	42,000	-33.27	-19.29	
2024.07.26	매수	36,000	-32.46	-21.94	
2024.10.31	매수	32,000			

