

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 32,000원

현재가 (2/6) 21,450원

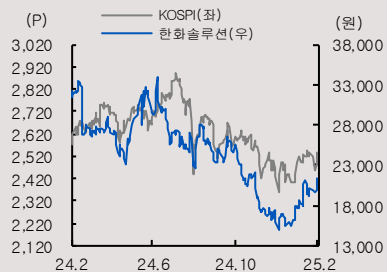
KOSPI (2/6)	2,536.75pt
시가총액	3,736십억원
발행주식수	174,468천주
액면가	5,000원
52주 최고가	33,900원
최저가	14,860원
60일 일평균거래대금	40십억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률 (2024F)	1.9%

주주구성	
한화 외 4 인	36.47%
국민연금공단	6.24%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	17%	-8%	-32%
절대기준	20%	-8%	-33%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	32,000	32,000	-
EPS(24)	-7,755	-7,272	▼
EPS(25)	273	160	▲

한화솔루션 주가추이



본 조사분석자료는 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)

미국 태양광 가격, 프리미엄 지속

작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 크게 상회

한화솔루션의 작년 4분기 영업이익은 1,070억원으로 전 분기 대비 흑자전환하여 시장 기대치(183억원)를 크게 상회하였다. 케미칼부문의 적자지속에도 불구하고, 신재생에너지부문의 실적 반등과 기타부문의 일회성 이익 발생에 기인한다. 1) 케미칼부문 영업이익은 -542억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 전력비 상승으로 전해조 원가가 상승하였고, 중국 증설 영향으로 PVC의 수출 경쟁이 확대되었으며, EVA, LDPE, LLDPE 등 유화부문도 정기보수 진행 및 수요 둔화 등으로 부진한 스프레드가 지속되었기 때문이다. 2) 첨단소재부문 영업이익은 -22억원으로 전 분기 대비 적자전환하였다. 태양광 소재 가격이 약세를 지속하였고, 미국 신규 공장 초기 고정비 증가에 기인한다. 3) 신재생에너지부문 영업이익은 606억원으로 1년만에 흑자전환하였다. 성수기 효과로 모듈 판매량이 전 분기 대비 급증하였고, AMPC가 확대되었으며, 다운스트림 매출액도 전 분기 대비 1조원 이상 증가하였기 때문이다. 4) 또한 울산 사택 매각으로 967억원의 일회성 이익이 기타부문에 추가되었다.

작년 4분기 지분법이익은 -1,252억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 유가 변동성 제한으로 석유제품의 재고관련 손익의 개선은 크게 개선되었지만, YNCC 및 기타 지분법 적용 업체들의 적자 확대에 기인한다.

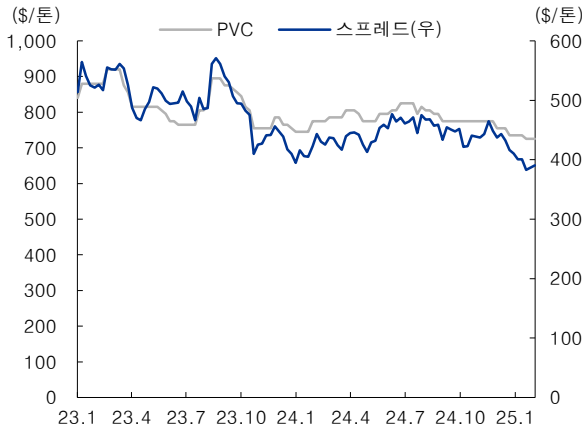
미국 태양광 모듈 가격, 타 지역 대비 프리미엄 형성 중

미국 트럼프 정부의 추가 관세 인상으로 2월 4일부터 중국산 태양광 폴리실리콘, 웨이퍼, 셀 등 수입 태양광 제품들은 301조에 따라 60%의 관세가 부과되고 있다. 미국에서 태양광 밸류체인을 보유한 동사에 반사수혜가 발생할 가능성이 크다. 또한 미국의 관세 인상으로 미국의 태양광 모듈 가격은 중국/유럽 대비 큰 폭의 프리미엄이 형성되고 있다. 이에 동사의 태양광 제품 판가(Blended)는 회복세를 보이고 있는 것으로 보인다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	12,474	14,266	15,552
영업이익	924	605	-296	665	1,012
세전이익	549	-102	-1,338	64	424
지배주주순이익	359	-208	-1,353	48	314
EPS(원)	1,864	-1,172	-7,755	273	1,801
증가율(%)	-43.5	-162.9	561.4	-103.5	559.4
영업이익률(%)	7.0	4.6	-2.4	4.7	6.5
순이익률(%)	2.8	-1.2	-10.3	0.4	2.1
ROE(%)	4.2	-2.5	-16.3	0.5	3.5
PER	23.1	-33.7	-2.1	78.5	11.9
PBR	0.9	0.9	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.8	12.0	41.2	10.9	8.7

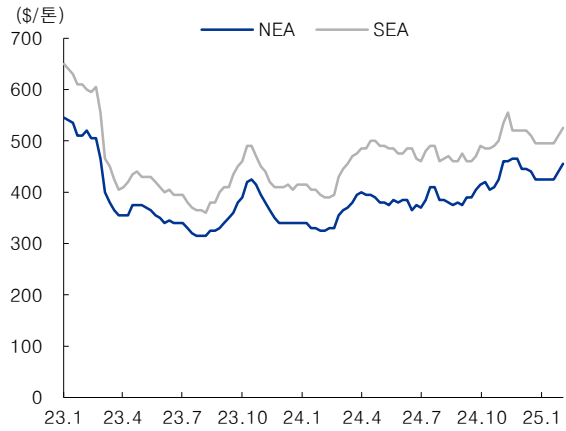
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



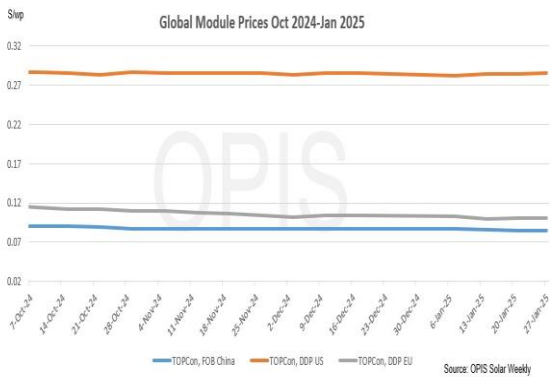
자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 2. 역내 가성소다 가격 추이



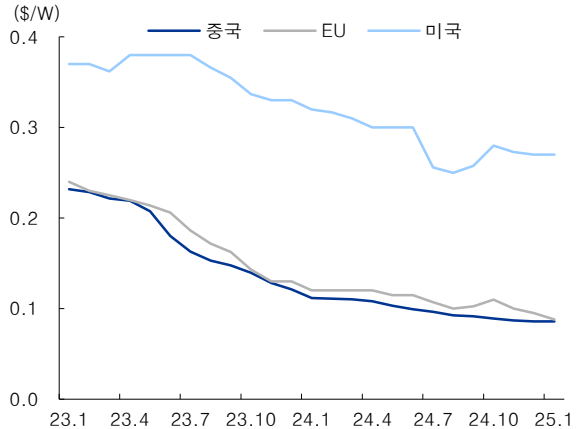
자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 3. 세계 태양광 모듈(TOPCon) 가격 추이



자료: OPIS, IBK투자증권

그림 4. 미국/중국/유럽 단결정 태양광 모듈 스팟 가격 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 1. 한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2023				2024				2022	2023	2024E	2025E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP		Annual			
매출액	3,100	3,393	2,926	3,870	2,379	2,679	2,773	4,643	13,654	13,289	12,474	14,266	
영업이익	271	194	98	41	-214	-108	-81	107	966	605	-296	665	
영업이익률	8.8	5.7	3.4	1.1	-9.0	-4.0	-2.9	2.3	7.1	4.5	-2.4	4.7	
매출액	케미칼	1,348	1,341	1,286	1,123	1,222	1,222	1,189	1,184	5,916	5,097	4,817	4,606
	첨단소재	254	264	235	236	250	266	255	268	1,152	989	1,038	1,195
	갤러리아									533			
	신재생에너지	1,366	1,629	1,280	2,341	764	980	1,153	2,869	5,569	6,616	5,766	7,176
	기타	133	159	125	170	143	211	178	323	484	586	853	1,290
영업이익	케미칼	34	49	56	-79	-19	-17	-31	-54	589	60	-121	122
	첨단소재	22	21	16	5	11	9	6	-2	35	64	24	42
	갤러리아									37			
	신재생에너지	245	138	35	151	-185	-92	-41	61	350	568	-258	501
	기타	-29	-14	-8	-36	-21	-8	-15	103	-45	-88	59	

자료: 한화솔루션, IBK투자증권

한화솔루션 (009830)

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	12,474	14,266	15,552
증가율(%)	22.4	1.2	-6.1	14.4	9.0
매출원가	10,732	11,050	10,968	11,414	12,114
매출총이익	2,399	2,239	1,506	2,852	3,439
매출총이익률 (%)	18.3	16.8	12.1	20.0	22.1
판매비	1,475	1,634	1,802	2,188	2,427
판매비율(%)	11.2	12.3	14.4	15.3	15.6
영업이익	924	605	-296	665	1,012
증가율(%)	25.1	-34.6	-149.0	-324.5	52.3
영업이익률(%)	7.0	4.6	-2.4	4.7	6.5
순금융손익	-171	-321	-529	-644	-672
이자손익	-172	-325	-532	-644	-672
기타	1	4	3	0	0
기타영업외손익	-101	-400	-79	4	4
중속/관계기업손익	-102	14	-434	40	80
세전이익	549	-102	-1,338	64	424
법인세	202	41	-298	14	93
법인세율	36.8	-40.2	22.3	21.9	21.9
계속사업이익	347	-147	-1,040	50	331
중단사업손익	19	-8	-249	0	0
당기순이익	366	-155	-1,289	50	331
증가율(%)	-40.6	-142.4	730.5	-103.9	559.4
당기순이익률 (%)	2.8	-1.2	-10.3	0.4	2.1
지배주주당기순이익	359	-208	-1,353	48	314
기타포괄이익	219	21	1,344	0	0
총포괄이익	585	-134	55	50	331
EBITDA	1,599	1,283	422	1,491	1,915
증가율(%)	15.3	-19.8	-67.1	253.6	28.4
EBITDA마진율(%)	12.2	9.7	3.4	10.5	12.3

투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,864	-1,172	-7,755	273	1,801
BPS	46,307	44,979	50,120	50,102	51,611
DPS	0	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	23.1	-33.7	-2.1	78.5	11.9
PBR	0.9	0.9	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.8	12.0	41.2	10.9	8.7
성장성지표(%)					
매출증가율	22.4	1.2	-6.1	14.4	9.0
EPS증가율	-43.5	-162.9	561.4	-103.5	559.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.8	1.9	1.4	1.4
ROE	4.2	-2.5	-16.3	0.5	3.5
ROA	1.7	-0.6	-4.1	0.1	0.9
ROIC	3.7	-1.4	-8.8	0.3	2.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	140.8	171.8	280.9	275.9	295.5
순차입금 비율(%)	49.6	82.3	135.3	113.8	115.0
이자보상배율(배)	4.6	1.5	-0.5	0.8	1.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.3	6.5	5.2	5.3	5.7
재고자산회전율	5.0	4.2	2.4	2.6	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	15,324	14,019	16,102
현금및현금성자산	2,548	1,956	3,055	5,532	6,631
유가증권	184	126	173	160	179
매출채권	2,055	2,023	2,771	2,566	2,864
재고자산	3,060	3,297	7,281	3,869	4,318
비유동자산	13,634	14,407	18,644	19,733	20,291
유형자산	6,879	7,046	10,309	11,539	11,886
무형자산	1,644	1,768	1,761	1,705	1,655
투자자산	4,197	4,422	5,067	5,094	5,193
자산총계	23,832	24,493	37,748	37,251	40,299
유동부채	6,808	7,689	16,523	15,395	17,031
매입채무및기타채무	1,832	1,837	3,342	3,094	3,453
단기차입금	2,443	2,947	8,974	8,309	9,273
유동성장기부채	560	841	1,296	1,296	1,296
비유동부채	5,685	6,598	8,310	9,166	9,975
사채	2,047	2,387	2,526	3,526	4,126
장기차입금	2,158	3,174	3,603	3,603	3,603
부채총계	13,935	15,482	27,836	27,341	30,109
지배주주지분	8,921	7,847	8,744	8,741	9,005
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,540	1,540	1,540
자본조정등	-154	-135	-148	-148	-148
기타포괄이익누계액	215	258	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,561	5,339	4,206	4,202	4,466
비지배주주지분	976	1,163	1,167	1,170	1,186
자본총계	9,897	9,011	9,911	9,911	10,191
비이자부채	6,293	5,985	11,203	10,373	11,577
총차입금	7,642	9,497	16,633	16,968	18,532
순차입금	4,910	7,415	13,405	11,276	11,723

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	-2,665	4,133	862
당기순이익	366	-155	-1,289	50	331
비현금성 비용 및 수익	1,340	1,583	1,994	1,427	1,491
유형자산감가상각비	637	613	651	770	853
무형자산상각비	38	66	67	56	49
운전자본변동	-1,626	-499	-3,200	3,301	-288
매출채권의 감소	-400	-544	-727	205	-298
재고자산의 감소	-35	-175	-3,794	3,412	-449
매입채무등의 증가	-812	290	1,424	-248	359
기타 영업현금흐름	36	-411	-170	-645	-672
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-6,180	-1,442	-1,999
유형자산의 증가(CAPEX)	-903	-2,390	-3,167	-2,000	-1,200
유형자산의 감소	14	41	15	0	0
무형자산의 감소(증가)	-37	-18	-13	0	0
투자자산의 감소(증가)	-590	-689	-96	13	-19
기타	39	257	-2919	545	-780
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	9,768	-215	2,236
차입금의 증가(감소)	1,304	2,052	3,338	0	0
자본의 증가	0	49	0	0	0
기타	1018	-492	6430	-215	2236
기타 및 조정	4	14	174	1	0
현금의 증가	965	-658	1,097	2,477	1,099
기초현금	1,652	2,616	1,958	3,055	5,532
기말현금	2,616	1,958	3,055	5,532	6,631

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	취득일								

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 (2024.01.01~2024.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	91.7
Trading Buy (중립)	7	4.9
중립	5	3.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

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

