

한화솔루션 (009830)



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

태양광 업황 반등에는 시간이 더 필요해!

2024년 예상 영업이익 2,272억원, △62% 감익

2024년 예상 실적은 '매출액 12.4조원, 영업이익 2,272억원(영업이익률 1.8%), 지배주주 순손실 △1,055억원' 등이다. 영업이익 추정치는 전년 6,045억원 대비 △62% 감소하는 수치이다. 케미칼 부문은 바닥 탈출이 예상되지만, 태양광부문에서 글로벌 공급과잉 영향권에 노출될 전망이다. 2024년 글로벌 태양전지 수급률은 55%(수요 574GW/캐파 1,043GW)로 부진하다. 부문별 이익은 '케미칼 1,349억원, 신재생에너지 678억원(모듈제조 △5,523억원 + 미국보조금 5,300억원 + 발전소 매각 900억원), 첨단소재/기타 635억원' 등이었다.

2024년 1분기 적자전환 불가피

2024년 1분기 예상 영업손익은 △846억으로, 2018년 4분기 △959억원 적자 이후 5개년 만에 적자전환 할 전망이다. 1) 신재생에너지 부문 예상손익은 △633억원이다. 구성을 살펴보면 '모듈생산 부문 △1,533억원, 미국 보조금 800억원, 발전소매각 100억원' 등이다. 국내 음성공장 3.5GW 폐쇄로, 총캐파는 12GW로 조정되었다. 특히, 신규설비 증설로, 미국 내 고가 모듈가격이 전분기 와트당 0.38\$에서 0.32\$로 15% 낮아졌다. 2) 케미칼 부문 예상 손익은 △188억원 적자가 예상된다. PVC(건축자재)와 가성소다(표백제) 약세로, 주요제품 스프레드가 195\$로, 손익분기점 220\$을 하회하고 있다. 중국 건축 수요가 약했기 때문이다.

주가 눈높이 3.2만원으로 하향

태양전지 모듈 제조부문 실적 부진과 추가적인 재무부담을 반영해, 목표주가를 3.2만원(기존 3.8만원)으로 하향조정한다. 특히, 2024년 Capex 3.2조원으로, EBITDA 창출능력 1조원을 감안하면, 2조원 이상 자금이 필요하다. 차입금에 의존할 전망이다. 과거 태양전지 공급과잉과 재무압박 시기에 PBR(주가/순자산 배율)밴드는 0.6 ~ 0.9배였다. 2024년 4월 PBR은 0.59배로, 주가에 충분히 반영되었다. 앞으로, 태양광 치킨게임 향배를 좀 더 지켜봐야 한다.

HOLD (M)

목표주가 **32,000원 (D)**

현재주가 (4/1) **29,050원**

상승여력 **10%**

시가총액 50,518억원

총발행주식수 174,467,885주

60일 평균 거래대금 345억원

60일 평균 거래량 1,117,440주

52주 고/저 55,100원 / 26,650원

외인지분율 23.72%

배당수익률 0.00%

주요주주 한화 외 4인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 4.7 (26.5) (45.9)

상대 0.7 (28.9) (51.2)

절대 (달러환산) 3.3 (29.8) (47.8)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	25,310	-18.4	-34.6	27,967	-9.5
영업이익	-846	적전	적전	-855	1.0
세전계속사업이익	-2,241	적전	적지	-1,613	-38.9
지배순이익	-1,813	적전	적지	-1,107	-63.8
영업이익률 (%)	-3.3	적전	적전	-3.1	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	-7.2	적전	적지	-4.0	-3.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023P	2024F
매출액	107,252	136,539	132,887	123,789
영업이익	7,383	9,662	6,045	2,272
지배순이익	6,191	3,591	-2,081	-1,055
PER	13.2	21.7	-27.3	-47.0
PBR	1.0	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.2	8.5	10.7	14.8
ROE	8.8	4.2	-2.4	-1.3

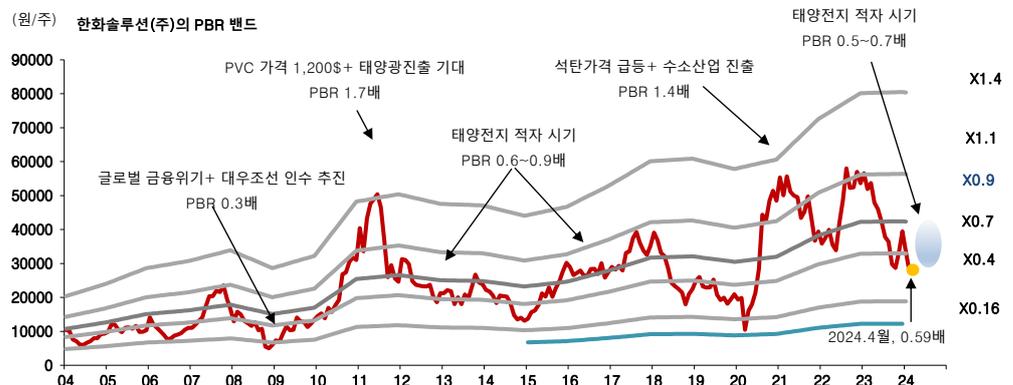
자료: 유안타증권

표 2. 한화솔루션주 적정주가: 2024년 3.2만원 (석유화학 업황 바닥탈출 + 태양광모듈 공급과잉 반영 + 차입금 부담 반영)

구분	기준일 (2024.4월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	14조 5,599억원	① 원료부문 EBITDA 6,324억원 x EV/EBITDA 5.3배 = 3조 3,517억원 ② 태양광부문 EBITDA 8,447억원 x EV/EBITDA 4.5배 = 3조 8,012억원 ③ 태양광발전소 부문 (파이프라인 6GW 수익 3.6조원 - 투자비 2.7조원) x 비상장적용률 80% = 7,200억원 ④ IRA 보조금 10년 누계 5.4조원/WACC 9.5%로 할인한 현재 가치 = 2조 9,568억원 ⑤ 가공소재부문 EBITDA 686억원 x EV/EBITDA 4.5배 x 지분율 50% = 1,544억원 ⑥ 여천NCC주 EBITDA 5,700억원 x EV/EBITDA 6.5배 x 비상장적용 80% x 지분율 50% = 1조 4,820억원 ⑦ 한화임팩트주 EBITDA 7,034억원 x EV/EBITDA 6.5배 x 비상장적용 80% x 지분율 48% = 1조 7,411억원 ⑧ 기타(도시개발 등) EBITDA 441억원 x EV/EBITDA 10.0배 x 비상장적용 80% = 3,528억원 ※ 부문별 사업가치는 '평균업황에서 얻을 수 있는 EBITDA X 사이클 위치별 EV/EBITDA'로 계산함 ※ 석화부문 사이클과 EV/EBITDA 관계는 불황기 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황기 7.5배 등임 ※ 원료부문(LDPE, TDI, PVC, 가성소다 등) EV/EBITDA 5.3배로, 평균 업황 이하로 낮아짐을 가정함 ※ 태양광부문 EV/EBITDA 10.0배는 평균 업황 회귀 기대를 반영함. 참고로, 불황 7.0 ~ 평균 10.0 ~ 호황 13.0배 등 ※ 미국 IRA 보조금 효과(7센트/와트)를 현재가치로 환산했음 ※ 여천NCC주 EV/EBITDA 6.5배는 평균 업황 회복을 가정함 ※ 한화종합화학주 EV/EBITDA 6.0배는 평균업황 회복을 가정함 ※ 본사 이외의 비상장 연결회사 가치는 20%(처분시 과세율) 할인했음
(+) 투자자산가치	6,770억원	한화호텔앤리조트(49%) 1,013억원(장부가 2,069억원), 기타 유가증권 4,713억원(장부가 9,426억원) 투자부동산 1,044억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 x PBR 0.5배로 계산함. 투자부동산은 PBR 1.0배를 적용했음
(-) 순차입금	9조 8,320억원	
(+) 총차입금	10조 6,924억원	※ 한화케미칼주 연결 차입금 9.3조원 + 우선주 643억원 + 여천NCC주 차입금 8,997억원 + 한화임팩트주 3,339억원 ※ 우선주 2,575,349주 X 주당 25,000원 = 643억원 ※ 여천NCC주/한화임팩트주 차입금 = 총차입금 X 한화케미칼주 지분율
(-) 현금성자산	2조 4,235억원	※ 한화케미칼주 연결 현금 2.3조원 + 여천NCC주 현금성자산 354억원 + 한화임팩트주 865억원 ※ 여천NCC주/한화임팩트주 현금성자산 = 현금성자산 X 한화케미칼주 보유 지분율
(+) 탄소배출비용	1조 6,032억원	※연간 탄소배출 사회적비용= 연결 배출량 4,873,619톤 x 탄소가격 25달러 x 1,250원/달러 = 1,523억원 ※탄소배출 잠재비용 = 연간 배출비용 / WACC 9.5% = 1조 6,032억원
순자산 가치 발행주식수	5조 4,049억원 1억 6,934만주	※총발행주식수 171,892,536주 - 지사주 2,548,801주
주당순자산 (적정 주당 가격)	3.2만원	※목표주가 하향기준 3.8만원 → 3.2만원 이유: 2024년 Capex 3.2조원에 따른 차입금 부담 증가 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 한화솔루션주 PBR 밴드: 석화약세 + 태양전지 모듈 공급과잉 + 차입금 부담 증가 = PBR 0.5 ~ 0.7 배



자료: 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액	107,252	136,539	132,887	123,789	131,598
매출원가	85,290	108,526	108,924	104,470	107,307
매출충이익	21,962	28,014	23,963	19,318	24,291
판매비	14,578	18,351	17,918	17,046	17,879
영업이익	7,383	9,662	6,045	2,272	6,412
EBITDA	13,870	16,417	12,909	10,758	15,378
영업외손익	1,170	-3,970	-6,981	-3,343	-1,424
외환관련손익	-882	-525	223	230	595
이자손익	-1,290	-1,931	-3,141	-4,137	-4,680
관계기업관련손익	2,629	-1,019	-3,606	588	2,686
기타	713	-495	-458	-25	-25
법인세비용차감전순손익	8,553	5,692	-936	-1,071	4,988
법인세비용	2,390	2,028	533	-205	1,029
계속사업순손익	6,163	3,660	-1,469	-867	3,959
중단사업순손익	0	0	-84	0	0
당기순이익	6,163	3,660	-1,553	-867	3,959
지배지분순이익	6,191	3,591	-2,081	-1,055	3,589
포괄순이익	8,896	5,848	666	-867	3,959
지배지분포괄이익	8,862	5,805	-38	-1,055	3,589

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	9,909	1,157	8,554	5,194	9,315
당기순이익	6,163	3,660	-1,553	-867	3,959
감가상각비	6,175	6,372	6,218	7,801	8,387
외환손익	890	1,086	177	-230	-595
중속, 관계기업관련손익	-2,629	1,019	3,606	-588	-2,686
자산부채의 증감	-1,912	-16,265	-529	-1,169	239
기타현금흐름	1,222	5,285	635	246	11
투자활동 현금흐름	-16,550	-14,766	-31,643	-29,578	-11,156
투자자산	-5,958	-5,945	-1,968	33	-49
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,127	-9,029	-27,000	-32,000	-12,000
유형자산 감소	331	135	129	0	0
기타현금흐름	-2,796	72	-2,804	2,389	893
재무활동 현금흐름	10,763	23,223	11,200	15,621	-5,650
단기차입금	-5,606	5,358	1,330	5,095	8
사채 및 장기차입금	8,465	10,302	12,320	15,013	-850
자본	13,618	3,168	-8,562	0	0
현금배당	0	0	0	-517	-517
기타현금흐름	-5,714	4,395	6,112	-3,971	-4,291
연결범위변동 등 기타	395	32	6,548	3,741	7,902
현금의 증감	4,517	9,646	-5,341	-5,022	410
기초 현금	11,998	16,515	26,162	20,821	15,799
기말 현금	16,515	26,162	20,821	15,799	16,209
NOPLAT	7,383	9,662	9,484	2,272	6,412
FCF	1,782	-7,872	-18,446	-26,806	-2,685

자료: 유안타증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
유동자산	60,740	85,733	77,907	71,435	72,286
현금및현금성자산	15,672	25,484	20,821	15,799	16,209
매출채권 및 기타채권	16,343	22,798	21,454	20,945	21,430
재고자산	22,315	30,601	29,639	30,514	30,400
비유동자산	125,236	136,344	151,301	174,782	177,865
유형자산	64,516	68,795	78,652	102,850	106,464
관계기업 등 지분관련 자산	34,384	37,446	41,380	41,380	41,380
기타투자자산	2,994	4,520	4,765	4,732	4,781
자산총계	200,076	238,317	245,942	262,951	266,885
유동부채	57,879	68,085	66,642	73,304	76,464
매입채무 및 기타채무	26,869	27,806	28,528	27,002	28,054
단기차입금	20,040	24,430	25,789	30,906	30,882
유동성장기부채	6,072	5,598	2,228	5,411	7,377
비유동부채	47,745	56,854	72,409	84,140	81,471
장기차입금	16,150	21,581	33,038	41,038	41,038
사채	16,487	20,473	28,187	32,017	29,201
부채총계	118,063	139,348	153,858	172,250	172,742
지배지분	81,594	89,206	81,036	79,464	82,537
자본금	9,782	9,782	8,886	8,886	8,886
자본잉여금	20,032	23,201	15,535	15,535	15,535
이익잉여금	50,514	55,614	53,747	52,175	55,248
비지배지분	418	9,763	11,048	11,236	11,606
자본총계	82,012	98,969	92,084	90,700	94,143
순차입금	46,248	51,804	70,910	97,808	96,556
총차입금	64,189	79,849	93,499	113,607	112,765

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
EPS	3,325	1,878	-1,193	-619	2,083
BPS	42,516	46,957	47,144	46,230	48,018
EBITDAPS	7,397	8,522	7,272	6,166	8,814
SPS	57,195	70,878	74,864	70,952	75,428
DPS	0	0	300	300	300
PER	13.2	21.7	-27.3	-47.0	13.9
PBR	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.2	8.5	10.7	14.8	10.3
PSR	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023P	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	16.6	27.3	-2.7	-6.8	6.3
영업이익 증가율 (%)	24.3	30.9	-37.4	-62.4	182.2
지배순이익 증가율 (%)	100.3	-42.0	격전	격지	-440.3
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	18.0	15.6	18.5
영업이익률 (%)	6.9	7.1	4.5	1.8	4.9
지배순이익률 (%)	5.8	2.6	-1.6	-0.9	2.7
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	9.7	8.7	11.7
ROIC	6.1	6.2	9.3	1.4	3.6
ROA	3.5	1.6	-0.9	-0.4	1.4
ROE	8.8	4.2	-2.4	-1.3	4.4
부채비율 (%)	144.0	140.8	167.1	189.9	183.5
순차입금/자기자본 (%)	56.7	58.1	87.5	123.1	117.0
영업이익/금융비용 (배)	5.0	4.3	1.5	0.5	1.3

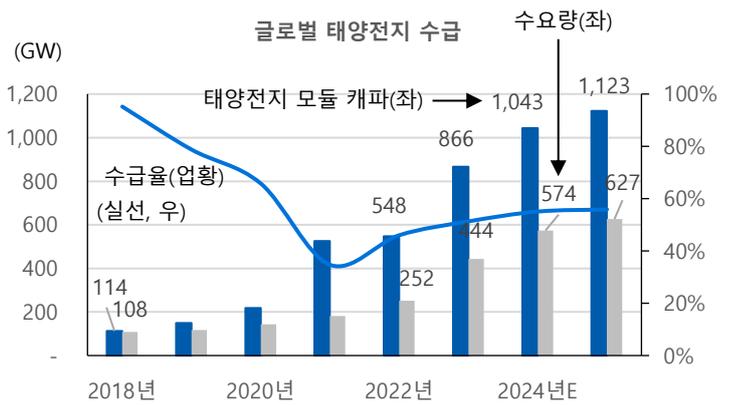
Key Chart

연간 영업이익 전망 : 2022년 9,662억원, 2023년 6,045억원, 2024년 2,272억원(e), 2025년 6,412억원(e)



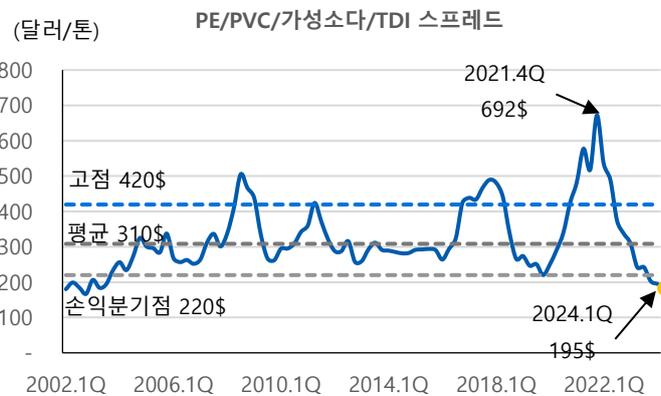
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 태양전지 모듈 수급 전망 : 2024년 캐파 1,043GW vs 수요 574GW (수급률 55%)



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

한화솔루션(주) 주요 석화제품 스프레드 : 2022년 440\$, 2023년 254\$, 2024년 1분기 195\$(vs 손익분기점 220\$)



자료: 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet

산업재/소재/자동차 산업내 순위	33위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+1점
E (Environment)	+2점
S (Social)	-1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+1점

ESG 평가 기업	한화솔루션
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	009830 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
한화솔루션	2	-1	-1	0
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 한화솔루션 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

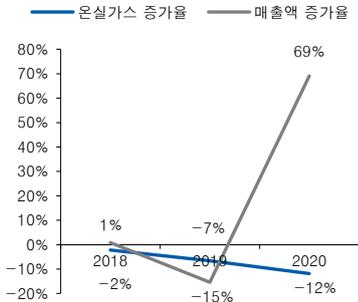
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 A
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments 사업구조 재편이 너무 많이 발생되고 있다는 것이 약점임 기업승계를 위해, 한화솔루션이 자금 창구 역할을 하고 있음(유상증자, 자산양수도 등)

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용: +1	무사용: 0	전년대비 증가: +2	2년 연속 증가: +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다: -1	낮다: +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직: -1	별도: +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

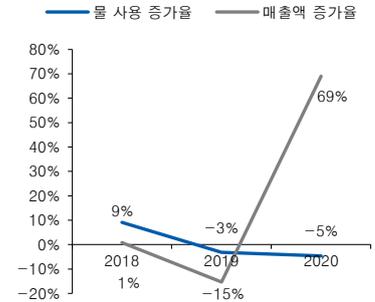


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

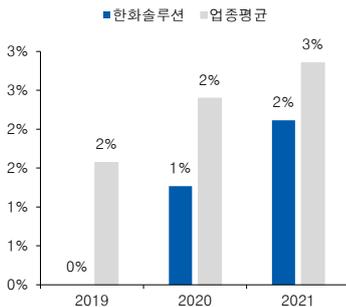
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

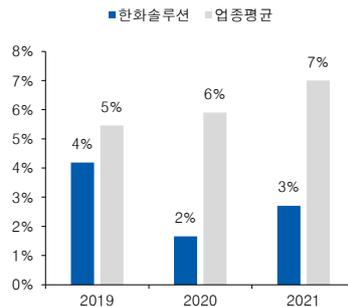
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



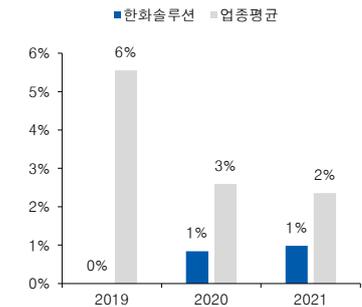
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

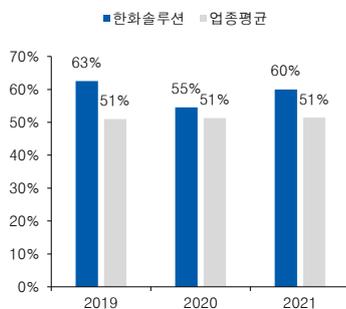
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



주: 2019년 당기순손실 발생
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

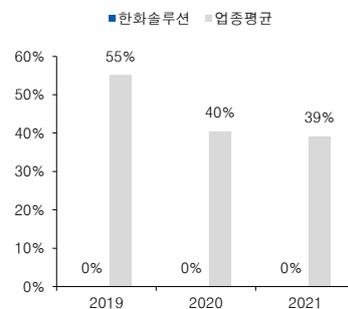
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



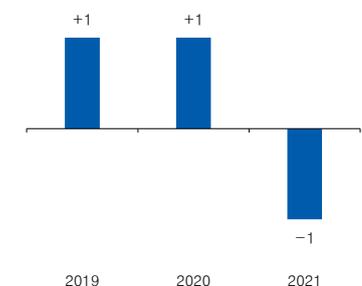
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 2019년 당기순손실 발생
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

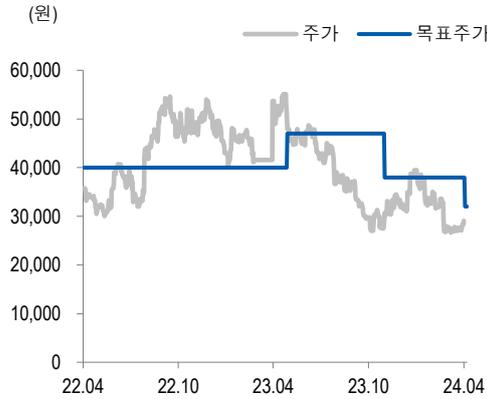
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사사 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-04-02	HOLD	32,000	1년		
2023-11-01	HOLD	38,000	1년	-15.42	3.95
2023-04-28	HOLD	47,000	1년	-17.18	-42.55
2022-07-08	1년 경과 이후		1년	16.43	37.75
2021-07-08	HOLD	40,000	1년	-7.03	-24.88

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	15.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-04-01

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.