



MARKETPEFORM

(Downgrade)

목표주가: 31,000(하향)

주가(2/22): 29,300원

시가총액: 50,365억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(7/10)		2,664.27pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	55,100원	27,000원	
등락률	-46.8%	8.5%	
수익률	절대	상대	
	1M	-9.0%	-15.8%
	6M	-20.6%	-25.0%
	1Y	-28.8%	-34.8%

발행주식수	171,893 천주	
일평균 거래량(3M)	1,283천주	
외국인 지분율	23.6%	
배당수익률(2023E)	0.0%	
BPS(2023E)	50,290원	
주요 주주	한화 외 4인	36.5%

투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	10,725.2	13,653.9	13,288.7	14,174.9
영업이익	738.3	966.2	604.5	508.4
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,302.4	1,215.9
세전이익	855.3	569.2	-436.6	-605.7
순이익	616.3	366.0	-281.1	-389.9
지배주주지분순이익	619.1	359.1	-275.8	-382.6
EPS(원)	3,301	1,864	-1,581	-2,193
증감률(% YoY)	79.4	-43.5	적전	적지
PER(배)	10.8	23.1	-25.0	-13.4
PBR(배)	0.84	0.93	0.79	0.59
EV/EBITDA(배)	8.3	8.7	9.8	10.6
영업이익률(%)	6.9	7.1	4.5	3.6
ROE(%)	8.8	4.2	-3.1	-4.4
순차입금비율(%)	56.5	51.5	50.2	72.0

Price Trend



한화솔루션(009830)

신재생 에너지부문 수익성 하락



한화솔루션이 4분기 실적을 발표했습니다. 기대했던 신재생에너지부문은 셀 평가의 급격한 하락으로 예상을 하회했습니다. 회사는 6월 미국의 동남아시아 우회 제조 중국산 덤핑 관세 유예 만료에 따른 재고 증가로 시장의 재고 수준도 높아 당분간 약세가 지속될 것으로 예상했습니다. 영업외손익에서는 소규모 WAFER 손상 차손 약 3000억원 발생으로 당기순손실 3,302억원을 기록했습니다. **예상을 하회하는 신재생부문 수익성 및 CAPEX (3.2조) 부담으로 MARKETPERFORM으로 하향합니다.**

>>> 4분기 신재생에너지부문 및 영업외손익 기대치 하회

동사는 22일 4분기 실적 내용을 발표했다. 4분기 영업이익은 전기비 약 59% 감소했다. 부문별로 보면 신재생에너지 1,505억원(QoQ +334%), 케미칼 -793억원(적자전환), 첨단소재 53억원(QoQ -67%)로 나타났다. 신재생은 시장의 기대를 하회하는 수준으로 6월 미국 반덤핑 관세 유예 만료를 앞두고 시장 재고 및 경쟁 증가로 평가가 예상보다 급격히 하락한 것으로 설명했다. 또한 영업외에서 소규모 Wafer 손상차손 약 3,000억원 인식에 따라 4분기 당기순이익은 -3,302억원을 발표, '23년 전체 당기순이익도 적자 1,553억원으로 마감했다.

>>> '24년 신재생 수익성 불확실성 상존

반덤핑 관세 유예 만료를 앞두고, 상반기 높은 재고에 따른 평가 약세 요인이 상존함에 따라 회사는 상저하고의 태양광 셀 시장 전망을 제시했다. 우리는 '24년 전망자료에서 미국 태양광 밸류체인에서 폴리실리콘을 제외한 주요 품목들의 수급이 완화되는 전망을 유지한다.

참고로 '23년 신재생에너지부문 영업이익 약 5,682억원 중 AMPC 약 2,000억원을 제할 경우 약 3,682억원, OPM 4.1%로 볼 수 있다. '24년 AMPC는 약 5,000~6,000억원 규모 이상이 될 것으로 회사는 예상하였다. 신재생관련 미국 IRA 정책은 지속될 수 있지만 동사 영업이익의 주된 부분을 차지할 AMPC 지급 및 규모에 대한 정책 변화 가능성은 모니터링이 필요하다.

>>> 투자의견 및 목표주가 하향

동사는 석유화학에서 태양광으로 수익성 축을 전환중이다. 이에 따라 타겟인 미국시장의 태양광 정책 및 셀 수급, EPC/개발자산 매각의 성장성과 수익성이 매우 중요하다. 셀 수익성은 상반기 약세가 지속될 전망이며, 개발자산/EPC의 수익성도 중장기 한자리수 중반으로 당초 시장 기대를 하회하는 수준으로 볼 수 있다. 또한 영업외 손익도 악화될 수 있는데 '24년 CAPEX 약 3.2조원 대비 당사 추정 EBITDA 1.2조원대비 높은 수준이기 때문이다. **수익성 추정치 하향 및 성장성 둔화 감안하여 목표주가 31,000원(Fwd PBR 0.6x), 투자의견 MARKETPERFORM으로 하향한다.**

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725.2	13,653.9	13,288.7	14,174.9	14,539.0
매출원가	8,529.0	10,852.6	10,888.0	11,760.9	11,857.2
매출총이익	2,196.2	2,801.4	2,400.7	2,414.0	2,681.7
판관비	1,457.8	1,835.1	1,796.2	1,905.5	1,959.0
영업이익	738.3	966.2	604.5	508.4	722.7
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,302.4	1,215.9	1,474.0
영업외손익	117.0	-397.0	-1,041.2	-1,114.2	-1,115.3
이자수익	18.5	33.0	82.8	81.1	110.1
이자비용	147.5	226.2	400.4	449.2	502.8
외환관련이익	250.6	619.7	368.8	368.8	368.8
외환관련손실	338.9	672.2	312.8	312.8	312.8
종속 및 관계기업손익	262.9	-101.9	-449.3	-471.7	-448.1
기타	71.4	-49.4	-330.3	-330.4	-330.5
법인세차감전이익	855.3	569.2	-436.6	-605.7	-392.5
법인세비용	239.0	202.8	-155.6	-215.8	-139.9
계속사업순손익	616.3	366.0	-281.1	-389.9	-252.7
당기순이익	616.3	366.0	-281.1	-389.9	-252.7
지배주주순이익	619.1	359.1	-275.8	-382.6	-247.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.6	27.3	-2.7	6.7	2.6
영업이익 증감율	24.3	30.9	-37.4	-15.9	42.2
EBITDA 증감율	16.6	18.4	-20.7	-6.6	21.2
지배주주순이익 증감율	100.3	-42.0	-176.8	38.7	-35.2
EPS 증감율	79.4	-43.5	적전	적지	적지
매출총이익율(%)	20.5	20.5	18.1	17.0	18.4
영업이익률(%)	6.9	7.1	4.5	3.6	5.0
EBITDA Margin(%)	12.9	12.0	9.8	8.6	10.1
지배주주순이익률(%)	5.8	2.6	-2.1	-2.7	-1.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,074.0	8,573.3	8,886.4	8,160.7	9,071.3
현금 및 현금성자산	1,567.2	2,548.4	3,097.5	2,099.5	2,927.2
단기금융자산	214.8	215.6	216.3	217.0	217.8
매출채권 및 기타채권	1,634.3	2,279.8	2,218.8	2,366.8	2,427.6
재고자산	2,231.5	3,060.1	2,978.2	3,176.9	3,258.5
기타유동자산	426.2	469.4	375.6	300.5	240.2
비유동자산	12,523.6	13,634.4	14,630.8	16,657.0	16,950.6
투자자산	3,715.4	4,070.4	4,314.7	4,548.4	4,793.3
유형자산	6,451.6	6,879.5	7,671.6	9,500.5	9,582.2
무형자산	1,580.6	1,644.4	1,604.4	1,568.0	1,535.0
기타비유동자산	776.0	1,040.1	1,040.1	1,040.1	1,040.1
자산총계	20,007.6	23,831.7	24,057.2	25,087.6	26,291.9
유동부채	5,787.9	6,808.5	6,835.9	7,037.5	7,175.6
매입채무 및 기타채무	2,686.9	2,780.6	2,808.0	3,009.5	3,147.7
단기금융부채	2,705.6	3,191.3	3,191.3	3,191.3	3,191.3
기타유동부채	395.4	836.6	836.6	836.7	836.6
비유동부채	4,774.5	5,685.4	6,035.4	7,035.4	8,135.4
장기금융부채	3,708.1	4,664.9	5,014.9	6,014.9	7,114.9
기타비유동부채	1,066.4	1,020.5	1,020.5	1,020.5	1,020.5
부채총계	11,806.3	13,934.8	14,312.2	15,513.8	16,751.9
자본지분	8,159.4	8,920.6	8,773.9	8,610.2	8,581.0
자본금	978.2	978.2	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	2,003.2	2,320.1	2,320.1	2,320.1	2,320.1
기타자본	-24.2	-154.2	-154.2	-154.2	-154.2
기타포괄손익누계액	150.7	215.0	433.8	652.6	871.5
이익잉여금	5,051.4	5,561.4	5,285.6	4,903.0	4,655.1
비지배지분	41.8	976.3	971.1	963.7	959.0
자본총계	8,201.2	9,896.9	9,745.0	9,573.9	9,540.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	990.9	115.7	1,768.3	1,357.3	1,640.5
당기순이익	0.0	0.0	-281.1	-389.9	-252.7
비현금항목의 가감	700.7	1,339.6	1,377.9	1,400.2	1,521.0
유형자산감가상각비	617.5	637.2	657.9	671.1	718.3
무형자산감가상각비	31.2	38.3	40.1	36.4	33.0
지분법평가손익	-341.0	-144.7	-449.3	-471.7	-448.1
기타	393.0	808.8	1,129.2	1,164.4	1,217.8
영업활동자산부채증감	-191.2	-1,626.5	264.2	-70.0	55.8
매출채권및기타채권의감소	-21.1	-400.2	61.0	-148.0	-60.8
재고자산의감소	-691.6	-35.4	81.9	-198.6	-81.6
매입채무및기타채무의증가	506.6	-812.0	27.5	201.5	138.1
기타	14.9	-378.9	93.8	75.1	60.1
기타현금흐름	481.4	402.6	407.3	417.0	316.4
투자활동 현금흐름	-1,655.0	-1,476.6	-2,236.6	-3,298.3	-1,586.0
유형자산의 취득	-812.7	-902.9	-1,450.0	-2,500.0	-800.0
유형자산의 처분	33.1	13.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.5	-37.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-654.8	-456.8	-693.6	-705.4	-693.0
단기금융자산의감소(증가)	-33.4	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타	-181.7	-92.3	-92.3	-92.2	-92.3
재무활동 현금흐름	1,076.3	2,322.3	1,369.4	2,359.1	2,209.1
차입금의 증가(감소)	-71.2	1,303.8	350.0	1,250.0	1,100.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	1,338.7	0.0	-89.7	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-13.8	-90.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-177.4	1,109.1	1,109.1	1,109.1	1,109.1
기타현금흐름	39.5	3.2	-419.8	-1,416.0	-1,436.0
현금 및 현금성자산의 순증가	451.7	964.6	481.3	-998.0	827.6
기초현금 및 현금성자산	1,199.8	1,651.5	2,616.2	3,097.5	2,099.5
기말현금 및 현금성자산	1,651.5	2,616.2	3,097.5	2,099.5	2,927.2

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	3,301	1,864	-1,581	-2,193	-1,421
BPS	42,356	46,307	50,290	49,351	49,184
CFPS	7,024	8,854	6,286	5,791	7,270
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.8	23.1	-25.0	-13.4	-20.6
PER(최고)	17.8	30.0	-36.1		
PER(최저)	9.8	16.1	-16.8		
PBR	0.84	0.93	0.79	0.59	0.60
PBR(최고)	1.39	1.21	1.13		
PBR(최저)	0.77	0.65	0.53		
PSR	0.62	0.61	0.52	0.36	0.35
PCFR	5.1	4.9	6.3	5.1	4.0
EV/EBITDA	8.3	8.7	9.8	10.6	9.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	3.5	1.7	-1.2	-1.6	-1.0
ROE	8.8	4.2	-3.1	-4.4	-2.9
ROIC	5.7	4.8	3.4	2.6	3.4
매출채권회전율	6.9	7.0	5.9	6.2	6.1
재고자산회전율	5.9	5.2	4.4	4.6	4.5
부채비율	144.0	140.8	146.9	162.0	175.6
순차입금비율	56.5	51.5	50.2	72.0	75.1
이자보상배율	5.0	4.3	1.5	1.1	1.4
총차입금	6,413.6	7,856.1	8,206.1	9,206.1	10,306.1
순차입금	4,631.6	5,092.2	4,892.3	6,889.6	7,161.2
NOPLAT	1,387.0	1,641.7	1,302.4	1,215.9	1,474.0
FCF	195.8	-1,374.0	-98.8	-1,535.2	472.3

Compliance Notice

- 당사는 2월 22일 현재 '한화솔루션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

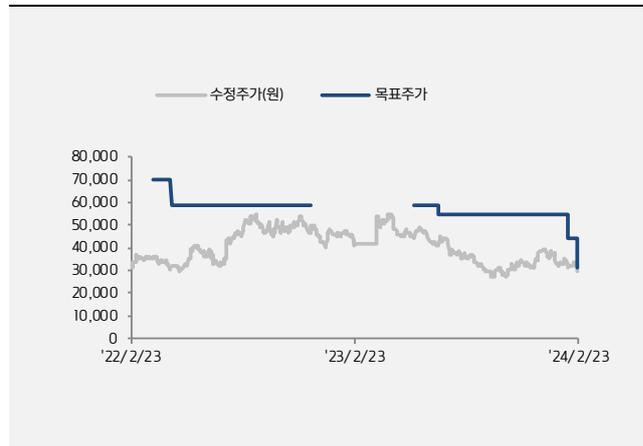
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2022-03-29	Buy(Maintain)	69,865원	6개월	-51.31	-48.54
	2022-04-29	Buy(Maintain)	58,637원	6개월	-45.33	-44.74
	2022-05-10	Buy(Maintain)	58,637원	6개월	-40.67	-30.59
담당자변경	2022-06-15	Buy(Maintain)	58,637원	6개월	-28.49	-6.88
	2023-05-30	Buy(Reinitiate)	59,000원	6개월	-23.88	-17.46
	2023-07-11	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-20.22	-18.09
	2023-07-18	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-28.77	-18.09
	2023-08-29	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-37.54	-18.09
	2024-02-06	Buy(Maintain)	44,500원	6개월	-27.47	-24.49
	2024-02-23	Marketperform (Downgrade)	31,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

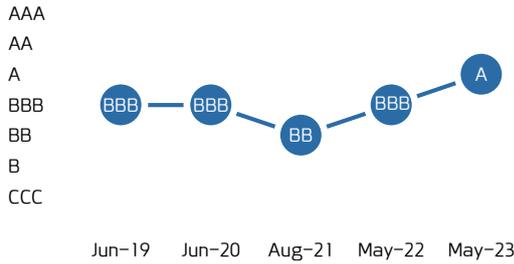
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

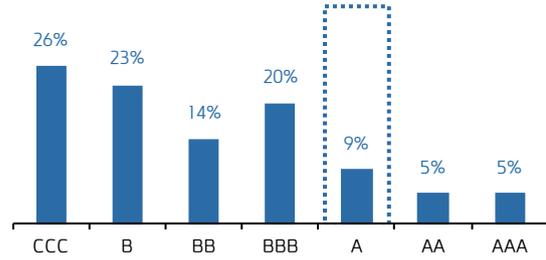
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI 지수 내 일반 화학 기업 66개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	4.8	3.4		
환경	6.8	3.7	56.0%	▼0.1
탄소배출	10.0	5	15.0%	
유독 물질 배출 & 폐기물	6.0	2.8	15.0%	▼0.1
물 부족	5.4	3.5	15.0%	
친환경 기술 관련 기회	5.6	3.8	11.0%	
사회	4.1	2.3	11.0%	▲0.2
화학 안전성	4.1	2.2	11.0%	▲0.2
지배구조	1.7	3.6	33.0%	▲0.2
기업 지배구조	3.1	4.5		▲0.2
기업 행동	2.4	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (일반 화학기업)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	물 부족	화학 안전성	기업 지배구조	기업 행동	등급	추세
한화솔루션	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●●	●	●	A	
BERGER PAINTS INDIA LIMITED	●●●	●●	●●●	●●	●●●	●●●	●●	BBB	◀▶
KINGBOARD LAMINATES HOLDINGS LIMITED	●●●	●●●	●●●●	●●●	●●●	●	●●	B	◀▶
HENGLI PETROCHEMICAL CO., LTD.	●	●●●	●	●●●	●●●●	●●	●	B	▲
HuBei XingFa Chemical Group Co., Ltd.	●	●●	●●	●	●	●●	●	CCC	◀▶
Inner Mongolia Yuan Xing Energy Company Limited	●	●●	●	●	●●	●	●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ●●●●●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치