

한화솔루션 (009830)

화학



황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	47,000원 (M)
현재주가 (8/7)	37,650원
상승여력	25%

시가총액	65,431억원
총발행주식수	174,467,885주
60일 평균 거래대금	547억원
60일 평균 거래량	1,243,485주
52주 고	55,100원
52주 저	36,650원
외인지분율	23.63%
주요주주	한화 외 4 인 36.48%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.2)	(17.7)	(14.4)
상대	(10.1)	(20.2)	(17.4)
절대(달려환산)	(8.3)	(16.7)	(14.9)

주가는 바닥권 도달, 회복은 천천히...

2023년 2분기 영업이익 1,941억원, 감익

2023년 2분기 잠정 실적은 '매출액 3.4조원, 영업이익 1,941억원(영업이익률 5.7%), 지배주주 순이익 338억원' 등이다. 영업이익은 전년 2,778억원과 직전 분기 2,714억원 대비 각각 △30%와 △28% 줄어든 것이다. 미국의 태양전지 보조금 279억원에도 불구하고, 태양전지 밸류체인 가격 하락 속에 고가 원료(웨이퍼) 투입 비용이 증가하면서, 부진했다. 부문별로는 '케미칼 492억원(전분기 337억원), 태양전지 1,380억원(전분기 2,450억원), 첨단소재 212억원(전분기 217억원)' 등이다. 참고로, 지분법 손실도 △755억원 발생되었다.

3분기 예상 영업이익 1,727억원으로, 추가 약세

3분기 예상 영업이익은 1,727억원으로, 전분기에 이어 추가로 감익이 전망된다. 1) 태양전지 부문에서는 스프레드 하락과 고가 원료가 투입 영향이 계속된다. 스팩 단결정 모듈 - 웨이퍼 와트당 스프레드는 2022년 0.143\$, 2023년 2분기 0.11\$에서 3분기 0.095\$로 낮아졌다. 2개월 전의 웨이퍼를 원료 사용하면서, 10월까지의 역 래깅 위험(고가 투입)에 노출된다. 반면, 2) 발전소 매각 규모는 1분기 1,650억원, 2분기 3,250억원에 이어, 3분기 1조원까지 확대된다. 실적 감소를 일부 지지해 줄 전망이다. 3) 케미칼 부문은 전분기와 비슷한 약세가 예상된다. PVC 가격은 상승하는 반면, 가성소다는 약세를 보이는 혼조 상황이다.

PBR 0.78배로 주가 바닥 도달, 회복은 천천히

2023년 3분기 주가 급락에도 불구하고, 적정주가 4.7만원(HOLD의견)을 유지한다. 태양전지 부진으로 주가는 3.8만원 수준까지 낮아졌는데, 주가순자산 배율(PBR) 0.78배에 해당한다. 지난 2022년 1분기 태양전지 부문 적자를 기록했던 시기 PBR 0.76배 수준이었다는 점을 감안하면, 바닥권 주가에 도달한 것으로 판단된다.

그런데, 기업가치 복원 속도는 천천히 진행될 전망이다. 공급과잉으로 양전지 모듈가격(와트당)은 2022년 0.25\$에서 2023년 7월 0.15\$까지 낮아졌다. 하반기에 미국 JA solar 2GW, 한화큐셀(주) 1.4GW, Adion(주) 0.5GW 등 증설이 대기하고 있어, 태양전지 약세 고비가 아직 남았다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	35,878	6.6	5.7	36,728	-2.3
영업이익	1,727	-50.4	-11.0	2,116	-18.4
세전계속사업이익	1,345	-39.5	203.4	1,398	-3.8
지배순이익	1,005	-26.7	197.1	1,000	0.5
영업이익률 (%)	4.8	-5.6 %pt	-0.9 %pt	5.8	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-1.3 %pt	+1.8 %pt	2.7	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	107,252	136,539	131,420	125,587
영업이익	7,383	9,662	8,112	7,832
지배순이익	6,191	3,591	1,997	4,419
PER	13.2	21.7	32.4	14.6
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.2	8.4	9.2	9.5
ROE	8.8	4.2	2.3	5.1

자료: 유안타증권

표 1. 한화솔루션주의 실적 추정치 : 2022년 연간 영업이익 9,662억원 → (2023년 2분기 1,941억원 → 3분기 예상 1,727억원) → 2023년 연간 8,112억원(e)

	연간실적												회복																																			
	2022				2023				2015				2016				2017				2018				2019				2020				2021				2022				2023E				2024E			
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E						
생산capa																																																
PVC(한국+중국) (만톤)	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	100	100	100	100	100	100	100	100	110	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113	113								
LDPE/LLDPE/EVA (만톤)	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83								
가성소다 (만톤)	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	87	86	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89	89								
석유수지 (만톤)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	3	5	5	5	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5								
태양전지 모듈(한화큐셀+큐셀코리아) (MW)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,450	3,171	4,150	8,000	8,500	10,150	10,850	11,575	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400	12,750	12,400												
폴리실리콘 (만톤)	2024년 말 미국 5.3GW 확장																																															
TDI (만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15												
NCC(여천NCC+한화도탈) (만톤)	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	304	304	304	304	320	335	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369	369												
TPA(한화중합화학) (만톤)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200												
PX(한화도탈) (만톤)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	105	105	105	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200												
주요제품 가격																																																
LDPE(범용필름, EVA필름 등) \$/MT	1,543	1,491	1,189	1,073	1,087	979	1,040	1,114	1,248	1,280	1,293	1,299	1,158	1,101	1,441	1,324	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220	1,055	1,220												
PVC(창호 등 건자재) \$/MT	1,330	1,275	918	799	890	800	840	864	834	818	904	922	861	879	1,369	1,081	849	930	849	930	849	930	849	930	849	930	849	930	849	930	849	930	849	930	849	930												
가성소다(알루미늄 세정제) \$/MT	602	689	572	604	463	361	340	350	286	310	495	482	314	239	390	617	378	400	378	400	378	400	378	400	378	400	378	400	378	400	378	400	378	400	378	400												
TDI(인조가죽 등 우레탄) \$/MT	2,486	2,648	2,342	2,596	2,606	2,374	2,240	2,414	1,690	2,133	3,574	3,484	1,648	1,580	2,215	2,518	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380	2,408	2,380												
태양전지 모듈(단결정, 다결정 평균) \$/Watt	0.244	0.245	0.250	0.232	0.214	0.187	0.149	0.150	0.620	0.528	0.385	0.315	0.250	0.204	0.233	0.243	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150	0.175	0.150												
에틸렌(석화 원재료, 구입추정가격) \$/MT	1,101	1,177	900	862	894	814	830	914	811	753	835	989	833	640	859	1,010	863	1,030	863	1,030	863	1,030	863	1,030	863	1,030	863	1,030	863	1,030	863	1,030	863	1,030	863	1,030												
웨이퍼(태양광모듈 원재료) \$/Watt	0.310	0.310	0.350	0.301	0.325	0.244	0.173	0.170	0.841	0.678	0.643	0.414	0.248	0.183	0.275	0.318	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172	0.228	0.172												
나프타 가격(참고) \$/톤	889	880	707	681	697	596	640	664	497	406	497	616	527	383	651	789	649	680	649	680	649	680	649	680	649	680	649	680	649	680	649	680	649	680	649	680												
Dubai 원유가격(참고) \$/배럴	97	109	105	95	79	78	80	83	52	40	53	69	63	43	70	101	80	85	80	85	80	85	80	85	80	85	80	85	80	85	80	85	80	85	80	85												
주요제품 스프레드	545	498	377	339	314	247	261	264	350	354	477	398	284	375	576	440	272	268	272	268	272	268	272	268	272	268	272	268	272	268	272	268	272	268	272	268												
LDPE - 에틸렌 \$/MT	442	314	289	211	193	165	210	200	437	528	458	310	325	460	582	314	192	190	192	190	192	190	192	190	192	190	192	190	192	190	192	190	192	190	192	190												
PVC - 0.5-에틸렌 \$/MT	779	686	468	368	443	393	425	407	428	442	487	427	445	559	940	576	417	415	417	415	417	415	417	415	417	415	417	415	417	415	417	415	417	415	417	415												
가성소다 - 230S(소금+전력비 등) \$/MT	372	459	342	374	233	131	110	120	56	80	265	252	84	9	160	387	148	170	148	170	148	170	148	170	148	170	148	170	148	170	148	170	148	170	148	170												
TDI - 돌루엔 -1200S \$/MT	378	325	385	616	498	299	200	400	1,053	371	1,787	1,532	-216	730	283	426	349	350	349	350	349	350	349	350	349	350	349	350	349	350	349	350	349	350	349	350												
태양전지 - 0.315-웨이퍼가격 \$/Watt	0.146	0.147	0.140	0.137	0.112	0.110	0.095	0.096	0.355	0.314	0.182	0.184	0.172	0.147	0.146	0.143	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096	0.103	0.096												
매출액 (억원)	29,703	33,891	33,657	39,289	31,002	33,930	35,878	30,610	80,370	92,588	93,418	90,460	94,574	91,950	107,252	136,539	131,420	125,587	131,420	125,587	131,420	125,587	131,420	125,587	131,420	125,587	131,420	125,587	131,420	125,587	131,420	125,587																
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지) (억원)	15,481	16,041	14,686	12,946	13,475	13,413	12,453	10,483	37,854	38,718	43,276	43,722	35,265	33,301	53,640	59,164	49,824	49,971	49,824	49,971	49,824	49,971	49,824	49,971	49,824	49,971	49,824	49,971	49,824	49,971	49,824	49,971																
태양광자회사(큐셀+큐셀코리아) (억원)	9,206	12,343	13,316	20,820	13,661	16,290	21,400	18,148	26,794	36,484	24,633	25,217	35,533	37,022	35,685	55,685	69,500	63,615	69,500	63,615	69,500	63,615	69,500	63,615	69,500	63,615	69,500	63,615	69,500	63,615	69,500	63,615																
유통(갤리아/타입월드) (억원)	1,239	1,319	1,265	1,504	1,239	1,319	1,265	1,504	5,853	6,734	7,124	7,042	5,936	4,921	5,147	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327	5,327																
첨단소재(폴 한화L&C) (억원)	2,623	2,986	3,127	2,776	2,535	2,642	2,353	2,441	9,869	10,652	9,824	10,476	8,081	7,774	9,389	11,522	9,971	10,084	9,971	10,084	9,971	10,084	9,971	10,084	9,971	10,084	9,971	10,084	9,971	10,084	9,971	10,084																
영업이익 (억원)	1,579	2,778	3,484	1,822	2,714	1,941	1,727	1,730	3,370	7,792	7,564	3,543	4,592	5,942	7,383	9,662	8,112	7,832	8,112	7,832	8,112	7,832	8,112	7,832	8,112	7,832	8,112	7,832	8,112	7,832	8,112	7,832																
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지) (억원)	2,576	2,280	1,264	-321	337	492	473	55	1,665	4,710	6,311	3,672	1,749	3,755	10,468	5,799	1,358	3,571	1,358	3,571	1,358	3,571	1,358	3,571	1,358	3,571	1,358	3,571	1,358	3,571	1,358	3,571																
태양광자회사(큐셀+큐셀코리아) (억원)	-1,142	352	1,972	2,319	2,450	1,380	1,362	540	784	2,125	143	-107	2,235	1,867	-3,285	3,501	6,732	4,203	6,732	4,203	6,732</																											

표 2. 미국 태양전지 모듈 생산캐파 및 국산화율 전망 : 2023년 4분기 3.9GW 증설 집중

시기	기업명	국적	미국 위치	Product	기술	캐파(MW)	상업가동시기
[2022년 기준]							
	First Solar	United States	OH	Modules	CdTe	2400	2012
	SPI Energy/Solar4America	United States	CA	Modules	c-Si	2400	
	Qcells (Hanwha)	South Korea	GA	Modules	c-Si	1,700	
	Meyer Burger	Switzerland	AZ	Modules	c-Si HJT	1,100	
	Heliene	Canada	MN	Modules	c-Si	670	2018
	Silfab Solar	Canada	WA	Modules	c-Si	800	
	JinkoSolar	China	FL	Modules	c-Si	400	2019
	Tesla	United States	NY	Modules	c-Si	345	
	SunSpark USA/SolarMax Technology	United States	CA	Modules	c-Si	250	
	Auxin Solar	United States	CA	Modules	c-Si	150	
	Certainteed	France	CA	Modules	c-Si	120	
	Toledo Solar	United States	OH	Modules	CdTe	100	
	Mission Solar	United States	TX	Modules	c-Si	300	
	기타					130	
	총캐파					8,065	MW
	연간수요					18GW	국산화율 45%
[2023년]							
	GAF Energy	United States	TX	Modules	c-Si	300	2023
	Heliene	Canada	MN	Modules	c-Si	150	2023
	Illuminate/Longi	United States (JV)	OH	Modules	c-Si	5000	2023
	Meyer Burger	Switzerland	AZ	Modules	c-Si HJT	400	2023
	Qcells (Hanwha)	South Korea	GA	Modules	c-Si	1400	2023
	Adion	United States	GA	Modules	c-Si	500	Q3 2023
	JA Solar	China	AZ	Modules	c-Si	2000	Q4 2023
	증설규모					9,750	MW
	총캐파					17,815	MW
	연간수요					24 ~ 28GW	국산화율 70%
[2024년]							
	Mission Solar	United States	TX	Modules	c-Si	800	2024
	Mitrex	Canada		Modules	c-si	2500	2024
	Qcells (Hanwha)	South Korea	GA	Modules	c-Si	3300	2024
	Qcells (Hanwha)	South Korea	GA	Modules	c-Si	2000	2024
	Silfab Solar	Canada	SC	Modules	c-Si	1200	2024
	3Sun/Enel	Italy		Modules	c-Si	3000	Q4 2024
	3Sun/Enel	Italy		Modules	c-Si	3000	Q4 2024
	증설규모					15,800	MW
	총캐파					33,615	MW
	연간수요					28 ~ 32GW	국산화율 112%
[2025년]							
	First Solar	United States	AL	Modules	CdTe	3500	2025
	First Solar	United States	OH	Modules	CdTe	3600	2025
	First Solar	United States	OH	Modules	CdTe	500	2025
	Convalt Energy	United States	NY	Modules	c-Si	2000	2025
	Convalt Energy	United States	NY	Modules	c-Si	4000	2025
	증설규모					13,600	MW
	총캐파					47,215	MW
	연간수요					32 ~ 36GW	국산화율 140%
[기타 검토중]							
	Canadian Solar	China		Modules	c-Si	5000	
	Hounen	China	SC	Modules	c-si	1000	
	Maxeon	United States		Modules	c-Si	3000	
	Philadelphia Solar	Jordan	TX	Modules	c-Si	1200	
	SEG Solar	China	TX	Modules	c-si	2000	
	SPI Energy/Solar4America	United States	CA	Modules	c-Si	2600	
	Sun Pacific Power	United States	AL	Modules	c-si	1000	
	Toledo Solar	United States	OH	Modules	CdTe	2000	
	Toledo Solar	United States	OH	Modules	CdTe	700	
	Waaree	India		Modules		2000	
	증설규모					11,500	MW
	총캐파					58,715	국산화율 170%

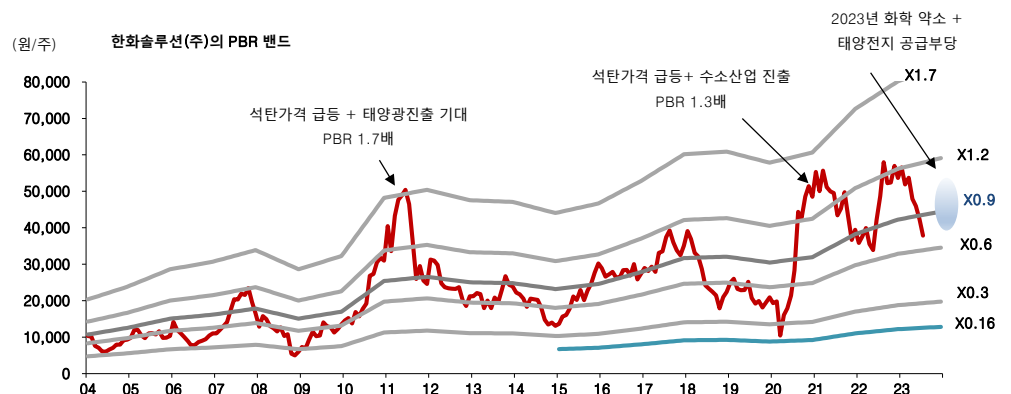
자료: SEIA, 유안타증권 리서치센터

표 3. 한화솔루션(주) 적정주가 : 4.7 만원 (석유화학 업황 약세, 태양광모듈 약세, IRA 보조금 효과 반영)

구분	기준일 (2023.8월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	14조 6,563억원	① 원료부문 EBITDA 6,324억원 x EV/EBITDA 5.3배 = 3조 3,740억원 ② 태양광부문 EBITDA 5,568억원 x EV/EBITDA 7.0배 = 3조 8,976억원 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 ※ 한화중합화학주 EV/EBITDA 6.0배는 평균업황 회복을 가정함 ※ 본사 이외의 비상장 연결자회사 가치는 20%(저분시 과세율) 할인했음
(+) 투자자산가치	4,953억원	한화호텔앤리조트(49%) 1,084억원(장부가 2,167억원), 기타 유가증권 1,872억원(장부가 3,744억원) 투자부동산 1,997억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 x PBR 0.5배로 계산함. 투자부동산은 PBR 1.0배를 적용했음
(-) 순차입금	7조 862억원	
(+)총차입금	8조 5,155억원	※ 한화케미칼주 연결 차입금 7조 2,082억원 + 우선주 1,030억원 + 여천NCC주 차입금 9,226억원 + 한화임팩트주 2,817억원 ※ 우선주 2,575,349주 X 주당 40,000원 = 449억원 ※ 여천NCC주/한화임팩트주 차입금 = 총차입금 X 한화케미칼주 지분율
(-)현금성자산	3조 325억원	※ 한화케미칼주 연결 현금 2조 6,185억원 + 여천NCC주 현금성자산 481억원 + 한화임팩트주 3,659억원 ※ 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 1,523억원 / WACC 9.5% = 1조 6,032억원
순자산 가치 발행주식수	8조 645억원 1억 7,189만주	※2023년 3월 인적분할 전 발행주식수 191,278,497주 → 인적분할 후 171,892,536주
주당순자산 (적정 주당 가격)	4.7만원	

자료: 유안타증권 리서치센터

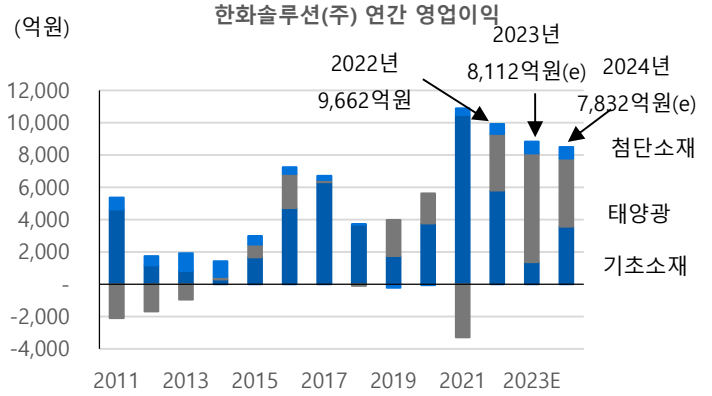
그림 1 한화솔루션(주) PBR 밴드 : 2023년 석화약세 + 태양전지 모듈 공급과잉 + 보조금 효과 = PBR 0.9 배 중심으로 등락 지속



자료: 유안타증권 리서치센터

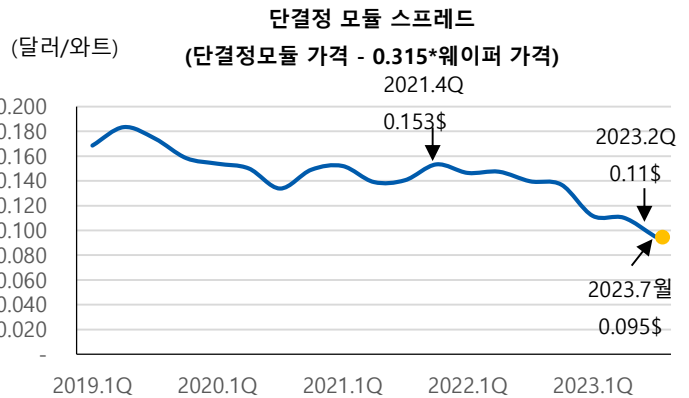
Key Chart

연간 영업이익 전망 : 2022년 9,662억원, 2023년 8,112억원 (e), 2024년 7,832억원(e)



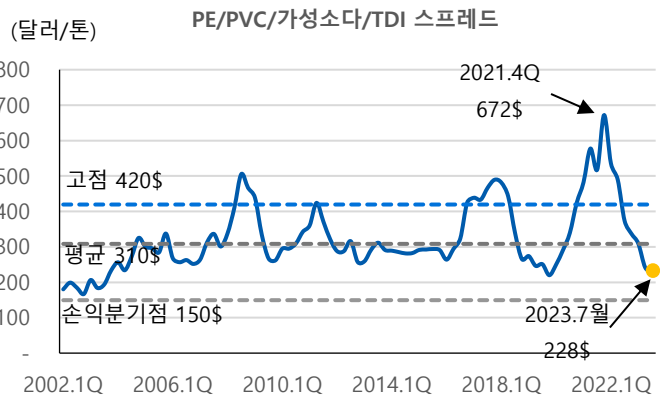
자료: 유안타증권 리서치센터

태양전지 모듈 스프레드(와트당) : 2022년 0.143\$, 2023년 2분기 0.11\$, 7월 0.095\$



자료: 유안타증권 리서치센터

주요 석화제품 스프레드(톤당) : 2022년 434\$, 2023년 2분기 242\$, 7월 228\$



자료: 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	107,252	136,539	131,420	125,587	130,814
매출원가	85,290	108,526	105,577	100,693	104,958
매출총이익	21,962	28,014	25,843	24,894	25,855
판매비	14,578	18,351	17,731	17,063	17,773
영업이익	7,383	9,662	8,112	7,832	8,082
EBITDA	13,870	16,417	15,413	16,380	16,872
영업외손익	1,170	-3,970	-5,041	-2,078	-2,921
외환관련손익	-882	-525	0	331	317
이자손익	-1,290	-1,931	-2,572	-3,031	-3,560
관계기업관련손익	2,629	-1,019	-310	2,569	2,446
기타	713	-495	-2,159	-1,946	-2,123
법인세비용차감전순이익	8,553	5,692	3,072	5,754	5,162
법인세비용	2,390	2,028	724	1,392	1,249
계속사업순이익	6,163	3,660	2,348	4,362	3,913
중단사업순이익	0	0	-72	0	0
당기순이익	6,163	3,660	2,277	4,362	3,913
지배지분순이익	6,191	3,591	1,997	4,419	3,954
포괄순이익	8,896	5,848	4,485	4,362	3,913
지배지분포괄이익	8,862	5,805	4,017	4,419	3,954

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

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	9,909	1,157	12,768	11,659	13,953
당기순이익	6,163	3,660	2,277	4,362	3,913
감가상각비	6,175	6,372	6,815	8,114	8,399
외환손익	890	1,086	-78	-331	-317
중속, 관계기업관련손익	-2,629	1,019	310	-2,569	-2,446
자산부채의 증감	-1,912	-16,265	-1,540	-3,720	-1,377
기타현금흐름	1,222	5,285	4,985	5,802	5,782
투자활동 현금흐름	-16,550	-14,766	-25,956	-23,530	-11,000
투자자산	-5,958	-5,945	-1,979	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,127	-9,029	-24,432	-23,000	-11,000
유형자산 감소	331	135	21	0	0
기타현금흐름	-2,796	72	434	-530	0
재무활동 현금흐름	10,763	23,223	19,593	19,037	7,343
당기차입금	0	0	12	4,123	2,075
사채 및 장기차입금	-712	13,038	13,726	6,960	-2,955
자본	13,387	0	493	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,912	10,185	5,362	7,954	8,223
연결범위변동 등 기타	395	32	-14,977	-10,804	-11,041
현금의 증감	4,517	9,646	-8,572	-3,639	-745
기초 현금	11,998	16,515	26,162	17,590	13,951
기말 현금	16,515	26,162	17,590	13,951	13,206
NOPLAT	7,383	9,662	8,112	7,832	8,082
FCF	1,782	-7,872	-11,664	-11,341	2,953

자료: 유안타증권

- 주: 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

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	60,740	85,733	73,608	73,381	71,835
현금및현금성자산	15,672	25,484	17,590	13,951	13,206
매출채권 및 기타채권	16,343	22,798	16,915	18,103	17,824
재고자산	22,315	30,601	31,665	33,889	33,366
비유동자산	125,236	136,344	141,839	158,859	163,515
유형자산	64,516	68,795	75,753	90,639	93,240
관계기업 등 지분관련자산	34,384	37,446	37,160	39,729	42,174
기타투자자산	2,994	4,520	4,359	4,359	4,359
자산총계	200,076	238,317	231,617	248,410	251,520
유동부채	57,879	68,085	48,556	62,370	76,530
매입채무 및 기타채무	26,869	27,806	22,389	23,712	23,494
단기차입금	20,040	24,430	21,513	25,636	27,711
유동성장기부채	6,072	5,598	477	8,844	21,147
비유동부채	47,745	56,854	75,842	74,434	59,177
장기차입금	16,150	21,581	32,803	31,566	26,220
사채	16,487	20,473	32,333	32,163	22,251
부채총계	118,063	139,348	138,753	151,159	150,062
지배지분	81,594	89,206	84,910	89,329	93,283
자본금	9,782	9,782	8,886	8,886	8,886
자본잉여금	20,032	23,201	15,540	15,540	15,540
이익잉여금	50,514	55,614	58,242	62,661	66,615
비지배지분	418	9,763	7,954	7,922	8,175
자본총계	82,012	98,969	92,864	97,251	101,458
순차입금	45,254	49,843	67,999	82,721	82,586
총차입금	63,196	77,889	89,660	100,743	99,864

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,325	1,878	1,162	2,571	2,300
BPS	42,510	46,957	49,398	51,969	54,270
EBITDAPS	7,406	8,533	8,834	9,388	9,670
SPS	57,195	70,878	75,326	71,983	74,979
DPS	0	0	0	0	0
PER	13.2	21.7	32.4	14.6	16.4
PBR	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.2	8.4	9.2	9.5	9.3
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5

계산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	16.6	27.3	-3.7	-4.4	4.2
영업이익 증가율 (%)	24.3	30.9	-16.0	-3.5	3.2
지배순이익 증가율 (%)	100.3	-42.0	-44.4	121.3	-10.5
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	19.7	19.8	19.8
영업이익률 (%)	6.9	7.1	6.2	6.2	6.2
지배순이익률 (%)	5.8	2.6	1.5	3.5	3.0
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	11.7	13.0	12.9
ROIC	6.1	6.3	5.5	4.7	4.5
ROA	3.5	1.6	0.8	1.8	1.6
ROE	8.8	4.2	2.3	5.1	4.3
부채비율 (%)	144.0	140.8	149.4	155.4	147.9
순차입금/자기자본 (%)	55.5	55.9	80.1	92.6	88.5
영업이익/금융비용 (배)	5.0	4.3	2.6	2.3	2.0

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)

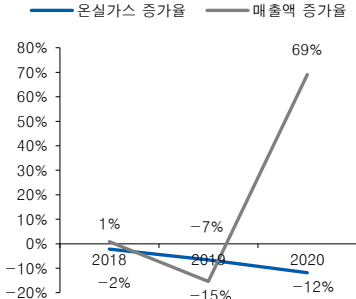
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년 대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년 대비	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

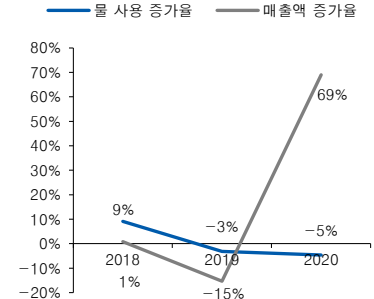


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

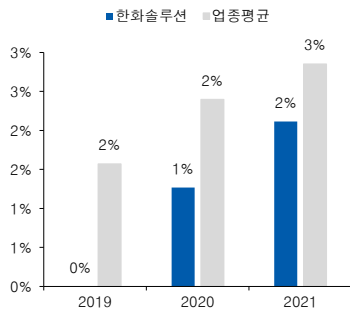


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

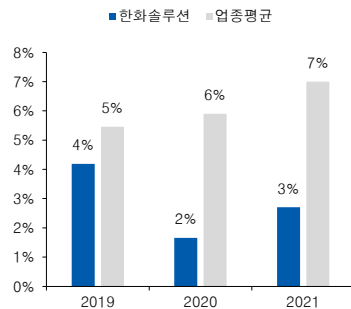


여성임원비율 vs. 업종 평균



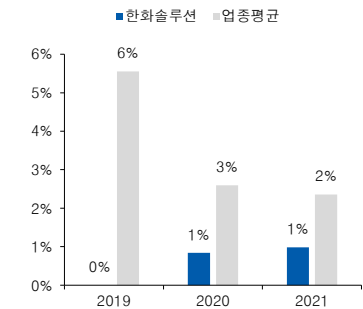
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

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

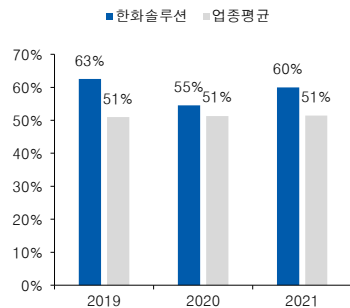


주: 2019년 당기순손실 발생
 ▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

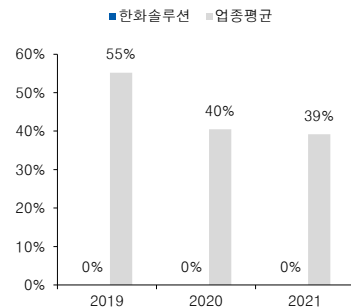


사외이사 비율 vs. 업종 평균



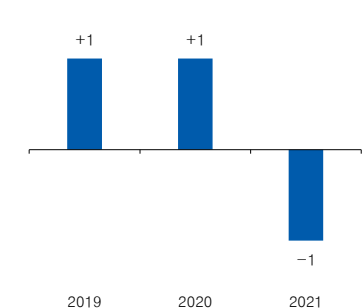
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



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

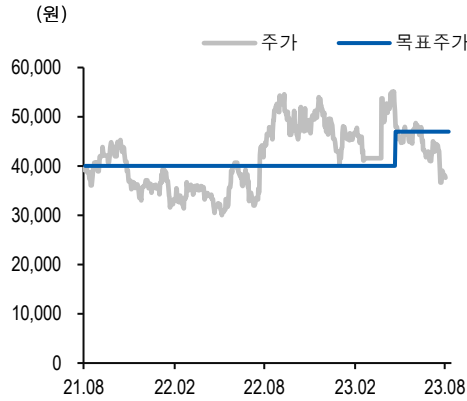
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사와 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
2023-08-08	HOLD	47,000	1년		
2023-04-28	HOLD	47,000	1년		
2022-07-08	1년 경과 이후		1년	16.43	-
2021-07-08	HOLD	40,000	1년	3.47	-

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)	0.0
Buy(매수)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-08-05

※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 기준 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.