



BUY (Maintain)

목표주가: 44,500원
주가(2/5): 33,200원
시가총액: 57,068억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

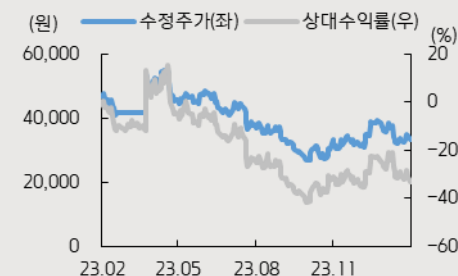
Table with 3 columns: Metric, Value, and Unit. Includes KOSPI(2/5), 52 주 추가동향, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2021, 2022, 2023F, 2024F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, and 순이익.

Price Trend



한화솔루션(009830)

TOPCon 출시 긍정적이나 차입금 수준 부담



한화큐셀이 TOPCon 셀 모듈인 '큐트론 G2' 시리즈를 2월 한국과 유럽에서 동시 출시한다고 5일 밝혔습니다. 이는 기존 PERC 셀 대비 발전 효율을 1%p 높인 것입니다.

>>> PERC 양산에 이어 TOPCon 제품 출시 긍정적

한화큐셀은 5일 언론을 통하여 기존 PERC 셀 대비 발전 효율을 1%p 높인 TOPCon(Tunnel Oxide Passivated Contract, 전하선택형 태양전지) 신제품 '큐트론 G2'를 출시한다고 밝혔다.

>>> 케미칼 부문 약세 및 미국 태양광 탈중국 지속 예상

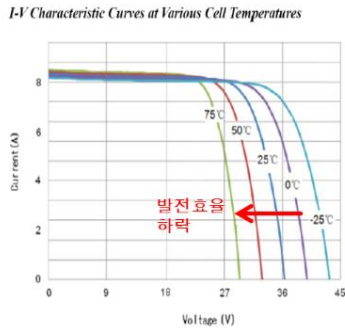
신재생에너지 부문은 선전하고 있지만, YNCC(지분법)의 NCC, 케미칼 부문의 PVC, PE 수익성은 당분간 약세를 지속할 것으로 예상된다.

그러나 우리는 미국 대선 결과에 따라 미국 태양광산업 성장율은 영향받을 수 있지만 탈중국 정책은 유지될 것으로 예상된다.

>>> 목표주가 44,500원으로 하향

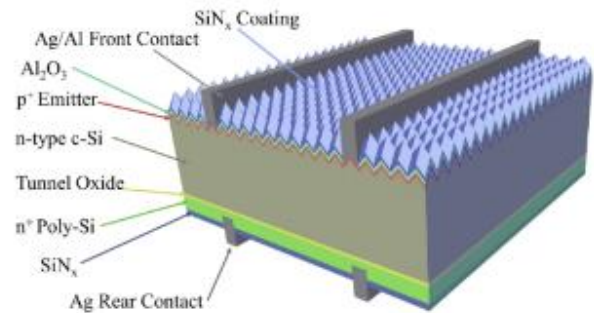
신재생에너지 성장전략을 긍정적으로 평가하지만 '24년 투자금 증가에 따른 차입금 부담이 상존한다. 추정치 변경을 반영하여 목표주가 44,500원으로 하향하나 BUY를 유지한다.

셀 온도에 따른 발전효율 하락



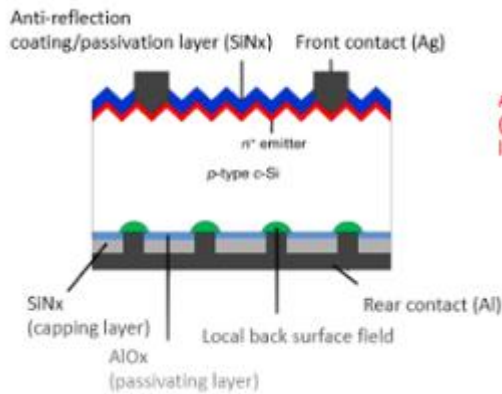
자료: 선우엔지니어링, 키움증권 리서치

TOPCon: 아래위 양쪽에 은이 접합되는 N-Type 기술

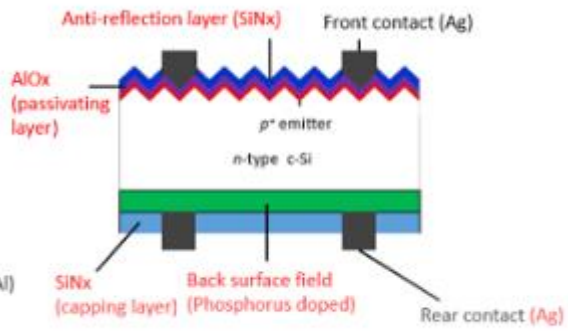


자료: encyclopedia, 키움증권 리서치

기존 타입 PERC(좌)의 경우 위만 은이 접합됨

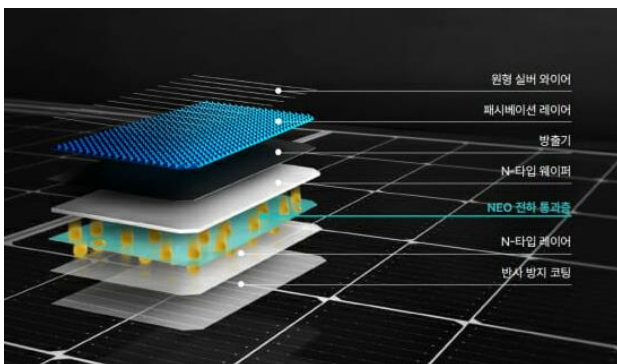


자료: 선우 엔지니어링, 키움증권 리서치



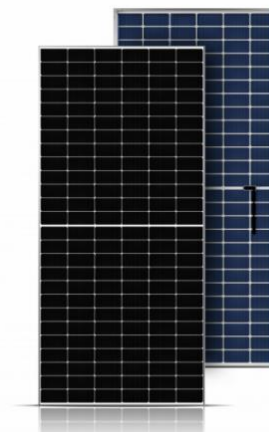
자료: encyclopedia, 키움증권 리서치

한화큐셀 N타입 TOPCon 셀 구조도



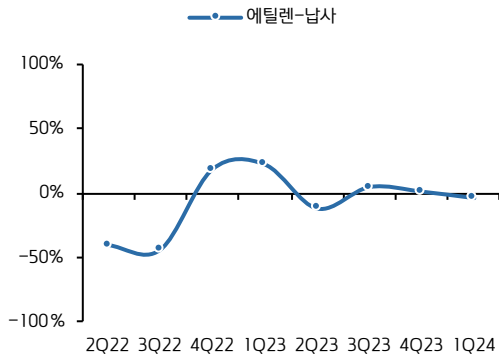
자료: 한화큐셀, 키움증권 리서치

큐트론 G2



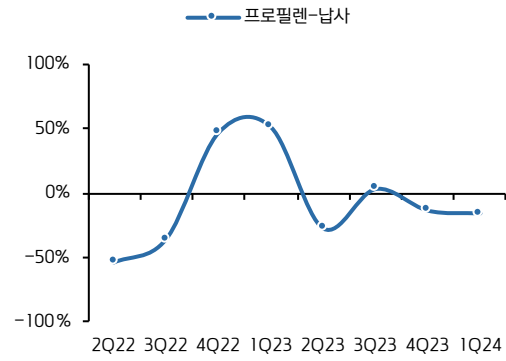
자료: 한화큐셀, 키움증권 리서치

분기별 에틸렌 스프레드 추이



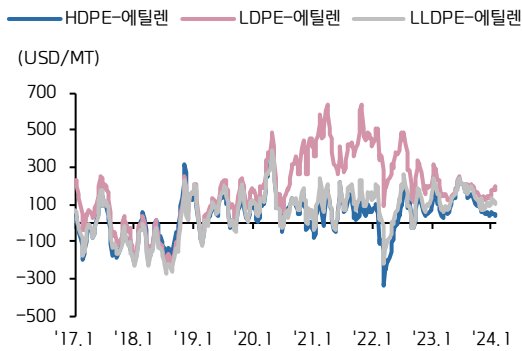
자료: Bloomberg, Ciscem, 키움증권 리서치

분기별 프로필렌 스프레드 추이



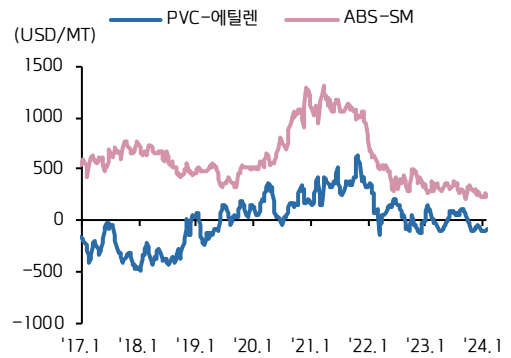
자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 관세청, 키움증권 리서치

PE 스프레드 추이



자료: Bloomberg, Ciscem, 키움증권 리서치

PVC 스프레드 추이



자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 관세청, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	10,725.2	13,653.9	12,888.1	13,747.5	14,788.0
매출원가	8,529.0	10,852.6	10,504.3	11,135.7	12,016.0
매출총이익	2,196.2	2,801.4	2,383.8	2,611.9	2,772.0
판관비	1,457.8	1,835.1	1,747.2	1,853.3	1,981.3
영업이익	738.3	966.2	636.6	758.6	790.8
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,334.5	1,466.0	1,506.2
영업외손익	117.0	-397.0	-566.3	-561.5	-533.3
이자수익	18.5	33.0	93.6	142.4	178.7
이자비용	147.5	226.2	236.3	257.8	289.5
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	-30.3	-30.4	-30.4
법인세차감전이익	855.3	569.2	70.3	197.1	257.5
법인세비용	239.0	202.8	25.0	70.2	91.7
계속사업순이익	616.3	366.0	45.2	126.9	165.8
당기순이익	616.3	366.0	45.2	126.9	165.8
지배주주순이익	619.1	359.1	44.4	124.5	162.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.6	27.3	-5.6	6.7	7.6
영업이익 증감율	24.3	30.9	-34.1	19.2	4.2
EBITDA 증감율	16.6	18.4	-18.7	9.9	2.7
지배주주순이익 증감율	100.3	-42.0	-87.6	180.4	30.6
EPS 증감율	79.4	-43.5	-86.3	180.3	30.7
매출총이익률(%)	20.5	20.5	18.5	19.0	18.7
영업이익률(%)	6.9	7.1	4.9	5.5	5.3
EBITDA Margin(%)	12.9	12.0	10.4	10.7	10.2
지배주주순이익률(%)	5.8	2.6	0.3	0.9	1.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,074.0	8,573.3	9,159.0	9,746.4	11,130.4
현금 및 현금성자산	1,567.2	2,548.4	3,526.8	3,852.4	4,888.8
단기금융자산	214.8	215.6	216.3	217.0	217.8
매출채권 및 기타채권	1,634.3	2,279.8	2,151.9	2,295.4	2,469.2
재고자산	2,231.5	3,060.1	2,888.5	3,081.1	3,314.3
기타유동자산	426.2	469.4	375.5	300.5	240.3
비유동자산	12,523.6	13,634.4	14,630.8	15,607.0	15,936.4
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	8,450.5	8,568.0
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	24,329.8	25,623.4	27,336.8
유동부채	5,787.9	6,808.5	6,782.2	6,980.1	7,209.0
매입채무 및 기타채무	2,686.9	2,780.6	2,754.3	2,952.2	3,181.1
단기금융부채	2,705.6	3,191.3	3,191.3	3,191.3	3,191.3
기타유동부채	395.4	836.6	836.6	836.6	836.6
비유동부채	4,774.5	5,685.4	6,035.4	6,785.4	7,885.4
장기금융부채	3,708.1	4,664.9	5,014.9	5,764.9	6,864.9
기타비유동부채	1,066.4	1,020.5	1,020.5	1,020.5	1,020.5
부채총계	11,806.3	13,934.8	14,258.5	15,206.4	16,535.3
자본지분	8,159.4	8,920.6	9,094.1	9,437.4	9,818.8
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	5,605.8	5,730.3	5,892.9
비지배지분	41.8	976.3	977.2	979.6	982.7
자본총계	8,201.2	9,896.9	10,071.3	10,417.0	10,801.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	990.9	115.7	2,197.5	1,880.9	1,849.3
당기순이익	0.0	0.0	45.2	126.9	165.8
비현금항목의 가감	700.7	1,339.6	1,383.6	1,433.5	1,434.8
유형자산감가상각비	617.5	637.2	657.9	671.1	682.4
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	1,134.9	1,197.7	1,167.5
영업활동자산부채증감	-191.2	-1,626.5	367.1	-63.1	-118.0
매출채권및기타채권의감소	-21.1	-400.2	127.9	-143.5	-173.7
재고자산의감소	-691.6	-35.4	171.7	-192.6	-233.2
매입채무및기타채무의증가	506.6	-812.0	-26.3	197.9	228.9
기타	14.9	-378.9	93.8	75.1	60.0
기타현금흐름	481.4	402.6	401.6	383.6	366.7
투자활동 현금흐름	-1,655.0	-1,476.6	-2,236.6	-2,248.3	-1,586.0
유형자산의 취득	-812.7	-902.9	-1,450.0	-1,450.0	-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	2,109.1	2,209.1
차입금의 증가(감소)	-71.2	1,303.8	350.0	1,000.0	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	910.6	325.7	1,036.4
기초현금 및 현금성자산	1,199.8	1,651.5	2,616.2	3,526.8	3,852.4
기말현금 및 현금성자산	1,651.5	2,616.2	3,526.8	3,852.4	4,888.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	3,301	1,864	254	713	932
BPS	42,356	46,307	52,125	54,092	56,279
CFPS	7,024	8,854	8,190	8,944	9,174
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.8	23.1	155.2	46.5	35.6
PER(최고)	17.8	30.0	224.0		
PER(최저)	9.8	16.1	104.1		
PBR	0.84	0.93	0.76	0.61	0.59
PBR(최고)	1.39	1.21	1.09		
PBR(최저)	0.77	0.65	0.51		
PSR	0.62	0.61	0.53	0.42	0.39
PCFR	5.1	4.9	4.8	3.7	3.6
EV/EBITDA	8.3	8.7	9.2	7.9	7.8
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	0.2	0.5	0.6
ROE	8.8	4.2	0.5	1.3	1.7
ROIC	5.7	4.8	3.5	4.0	4.0
매출채권회전율	6.9	7.0	5.8	6.2	6.2
재고자산회전율	5.9	5.2	4.3	4.6	4.6
부채비율	144.0	140.8	141.6	146.0	153.1
순차입금비율	56.5	51.5	44.3	46.9	45.8
이자보상배율	5.0	4.3	2.7	2.9	2.7
총차입금	6,413.6	7,856.1	8,206.1	8,956.1	10,056.1
순차입금	4,631.6	5,092.2	4,463.1	4,886.7	4,949.5
NOPLAT	1,387.0	1,641.7	1,334.5	1,466.0	1,506.2
FCF	195.8	-1,374.0	24.8	-317.3	306.5

Compliance Notice

- 당사는 2월 5일 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

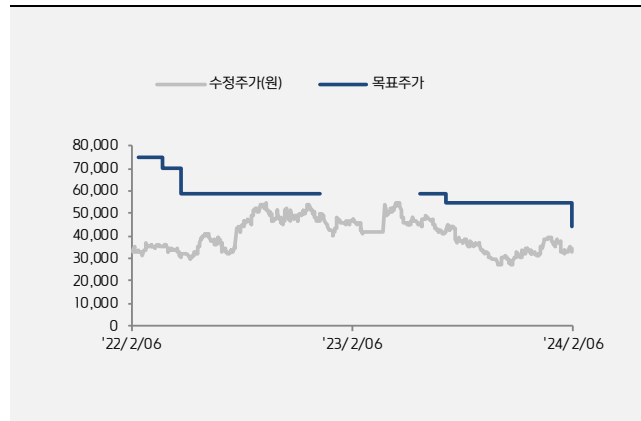
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2022-02-17	Buy(Maintain)	74,856원	6개월	-53.68	-50.97
	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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

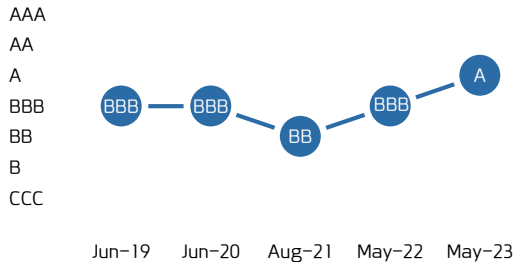
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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)

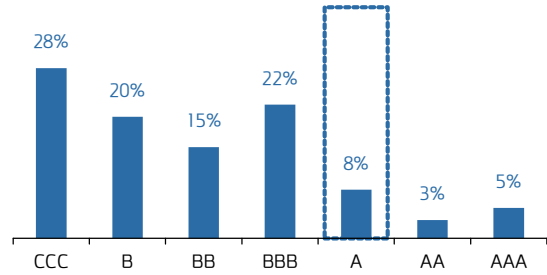
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

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