

한화솔루션 (009830)



황규원 화석/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant
hyunjoo.park@yuantakorea.com

미국 태양광 공급과잉 우려 남아있어...

2024년 3분기 잠정 영업이익 △810억원 부진

2024년 3분기 실적은 '매출액 2.8조원, 영업손실 △810억원(영업손실률 △2.9%), 지배주주 순손실 △4,005억원' 등이다. 영업실적은 3개 분기 연속 적자를 이어갔지만, 적자폭은 조금씩 줄고 있다.(1분기 △2,166억원, 2분기 △1,055억원) 글로벌 태양광 공급과잉 영향으로 신재생에너지 적자가 이어졌는데, 그나마 발전소 매각이익이 발생한 것은 긍정적이다. 부문별 이익은 '케미칼 △310억원, 신재생에너지 △410억원(=모듈제조 △1,934억원 + 미국 생산보조금 1,216억원 + 발전소 매각 이익 308억원), 첨단소재/기타 △90억원' 등이었다.

2025년 미국 공급과잉 전환 vs 생산보조금 증가

2025년 미국 태양광체인 공급과잉과 한화솔루션(주)의 보조금 증가 재료가 충돌할 전망이다. 1) 2025년 미국 태양광시장은 공급과잉 상황에 빠질 위험이 높다. 2025년 설치 수요는 41GW(글로벌 641GW의 6.4%)로 예상되는 반면, 태양전지 모듈 캐파는 2025년 61 ~ 82GW(2024년 45GW + 건설중 16GW + 계획발표 21GW)로 확대될 전망이다. 공급과잉 전환을 의미하는데, 모듈가격 반등을 예상하기 쉽지 않다. 반면, 2) 한화솔루션(주)은 미국 생산확대에 따른 보조금이 2025년 7,929억원(2024년 5,700억원)으로 늘어난다. 2024년 태양전지 모듈 6.7GW 확장에 이어, 2025년 3분기 잉곳/웨이퍼/셀 3.3GW 설비 양산을 시작한다.

주가 눈높이 2.6만원으로 하향

목표주가를 2.6만원(기존 3.2만원)에서 △18% 하향한다. Sum-of-parts 밸류에이션에서 적정 순자산을 5.4조원에서 4.3조원으로, △1.1조원 낮췄다. 기존 가정(석화 점진회복, 태양광 불황)에서 미국 보조금 증액과 재무 부담 증가를 추가했다. 1) 태양광 잉곳/웨이퍼/셀 보조금 증가를 반영해, 보조금 현재가치를 +1.7조원 높였다.(누적 보조금 7.8조원 현가 2.0조원 → 4.7조원). 반면, 2) 재무부담을 반영해, 순차입금을 2.6조원 높였다.(기존 9.8조원 → 12.4조원, 탄소비용 포함)

HOLD (M)

목표주가 **26,000원 (D)**

현재주가 (10/30) **21,500원**

상승여력 **21%**

시가총액 37,448억원

총발행주식수 174,467,885주

60일 평균 거래대금 257억원

60일 평균 거래량 1,047,750주

52주 고/저 39,500원 / 20,450원

외인지분율 19.65%

배당수익률 0.76%

주요주주 한화 외 4인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (16.8) (12.6) (22.4)

상대 (16.8) (7.7) (30.9)

절대 (달러환산) (21.3) (12.4) (24.2)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	27,732	-5.2	4.1	33,498	-17.2
영업이익	-810	적전	적지	-540	-50.0
세전계속사업이익	-3,704	적전	적지	-1,618	-129.0
지배순이익	-4,005	적전	적지	-1,344	-198.0
영업이익률 (%)	-2.9	적전	적지	-1.6	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	-14.4	적전	적지	-4.0	-10.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	131,308	132,887	113,397	126,295
영업이익	9,237	6,045	-4,112	3,283
지배순이익	3,591	-2,081	-14,229	-550
PER	21.7	-33.8	-2.6	-66.1
PBR	0.9	0.9	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.8	12.4	52.7	15.4
ROE	4.2	-2.5	-17.2	-0.6

자료: 유안타증권

표 1. 한화솔루션(주)의 실적 추정치 : 2023년 연간 영업이익 6,045억원 → (2024년 2분기 △1,055억원 → 3분기 잠정 △810억원) → 2024년 연간 △4,112억원(e)

[한화솔루션 캐파변동]	[석화업종]				[태양광업종]				[태양광 미국 수요 호조]				[태양광 원가부담 증가]				[글로벌 공급과잉 vs IRA]			
	석화 호황기		석화 하락 사이클		태양광 회복기		태양광 모듈 경쟁기		Covid 이후 호황기		사이클 하락		사이클 회복기		2020년 미국 5.3GW 확장		2024년 미국 태양전지 확장			
	태양광 회복기		태양광 모듈 경쟁기		태양광 미국 수요 호조		태양광 원가부담 증가		글로벌 공급과잉 vs IRA		글로벌 공급과잉 vs IRA		글로벌 공급과잉 vs IRA		글로벌 공급과잉 vs IRA		글로벌 공급과잉 vs IRA			
	2023				2024				연간실적				2020년 미국 5.3GW 확장				2024년 미국 태양전지 확장			
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	
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	110	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	
가성소다 (만톤)	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	22.3	29.0	87	86	89	89	89	89	89	89	89	96	116	
석유수지 (만톤)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
태양전지 모듈(한화큐셀+큐셀코리아) (MW)	3,100	3,100	3,100	2,225	3,075	3,900	3,150	3,150	3,171	4,150	8,000	8,500	10,150	10,850	11,575	12,400	11,525	13,275	12,600	
폴리실리콘 (만톤)									1.5	1.5	1.5	1.5	1.5							
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	
NCC(여천NCC+한화토탈) (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	
TPA(한화종합화학) (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	
PX(한화토탈) (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	
주요제품 가격																				
LDPE(범용필름, EVA필름 등) \$/MT	1,087	979	977	992	1,060	1,112	1,173	1,138	1,248	1,280	1,293	1,299	1,158	1,101	1,441	1,324	1,009	1,120	1,095	
PVC(창호 등 건축재) \$/MT	890	800	848	774	781	801	800	798	834	818	904	922	861	879	1,369	1,081	828	792	795	
가성소다(알루미늄 세정제) \$/MT	463	361	343	373	357	387	386	400	286	310	495	482	314	239	300	617	385	385	400	
TDI(인조가죽 등 우레탄) \$/MT	2,606	2,374	1,929	1,869	1,869	1,855	1,729	1,688	1,690	2,133	3,574	3,484	1,648	1,580	2,215	2,518	2,194	1,785	1,795	
태양전지 모듈(단결정, 다결정 평균) \$/Watt	0.325	0.187	0.145	0.119	0.102	0.092	0.085	0.077	0.620	0.528	0.385	0.315	0.250	0.204	0.233	0.294	0.194	0.089	0.080	
에틸렌(석화 원재료, 구입추첨가격) \$/MT	894	814	788	856	896	845	837	838	811	753	835	989	833	640	859	1,010	838	854	945	
웨이퍼(태양광모듈 원재료) \$/Watt	0.325	0.244	0.187	0.153	0.133	0.094	0.084	0.082	0.841	0.678	0.643	0.414	0.248	0.183	0.275	0.318	0.227	0.098	0.082	
나프타 가격(참고) \$/톤	697	596	657	667	699	696	676	638	497	406	497	616	527	383	651	789	654	677	596	
Dubai 원유가격(참고) \$/배럴	79	78	87	84	81	85	78	75	52	40	53	69	63	43	70	101	82	80	70	
주요제품 스프레드																				
LDPE - 25%에틸렌-75%(나프타+300) \$/MT	153	165	189	136	164	267	336	300	437	528	458	310	325	460	582	314	161	267	150	
PVC - 0.5에틸렌 \$/MT	443	393	454	346	333	378	382	369	428	442	487	427	445	559	940	576	409	365	323	
가성소다 - 230S(소금+전력비 등) \$/MT	233	131	113	143	127	157	166	170	56	80	265	252	84	9	160	387	155	155	170	
TDI - 동류연 -120S \$/MT	498	299	-128	-148	-239	-220	-347	-300	1,053	371	1,787	1,532	-216	730	283	426	130	-276	-150	
태양전지 - 0.315웨이퍼가격 \$/Watt	0.223	0.110	0.086	0.071	0.060	0.062	0.059	0.051	0.355	0.314	0.182	0.184	0.172	0.147	0.146	0.194	0.122	0.058	0.054	
매출액																				
케이컬(PE,PVC,TDI, 석유수지) 억원	13,475	13,413	12,859	11,227	12,223	12,224	11,886	11,481	37,854	38,718	43,276	43,722	35,265	33,301	53,640	59,164	50,974	47,814	51,155	
신재생에너지(태양전지+발전소매각) 억원	13,661	16,290	12,799	23,409	7,785	9,802	11,525	19,071	26,794	36,484	24,633	25,217	35,553	37,022	35,685	55,685	66,159	48,183	58,145	
유통(캘러리아/타임월드) 억원									5,853	6,734	7,124	7,042	5,936	4,921	5,147	5,327				
첨단소재/기타(통 한화L&C) 억원	3,866	4,227	3,600	4,061	3,921	4,624	4,321	4,534	9,869	10,652	18,385	14,479	17,820	16,706	12,780	11,132	15,754	17,400	16,995	
영업이익																				
케이컬(PE,PVC,TDI, 석유수지) 억원	337	492	559	-505	-188	-174	-310	-254	1,665	4,710	6,311	3,672	1,749	3,755	10,468	5,799	883	-926	1,547	
신재생에너지(태양전지+발전소매각) 억원	2,450	1,380	347	1,505	-1,871	-918	-410	135	784	2,125	143	-107	2,235	1,867	-3,285	3,501	5,682	-3,064	1,558	
*미국 IRA 보조금 억원	229	279	350	1,238	966	1,468	1,216	1,549									2,096	5,199	7,929	
유통(캘러리아/타임월드) 억원									174	-10	229	191	76	28	289	263				
첨단소재/기타(통 한화L&C) 억원	-73	69	77	-593	-107	37	-90	38	366	412	881	-213	532	292	-89	-326	-520	-122	178	
영업이익률																				
케이컬(PE,PVC,TDI, 석유수지) %	8.8%	5.7%	3.4%	1.1%	-9.1%	-4.0%	-2.9%	-2.2%	4.2%	8.4%	8.1%	3.9%	4.9%	6.5%	6.9%	7.0%	4.5%	-3.6%	2.6%	
신재생에너지(태양전지+발전소매각) %	17.9%	8.5%	2.7%	6.4%	-24.0%	-9.4%	-3.6%	0.7%	2.9%	5.8%	0.6%	-0.4%	6.3%	5.0%	-9.2%	6.3%	8.6%	-6.4%	2.7%	
유통(캘러리아/타임월드) %									3.0%	-0.1%	3.2%	2.7%	1.3%	0.6%	5.6%	4.9%				
첨단소재/기타(통 한화L&C) %	-1.9%	1.6%	2.1%	-14.6%	-2.7%	0.8%	-2.1%	0.8%	3.7%	3.9%	4.8%	-1.5%	3.0%	1.7%	-0.7%	-2.9%	-3.3%	-0.7%	1.0%	
지분법손익(여천NCC 등) 2Q YNCC/한화토탈 정기보수																				
억원	250	-755	285	361	-345	-516	-1,013	-459	1,662	4,106	5,905	4,178	2,138	1,602	2,629	1,019	141	-2,333	1,617	
지배주주 손이익																				
억원	1,162	71	59	-3,373	-4,591	-3,667	-4,005	-1,966	1,882	7,553	8,247	1,867	-2,376	3,091	6,191	3,591	-2,081	-14,229	-550	
주당손이익 원/주									1,161	4,593	5,001	4,508	-1,469	1,855	3,325	1,878	-1,194	-8,283	-325	
주당순자산 원/주									28,415	32,179	36,625	40,637	35,228	35,557	42,563	46,957	47,144	50,768	50,147	
주당EBITDA 원/주									4,840	7,400	7,183	6,007	5,762	7,365	7,406	8,533	7,272	1,729	6,140	
주당배당액 원/주									150	350	350	200	200	-	-	-	300	300	300	
자기자본이익률																				
%									4.1%	14.3%	13.7%	11.1%	-4.2%	5.2%	7.8%	4.0%	-2.5%	-16.3%	-0.6%	

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	3Q24E	2024E	2025E	3Q24P	2024E	2025E	3Q24P	2024E	2025E
매출액	32,310	116,160	129,540	27,732	113,397	126,295	△14.2%	△2.4%	△2.5%
영업이익	△582	△3,685	5,197	△810	△4,112	3,283	△39.2%	△11.6%	△36.8%
OPM	△1.8%	△3.2%	4.0%	△2.9%	△3.6%	2.6%	△1.1%	△0.4%	△1.4%
세전이익	△1,887	△10,519	1,013	△3,704	△12,761	821	△96.3%	△21.3%	△19.0%
지배순이익	△1,778	△11,280	697	△4,005	△14,229	△550	△125.3%	△26.1%	△178.9%

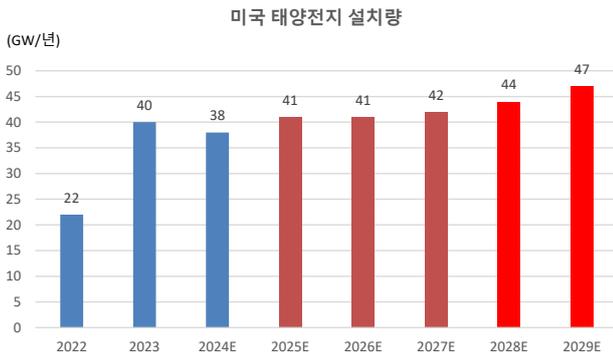
자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 한화솔루션(주)의 미국 태양광부문 IRA(인플레이션방지법) 보조금 추정

구분	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	합계
[AMPC 대상 미국 Capa]											
미국 달튼 공장(모듈) GW	1.7	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	
미국 카터스빌 공장(모듈) GW		3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
잉곳/웨이퍼/셀 GW			3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
[생산효율]											
수율 %	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
모듈 가동율 %	90%	80%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
잉곳/웨이퍼/셀 가동률 %			50%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
[미국 생산량]											
미국 달튼 공장(모듈) GW	1.4	3.7	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	
미국 카터스빌 공장(모듈) GW		2.4	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	
잉곳/웨이퍼/셀 GW			1.5	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	
[IRA 보조금 기준]											
모듈 센트/와트	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
잉곳/웨이퍼/셀 센트/와트	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	
원/달러 환율	1308	1355	1300	1250	1250	1250	1250	1250	1250	1250	
[한화솔루션(주) IRA보조금]											
모듈 억원	1,261	5,737	6,192	5,954	5,954	5,954	5,954	5,954	5,954	5,954	
잉곳/웨이퍼/셀 억원			1,737	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007	
보조금 합계 억원	1,261	5,737	7,929	8,961	77,651						
현재가치 할인율(한화솔루션 WACC)	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	
현재가치 합계			7,228	7,446	6,788	6,187	5,640	5,142	4,687	4,273	47,391

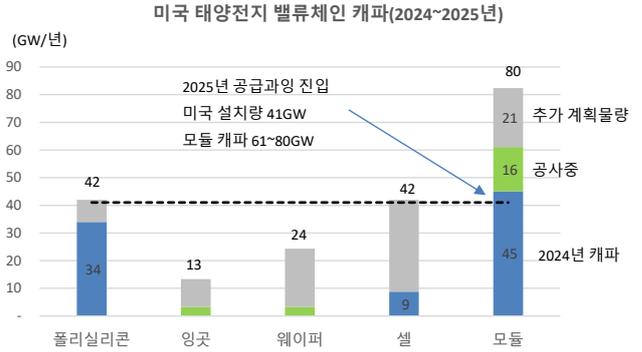
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 미국 태양광전지 설치량 전망 : 2025년 41GW



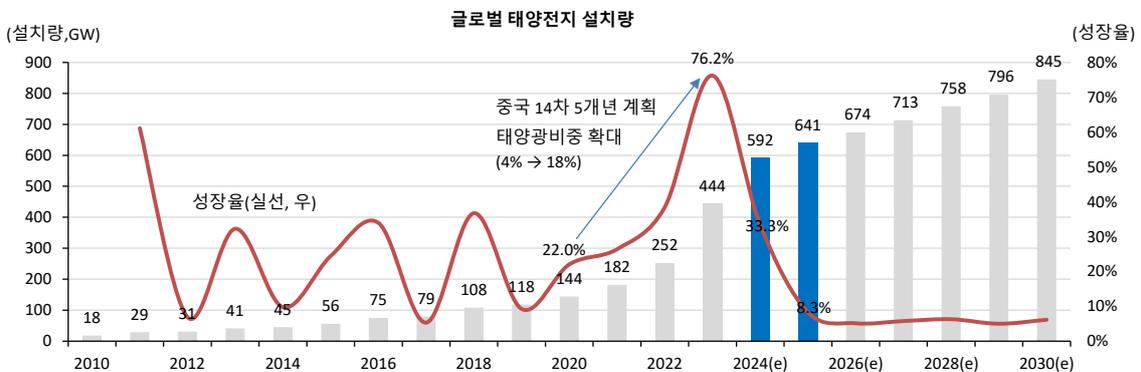
자료: SEIA(2024년 10월), 유안타증권 리서치센터

그림 2. 미국 태양광전지 밸류체인 캐파 변화 : 2025년 모듈 82GW



자료: SEIA(2024년 10월), 유안타증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광전지 설치 수요 전망 : 2025년부터 성장을 한자리수로 둔화



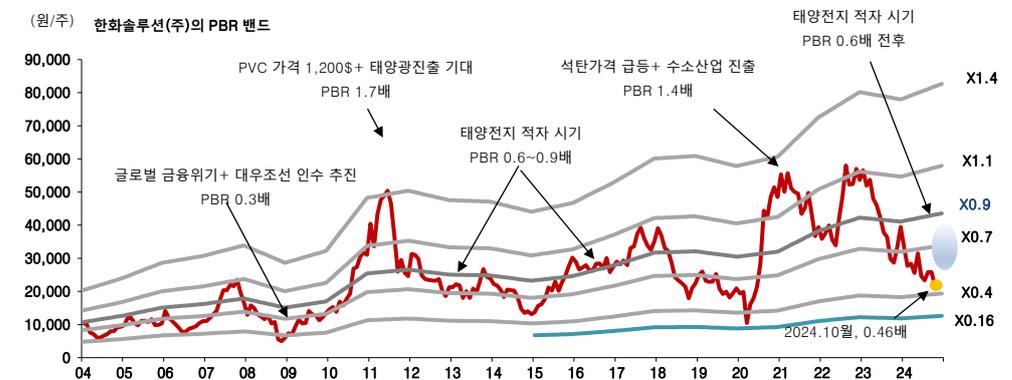
자료: BNEF(2024년 8월), 유안타증권 리서치센터

표4. 한화솔루션(주) 적정주가: 3.2만원 → 2.6만원 하향 (차입금 부담 증가 반영)

구분	기준일 (2024.10월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	16조 942억원	① 원료부문 EBITDA 6,324억원 × EV/EBITDA 5.3배 = 3조 3,517억원 ② 태양광부문 EBITDA 8,447억원 × EV/EBITDA 4.5배 = 3조 8,012억원 ③ 태양광발전소 부문 (파이프라인 6GW 수익 3.6조원 - 투자비 2.7조원) × 비상장적용율 80% = 7,200억원 ④ IRA 보조금 10년 누계 7.8조원/WACC 9.7%로 할인한 현재 가치 = 4조 7,391억원(↑) ⑤ 가공소재부문 EBITDA 686억원 × EV/EBITDA 4.5배 × 지분율 50% = 1,544억원 ⑥ 여천NCC주 EBITDA 5,700억원 × EV/EBITDA 6.0배(↓) × 비상장적용 80% × 지분율 50% = 1조 3,680억원 ⑦ 한화임팩트주 EBITDA 7,034억원 × EV/EBITDA 6.0배(↓) × 비상장적용 80% × 지분율 48% = 1조 6,071억원 ⑧ 기타(도시개발 등) EBITDA 441억원 × EV/EBITDA 10.0배 × 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 가정 ※ 태양광부문 EV/EBITDA 4.5배는 불황을 가정함. 참고로, 불황 4.5 ~ 평균 10.0 ~ 호황 13.0배 등 ※ 미국 IRA 보조금 효과(모듈 7센트/와트 + 잉곳/웨이퍼/셀 9센트/와트)를 현재가치로 환산했음 ※ 여천NCC주 EV/EBITDA 6.5배는 평균 업황 회복을 가정함 ※ 한화종합화학주 EV/EBITDA 6.0배는 평균업황 회복을 가정함 ※ 분사 이외의 비상장 연결회사 가치는 20%(처분시 과세율) 할인했음
(+) 투자자산가치	6,770억원	한화호텔리조트(49%) 1,013억원(장부가 2,069억원), 기타 유가증권 4,713억원(장부가 9,426억원) 투자부동산 1,044억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 × PBR 0.5배로 계산함. 투자부동산은 PBR 1.0배를 적용했음
(-) 순차입금	12조 4,520억원	
(+) 총차입금	13조 1,837억원	※ 한화케이칼(주) 연결 차입금 11.9조원(↑) + 우선주 515억원 + 여천NCC(주) 차입금 8,896억원 + 한화임팩트(주) 3,339억원 ※ 우선주 2,575,349주 × 주당 20,000원 = 515억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 차입금 = 총차입금 X 한화케이칼(주) 지분율
(-) 현금성자산	2조 3,348억원	※ 한화케이칼(주) 연결 현금 2.2조원 + 여천NCC(주) 현금성자산 150억원 + 한화임팩트(주) 865억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 현금성자산 = 현금성자산 X 한화케이칼(주) 보유 지분율
(+) 탄소배출비용	1조 6,032억원	※ 연간 탄소배출 사회비용 = 연결 배출량 4,873,619톤 × 탄소가격 25달러 × 1,250원/달러 = 1,523억원 ※ 탄소배출 잠재비용 = 연간 배출비용 1,523억원 / WACC 9.5% = 1조 6,032억원
순자산 가치 발행주식수	4조 3,192억원 1억 6,934만주	※ 총발행주식수 171,892,536주 - 지사주 2,548,801주
주당순자산 (적정 주당 가격)	2.6만원	※ 목표주가 하향(기준 3.2만원 → 2.6만원) 이유: 적정 순자산가치 △1.1조원 감소(기준 5.4조원 → 4.3조원) ① 2024년 순차입금 증가에 따른 가뭄하락 △27조원 (9.8조원 → 12.5조원 증가) ② 미국 잉곳/웨이퍼/셀 보조금 반영으로, 미국 생산보조금 현재가치 증가 +1.7조원(2.9조원 → 4.7조원)

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. 한화솔루션(주) PBR 밴드: 석화약세 + 태양전지 불황 + 차입금 부담 증가 = PBR 0.5 ~ 0.7 배



자료: 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	131,308	132,887	113,397	126,295	128,642
매출원가	107,318	110,499	100,008	105,853	104,849
매출총이익	23,990	22,389	13,388	20,442	23,793
판매비	14,753	16,343	17,501	17,159	17,478
영업이익	9,237	6,045	-4,112	3,283	6,315
EBITDA	15,992	12,832	3,017	10,712	13,581
영업외손익	-3,742	-7,066	-8,649	-4,135	-5,563
외환관련손익	-526	161	-353	292	265
이자손익	-1,724	-3,246	-5,289	-6,070	-6,381
관계기업관련손익	-1,019	141	-3,216	1,617	526
기타	-475	-4,123	2,100	26	27
법인세비용차감전순이익	5,495	-1,020	-12,761	-852	752
법인세비용	2,023	411	-1,459	-172	175
계속사업순이익	3,468	-1,469	-11,302	-680	577
중단사업순이익	192	-84	-2,205	0	0
당기순이익	3,660	-1,553	-13,507	-680	577
지배지분순이익	3,591	-2,081	-14,229	-550	518
포괄순이익	5,848	-1,341	1,263	-680	577
지배지분포괄이익	5,805	-1,919	12	-550	518

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,157	5,180	-231	4,432	4,365
당기순이익	3,660	-1,553	-13,507	-680	577
감가상각비	6,372	6,128	6,505	6,891	6,781
외환손익	1,086	298	771	-292	-265
중속, 관계기업관련손익	1,019	-141	3,216	-1,617	-526
자산부채의 증감	-16,265	-4,988	-1,401	-93	-2,203
기타현금흐름	5,285	5,435	4,184	222	0
투자활동 현금흐름	-14,766	-27,991	-26,954	-8,977	-9,209
투자자산	-5,945	-6,891	141	-38	-73
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,029	-23,905	-32,000	-12,000	-12,000
유형자산 감소	135	413	115	0	0
기타현금흐름	72	2,391	4,790	3,061	2,864
재무활동 현금흐름	23,223	16,087	41,891	-7,636	-8,837
단기차입금	5,358	4,863	16,917	55	306
사채 및 장기차입금	10,302	12,975	24,345	-850	-2,328
자본	3,168	-9,126	7,466	0	0
현금배당	0	0	-517	-517	-517
기타현금흐름	4,395	7,375	-6,321	-6,324	-6,298
연결범위변동 등 기타	32	144	-5,073	5,220	5,737
현금의 증감	9,646	-6,581	9,633	-6,962	-7,944
기초 현금	16,515	26,162	19,581	29,213	22,251
기말 현금	26,162	19,581	29,213	22,251	14,307
NOPLAT	9,237	8,479	-4,112	3,283	6,315
FCF	-7,872	-18,725	-32,231	-7,568	-7,635

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)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	85,733	87,049	88,841	82,192	78,028
현금및현금성자산	25,484	19,560	29,213	22,251	14,307
매출채권 및 기타채권	22,798	24,088	20,687	20,832	22,117
재고자산	30,601	32,967	31,700	31,666	33,776
비유동자산	136,344	144,075	184,321	188,931	193,738
유형자산	68,795	70,464	105,438	110,547	115,767
관계기업 등 자본관련 자산	37,446	40,774	47,289	47,289	47,289
기타투자자산	4,520	3,446	3,148	3,186	3,259
자산총계	238,319	244,929	296,756	294,717	295,360
유동부채	68,085	76,888	95,302	97,072	97,532
매입채무 및 기타채무	27,806	29,338	24,813	24,363	26,207
단기차입금	24,430	29,471	46,554	46,563	46,783
유동성장기부채	5,598	8,411	15,170	17,135	15,066
비유동부채	56,854	65,980	82,824	80,211	80,334
장기차입금	21,581	31,743	44,391	44,391	44,391
사채	20,473	23,875	27,613	24,797	24,538
부채총계	139,350	154,824	197,675	196,833	197,416
지배지분	89,206	78,475	87,266	86,199	86,200
자본금	9,782	8,886	8,886	8,886	8,886
자본잉여금	23,201	14,971	22,437	22,437	22,437
이익잉여금	55,614	53,389	40,801	39,734	39,735
비지배지분	9,763	11,631	11,815	11,685	11,744
자본총계	98,969	90,105	99,080	97,884	97,944
순차입금	51,804	75,679	109,736	115,902	121,824
총차입금	79,849	97,687	138,949	138,153	136,131

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,878	-1,194	-8,283	-325	296
BPS	46,957	45,656	50,768	50,147	50,147
EBITDAPS	8,302	7,231	1,729	6,140	7,784
SPS	68,162	74,882	64,996	72,389	73,734
DPS	0	300	300	300	300
PER	21.7	-33.8	-2.6	-66.1	72.6
PBR	0.9	0.9	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.8	12.4	52.7	15.4	12.6
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	22.4	1.2	-14.7	11.4	1.9
영업이익 증가율 (%)	25.1	-34.6	적전	흑전	92.4
지배순이익 증가율 (%)	-42.0	적전	적지	적지	-194.1
매출총이익률 (%)	18.3	16.8	11.8	16.2	18.5
영업이익률 (%)	7.0	4.5	-3.6	2.6	4.9
지배순이익률 (%)	2.7	-1.6	-12.5	-0.4	0.4
EBITDA 마진 (%)	12.2	9.7	2.7	8.5	10.6
ROIC	5.9	7.6	-3.1	1.7	3.1
ROA	1.6	-0.9	-5.3	-0.2	0.2
ROE	4.2	-2.5	-17.2	-0.6	0.6
부채비율 (%)	140.8	171.8	199.5	201.1	201.6
순차입금/자기자본 (%)	58.1	96.4	125.7	134.5	141.3
영업이익/금융비용 (배)	4.6	1.5	-0.6	0.5	0.9

Key Chart

연간 영업이익의 전망 :

2022년 9,237억원

2023년 6,045억원

2024년 △4,112억원

(상반기 △3,221억원, 하반기 △891억원(e))

2025년 3,283억원(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

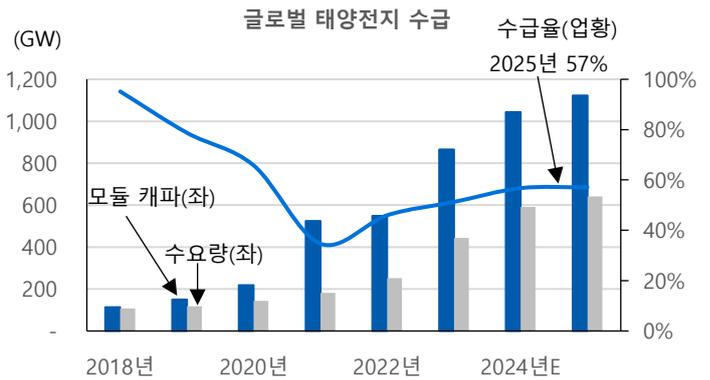
글로벌 태양전지 모듈 업황(수급율) :

2018년 95%...

2020년 66%...

2024년 56%(e)

2025년 57%(e)



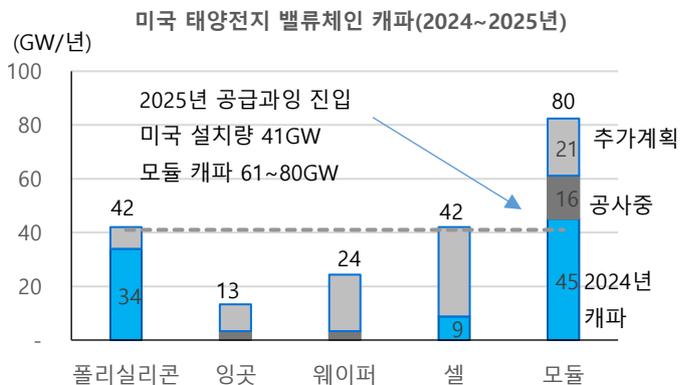
자료: BNEF(2024년 8월), 유안타증권 리서치센터

2025년 미국 태양광전지 수급 : 설치량 41GW

vs

모듈생산 캐파 61 ~ 80GW

(수급율 50 ~ 67%)



자료: SEIA(2024년 10월), 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

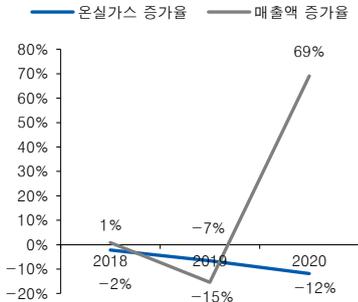
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 A
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments 사업구조 재편이 너무 많이 발생되고 있다는 것이 약점임 기업승계를 위해, 한화솔루션이 자금 창구 역할을 하고 있음(유상증자, 자산양수도 등)

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

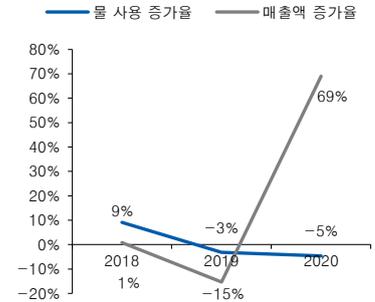


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

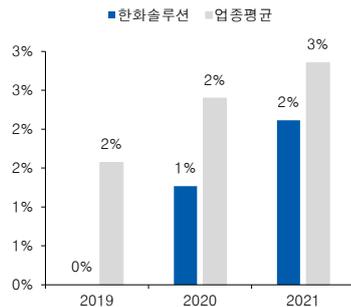
물 사용량 vs. 매출액 증가율



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

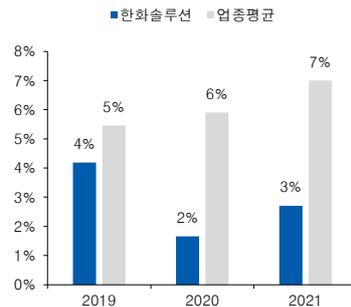
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



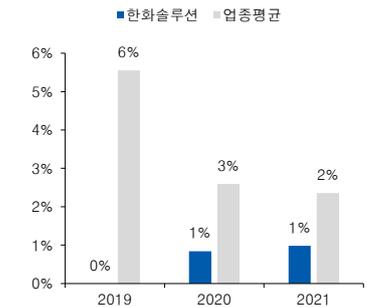
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



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

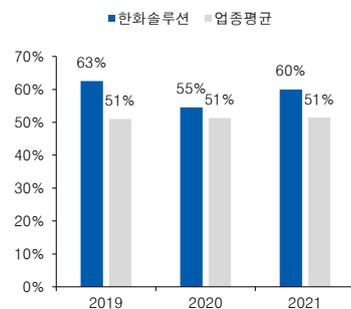
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



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

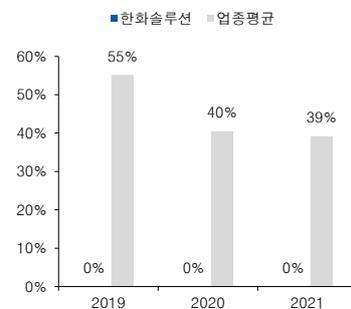
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



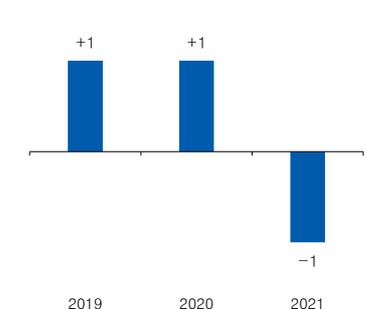
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



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

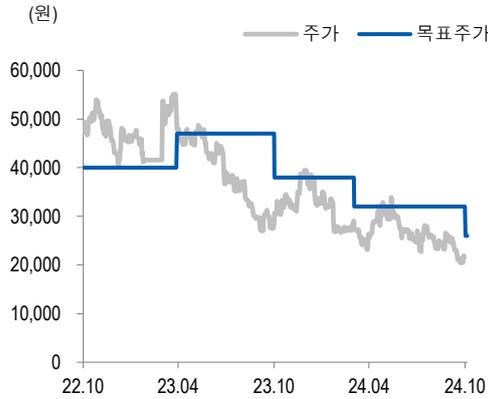
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사 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
2024-10-31	HOLD	26,000	1년		
2024-04-02	HOLD	32,000	1년	-17.59	5.94
2023-11-01	HOLD	38,000	1년	-15.42	3.95
2023-04-28	HOLD	47,000	1년	-17.18	-42.55
2022-11-01	1년 경과 이후		1년	17.37	0.75
2021-11-01	HOLD	40,000	1년	-3.67	36.50

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)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-30

※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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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 투자사결정은 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.