

한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

68,000

유지

현재주가

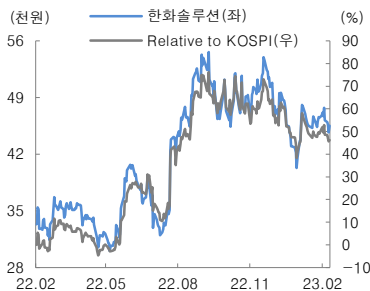
45,500

(23.02.16)

화학업종

KOSPI	2475.48
시가총액	8,808십억원
시가총액비중	0.47%
자본금(보통주)	973십억원
52주 최고/최저	54,600원 / 30,050원
120일 평균거래대금	1,042억원
외국인지분율	26.64%
주요주주	한화 외 3 인 36.47% 국민연금공단 10.03%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	-11.1	-4.9	34.8
상대수익률	-6.1	-11.1	-2.7	48.7



23년에도 양호한 수익성 지속

- 시장 예상치를 하회하는 실적을 기록했으나 태양광 OPM(17.9%) 견조
- 23년 연간 셀/모듈 판가 하락이 예상되나 발전사업 이익으로 수익 방어
- 1분기 이후 케미칼 부문의 본격적 수익성 회복 가능 여부는 불투명

투자의견 매수, 목표주가 68,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 사업부문별 케미칼 2.3조, 신재생 11.8조, 첨단소재 0.6조원. 신재생부문 23년 예상 EBITDA 1.2조원에 미국 내 태양광 경쟁업체 EV/EBITDA 멀티플 감안해 10.2배 적용

4Q22 Review: 영업이익 1,822억원(QoQ-47.7%) 시장기대치 하회

태양광 부문의 견조한 수익성 지속되었으나, 케미칼 사업부 적자 시현으로 시장 예상치(3,000억원)를 하회하는 실적 기록. 신재생 부문 성과급(400억), 발전사업 매각이익(700억원)을 제외 시 영업이익 2,019억원으로 전분기와 유사한 수준. 태양광 셀/모듈 판가는 전분기대비 소폭 하락했으나, 판매량 증가에 기인.

케미칼 부문의 영업이익은 정기보수(200억), 성과급(400억)을 제외하더라도 279억원으로 QoQ -78.2% 이익 하락. 전방산업 부진에 따른 주력 제품 스프레드 악화에 기인(PVC QoQ -28.4%, LDPE QoQ -6.9%)

23E 예상 영업이익 8,321억원(YoY -13.9%) 전망

셀/모듈 판가는 점진적으로 하락세를 보일 것으로 전망하나, 23년 연간 발전프로젝트 매출액 1조원(OPM 10%)을 감안 시 태양광부문 연간 영업이익 6,800억원(YoY +94.2%) 예상. 23년 매분기 발생할 발전사업 이익은 수익성 방어 요인

최근 주력제품인 PVC 스프레드 개선(1Q23 382.8달러/톤 QoQ +59.3%)은 긍정적이나 가스제(DOP) 가격 약세가 지속되고 있다는 점에서 본격적인 업황 반등은 하반기로 전망. 케미칼 부문 연간 영업이익 1488억원(YoY -74.7%) 예상

(단위: 십억원, %)

구분	4Q21	3Q22	직전추정	잠정치	4Q22			1Q23		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,963	3,366	3,311	3,929	32.6	16.7	3,627	3,470	16.8	11.7
영업이익	84	348	286	182	116.3	-47.7	323	204	28.9	11.7
순이익	-184	137	92	-106	적지	적전	170	141	40.0	흑전

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	9,195	10,725	13,654	13,578	14,257
영업이익	594	738	966	832	1,256
세전순이익	452	855	577	784	1,211
총당기순이익	302	616	378	591	914
지배지분순이익	309	619	371	580	896
EPS	1,932	3,338	1,967	3,362	5,292
PER	24.8	10.6	21.9	13.5	8.6
BPS	35,302	43,513	42,428	51,537	53,703
PBR	1.3	0.8	1.1	0.9	0.8
ROE	5.3	8.8	4.5	6.7	9.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	13,037	12,579	13,654	13,578	4.7	7.9
판매비와 관리비	1,761	1,757	1,778	1,778	0.9	1.2
영업이익	1,070	1,286	966	832	-9.7	-35.3
영업이익률	8.2	10.2	7.1	6.1	-1.1	-4.1
영업외손익	-282	-262	-389	-48	적자유지	적자유지
세전순이익	789	1,024	577	784	-26.8	-23.5
지배지분순이익	542	627	371	580	-31.5	-7.6
순이익률	4.2	5.1	2.8	4.4	-1.5	-0.7
EPS(지배지분순이익)	2,853	3,302	1,967	3,362	-31.0	1.8

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

표 1. 한화솔루션 분기별 이익추정 테이블

(단위: 단위)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	2,970.3	3,389.1	3,365.7	3,928.9	3,469.9	3,514.7	3,338.4	3,254.8	10,725.2	13,654.0	13,577.7
케미칼	1,549.2	1,599.2	1,466.2	1,294.6	1,241.4	1,385.7	1,286.4	1,291.7	5,364.0	5,909.2	5,205.1
태양광	920.6	1,234.3	1,331.6	2,082.0	1,783.4	1,713.4	1,633.1	1,552.9	3,568.5	5,568.5	6,682.8
첨단소재	262.3	299.6	312.7	277.6	322.3	290.6	293.7	285.9	938.9	1,152.2	1,192.5
기타	114.3	124.1	128.7	124.2	122.8	125.0	125.2	124.3	339.1	491.3	497.2
영업이익	157.9	277.8	348.4	182.2	203.5	216.0	212.7	199.9	738.4	966.3	832.1
영업이익률(%)	5.3%	8.2%	10.4%	4.6%	5.9%	6.1%	6.4%	6.1%	6.9%	7.1%	6.1%
케미칼	257.6	235.4	128.0	-32.1	30.7	31.1	43.6	43.5	1,046.8	588.9	148.8
영업이익률(%)	16.6%	14.7%	8.7%	-2.5%	2.5%	2.2%	3.4%	3.4%	19.5%	10.0%	2.9%
태양광	-114.2	35.2	197.2	231.9	172.5	181.7	168.2	157.5	-328.5	350.1	679.9
영업이익률(%)	-7.4%	2.2%	13.4%	17.9%	13.9%	13.1%	13.1%	12.2%	-9.2%	6.3%	10.2%
첨단소재	3.0	16.6	19.8	-4.1	9.7	14.5	11.7	11.4	9.7	35.3	47.4
영업이익률(%)	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	3.0%	5.0%	4.0%	4.0%	1.0%	3.1%	4.0%
기타	2.5	-13.1	-4.3	-30.5	-9.4	-11.3	-10.9	-12.5	-18.6	-45.4	-44.0
영업이익률(%)	1.6%	-4.7%	-1.2%	-16.7%	-4.6%	-5.2%	-5.1%	-6.3%	-5.5%	-9.2%	-8.9%
지분법이익	-6.3	55.3	-70.7	-80.1	-34.9	-11.7	18.1	47.7	262.9	-101.9	19.3
세전이익	125.4	334.5	222.5	-105.3	196.7	172.7	204.1	210.3	855.3	577.1	783.7
지배주주순이익	100.9	239.0	137.0	-105.9	145.5	127.7	150.9	155.5	619.1	371.1	579.6
% YoY											
매출액	23.5	22.0	30.4	32.6	16.8	3.7	-0.8	-17.2	16.6	27.3	-0.6
케미칼	24.1	20.0	11.8	-12.0	-19.9	-13.4	-12.3	-0.2	61.3	10.2	-11.9
태양광	23.6	22.6	61.0	110.3	93.7	38.8	22.6	-25.4	-3.6	56.0	20.0
첨단소재	16.3	33.6	38.1	5.7	22.9	-3.0	-6.1	3.0	24.9	22.7	3.5
기타	77.5	42.6	35.5	34.0	7.5	0.7	-2.7	0.1	-64.7	44.9	1.2
영업이익	-38.0	25.6	95.3	116.3	28.9	-22.2	-38.9	9.7	24.3	30.9	-13.9
케미칼	1.1	-19.7	-52.0	적전	-88.1	-86.8	-66.0	흑전	174.6	-43.7	-74.7
태양광	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	416.1	-14.7	-32.1	적전	흑전	94.2
첨단소재	-58.3	654.5	760.9	적지	222.3	-12.5	-40.7	흑전	흑전	263.9	34.2
기타	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적전	적지	적지
지분법이익	적전	-25.8	적전	적지	적지	적전	흑전	흑전	64.2	적전	흑전
세전이익	-76.7	16.0	-10.5	적지	56.8	-48.4	-8.3	흑전	89.4	-32.5	35.8
지배주주순이익	-73.9	7.2	-29.3	적지	44.2	-46.6	10.1	흑전	100.3	-40.1	56.2
% QoQ											
매출액	0.2	14.1	-0.7	16.7	-11.7	1.3	-5.0	-2.5			
케미칼	5.3	3.2	-8.3	-11.7	-4.1	11.6	-7.2	0.4			
태양광	-7.0	34.1	7.9	56.4	-14.3	-3.9	-4.7	-4.9			
첨단소재	-0.1	14.2	4.4	-11.2	16.1	-9.8	1.1	-2.7			
기타	23.3	8.6	3.7	-3.5	-1.1	1.7	0.2	-0.7			
영업이익	87.4	75.9	25.4	-47.7	11.7	6.1	-1.5	-6.0			
케미칼	10.9	-8.6	-45.6	적전	흑전	1.4	40.1	-0.2			
태양광	적지	흑전	460.2	17.6	-25.6	5.3	-7.4	-6.4			
첨단소재	흑전	453.3	19.3	적전	흑전	50.3	-19.2	-2.7			
기타	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
지분법이익	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	163.1			
세전이익	흑전	166.6	-33.5	적전	흑전	-12.2	18.2	3.0			
지배주주순이익	흑전	136.9	-42.7	적전	흑전	-12.2	18.2	3.0			

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	9,196	10,725	13,654	13,578	14,257
매출원가	7,269	8,529	10,910	10,968	11,187
매출총이익	1,926	2,196	2,744	2,610	3,069
판매비와관리비	1,332	1,458	1,778	1,778	1,813
영업이익	594	738	966	832	1,256
영업이익률	6.5	6.9	7.1	6.1	8.8
EBITDA	1,190	1,387	1,552	1,430	1,864
영업외손익	-143	117	-389	-48	-45
관계기업손익	160	263	-102	19	23
금융수익	25	22	21	21	21
외환관련이익	388	251	653	113	113
금융비용	-205	-148	-212	-206	-207
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-123	-20	-96	117	117
법인세비용차감전순이익	452	855	577	784	1,211
법인세비용	-112	-239	-199	-192	-297
계속사업순이익	340	616	378	591	914
중단사업순이익	-38	0	0	0	0
당기순이익	302	616	378	591	914
당기순이익률	3.3	5.7	2.8	4.4	6.4
비재배분순이익	-7	-3	7	12	18
재배분순이익	309	619	371	580	896
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	27	-157	901	-5,171
포괄순이익	254	890	-1,191	9,598	-50,794
비재배분포괄이익	-14	3	-22	192	-1,016
재배분포괄이익	268	886	-1,169	9,406	-49,778

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,932	3,338	1,967	3,362	5,292
PER	248	106	21.9	13.5	8.6
BPS	35,302	43,513	42,428	51,537	53,703
PBR	1.3	0.8	1.1	0.9	0.8
EBITDAPS	7,082	7,397	8,057	8,049	10,672
EV/EBITDA	10.5	8.3	9.6	10.1	8.1
SPS	54,747	57,195	70,878	76,447	81,632
PSR	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
CFPS	6,990	7,024	9,276	10,351	13,013
DPS	0	0	0	0	0

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-28	16.6	27.3	-0.6	5.0
영업이익 증가율	29.4	24.3	30.9	-13.9	51.0
순이익 증가율	흑전	104.3	-38.7	56.5	54.5
수익성					
ROC	5.1	5.7	6.1	5.8	8.5
ROA	3.9	4.2	4.8	4.0	5.9
ROE	5.3	8.8	4.5	6.7	9.7
안정성					
부채비율	153.7	144.0	146.2	130.9	128.7
순차입금비율	79.4	56.4	72.7	61.3	65.6
이자보상배율	2.9	5.0	5.1	4.3	6.5

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,958	6,074	5,809	6,229	5,960
현금및현금성자산	1,200	1,567	270	667	100
매출채권 및 기타채권	1,459	1,634	2,056	2,045	2,142
재고자산	1,432	2,232	2,841	2,825	2,966
기타유동자산	868	641	643	693	751
비유동자산	10,179	12,524	13,008	13,601	14,189
유형자산	6,416	6,452	6,673	6,881	7,077
관계기업투자금	2,685	3,438	3,729	4,141	4,556
기타비유동자산	1,077	2,634	2,606	2,580	2,556
자산총계	15,137	20,008	20,227	21,240	21,558
유동부채	5,251	5,788	6,435	6,574	6,895
매입채무 및 기타채무	1,726	2,687	3,181	3,168	3,283
차입금	2,576	2,004	2,004	2,004	2,004
유동성채무	396	607	810	999	1,233
기타유동부채	553	490	440	402	375
비유동부채	3,918	4,774	4,333	4,222	3,993
차입금	2,717	3,264	3,142	3,046	2,831
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,202	1,511	1,191	1,176	1,161
부채총계	9,170	11,806	12,012	12,040	12,131
자배지분	5,929	8,159	8,173	9,153	9,379
자본금	821	978	978	889	889
자본잉여금	798	2,003	2,003	2,003	2,003
이익잉여금	4,430	5,051	5,422	6,002	6,898
기타지분변동	-120	127	-231	259	-412
비재배지분	39	42	42	47	48
자본총계	5,968	8,201	8,215	9,200	9,427
순차입금	4,739	4,625	5,974	5,636	6,180

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,070	991	896	1,502	1,693
당기순이익	0	0	378	591	914
비현금항목의 가감	872	701	1,409	1,247	1,359
감가상각비	595	649	586	598	608
외환손익	-53	89	29	-19	-19
지분법평가손익	-160	-263	102	-19	-23
기타	490	226	692	688	793
자산부채의 증감	-129	-191	-522	29	-109
기타현금흐름	326	481	-369	-365	-471
투자활동 현금흐름	-43	-1,655	-1,375	-1,504	-1,517
투자자산	234	-596	-290	-412	-416
유형자산	-865	-780	-780	-780	-780
기타	588	-280	-305	-313	-322
재무활동 현금흐름	-887	1,076	-96	-172	-158
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-571	-71	-122	-96	-215
유상증자	0	1,339	0	-89	0
현금배당	-33	0	0	0	0
기타	-283	-191	25	12	56
현금의 증감	115	452	-1,382	397	-567
기초 현금	1,085	1,200	1,652	270	667
기말 현금	1,200	1,652	270	667	100
NOPLAT	447	532	633	628	948
FCF	166	363	406	413	743

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화솔루션(009830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	23.02.17	22.11.10	22.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000	68,000
과리율(평균%)		(30.25)	(29.14)
과리율(최대/최소%)		(20.59)	(27.06)

제시일자	23.02.17
투자의견	Buy
목표주가	68,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	00.06.29
투자의견	Buy
목표주가	68,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20230214)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	91.6%	8.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상