

한화솔루션 (009830)

화학



황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	47,000원 (U)
현재주가 (4/27)	51,200원
상승여력	-8%

시가총액	88,997억원
총발행주식수	174,467,885주
60일 평균 거래대금	843억원
60일 평균 거래량	1,688,206주
52주 고	55,100원
52주 저	30,050원
외인지분율	24.56%
주요주주	한화 외 4 인 36.48%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	23.1	10.2	67.9
상대	18.8	9.7	77.5
절대(달러환산)	19.7	1.4	58.7

미국 태양전지 보조금과 공급과잉 우려 혼재!

1분기 잠정 영업이익 2,714억원, 기대 이상

2023년 1분기 잠정 실적(4/27일 컨퍼런스 콜)은 '매출액 3.1조원, 영업이익 2,714억원(영업이익률 8.8%), 지배주주 순이익 1,162억원' 등이다. 영업이익은 전년 1,579억원과 직전 분기 1,822억원 대비 각각 72%와 49% 증가했다. 케미칼 부진과 태양전지 매출액 34% 축소에도 불구하고, 태양광 발전소 매각이익 650억원과 미국의 태양전지 보조금 229억원이 반영되며 견조한 실적을 보였다. 부문별로는 '케미칼 337억원(전분기 △321억원), 태양전지 2,450억원(전분기 2,319억원), 첨단 소재 217억원(전분기 △41억원)' 등이다.

미국 태양전지 IRA 보조금의 명암(明暗)

미국 IRA 태양전지 모듈 보조금(7센트/와트)으로, 한화큐셀(주)은 10년간 약 5.4조원 수혜가 예상된다. 미국 생산설비도 2022년 1.7GW, 2023년 말 3.1GW, 2024년 말 8.4GW로 늘린다. 반면, 미국내 태양전지 과잉설비 문제가 우려된다. 2022년 미국 태양전지 모듈 총캐파는 8GW로, 수요량 18GW 대비 45% 수준이었다. 2023년 10GW, 2024년 16GW, 2025년 13 ~ 25GW 신규 설비가 추가될 예정이다. 미국 자금률이 2023년 말 70%, 2024년 말 112%, 2025년 말 140 ~ 170%로 높아진다. '자금률 100% = 미국 태양전지 가격 하락'으로 이어져, 미국 진출 모듈업체 수익을 압박할 수 있다.

2023년 적정주가 4.7만원으로 조정

발행주식수 감소, 미국 IRA 태양전지 보조금 효과를 반영해, 2023년 적정주가를 4.7만원(기존 4.0만원)으로 소폭 높이지만, Hold의견을 유지한다. 태양전지 밸류체인 제품 가격 하락과 2023년 2.7조원 투자비에 따른 재무적 부담 때문이다.

구체적으로 목표주가 조정 배경은 3가지이다. ① 2023년 3월 한화갤러리아(주)와 분할하면서, 발행주식수가 10% 줄어들었다.(기존 1.9억주 → 분할후 1.7억주) ② 3월 한화갤러리아(주)가 무차입으로 분할되었기에, 기업가치에서 제외했다. ③ 2023 ~ 2032년 미국내 태양전지 모듈 생산 & 판매량에 대한 보조금 총액을 5.4조원으로 계산한 후, WACC 9.5%로 할인한 현재가치 3.0조원을 반영했다.

	1Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	30,987	4.3	-21.1	31,499	-1.6
영업이익	2,714	71.9	48.9	2,201	23.3
세전계속사업이익	2,012	60.4	흑전	1,590	26.5
지배순이익	1,162	15.1	흑전	1,221	-4.8
영업이익률 (%)	8.8	+3.5 %pt	+4.2 %pt	7.0	+1.8 %pt
지배순이익률 (%)	3.7	+0.3 %pt	흑전	3.9	-0.2 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액		107,252	136,539	124,624	124,722
영업이익		7,383	9,662	8,522	9,174
지배순이익		6,191	3,591	2,673	5,318
PER		13.2	21.7	32.9	16.5
PBR		1.0	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA		9.2	8.4	10.1	9.9
ROE		8.8	4.2	3.0	5.7

자료: 유안타증권

표 1. 한화솔루션주의 실적 추정치 : 2022년 연간 영업이익 9,662억원 → (2022년 4분기 1,822억원 → 2023년 1분기 잠정 2,714억원) → 2023년 연간 8,522억원(e)

		2022				2023				연간실적										
		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	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	110	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	
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	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	
태양전지 모듈(한화큐셀+큐셀코리아)	(MW)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100	3,450	3,450	3,171	4,150	8,000	8,500	10,150	10,850	11,575	12,400	13,100	19,100	
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	
NCC(여천NCC+한화토달)	(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	
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	
PX(한화토달)	(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	
주요제품 가격																				
LDPE(범용필름, EVA필름 등)	\$/MT	1,543	1,491	1,189	1,073	1,087	1,163	1,195	1,215	1,248	1,280	1,293	1,299	1,158	1,101	1,441	1,324	1,165	1,215	
PVC(창호 등 건자재)	\$/MT	1,330	1,275	918	799	800	843	855	875	834	818	904	922	861	879	1,369	1,081	866	925	
가성소다(알루미늄 세정제)	\$/MT	602	689	572	604	463	380	400	400	286	310	495	482	314	239	390	617	411	400	
TDI(인조가죽 등 우레탄)	\$/MT	2,486	2,648	2,342	2,596	2,606	2,613	2,475	2,425	1,680	2,133	3,574	3,484	1,648	1,580	2,215	2,518	2,530	2,375	
태양전지 모듈(단결정, 다결정 평균)	\$/Watt	0.233	0.299	0.316	0.327	0.325	0.316	0.297	0.287	0.620	0.528	0.385	0.315	0.250	0.204	0.233	0.294	0.306	0.264	
에틸렌(석화 원재료, 구입추정가격)	\$/MT	1,101	1,177	900	882	894	952	995	1,025	811	753	825	989	833	640	859	1,010	966	1,075	
웨이퍼(태양광모듈 원재료)	\$/Watt	0.310	0.310	0.350	0.301	0.325	0.304	0.292	0.277	0.841	0.678	0.643	0.414	0.248	0.183	0.275	0.318	0.299	0.223	
나프타 가격(참고)	\$/톤	889	880	707	681	697	663	675	675	497	406	497	616	527	383	651	789	677	675	
Dubai 원유가격(참고)	\$/배럴	97	109	105	95	79	78	75	75	52	40	53	69	63	43	70	101	77	75	
주요제품 스프레드																				
LDPE - 에틸렌	\$/MT	442	314	289	211	193	211	200	190	437	528	458	310	325	460	582	314	199	140	
PVC - 0.5-에틸렌	\$/MT	779	686	468	388	443	367	358	363	428	442	487	427	445	559	940	576	383	388	
가성소다 - Z306(소금+전력비 등)	\$/MT	372	459	342	374	233	150	170	170	56	80	265	252	84	9	160	387	181	170	
TDI - 톨루엔 -1200\$	\$/MT	378	325	385	616	498	290	550	450	1,053	371	1,787	1,532	-216	730	283	426	447	400	
태양전지 - 0.315-웨이퍼가격	\$/Watt	0.136	0.201	0.206	0.233	0.223	0.221	0.205	0.200	0.355	0.314	0.182	0.184	0.172	0.147	0.146	0.194	0.212	0.194	
매출액																				
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지)	억원	15,481	16,041	14,696	12,946	13,475	12,568	12,793	10,713	37,854	38,718	43,276	43,722	35,265	33,301	53,640	59,164	49,539	50,805	
태양광자회사(큐셀주+큐셀코리아주)	억원	9,206	12,343	13,316	20,820	13,661	15,508	14,684	15,508	26,794	36,484	24,633	25,217	35,553	37,022	35,685	55,685	59,361	58,074	
유통(갤러리아/타임월드)	억원	1,239	1,319	1,265	1,504					5,853	6,734	7,124	7,042	5,936	4,921	5,147	5,327			
첨단소재(한화L&C)	억원	2,623	2,996	3,127	2,776	2,535	2,596	2,492	2,594	9,869	10,652	9,824	10,476	8,081	7,774	9,389	11,522	10,217	10,380	
영업이익																				
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지)	억원	2,576	2,280	1,264	-321	337	144	292	-416	1,665	4,710	6,311	3,672	1,749	3,755	10,468	5,799	357	4,118	
태양광자회사(큐셀주+큐셀코리아주)	억원	-1,142	352	1,972	2,319	2,450	2,313	2,065	1,694	784	2,125	143	-107	2,235	1,867	-3,265	3,501	8,523	5,046	
유통(갤러리아/타임월드)	억원	90	36	58	79					174	-10	229	191	76	28	289	263			
첨단소재(한화L&C)	억원	30	166	196	-41	217	216	159	145	366	412	22	-134	-307	-91	142	353	738	707	
* 태양광 미국 IRA 보조금(태양광에 포함)																				
22Q 277 301 281 1,088 2,019																				
영업이익률																				
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지)	%	16.6%	14.2%	8.6%	-2.5%	2.5%	1.1%	2.3%	-3.9%	4.4%	12.2%	14.6%	8.4%	5.0%	11.3%	19.5%	9.8%	0.7%	8.1%	
태양광자회사(큐셀주+큐셀코리아주)	%	-12.4%	2.9%	14.8%	11.1%	17.9%	14.9%	14.1%	10.9%	2.9%	5.8%	0.6%	-0.4%	6.3%	5.0%	-9.2%	6.3%	14.4%	8.7%	
유통(갤러리아/타임월드)	%	7.3%	2.7%	4.6%	5.2%					3.0%	-0.1%	3.2%	2.7%	1.3%	0.6%	5.6%	4.9%			
첨단소재(한화L&C)	%	1.1%	5.5%	6.3%	-1.5%	8.6%	8.3%	6.4%	5.6%	3.7%	3.9%	0.2%	-1.3%	-3.8%	-1.2%	1.5%	3.1%	7.2%	6.8%	
지분법손익(여천NCC 등)																				
	억원	-63	597	-707	-801	250	-395	159	36	1,662	4,106	5,905	4,178	2,138	1,602	2,629	-974	51	2,566	
2Q YNCC/ 한화토달 정기보수																				
지배주주 손익																				
	억원	1,009	2,390	1,370	-1,178	1,162	1,002	1,309	-800	1,882	7,553	8,247	1,867	-2,376	3,091	6,191	3,591	2,673	5,318	
주당순이익	원/주									1,161	4,593	5,001	4,508	-1,469	1,855	3,325	1,878	2,010	3,180	
주당순자산	원/주									28,415	32,179	36,625	40,637	35,228	35,557	42,563	46,957	53,328	56,504	
주당EBITDA	원/주									4,840	7,400	7,183	6,007	5,762	7,365	7,406	8,533	9,342	10,264	
주당배당액	원/주									150	350	350	200	200	-	-	-	-	-	
자기자본이익률																				
	%									4.1%	14.3%	13.7%	11.1%	-4.2%	5.2%	7.8%	4.0%	3.8%	5.6%	

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 2. 미국 태양전지 모듈 생산캐파 및 국산화율 전망 : 국산화율 2022년 45% → 2024년 112% → 2025년 140 ~ 170%

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 MW	국산화율 170%

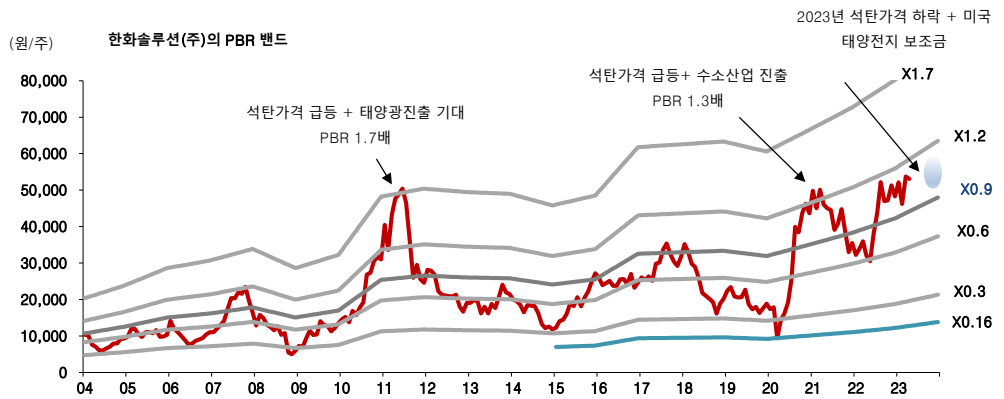
자료: SEIA, 유안타증권 리서치센터

표 3. 한화솔루션(주) 적정주가 : 4.7 만원 (석유화학 업황 둔화, 태양광모듈 하락 전환, IRA 보조금 효과 반영, 발행주식수 감소)

구분	기준일 (2023.4월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	14조 6,563억원	① 원료부문 EBITDA 6,324억원 × EV/EBITDA 5.3배(↓) = 3조 3,740억원 ② 태양광부문 EBITDA 5,568억원 × EV/EBITDA 7.0배(↓) = 3조 8,976억원 ③ 태양광발전소 부문 (파이프라인 6GW 수익 3,6조원 - 투자비 2.7조원) × 비상장적용율 80% = 7,200억원 ④ IRA 보조금 10년 누계 5.4조원/WACC 9.5%로 할인한 현재 가치 = 2조 9,568억원 ⑤ 가공소재부문 EBITDA 686억원 × EV/EBITDA 4.5배 × 지분율 50% = 1,544억원 ⑥ 여천NCC주 EBITDA 5,700억원 × EV/EBITDA 6.5배(↑) × 비상장적용 80% × 지분율 50% = 1조 4,820억원 ⑦ 한화임팩트주 EBITDA 7,034억원 × EV/EBITDA 6.5배(↑) × 비상장적용 80% × 지분율 48% = 1조 7,411억원 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, 가스소다 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 ※ 분사 이외의 비상장 연결자회사 가치는 20%(저분사 과세율) 할인했음
(+) 투자자산가치	4,953억원	한화호텔앤드리조트(49%) 1,084억원(장부가 2,167억원), 기타 유가증권 1,872억원(장부가 3,744억원) 투자부동산 1,997억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 × 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 × 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 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	8조 645억원 1억 7,189만주	※ 2023년 3월 인적분할 전 발행주식수 191,278,497주 → 인적분할 후 171,892,536주(↓)
주당순자산 (적정 주당 가격)	4.7만원	※ 목표주가 4.7만원(분할전 4.0만원)으로 상황 배경 : ① 인적분할로 발행 주식수 10% 감소 ② 2023년 시작되는 미국 태양전지 생산보조금 반영 ③ 리테일 분사로 사업가치에서 제외 ④ 여천NCC주/한화토탈주 사이클 회복 시작 반영

자료: 유안타증권 리서치센터

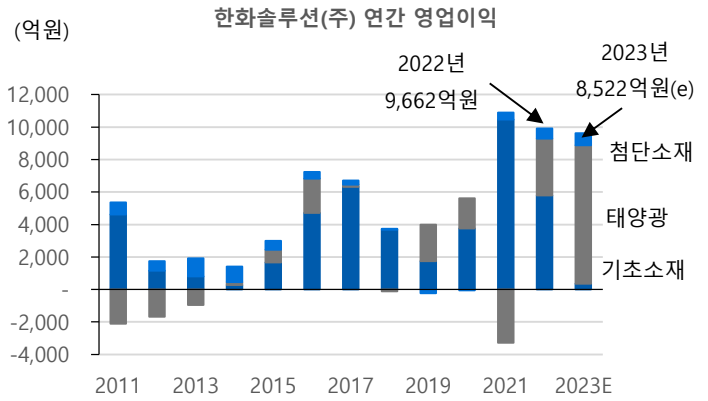
그림 1 한화솔루션(주) PBR 밴드 : 2023년 석탄가격 약세(pvc 부진) + 미국 태양전지 보조금 효과 = PBR 0.9~1.2 배 전후



자료: 유안타증권 리서치센터

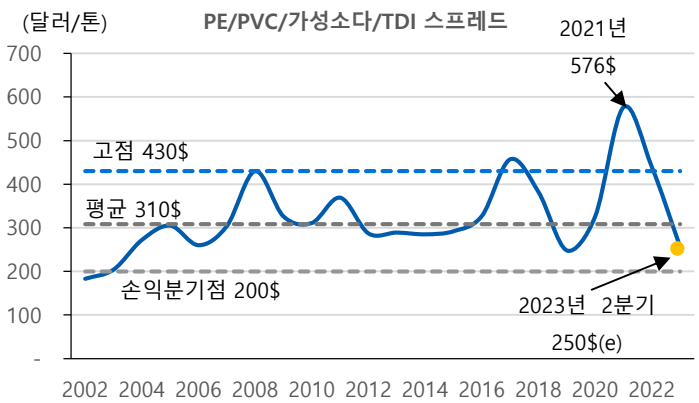
Key Chart

부문별 연간 영업이익 전망



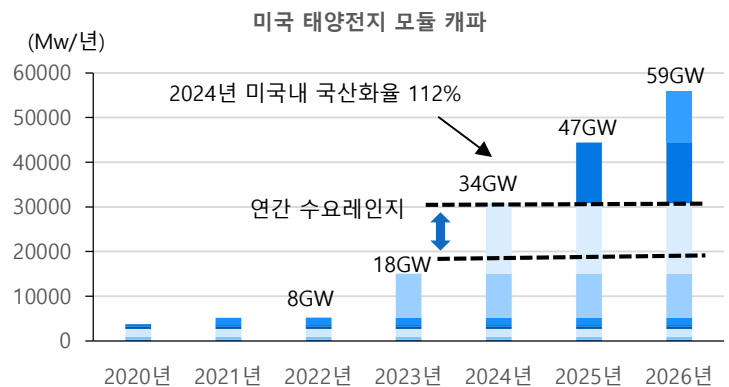
자료: 유안타증권 리서치센터

주력 석화제품 스프레드



자료: 유안타증권 리서치센터

미국 태양전지 모듈 생산 캐파 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액	107,252	136,539	124,624	124,722	127,745	
매출원가	85,290	108,526	99,203	98,604	100,720	
매출총이익	21,962	28,014	25,421	26,119	27,025	
판매비	14,578	18,351	16,900	16,945	17,356	
영업이익	7,383	9,662	8,522	9,174	9,669	
EBITDA	13,870	16,417	16,190	17,889	18,502	
영업외손익	1,170	-3,970	-4,610	-2,177	-3,049	
외환관련손익	-882	-525	84	364	212	
이자손익	-1,290	-1,931	-2,664	-3,152	-3,568	
관계기업관련손익	2,629	-1,019	51	2,557	2,430	
기타	713	-495	-2,081	-1,946	-2,123	
법인세비용차감전순손익	8,553	5,692	3,911	6,997	6,620	
법인세비용	2,390	2,028	1,138	1,693	1,602	
계속사업순손익	6,163	3,660	2,774	5,303	5,018	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	6,163	3,660	2,774	5,303	5,018	
지배지분순이익	6,191	3,591	2,673	5,318	5,054	
포괄순이익	8,896	5,848	2,774	5,303	5,018	
지배지분포괄이익	8,862	5,805	2,673	5,318	5,054	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	9,909	1,157	16,670	7,827	11,031	
당기순이익	6,163	3,660	2,774	5,303	5,018	
감가상각비	6,175	6,372	7,258	8,344	8,497	
외환손익	890	1,086	-84	-364	-212	
중속, 관계기업관련손익	-2,629	1,019	-51	-2,557	-2,430	
자산부채의 증감	-1,912	-16,265	2,480	-7,409	-4,371	
기타현금흐름	1,222	5,285	4,293	4,510	4,529	
투자활동 현금흐름	-16,550	-14,766	-27,327	-23,520	-11,000	
투자자산	-5,958	-5,945	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,127	-9,029	-27,000	-23,000	-11,000	
유형자산 감소	331	135	0	0	0	
기타현금흐름	-2,796	72	-327	-520	0	
재무활동 현금흐름	10,763	23,223	18,345	28,494	16,243	
단기차입금	0	0	-2,091	6,156	3,921	
사채 및 장기차입금	-712	13,038	6,492	7,057	-3,052	
자본	13,387	0	-897	0	0	
현금배당	0	0	0	0	0	
기타현금흐름	-1,912	10,185	14,841	15,281	15,373	
연결범위변동 등 기타	395	32	-21,730	-13,994	-14,125	
현금의 증감	4,517	9,646	-14,043	-1,194	2,148	
기초 현금	11,998	16,515	26,162	12,119	10,925	
기말 현금	16,515	26,162	12,119	10,925	13,073	
NOPLAT	7,383	9,662	8,522	9,174	9,669	
FCF	1,782	-7,872	-10,330	-15,173	31	

자료: 유안타증권

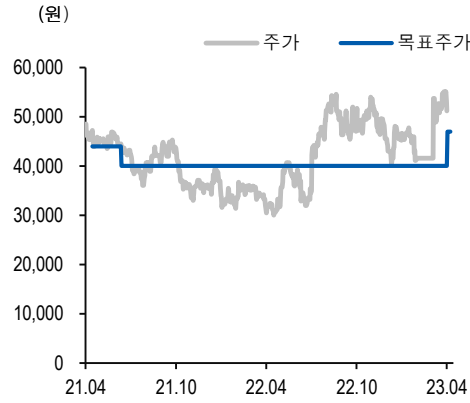
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
유동자산	60,740	85,733	59,629	62,389	63,606	
현금및현금성자산	15,672	25,484	12,118	10,925	13,073	
매출채권 및 기타채권	16,343	22,798	16,912	18,564	18,175	
재고자산	22,315	30,601	23,567	25,869	25,327	
비유동자산	125,236	136,344	155,726	172,568	177,165	
유형자산	64,516	68,795	88,537	103,193	105,696	
관계기업 등 지분관련자산	34,384	37,446	37,497	40,054	42,485	
기타투자자산	2,994	4,520	4,520	4,520	4,520	
자산총계	200,076	238,317	231,595	251,197	257,011	
유동부채	57,879	68,085	49,668	65,563	72,374	
매입채무 및 기타채무	26,869	27,806	23,018	24,292	23,943	
단기차입금	20,040	24,430	22,339	28,495	32,416	
유동성장기부채	6,072	5,598	-1,674	6,790	10,029	
비유동부채	47,745	56,854	70,432	69,025	62,734	
장기차입금	16,150	21,581	32,100	30,862	25,868	
사채	16,487	20,473	23,718	23,548	22,251	
부채총계	118,063	139,348	134,509	148,996	149,516	
지배지분	81,594	89,206	90,982	96,300	101,354	
자본금	9,782	9,782	8,886	8,886	8,886	
자본잉여금	20,032	23,201	23,201	23,201	23,201	
이익잉여금	50,514	55,614	58,288	63,605	68,660	
비지배지분	418	9,763	6,104	5,901	6,141	
자본총계	82,012	98,969	97,087	102,201	107,495	
순차입금	45,254	49,843	67,609	82,016	80,737	
총차입금	63,196	77,889	82,289	95,502	96,371	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	3,325	1,878	1,555	3,094	2,940	
BPS	42,510	46,957	52,874	55,964	58,901	
EBITDAPS	7,406	8,533	9,279	10,253	10,605	
SPS	57,195	70,878	71,431	71,487	73,220	
DPS	0	0	0	0	0	
PER	13.2	21.7	32.9	16.5	17.4	
PBR	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	
EV/EBITDA	9.2	8.4	10.1	9.9	9.5	
PSR	0.8	0.6	0.7	0.7	0.7	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	16.6	27.3	-8.7	0.1	2.4	
영업이익 증가율 (%)	24.3	30.9	-11.8	7.7	5.4	
지배순이익 증가율 (%)	100.3	-42.0	-25.6	98.9	-5.0	
매출총이익률 (%)	20.5	20.5	20.4	20.9	21.2	
영업이익률 (%)	6.9	7.1	6.8	7.4	7.6	
지배순이익률 (%)	5.8	2.6	2.1	4.3	4.0	
EBITDA 마진 (%)	12.9	12.0	13.0	14.3	14.5	
ROIC	6.1	6.3	5.3	5.4	5.3	
ROA	3.5	1.6	1.1	2.2	2.0	
ROE	8.8	4.2	3.0	5.7	5.1	
부채비율 (%)	144.0	140.8	138.5	145.8	139.1	
순차입금/자기자본 (%)	55.5	55.9	74.3	85.2	79.7	
영업이익/금융비용 (배)	5.0	4.3	2.9	2.7	2.5	

한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
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	-
2020-11-23	HOLD	42,650	1년	5.36	-

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 2023-04-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

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)

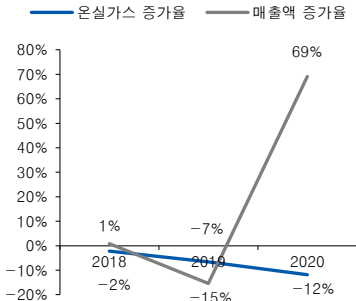
유안타 ESG Scoring 기준

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

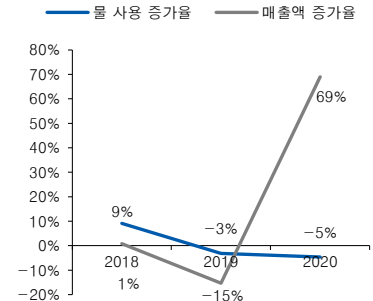


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

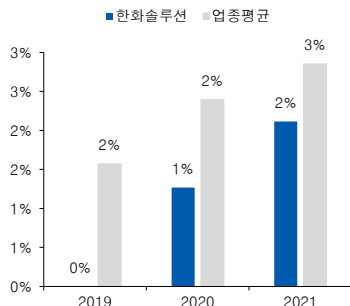


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

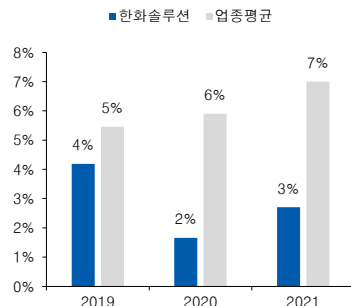


여성임원비율 vs. 업종 평균



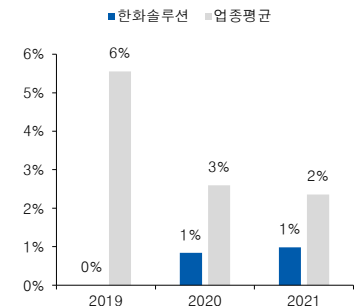
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

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

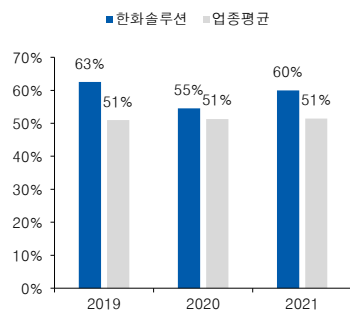


주: 2019년 당기순손실 발생
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

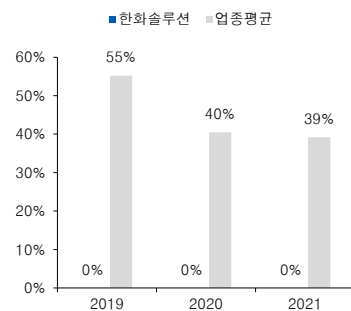


사외이사 비율 vs. 업종 평균



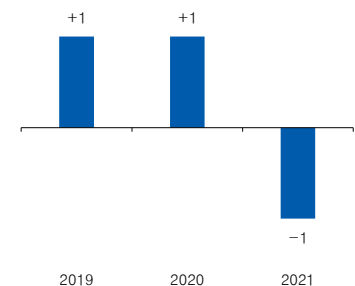
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

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
 ▶ 대표이사와 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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 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 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.