

BUY
(Maintain)

목표주가: 55,000원
주가(7/10): 44,900원
시가총액: 77,180억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

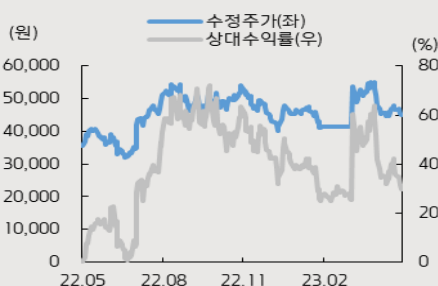
KOSPI(7/10)	2,520.70pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	55,100원	32,000원
등락률	-23.9%	31.1%
수익률	절대	상대
	1M	-9.0%
	6M	-10.6%
	1Y	14.9%

발행주식수	171,893천주
일평균 거래량(3M)	1,663천주
외국인 지분율	24.9%
배당수익률(2023E)	0.0%
BPS(2023E)	54,507원
주요 주주	한화 외 4인 36.5%

투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	10,725.2	13,653.9	12,115.8	12,791.6
영업이익	738.3	966.2	981.3	1,197.4
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,679.3	1,797.3
세전이익	855.3	569.2	728.3	955.5
순이익	616.3	366.0	468.8	615.1
지배주주지분순이익	619.1	359.1	460.0	603.5
EPS(원)	3,301	1,864	2,592	3,459
증감률(% YoY)	79.4	-43.5	39.0	33.5
PER(배)	10.8	23.1	17.3	13.0
PBR(배)	0.84	0.93	0.82	0.76
EV/EBITDA(배)	8.3	8.7	7.5	6.5
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.1	9.4
ROE(%)	8.8	4.2	5.0	6.1
순차입금비율(%)	56.5	51.5	35.5	24.7

Price Trend



한화솔루션(011170)

2분기 실적 Preview



동사 2분기 실적은 매출액 약 2,97조(QoQ -4.1%, YoY -12.3%), 영업이익 약 2320억원(QoQ -14.7%, YoY -16.6%)로 소폭 감소하지만 견조한 수준을 유지한 것으로 추정한다. 첨단소재부문은 2,4분기 자동차 소재 성수기에 따라 판매량 증가 및 원재료 Lagging 요인으로 마진이 증가한 것으로 보인다. 케미칼 부문 역시 납사대비 PE 및 PVC가 전기와 유사한 마진을 유지하였다. 다만 신재생에너지의 경우 2분기 프로젝트 매각액이 전기비 감소하였고, 마진 역시 1분기 초기 프로젝트 대비 낮은 것으로 예상된다.

>>> 케미칼 및 첨단소재 비교적 견조한 실적 예상

동사 케미칼 부문은 PVC, LDPE/EVA, LLDPE 등의 수지제품이 주를 이루며, 이들 제품의 경우 1분기와 비교해서 큰 차이가 없었다. 1분기에는 3월 상황이 저조했지만, 2분기는 4월이 다소 저조하였고, 이후 개선된 모습이 나타났다. PVC의 경우 통상적으로 인도 등 동남아 우기인 6~8월이 계절적 약세로 수요가 감소하는 기간인 것에 비하여 비교적 선전한 수준으로 예상된다. 전월납사대비 PVC마진은 +3%, LDPE +6%, LLDPE -11%의 변화가 있었다. **첨단소재의 경우 전방산업인 자동차의 계절적 성수기에 따른 판매량 증가 및 주요 원재료인 EVA와 PP 가격 약세(Lagging 기준)으로 2분기 마진 개선이 예상된다.**

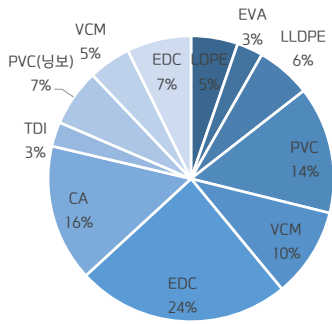
>>> 신재생에너지부문 분기 가이드라인에 부합

1분기 실적발표에서 동사는 2분기 신재생에너지부문의 Project에서 약 1,000억원 규모의 매출액과 전기비 다소 낮은 마진을 예상하였다. 1분기 매각 발전 Project는 초기 Project로 수익성이 높아, 전기비 부문 영업이익률을 +5.6%p 증가시키며, 부문에서 17.9%의 영업이익률을 기록하였다. 그러나 **2분기 매각된 발전 Project는 1분기와 같은 초기 Project가 아님에 따라 마진이 감소할 것으로 예상된다.** 모듈 판매와 달리 발전 Project의 경우 건별 진행 및 매출 인식 시점에 따라 매출액 및 이익의 변동이 타부문 대비 다소 큰 특징을 지닌다. 그러나, 회사가 1분기 실적에서 공유한 2분기 전망과 유사하게 사업이 진행되고 있음에 따라 이에 따른 불확실성은 높지 않은 것으로 볼 수 있다.

>>> Buy 유지

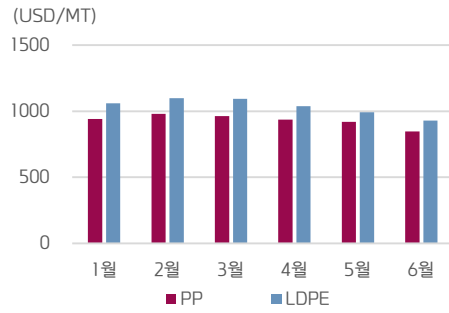
동사는 YNCC, 한화토탈에너지스, 한화임팩트 등 지분법손익 뿐 아니라 별도 기준의 케미칼부문 등 석유화학 중심에서 이익 중심이 신재생에너지로 전환되고 있는 업체이다. '23~'24년 신재생에너지 부문의 성장전망을 긍정적으로 평가하며, 기존 의견 Buy를 유지한다. 그러나 추정치 변경을 반영하여 목표주가는 55,000원으로 소폭 하향한다.

케미칼부문 제품 Capa별 비중



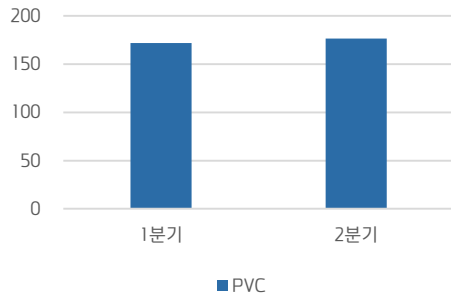
자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 관세청, 키움증권 리서치
주: 전월 납사대비

월별 첨단소재 원재료 가격 추이



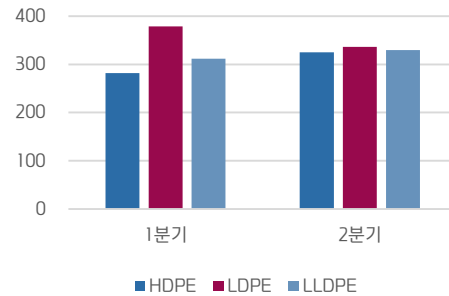
자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 관세청, 키움증권 리서치
주: 전월 납사대비

분별 PVC 마진 추이(전월 납사 대비)



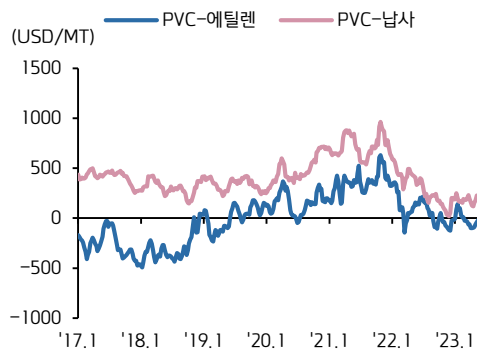
자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 관세청, 키움증권 리서치
주: 전월 납사대비

분기별 PE 마진 추이(전월 납사 대비)



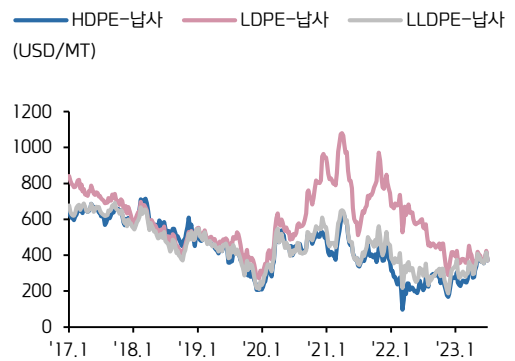
자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 관세청, 키움증권 리서치
주: 전월 납사대비

PVC 마진 추이(에틸렌 및 납사 대비)



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

PE 마진 추이(에틸렌 및 납사 대비)



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	12,115.8	12,791.6	13,759.8
매출원가	8,529.0	10,852.6	9,481.6	9,882.4	10,492.5
매출총이익	2,196.2	2,801.4	2,634.1	2,909.3	3,267.3
판매비	1,457.8	1,835.1	1,652.8	1,711.8	1,809.9
영업이익	738.3	966.2	981.3	1,197.4	1,457.4
EBITDA	1,387.0	1,641.7	1,679.3	1,797.3	1,973.2
영업외손익	117.0	-397.0	-253.1	-241.9	-230.5
이자수익	18.5	33.0	49.3	60.5	71.9
이자비용	147.5	226.2	226.2	226.2	226.2
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	-101.9	-101.9	-101.9
기타	71.4	-49.4	-30.3	-30.3	-30.3
법인세차감전이익	855.3	569.2	728.3	955.5	1,226.9
법인세비용	239.0	202.8	259.5	340.5	437.1
계속사업순손익	616.3	366.0	468.8	615.1	789.7
당기순이익	616.3	366.0	468.8	615.1	789.7
지배주주순이익	619.1	359.1	460.0	603.5	774.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	16.6	27.3	-11.3	5.6	7.6
영업이익 증감율	24.3	30.9	1.6	22.0	21.7
EBITDA 증감율	16.6	18.4	2.3	7.0	9.8
지배주주순이익 증감율	100.3	-42.0	28.1	31.2	28.4
EPS 증감율	79.4	-43.5	39.0	33.5	28.4
매출총이익률(%)	20.5	20.5	21.7	22.7	23.7
영업이익률(%)	6.9	7.1	8.1	9.4	10.6
EBITDA Margin(%)	12.9	12.0	13.9	14.1	14.3
지배주주순이익률(%)	5.8	2.6	3.8	4.7	5.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	6,074.0	8,573.3	9,382.8	10,633.5	12,020.5
현금 및 현금성자산	1,567.2	2,548.4	3,911.0	4,844.1	5,793.8
단기금융자산	214.8	215.6	216.3	217.0	217.8
매출채권 및 기타채권	1,634.3	2,279.8	2,023.0	2,135.8	2,297.5
재고자산	2,231.5	3,060.1	2,715.4	2,866.8	3,083.8
기타유동자산	426.2	469.4	517.1	569.8	627.6
비유동자산	12,523.6	13,634.4	13,292.9	13,049.3	12,890.0
투자자산	3,715.4	4,070.4	4,426.8	4,783.2	5,139.6
유형자산	6,451.6	6,879.5	6,221.6	5,658.0	5,175.3
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	24,299.7	25,306.9	26,534.6
유동부채	5,787.9	6,808.5	6,678.6	6,851.9	7,071.0
매입채무 및 기타채무	2,686.9	2,780.6	2,650.7	2,824.0	3,043.1
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	5,685.4	5,685.4	5,685.4
장기금융부채	3,708.1	4,664.9	4,664.9	4,664.9	4,664.9
기타비유동부채	1,066.4	1,020.5	1,020.5	1,020.5	1,020.5
부채총계	11,806.3	13,934.8	13,804.9	13,978.2	14,197.3
자본지분	8,159.4	8,920.6	9,509.7	10,332.0	11,325.7
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	6,021.4	6,624.9	7,399.8
비지배지분	41.8	976.3	985.1	996.7	1,011.5
자본총계	8,201.2	9,896.9	10,494.8	11,328.7	12,337.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	990.9	115.7	2,330.5	1,811.2	1,827.9
당기순이익	0.0	0.0	468.8	615.1	789.7
비현금항목의 가감	700.7	1,339.6	1,304.8	1,276.6	1,277.8
유형자산감가상각비	617.5	637.2	657.9	563.6	482.7
무형자산감가상각비	31.2	38.3	40.1	36.4	33.0
지분법평가손익	-341.0	-144.7	-101.9	-101.9	-101.9
기타	393.0	808.8	708.7	778.5	864.0
영업활동자산부채증감	-191.2	-1,626.5	423.9	-143.6	-217.4
매출채권및기타채권의감소	-21.1	-400.2	256.8	-112.8	-161.7
재고자산의감소	-691.6	-35.4	344.7	-151.5	-217.0
매입채무및기타채무의증가	506.6	-812.0	-129.9	173.3	219.2
기타	14.9	-378.9	-47.7	-52.6	-57.9
기타현금흐름	481.4	402.6	133.0	63.1	-22.2
투자활동 현금흐름	-1,655.0	-1,476.6	-551.2	-551.2	-551.3
유형자산의 취득	-812.7	-902.9	0.0	0.0	0.0
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	-458.3	-458.3	-458.3
단기금융자산의감소(증가)	-33.4	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
기타	-181.7	-92.3	-92.2	-92.2	-92.3
재무활동 현금흐름	1,076.3	2,322.3	1,019.4	1,109.1	1,109.1
차입금의 증가(감소)	-71.2	1,303.8	0.0	0.0	0.0
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	-1,503.8	-1,436.0	-1,436.0
현금 및 현금성자산의 순증가	451.7	964.6	1,294.8	933.0	949.8
기초현금 및 현금성자산	1,199.8	1,651.5	2,616.2	3,911.0	4,844.1
기말현금 및 현금성자산	1,651.5	2,616.2	3,911.0	4,844.1	5,793.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	3,301	1,864	2,592	3,459	4,441
BPS	42,356	46,307	54,507	59,220	64,916
CFPS	7,024	8,854	9,994	10,843	11,850
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	10.8	23.1	17.3	13.0	10.1
PER(최고)	17.8	30.0	22.0		
PER(최저)	9.8	16.1	15.1		
PBR	0.84	0.93	0.82	0.76	0.69
PBR(최고)	1.39	1.21	1.05		
PBR(최저)	0.77	0.65	0.72		
PSR	0.62	0.61	0.66	0.61	0.57
PCFR	5.1	4.9	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA	8.3	8.7	7.5	6.5	5.4
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	1.9	2.5	3.0
ROE	8.8	4.2	5.0	6.1	7.2
ROIC	5.7	4.8	5.9	7.7	9.7
매출채권회전율	6.9	7.0	5.6	6.2	6.2
재고자산회전율	5.9	5.2	4.2	4.6	4.6
부채비율	144.0	140.8	131.5	123.4	115.1
순차입금비율	56.5	51.5	35.5	24.7	15.0
이자보상배율	5.0	4.3	4.3	5.3	6.4
총차입금	6,413.6	7,856.1	7,856.1	7,856.1	7,856.1
순차입금	4,631.6	5,092.2	3,728.8	2,795.0	1,844.5
NOPLAT	1,387.0	1,641.7	1,679.3	1,797.3	1,973.2
FCF	195.8	-1,374.0	1,753.5	1,227.1	1,236.5

Compliance Notice

- 당사는 7월 10일 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

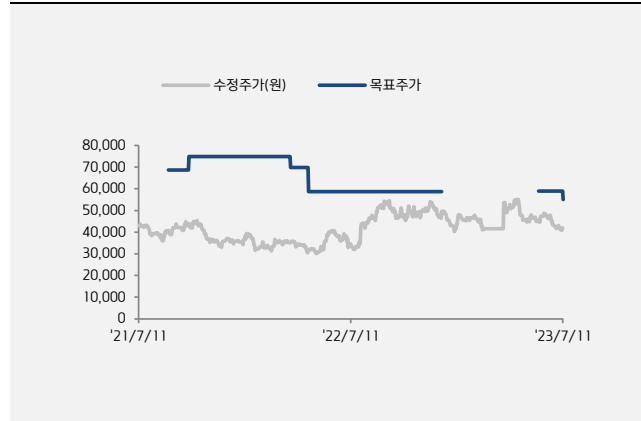
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2021-08-31	Buy(Maintain)	68,618원	6개월	-39.05	-34.71
	2021-10-05	Buy(Maintain)	74,856원	6개월	-41.90	-40.02
	2021-10-19	Buy(Maintain)	74,856원	6개월	-42.00	-39.48
	2021-10-29	Buy(Maintain)	74,856원	6개월	-49.30	-39.48
	2022-01-12	Buy(Maintain)	74,856원	6개월	-50.39	-39.48
	2022-02-17	Buy(Maintain)	74,856원	6개월	-51.14	-39.48
	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
	2022-06-15	Buy(Maintain)	58,637원	6개월	-28.49	-6.88
담당자변경	2023-05-30	Buy(Reinitiate)	59,000원	6개월	-23.88	-17.46
	2023-07-11	Buy(Maintain)	55,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

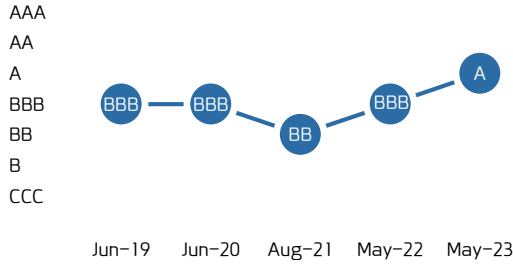
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

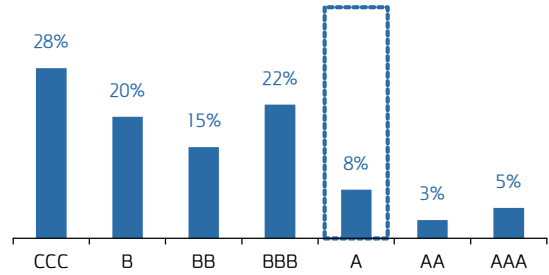
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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