

2023. 11. 1



▲ 이차전지/석유화학  
Analyst **노우호**  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	60,000 원		
현재주가 (10.31)	28,650 원		
상승여력	109.4%		
KOSPI	2,277.99pt		
시가총액	49,247억원		
발행주식수	17,189만주		
유동주식비율	59.97%		
외국인비중	23.34%		
52주 최고/최저가	55,100원/27,000원		
평균거래대금	351.8억원		
<b>주요주주(%)</b>			
한화 외 4 인	36.48		
국민연금공단	8.43		
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	6.21		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	-40.3	-39.3
상대주가	4.2	-34.4	-38.9

**주가그래프**



# 한화솔루션 009830

## 이익 추정치 상향 모멘텀 형성 중

- ✓ 3Q23 Review: 영업이익 983억원(신재생 347억원, 화학 559억원 등)으로 선방
- ✓ 4Q23E 추정 영업이익 2,807억원, 향후 시장 예상치가 상향 조정될 점을 강조
- ✓ 한화솔루션은 Quality(이익)/Momentum(성장) 관점에서 주도주로 분류될 가능성
- ✓ 신재생부문은 수소 발전의 첫 성과물 기대, 케미칼은 중국 경기(인프라) 부양 수혜
- ✓ 2024년 Beyond Solar→ 태양광/수소/ESS/VPP 등을 망라하는 종합 에너지 회사로 도약→ 투자의견 Buy 및 적정주가 6만원 유지

### 3Q23 Review: 예상치는 다소 하회했으나 선방한 사업부문별 이익 체력

동사는 3Q23 영업이익 983억원으로 최근 낮아졌던 시장 예상치에 다소 부합했다. 신재생 에너지는 탐콘셀 양산개시 및 생산효율성 증대에 상향된 생산Capa 가이던스를 제시, 주력하는 미국 시장에서의 가격 방어력을 시현했다. 단, 원재료 가격 하락기조에 따른 역래깅 영향에 수익성은 다소 수준을 하회했다. 케미칼은 에틸렌 조달단가 하락 효과에 소폭의 스프레드 개선이 발생되었다.

4Q23 영업이익은 2,807억원으로 시장 예상치를 상회할 가능성에 주목한다. 케미칼 부문의 정기보수/비수기 영향에도 불구하고, 신재생 에너지분야 (1) 긍정적 래깅효과, (2) 발전사업 매각대금 반영 등이다. 수익성 검증이 완료된 다수의 발전 프로젝트 매각 가능성이 있어 해당 Event 발생에 따른 연간 추정치 상향 또한 열려있다.

### 2024년 Quality(수익성)/Momentum(성장) 관점에서 주도주로 부각

2024년 동사의 이익 추정치 상향 여력이 높다. 특히 Quality 관점에서 케미칼 부문의 반등이다. 2024년 중국 정부의 인프라 투자에 초점이 맞춰진 경기 부양안에 주목한다. 동사의 PVC/TDI 등 화학 제품가격 상승 계기로 작용하겠다. 또한 Momentum(성장)은 Beyond Solar이다. 동사가 중장기 사업목표 에너지 헤게모니 선점(태양광/수소/ESS/VPP 등) 전략에 2024년 국내/해외 수전해 기반 수소 생산 설비 투자 가시성, 호주/미국 남서부 지역에서의 VPP 사업 기반 확대 등으로 종합 에너지 솔루션 회사로 도약할 시점으로 판단된다.

### 2024년 Beyond Solar, 신재생부문의 사업확장 잠재성을 염두, 투자의견 Buy와 적정주가 6만원으로 최선호주 제시

2024년 기존 사업 이익 체력 강화 및 확장될 사업영역에 집중한다. 현 시점 주가 바닥권으로 판단하며 적정주가 6만원으로 투자의견 Buy 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	10,725.2	738.4	619.1	3,325	82.8	42,356	10.7	0.8	8.3	8.8	144.0
2022	13,654.0	966.3	359.2	1,878	-42.2	46,307	22.9	0.9	8.8	4.2	140.8
2023E	13,262.5	844.5	267.3	1,521	4.7	48,648	18.8	0.6	8.7	3.1	156.6
2024E	14,111.0	1,099.1	614.3	3,569	108.6	51,873	8.0	0.6	7.8	7.0	142.6
2025E	15,326.9	1,330.8	807.8	4,694	29.9	56,207	6.1	0.5	6.9	8.6	113.5

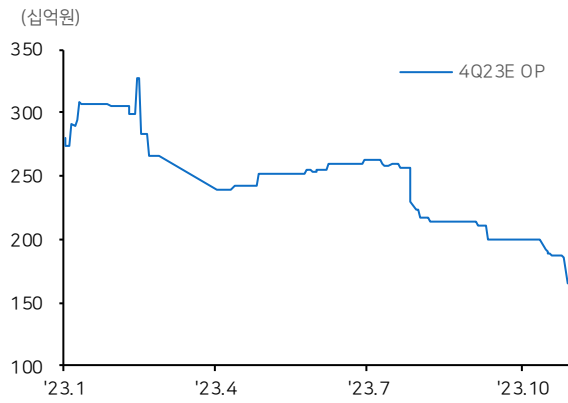
(십억원)	3Q23P	3Q22	(% YoY)	2Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,925.8	3,365.7	-13.1	3,393.0	-13.8	3,495.6	-16.3
영업이익	98.3	336.9	-70.8	194.1	-49.4	121.9	-19.4
세전이익	33.6	222.5	-84.9	43.1	-22.0	49.8	-32.5
순이익	5.9	137.0	-95.7	7.1	-17.7	24.4	-75.8
영업이익률(%)	3.4	10.0		5.7		3.5	
순이익률(%)	0.2	4.1		0.2		0.7	

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>3,100.2</b>	<b>3,393.0</b>	<b>2,925.8</b>	<b>3,843.5</b>	<b>3,089.5</b>	<b>3,243.9</b>	<b>3,391.3</b>	<b>4,386.3</b>	<b>13,262.5</b>	<b>14,111.0</b>	<b>15,326.9</b>
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,054.8	1,247.0	1,273.3	1,277.4	1,299.1	5,029.5	5,096.9	5,307.9
첨단소재	253.5	264.2	235.4	284.2	303.0	310.8	319.0	289.9	1,037.3	1,222.6	1,252.1
신재생에너지	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,368.7	1,401.5	1,520.6	1,660.5	2,660.4	6,643.7	7,243.1	8,219.8
기타	133.1	158.5	124.6	135.8	138.0	139.2	134.4	136.8	552.0	548.5	547.1
<b>영업이익</b>	<b>271.4</b>	<b>194.1</b>	<b>98.3</b>	<b>280.7</b>	<b>187.6</b>	<b>220.3</b>	<b>266.3</b>	<b>425.0</b>	<b>844.5</b>	<b>1,099.1</b>	<b>1,330.8</b>
%OP	8.8%	5.7%	3.4%	7.3%	6.1%	6.8%	7.9%	9.7%	6.4%	7.8%	8.7%
케미칼	33.7	49.2	55.9	41.2	93.2	102.3	120.5	134.2	180.0	450.2	539.9
첨단소재	21.7	21.2	16.1	-5.7	18.2	24.9	25.5	-5.8	53.3	62.8	70.6
신재생에너지	245.0	138.0	34.7	232.6	100.9	114.0	129.5	284.7	650.3	629.1	758.0
기타	-29.0	-14.3	-8.4	12.5	-24.7	-21.0	-9.2	11.9	-39.2	-43.0	-37.6
<b>세전이익</b>	<b>194.1</b>	<b>43.1</b>	<b>33.6</b>	<b>242.2</b>	<b>153.6</b>	<b>195.3</b>	<b>243.6</b>	<b>392.7</b>	<b>512.9</b>	<b>985.2</b>	<b>1,279.7</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>116.2</b>	<b>7.1</b>	<b>5.9</b>	<b>138.0</b>	<b>95.3</b>	<b>123.6</b>	<b>156.2</b>	<b>239.2</b>	<b>267.3</b>	<b>614.3</b>	<b>807.8</b>
<b>%YoY</b>											
매출액	4.4	0.1	-13.1	-2.2	-0.3	-4.4	15.9	14.1	-2.9	6.4	8.6
영업이익	85.0	-28.7	-70.8	67.2	-30.9	13.5	170.9	51.4	-8.6	30.2	21.1
세전이익	54.7	-87.1	-84.9	흑전	-20.9	353.4	625.0	62.1	-9.9	92.1	29.9
순이익(지배)	15.2	-97.0	-95.7	흑전	-18.0	1,632.9	2,562.1	73.3	-25.6	129.8	31.5
<b>%QoQ</b>											
매출액	-21.1	9.4	-13.8	31.4	-19.6	5.0	4.5	29.3			
영업이익	61.6	-28.5	-49.4	185.5	-33.2	17.4	20.9	59.6			
세전이익	흑전	-77.8	-22.0	620.8	-36.6	27.2	24.7	61.2			
순이익(지배)	흑전	-93.9	-17.7	2,252.0	-31.0	29.7	26.4	53.1			

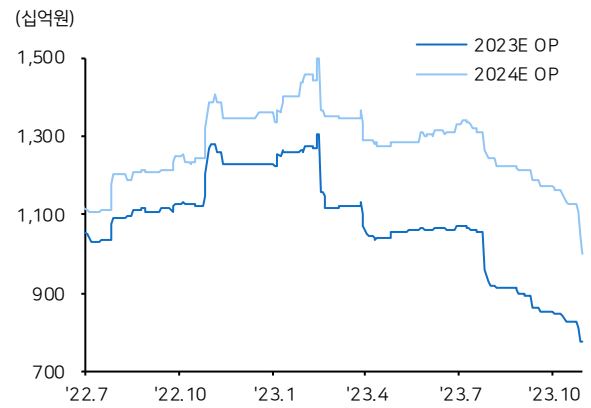
자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q23 한화솔루션의 영업이익 컨센서스 흐름



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연간 한화솔루션의 영업이익 컨센서스 흐름



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 한화솔루션 (009830)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>10,725.2</b>	<b>13,654.0</b>	<b>13,262.5</b>	<b>14,111.0</b>	<b>15,326.9</b>
매출액증가율(%)	16.6	27.3	-2.9	6.4	8.6
매출원가	8,529.0	10,852.6	10,725.6	11,201.8	12,025.7
매출총이익	2,196.2	2,801.4	2,536.9	2,909.2	3,301.2
판매관리비	1,457.8	1,835.1	1,692.4	1,810.1	1,970.3
<b>영업이익</b>	<b>738.4</b>	<b>966.3</b>	<b>844.5</b>	<b>1,099.1</b>	<b>1,330.8</b>
영업이익률(%)	6.9	7.1	6.4	7.8	8.7
금융손익	-125.7	-190.5	-290.8	-324.5	-331.0
중속/관계기업손익	262.9	-101.9	-16.6	170.7	242.3
기타영업외손익	-20.3	-104.7	-14.7	40.0	40.0
세전계속사업이익	855.3	569.2	522.5	985.3	1,282.2
법인세비용	239.0	202.8	161.7	266.0	345.5
<b>당기순이익</b>	<b>616.3</b>	<b>366.0</b>	<b>351.7</b>	<b>719.2</b>	<b>934.2</b>
지배주주지분 손이익	619.1	359.2	267.3	614.3	807.8

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>6,074.0</b>	<b>8,573.3</b>	<b>8,769.1</b>	<b>7,351.0</b>	<b>4,567.1</b>
현금및현금성자산	1,567.2	2,548.4	2,174.6	-149.1	-3,243.3
매출채권	1,542.5	2,055.5	1,846.4	2,107.1	2,196.5
재고자산	2,231.5	3,060.1	3,675.4	4,194.5	4,372.3
<b>비유동자산</b>	<b>12,523.6</b>	<b>13,634.4</b>	<b>14,164.8</b>	<b>15,854.2</b>	<b>17,527.4</b>
유형자산	6,451.6	6,879.5	6,759.8	7,807.9	9,269.4
무형자산	1,580.6	1,644.4	1,713.2	1,700.3	1,687.9
투자자산	3,737.8	4,196.7	4,836.0	5,490.1	5,714.3
<b>자산총계</b>	<b>20,007.6</b>	<b>23,831.7</b>	<b>24,679.7</b>	<b>24,951.0</b>	<b>23,840.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>5,787.9</b>	<b>6,808.5</b>	<b>6,695.1</b>	<b>6,572.8</b>	<b>5,236.4</b>
매입채무	1,809.0	1,831.9	1,594.5	1,819.7	1,896.9
단기차입금	2,004.0	2,443.0	2,672.2	2,472.2	1,972.2
유동성장기부채	607.2	559.8	490.5	290.5	-209.5
<b>비유동부채</b>	<b>4,774.5</b>	<b>5,685.4</b>	<b>6,788.5</b>	<b>6,514.6</b>	<b>5,857.9</b>
사채	1,648.7	2,047.3	2,565.2	2,365.2	2,165.2
장기차입금	1,615.0	2,158.1	3,079.5	2,879.5	2,379.5
<b>부채총계</b>	<b>11,806.3</b>	<b>13,934.8</b>	<b>15,061.8</b>	<b>14,665.6</b>	<b>12,672.6</b>
<b>자본금</b>	<b>978.2</b>	<b>978.2</b>	<b>888.6</b>	<b>888.6</b>	<b>888.6</b>
자본잉여금	2,003.3	2,320.1	1,549.3	1,549.3	1,549.3
기타포괄이익누계액	150.7	215.0	344.0	344.0	344.0
이익잉여금	5,051.4	5,561.4	5,845.5	6,408.1	7,164.2
비지배주주지분	41.8	976.3	1,130.4	1,235.3	1,361.6
<b>자본총계</b>	<b>8,201.3</b>	<b>9,896.9</b>	<b>9,617.9</b>	<b>10,285.4</b>	<b>11,167.9</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>990.9</b>	<b>115.7</b>	<b>507.5</b>	<b>1,260.1</b>	<b>1,772.8</b>
당기순이익(손실)	616.3	366.0	351.7	719.2	934.2
유형자산상각비	617.5	637.2	626.6	751.9	938.5
무형자산상각비	31.2	38.3	32.3	12.8	12.5
운전자본의 증감	-191.2	-1,626.5	-674.9	-328.8	-112.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,655.0</b>	<b>-1,476.6</b>	<b>-2,284.1</b>	<b>-2,260.0</b>	<b>-2,396.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-812.7	-902.9	-1,672.7	-1,800.0	-2,400.0
투자자산의감소(증가)	-677.2	-560.8	-655.9	-483.5	18.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,076.3</b>	<b>2,322.3</b>	<b>1,291.6</b>	<b>-1,323.8</b>	<b>-2,470.5</b>
차입금의 증감	285.9	1,566.0	1,413.8	-973.0	-2,190.8
자본의 증가	1,361.9	316.8	-860.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	451.7	964.6	-441.6	-2,323.7	-3,094.2
기초현금	1,199.8	1,651.5	2,616.2	2,174.6	-149.1
기말현금	1,651.5	2,616.2	2,174.6	-149.1	-3,243.3

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	57,614	71,383	75,733	82,092	89,166
EPS(지배주주)	3,325	1,878	1,521	3,569	4,694
CFPS	7,075	8,917	8,803	11,090	13,507
EBITDAPS	7,451	8,583	8,585	10,843	13,274
BPS	42,356	46,307	48,648	51,873	56,207
DPS	0	0	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	10.7	22.9	18.8	8.0	6.1
PCR	5.0	4.8	3.3	2.6	2.1
PSR	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
PBR	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
EBITDA(십억원)	1,387.1	1,641.7	1,503.4	1,863.9	2,281.8
EV/EBITDA	8.3	8.8	8.7	7.8	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.8	4.2	3.1	7.0	8.6
EBITDA 이익률	12.9	12.0	11.3	13.2	14.9
부채비율	144.0	140.8	156.6	142.6	113.5
금융비용부담률	1.4	1.7	2.9	2.7	1.9
이자보상배율(x)	5.0	4.3	2.2	2.8	4.5
매출채권회전율(x)	7.2	7.6	6.8	7.1	7.1
재고자산회전율(x)	5.9	5.2	3.9	3.6	3.6

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

