



BUY (Maintain)

목표주가: 44,500원
주가(2/5): 33,200원
시가총액: 57,068억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

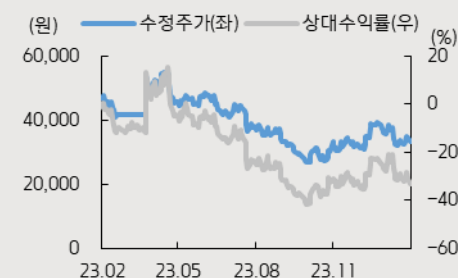
Table with 3 columns: Metric, Value, and Unit. Includes KOSPI(2/5), 52 주 추가동향, and 수익률 (1M, 6M, 1Y).

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2021, 2022, 2023F, 2024F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, and 순이익.

Price Trend



한화솔루션(009830)

TOPCon 출시 긍정적이나 차입금 수준 부담



한화큐셀이 TOPCon 셀 모듈인 '큐트론 G2' 시리즈를 2월 한국과 유럽에서 동시 출시한다고 5일 밝혔습니다. 이는 기존 PERC 셀 대비 발전 효율을 1%p 높인 것입니다.

>>> PERC 양산에 이어 TOPCon 제품 출시 긍정적

한화큐셀은 5일 언론을 통하여 기존 PERC 셀 대비 발전 효율을 1%p 높인 TOPCon(Tunnel Oxide Passivated Contract, 전하선택형 태양전지) 신제품 '큐트론 G2'를 출시한다고 밝혔다.

>>> 케미칼 부문 약세 및 미국 태양광 탈중국 지속 예상

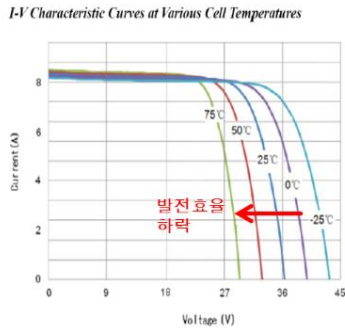
신재생에너지 부문은 선전하고 있지만, YNCC(지분법)의 NCC, 케미칼 부문의 PVC, PE 수익성은 당분간 약세를 지속할 것으로 예상된다.

그러나 우리는 미국 대선 결과에 따라 미국 태양광산업 성장율은 영향받을 수 있지만 탈중국 정책은 유지될 것으로 예상된다.

>>> 목표주가 44,500원으로 하향

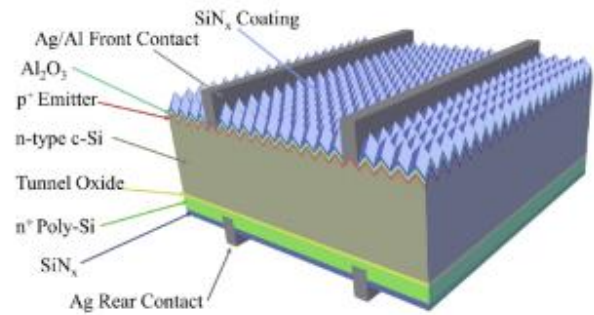
신재생에너지 성장전략을 긍정적으로 평가하지만 '24년 투자금 증가에 따른 차입금 부담이 상존한다. 추정치 변경을 반영하여 목표주가 44,500원으로 하향하나 BUY를 유지한다.

셀 온도에 따른 발전효율 하락



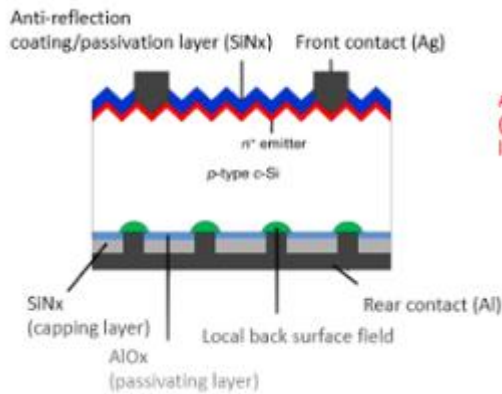
자료: 선우엔지니어링, 키움증권 리서치

TOPCon: 아래위 양쪽에 은이 접합되는 N-Type 기술

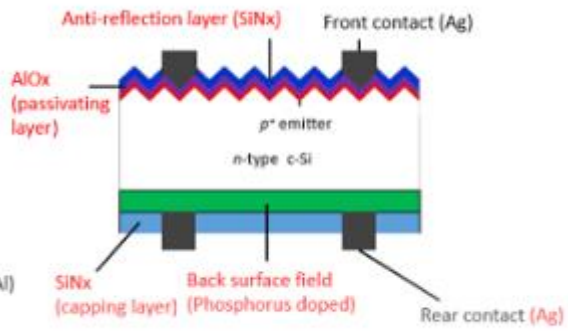


자료: encyclopedia, 키움증권 리서치

기존 타입 PERC(좌)의 경우 위만 은이 접합됨

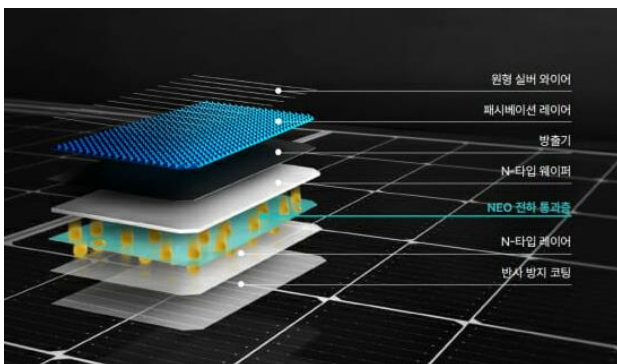


자료: 선우 엔지니어링, 키움증권 리서치



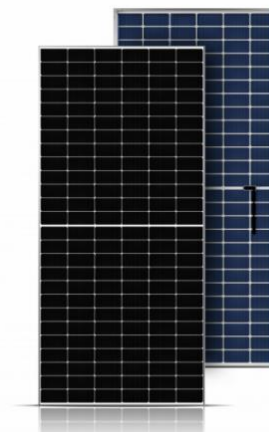
자료: encyclopedia, 키움증권 리서치

한화큐셀 N타입 TOPCon 셀 구조도



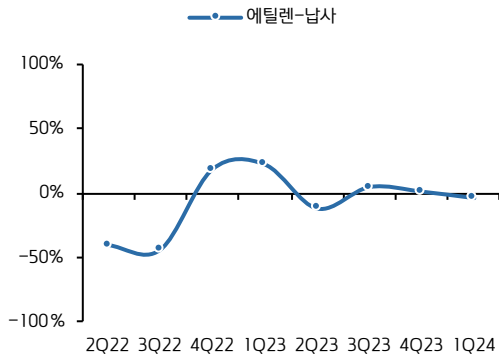
자료: 한화큐셀, 키움증권 리서치

큐트론 G2



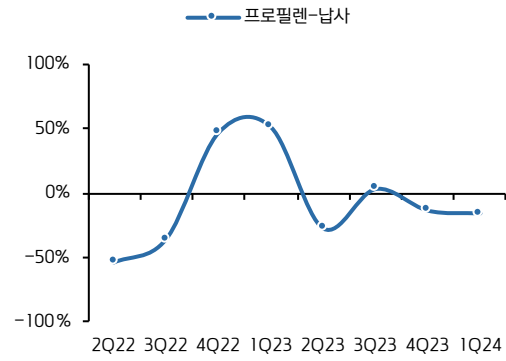
자료: 한화큐셀, 키움증권 리서치

분기별 에틸렌 스프레드 추이



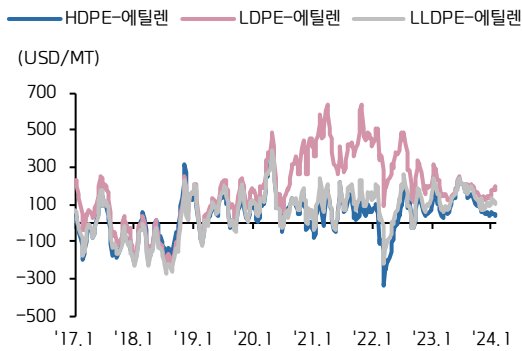
자료: Bloomberg, Ciscem, 키움증권 리서치

분기별 프로필렌 스프레드 추이



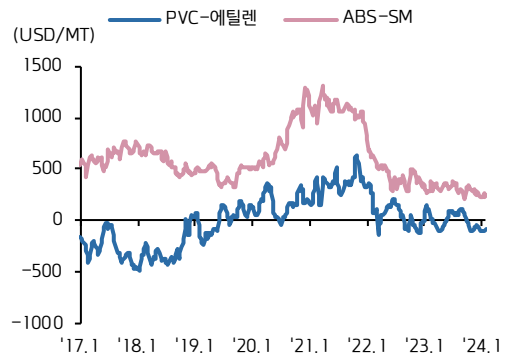
자료: Bloomberg, Ciscem, Petronet, 관세청, 키움증권 리서치

PE 스프레드 추이



자료: Bloomberg, Ciscem, 키움증권 리서치

PVC 스프레드 추이



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



Compliance Notice

- 당사는 2월 5일 현재 '한화솔루션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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

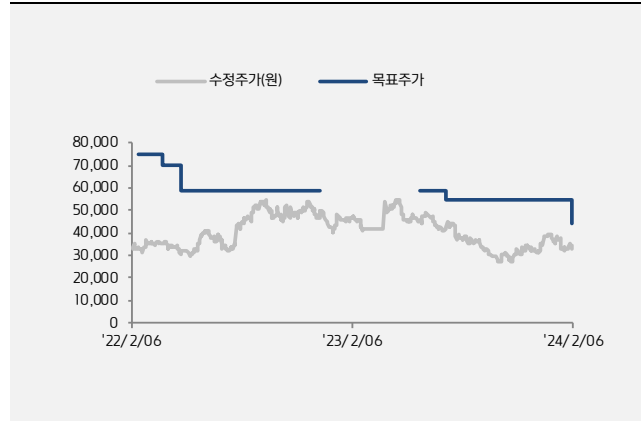
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항 | 과리율(%)  |         |
|----------------|------------|-----------------|---------|-------------|---------|---------|
|                |            |                 |         |             | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 한화솔루션 (009830) | 2022-02-17 | Buy(Maintain)   | 74,856원 | 6개월         | -53.68  | -50.97  |
|                | 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  |
| 담당자변경          | 2022-06-15 | Buy(Maintain)   | 58,637원 | 6개월         | -28.49  | -6.88   |
|                | 2023-05-30 | Buy(Reinitiate) | 59,000원 | 6개월         | -23.88  | -17.46  |
|                | 2023-07-11 | Buy(Maintain)   | 55,000원 | 6개월         | -20.22  | -18.09  |
|                | 2023-07-18 | Buy(Maintain)   | 55,000원 | 6개월         | -28.77  | -18.09  |
|                | 2023-08-29 | Buy(Maintain)   | 55,000원 | 6개월         | -37.54  | -18.09  |
|                | 2024-02-06 | Buy(Maintain)   | 44,500원 | 6개월         |         |         |

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

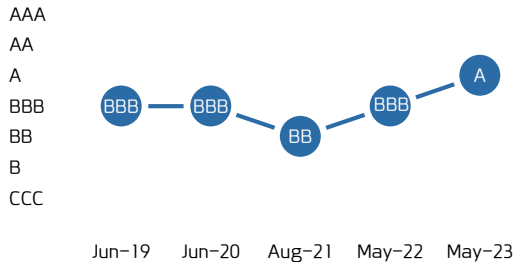
| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 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 (2023/01/01~2023/12/31)

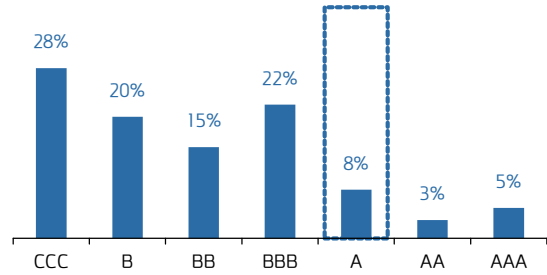
| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 96.65% | 3.35% | 0.00% |

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  |       |      |
| <b>환경</b>      | 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% |      |
| <b>사회</b>      | 4.1  | 2.3  | 11.0% | ▲0.2 |
| 화학 안전성         | 4.1  | 2.2  | 11.0% | ▲0.2 |
| <b>지배구조</b>    | 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