

Morning Meeting Brief

Quant

주간 컨센서스 점검: SK 하이닉스의 고군분투에도 하향

- 지난 1주일간 KOSPI 12개월 선행 영업이익은 -0.2% 하향
- 현재까지 실적 발표한 69개 기업 중 59.4%인 41개 기업이 컨센서스 하회
- 69개 종목의 목표주가 상향, 75개 종목은 하향

조재운. jaeun.jo@daishin.com

산업 및 종목 분석

[NDR 후기] 우리금융지주: M&A 에 집중된 관심

- 동양/ABL생명 인수 관련 당초와 달리 CET1비율 영향 거의 없을 것
- RWA관리로 CET1비율 이론적으로 매년 +40bp 상승 가능
- 보험사 인수+통합 증권사 출범으로 '25년 이익 +3,000억원 기대

박혜진. hyejin.park@daishin.com

[3Q24 Review] 현대오트모에버: 중장기 우상향 모멘텀은 유효

- 3Q24 1) 인건비 상승, 2) ITO 단가인상 반영 일부 지연으로 컨센 하회
- 1) SDV/자율주행 모멘텀, 2) 견고한 성장성, 3) 탄탄한 재무여력 보유
- HMG 차량SW/SDV 관련 핵심 계열사로 중장기 기업가치 우상향 전망

김귀연. Gwiyeon.kim@daishin.com

[3Q24 Review] 클라우드는 ROI 우려를 덜어냈으나, 광고는 기대할 것이 적은 구간

- 3분기 클라우드 및 구글 구독, 플랫폼, 기기 사업부문 호조
- 클라우드 전망은 우려 대비 양호하나 광고에서 기대할 것이 적은 구간
- 광고 매출 성장률 반등 전까지 멀티플 확장은 제한될 것으로 예상

서영재. youngjae.seo@daishin.com

[Issue & News] SK: ROE 개선과 주주환원 확대

- Value up 공시 : ROE 개선과 주주환원 규모 확대를 통한 PBR 제고
- 2027년 Target ROE 10% 달성을 위해 세 가지의 이행 계획을 수립
- 주주환원 : 최소 5천원 이상의 배당금 + 시가총액의 1~2% 자사주 매입

양지환. jihwan.yang@daishin.com

[3Q24 Review] 두산에너지빌리티: 더 중요한 것은 3Q24 실적보다 이슈 헤쳐나가기

- 3Q24 연결기준 영업이익 1,148억원, 에너지빌리티 344억원으로 부진
- 현재주가기준 분할가치비중은 에너지빌리티 86.5, 합병후 로보틱스 13.5
- 2H25 ~ 2027년 미국 SMR 건설 발주 본격화 예상

허민호. minho.hur@daishin.com

[3Q24 Review] 한화솔루션: 점진적 개선세 지속

- 3Q24 신재생부문 OP -410억원으로 적자폭 축소 지속
- 24년도 태양광 모듈 판매량 가이드스 하향, 카터스빌 신규 공장 가동 지연 언급
- 4Q 모듈 판매량 증가(QoQ +75%)는 긍정적이나, 평가 변동 가능성은 불확실

위정원, Jungwon.weee@daishin.com

Quant 조재운
jaeun.jo@daishin.com

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

주간 컨센서스 점검:

SK하이닉스의 고군분투에도 하향

- 지난 1주일간 KOSPI 12개월 선행 영업이익은 -0.2% 하향
- 현재까지 실적 발표한 69개 기업 중 59.4%인 41개 기업이 컨센서스 하회
- 69개 종목의 목표주가가 상향, 75개 종목은 하향

주간 컨센서스 점검: SK하이닉스의 고군분투에도 하향

3분기 실적은 현재까지 컨센서스 대비 -6.0% 하향된 실적을 발표 중. 섹터별로 디스플레이, 상사/자본재, 소프트웨어, 증권, 건강관리 순으로 컨센서스를 상회하고 있으며 에너지, IT하드웨어, 화장품/의류, 기계, IT가전은 컨센서스를 하회

지난 1주일간 KOSPI 12개월 선행 영업이익은 -0.2% 하향. 2024년, 2025년 각각 -1.0%, -0.5% 하향. 현재까지 실적을 발표한 69개 기업 중 59.4%인 41개 기업이 컨센서스를 하회하는 실적을 발표 중

반도체와 유틸리티 섹터가 SK하이닉스(4.9%)와 한국전력(3.8%)의 상향으로 높은 상향 기여도를 기록했지만 에너지, IT가전, 화학, IT하드웨어, 기계, 철강 등이 하향되면서 KOSPI 전체 컨센서스는 하향되는 양상

반도체 섹터 내에서는 SK하이닉스만 2024년, 2025년 각각 2.2%, 4.5% 상향됐으며 삼성전자 등 대부분 종목은 변화 없었으며 SK스퀘어와 해성디에스는 각각 -1.4%, -9.8% 하향. 컨센서스 하향 기여도가 가장 높았던 섹터는 에너지로 SK이노베이션(-15.0%), 한화솔루션(-25.6%)이 하향을 주도. 에너지 섹터는 10월들어 컨센서스 가파르게 하향되는 중. 정유, 태양광 등 전체적으로 하향

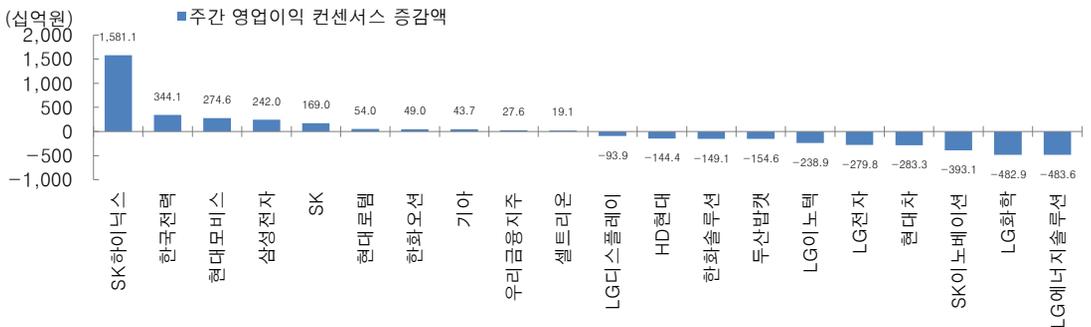
목표주가 변동(24.10.23~24.10.30)

추정 참여 증권사 3개 이상. 69개(47.9%) 종목의 목표주가가 상향됐으며 75개(52.1%) 종목은 하향. KOSPI 전체로는 1주 간 목표주가 0.78% 상향. 건강관리 섹터의 상향 조정이 눈에 띄며 은행 섹터의 상향폭도 크게 확대

건강관리(4.5%), 은행(3.0%) 섹터가 상향을 주도했으며 조선(1.1%), IT가전(1.1%), 통신서비스(1.1%), 반도체(0.8%)가 뒤를 이음

하향률이 높았던 섹터는 디스플레이(-2.3%), 건설/건축자재(-2.1%), 소매/유통(-1.1%), 에너지(-0.8%), 자동차(-0.4%) 등

KOSPI 주간 영업이익 컨센서스 증감액 상하위 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

우리금융지주 (316140)

박혜진 hyejin.park@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지

6개월
목표주가 **20,000**
유지

현재주가 **15,900**
(24.10.30)
은행업중

KOSPI	2,593.79
시가총액	11,807십억원
시가총액비중	0.55%
자본금(보통주)	3,803십억원
52주 최고/최저	17,080원 / 11,880원
120일 평균거래대금	372억원
외국인지분율	45.04%
주요주주	우리금융지주우리사주 외 1 인 8.72% 국민연금공단 6.71%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.6	1.4	11.7	33.8
상대수익률	2.6	7.0	16.0	19.2



NDR 후기: M&A에 집중된 관심

- 동양/ABL생명 인수 관련 당초와 달리 CET1비율 영향 거의 없을 것
- RWA관리로 CET1비율 이론적으로 매년 +40bp 상승 가능
- 보험사 인수+통합 증권사 출범으로 '25년 이익 +3,000억원 기대

[M&A 관련]

- 동양생명+ABL생명 인수 관련 주지하다시피 보험사 인수는 은행업법상 대응공제법에 따라 투자한 금액이 보통주자본금의 10% 이내까지 위험가중치 250% 적용
- '24년 9월말 기준 보통주자본은 28.5조원으로 10%인 2.85조원이 공제 한도. 기 투자한 롯데카드와 케이뱅크 출자금은 9,000억원으로 1.95조원의 여력이 있는데, 1.95조원의 250%인 4.9조원가량만 RWA에 반영되는 것
- 또한 '24년 6월말 기준 2.2조원의 순자산을 보유한 동양생명을 ABL생명 지분까지 포함하여 1.55조원에 인수계약을 체결했기 때문에 여가매수차익 6,000억원 가량 발생하는데 이는 보통주자본 증가요인
- M&A에 따른 CET1비율이 당초 -8bp 하락할 것으로 예상. 그러나 편입 승인 시기가 늦춰지면서 CET1비율에 영향을 주지 않을 가능성이 높아졌는데 1) 내년 상반기 중 편입 승인된다면 보통주자본금이 증가할 것이고, 2) ABL생명 자산 재평가에 따른 평가익이 반영되면서 여가매수차익이 증가하기 때문
- 동양생명의 경상적인 연간이익을 3,000억원대로 예상하는데 인수될 경우 방카슈랑스를 포함하여 은행과의 시너지로 최대 4,000억원까지 이익 기여 가능할 것으로 사측은 추정

[CET1 비율]

- 3분기 여신성장이 늘어나면서 CET1비율이 상승하지 못한 것에 대한 시장의 아쉬움이 존재. 사측은 연간 4%내외로 RWA 관리할 계획인데, 이렇게 될 경우 배당을 감안하더라도 매크로 상 큰 변동성이 없다면 CET1비율은 연간 +40bp 상승 가능. 연말 목표는 12.2%, '25년말 목표는 12.5%로 당초 시기 보다 조기 달성시킬 계획
- 통합 증권사 출범 관련 자본을 쓰는 것 보다 수수료 기반 비즈니스를 우선적으로 시작할 계획, 4분기 MTS/HTS 출시 목표

[4분기 실적 및 NIM]

- 가계대출뿐만 아니라 원화대출 성장 제한할 것. 정기예금 40%가량이 4분기 리프라이싱되어 조달비용 부담 완화 및 카드론/ 현금서비스 규모 늘려 마진 방어할 계획. 희망퇴직 500명 예정
- '25년 상반기 중 M&A 순조롭게 진행된다면 보험사 이익 2,000억원, 조달 비용 및 PF 총당금으로 실적 부진했던 캐피탈/증권 실적 개선 1,000억원 등 비은행계열사 이익 '24년 대비 3,000억원 증가 기대
- 비은행 이익 비중 10% 미만에 불과하여 20%까지 끌어올리기 위한 노력 지속 할 것

현대오토에버 (307950)

김귀연

gwiyeon.kim@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

210,000

하향

현재주가

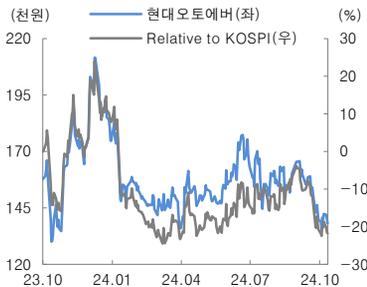
138,000

(24.10.30)

자동차업종

KOSPI	2593.79
시가총액	3,785십억원
시가총액비중	0.18%
자본금(보통주)	14십억원
52주 최고/최저	211,500원 / 130,000원
120일 평균거래대금	169억원
외국인지분율	1.63%
주요주주	현대자동차 외 3인 75.29% 국민연금공단 6.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.7	-16.8	-10.4	-1.4
상대수익률	-11.7	-12.1	-7.0	-12.2



중장기 우상향 모멘텀은 유효

- 3Q24 1) 인건비 상승, 2) ITO 단가인상 반영 일부 지연으로 컨센 하회
- 1) SDV/자율주행 모멘텀, 2) 견고한 성장성, 3) 탄탄한 재무여력 보유
- HMG 차량SW/SDV 관련 핵심 계열사로 중장기 기업가치 우상향 전망

투자의견 매수 유지, 목표주가 210,000원 하향(-9%)

TP 21만원은 2024~25년 평균 EPS 6,770원에 Target PER 32배 부여. 임금 인상에 따른 고정비 증가와 2025년 사업 진행 관련 비용 증가 감안하여 실적 추정 소폭하향. 이에 TP 또한 기존 23 => 21만원으로 조정. 1) 2025년 SDV/자율주행 모멘텀 지속, 2) YoY +15% 이상의 고성장 전망, 3) 탄탄한 재무여력 (3Q24말 순현금 7,542억) 감안 시, 중장기 기업가치 우상향 전망

3Q24 매출 9,046억(YoY +21%, 이하 YoY), OP 525억(+16%), OPM 5.8% 시현

3Q24 OP 컨센/당사 추정(580억)을 -9% 하회하는 실적 기록. 실적 다소 부진했던 원인은 1) 예상했던 9월 임금 인상에 따른 비용반영(1H24 소급분 약 150억 추정), 2) 완성차 외 계열사 ITO 단가인상 처리 지연(3Q => 4Q)된 영향으로 판단. 비용 요인으로 단기 실적 부진했으나, 3Q24 매출 9,046억원으로 YoY +21% 성장하며 견조한 모습. [Enterprise IT] 매출 Si 3,314억(+39.6%), ITO 3,778억(+6.2%). 그룹사 차세대 ERP 구축 프로젝트, 단가인상 영향 반영 [차량SW] 차량SW 1,954억(+28%). 완성차 물량 감소에도 완성차 고사양화, SDV 전략 지속

중장기 기업가치 상향 모멘텀은 여전히 유효

HMG 제조공정 SW 개선, SDV 역량 강화에 따른 동사의 입지는 여전히 견고. 전사 기본급 인상 또한 고급 인력 확보 => 중장기 성장 측면에서 필수적으로 필요했던 부분. 그룹사 내 자율주행/SDV 관련 SW 인프라 담당 계열사로서 입지는 지속 확대될 것으로 전망. 안정적인 실적 + 현금여력(7,542억) 감안 시, 중장기 주가 상승 지속될 것

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	746	918	903	905	21.3	-1.5	900	1,059	17.8	17.1
영업이익	45	69	58	53	16.2	-23.3	58	69	30.3	31.0
순이익	36	52	39	44	22.2	-15.4	44	46	40.1	6.2

자료: 현대오토에버, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,755	3,065	3,613	4,175	4,824
영업이익	142	181	221	266	337
세전순이익	155	182	221	270	341
총당기순이익	116	140	170	208	263
지배지분순이익	114	138	167	204	258
EPS	4,154	5,023	6,087	7,454	9,409
PER	23.0	42.1	26.8	21.9	17.3
BPS	53,923	57,611	62,269	68,295	76,275
PBR	1.8	3.7	2.2	2.0	1.8
ROE	8.0	9.0	10.2	11.4	13.0

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

Alphabet (GOOGL)

서영재

youngjae.seo@daishin.com

투자의견
(팩트셋 평균)

BUY
*(1,3)

목표주가(\$)
(팩트셋 평균)

202.1

현재주가(\$)
(24.10.29)

169.7

IT

Alphabet

기업명	Alphabet Inc
한글명	알파벳
홈페이지	https://www.abc.xyz
결산월	12월
거래소 국가	US
상장 거래소	NASDAQ
시가총액(십억달러)	2,096.9
시가총액(조원)	2,907.3
발행주식수(백만주)	5,844.0
52주최고가/최저가	191.8 / 122.7
주요주주	The Vanguard Group, 8.2%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.5	0.2	2.4	39.2
상대수익률	1.8	-6.7	-11.9	-2.8



클라우드는 ROI 우려를 덜어냈으나, 광고는 기대할 것이 적은 구간

- 3분기 클라우드 및 구글 구독, 플랫폼, 기기 사업부문 호조
- 클라우드 전망은 우려 대비 양호하나 광고에서 기대할 것이 적은 구간
- 광고 매출 성장률 반등 전까지 멀티플 확장은 제한될 것으로 예상

3Q24 Review: 클라우드 및 구글 구독, 플랫폼, 기기 사업부문 호조

3분기 매출액은 883억 달러(+15.1% YoY, +4.2% QoQ)를 기록하면서 컨센서스 +2.2% 상회, 영업이익은 285억 달러(+33.6% YoY, +4.0% QoQ)로 컨센서스를 +7.5% 상회. EPS(GAAP 기준)는 2.12달러로 예상치 +14.9% 상회. EPS 서프라이즈율이 더 큰 이유는 보유 증권의 평가 이익이 늘어난 영향

사업부문별로 구글 검색(+0.7% 상회, +12.2% YoY), 유튜브 광고(+0.4% 상회, +12.2% YoY), 구글 네트워크 멤버(+1.8% 상회, -1.6% YoY), 구글 구독 & 플랫폼 & 기기(+9.2% 상회, +27.8% YoY), 구글 클라우드(+4.3% 상회, +35.0% YoY) 실적을 견인한 것은 매출의 75%를 차지하는 광고가 아닌 클라우드와 구글 구독, 플랫폼, 기기 사업부문. 클라우드는 AI 서비스 수요 증가 및 신규 고객 유치에 기반해 성장률 상승. 감가상각비 증가에도 불구하고 영업이익률도 17.1%로 전분기 11.3% 대비 상승. 구글 구독, 플랫폼, 기기 부문의 경우 유튜브 TV, 유튜브 뮤직, Google One 가입자 증가와 픽셀폰 판매에 힘입어 서프라이즈 기록

클라우드는 우려 대비 양호하나 광고 부문에서 기대할 것이 적은 구간

클라우드 매출 성장률과 이익률은 우려보다 좋은 것으로 판단. 지난 분기에는 AI 투자에 따른 ROI 이슈가 불거졌음. 그러나 이번 분기 매출액 성장률이 상승하고, CAPEX 증가에도 영업이익률이 상승하면서 우려를 완화. 4분기 CAPEX가 3분기와 유사한 수준인 점 고려하면 감가상각비 증가폭도 낮아질 것

다만, 광고 매출 성장률이 유의미하게 반등할 가능성은 낮음. 테무를 비롯한 중국 사업자들의 광고비 지출 증가율이 둔화되고 있음. ChatGPT를 필두로한 검색 시장 경쟁도 갈수록 격화. OpenAI는 시의성 높은 답변을 제공하기 위해 AI 기반 웹검색 서비스인 SearchGPT를 도입. 구글과 쿼리 경쟁 심화 예상

알파벳은 AI Overview를 100개 국가에 도입하면서 대응. 다만, AI Overview 수익화 수준은 아직 기존 검색과 유사한 수준. 단기간 내에 수익화 수준을 더 높일 계획은 없는 것으로 추정. 광고 매출에서 기대할 부분이 적음을 의미

클라우드 부문은 우려 대비 양호하나 매출 비중 13%로 실적 전반에 미치는 영향은 제한. 광고 부문은 중국 사업자들의 광고비 지출 증가율 둔화 및 경쟁 심화로 모멘텀 제한. 한편, 12MF PER 20배 수준으로 밸류에이션 부담은 적음

* 투자의견: 애널리스트의 컨센서스를 구간별로(1-Strong Buy, 1.5-Buy, 2-Hold, 2.5-Sell, 3.0-Strong Sell) 수치화. 1에 근접할수록 긍정적인 투자의견

3Q24 실적 지표

(단위: 십억달러, 달러, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		YoY	QoQ	4Q24	
			발표치	컨센				
매출액	76.7	84.7	88.3	86.4	2.2	15.1	4.2	95.8
영업이익	21.3	27.4	28.5	26.5	7.5	33.6	4.0	29.3
순이익	19.7	23.6	26.3	23.0	14.6	33.6	11.4	25.2
EPS	1.55	1.89	2.12	1.84	14.9	36.8	12.2	2.04

자료: Factset, 대신증권 Research Center

SK
(034730)

양지환 jhwan.yang@daishin.com
이지니 jnilee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

230,000

유지

현재주가

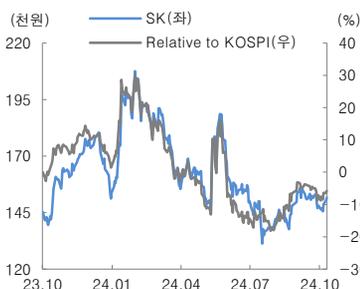
149,200

(24.10.30)

지주업종

KOSPI	2,593.79
시가총액	10,901십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	207,500원 / 131,300원
120일 평균거래대금	454억원
외국인지분율	23.80%
주요주주	최태원 외 38 인 25.54% 국민연금공단 7.62%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.5	1.8	-10.0	4.2
상대수익률	-2.5	7.5	-6.6	-7.2



ROE 개선과 주주환원 확대

- Value up 공시 : ROE 개선과 주주환원 규모 확대를 통한 PBR 제고
- 2027년 Target ROE 10% 달성을 위해 세 가지의 이행 계획을 수립
- 주주환원 : 최소 5천원 이상의 배당금 + 시가총액의 1~2% 자사주 매입

투자 의견 매수, 목표주가 230,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치 5.8조원, 상장 및 비상장 자회사 지분 가치 31.8조원, 순차입금 9.7조원을 감안한 동사의 NAV는 약 28조원. Target 할 인율 55%를 적용하였으며, 자기주식을 제외한 유통주식수로 산출

기업가치제고계획 : ROE 개선과 주주환원 규모 확대를 통한 PBR 제고 목표

SK는 2016년 투자형 지주회사 체제로 전환하며 4대 핵심 영역(Green, 첨단소재, Digital, Bio)분야에 중점적으로 투자하며 매출액 및 자산은 증가하였지만, 에너지, 화학 및 반도체 업황 변동에 따라 이익의 변동성이 확대

신성장 동력을 확보, 육성하는 투자 과정에서 2019년 14.9%, 2021년 10.2%에 달했던 동사의 ROE는 2023년 -3.7%, 1H24에는 3.2%로 하락. ROE의 하락으로 동사의 PBR은 2019년 0.83배에서 2023년 0.47배 수준까지 하락

SK는 향후 ROE개선과 주주환원 규모의 점진적 확대를 통한 PBR 제고와 기업가치의 향상(Value up)을 추진한다고 발표함. 일반 지주회사 중 가장 먼저 기업가치 제고계획을 발표한 점은 긍정적. 관건은 ROE Target의 달성을 통한 안정적 주주환원 규모 확대가 가능할 지 여부임

2027년 ROE 10% Target

2024년~2026년 ROE 8%, 2027년 이후 ROE 10%의 Target을 설정하고 이를 달성하기 위해 1)Operation Improvement(O/I), 2)Portfolio Rebalancing, 3)재무구조 개선을 추진할 계획임

동사는 이미 Portfolio Rebalancing을 위해 Portfolio 통합 및 Portfolio Divest를 동시에 추진하고 있음. 포트폴리오 통합은 우량 자산 내재화 및 미래성장사업의 시너지 극대화, 계열사간 중복 투자 영역 통합을 통해 운영 효율성 제고 및 역량을 집중시키는 것으로 SK이노베이션과 E&S의 합병이 대표적인 케이스임. Portfolio Divest는 비핵심, 비효율 자산 유동화, Value 달성 포트폴리오의 매각을 통한 투자 수익 실현하는 것으로 SK스페셜티의 매각 추진, SK렌터카의 매각 등이 대표적인 사례임

주주환원 최소 5천원 배당 및 시가총액의 1~2% 자사주 매입소각 실시

동사는 주주들의 기대 수준에 부응하여 안정성·일관성 있고 예측 가능한 수준의 주주환원 규모의 점진적 확대를 추진할 계획임

기존 중기 주주환원정책('22~'25년: 경상적 배당수입의 30%이상의 현금 배당과 투자성과의 일정비율 공유)을 연간 주당 최소 배당금 5천원 + 시가총액의 1~2% 규모의 자기주식 매입·소각 또는 추가배당금 지급으로 주주환원 정책을 변경

두산에너지빌리티 (034020)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

26,000

유지

현재주가

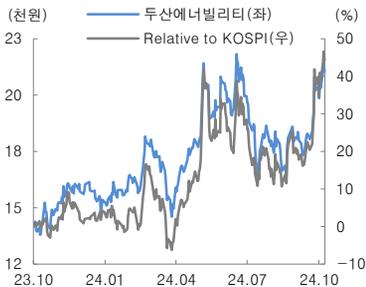
(24.10.30)

21,400

유틸리티업종

KOSPI	2593.79
시가총액	13,708십억원
시가총액비중	0.64%
자본금(보통주)	3,267십억원
52주 최고/최저	22,250원 / 13,420원
120일 평균거래대금	1,707억원
외국인지분율	22.86%
주요주주	두산 외 26 인 30.67% 국민연금공단 6.85%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.5	15.3	27.4	55.3
상대수익률	19.5	21.7	32.2	38.3



더 중요한 것은 3Q24 실적보다 이슈 헤쳐나가기

- 3Q24 연결기준 영업이익 1,148억원, 에너지빌리티 344억원으로 부진
- 현재주가 기준 분할가치비중은 에너지빌리티 86.5, 합병후 로보틱스 13.5
- 2H25 ~ 2027년 미국 SMR 건설 발주 본격화 예상

3Q24 연결기준 영업이익 1,148억원, 에너지빌리티부문 344억원으로 부진

3Q24 매출액 3.4조원(-18.3%, 이하 YoY), 영업이익 1,148억원(-63.1%)을 기록. 영업이익 컨센서스 2,920억원을 하회했음. 밥캣부문 영업이익은 1,257억원(-57.8%)로 실적이 크게 감소했으며, 에너지빌리티부문도 영업이익 344억원(-39.3%), 영업이익률 2.1%로 부진한 실적을 기록했음. 이는 호주, 독일 프로젝트 등에서의 대규모 공사 손실이 발생했기 때문. 관련 공사 손실은 3Q24 실적에 대부분 반영되었으므로, 4Q24에는 실적 회복이 가능할 것으로 기대

3Q24 누계 기준 수주금액은 3.2조원을 기록, 4Q24 3.1조원을 목표로 하고 있음. 공사 등이 포함되어 있는 총 수주금액보다는 원자력 및 가스 기자재 및 서비스 수주비중이 커져야 함. 중장기 수익성 높은 제조 및 서비스 매출비중 확대를 통한 수익성 개선이 필요함

현재주가 기준 분할가치 비중은 에너지빌리티 86.5%, 합병후 로보틱스 13.5%

10/31 오늘 금감원은 동사의 분할합병 관련 입장을 밝힐 예정. 금감원의 동사의 구조에 대한 승인이 이루어질 경우, 공은 주주들의 선택으로 넘어갈 것. 두산로보틱스와 두산밥캣의 가치 관련 논란을 떠나서 단순히 현재주가 기준으로 보면 주주는 2.3%의 수익률 발생하며, 분할가치 비중은 두산에너지빌리티 86.5%, 합병후 두산로보틱스 13.5%임. 2025년 2월 21일 재상장 이후 두산에너지빌리티와 두산로보틱스의 주가 변동에 따른 총가치 변동에 대한 의견에 따라서 주매청 신청 여부를 결정해야 하는 상황임

투자 의견 '매수', 목표주가 26,000원 유지

투자 의견 '매수', 목표주가 26,000원을 유지함. 체코 반죽점당국의 원전 계약 일시보류로 대형원전의 우려가 발생했지만, 한국 정부 등이 밝힌 대로 표준 절차일 가능성이 높을 것으로 판단됨. 미국에서 신규 원전이 2032년까지 준공되어야 투자세액 공제 30% 이상(2033년 26%, 2034년 22%)을 받을 수 있음. SMR 공기가 아직은 크게 단축되기 쉽지 않고, 지연 가능성 등도 있는 감안하면, 지금부터 미국 빅테크 SMR 전력 공급 계약, 2H25 ~ 2027년 SMR 건설 발주가 많이 발생할 수 있음. 동사의 SMR 사업의 성장성 및 경쟁력이 부각될 수 있는 상황임. 4Q24 ~ 2025년 원자력 부문은 국내 원전의 계속운전을 위한 성능개선, 교체 기자재 수요 확대, 체코 원전 2기, SMR(NuScale 루마니아 등), 가스발전 부문은 복합화력 주기기(가스터빈, 증기터빈, 발전기 등, 2024년 4기, 2025년 3기 수주 계획) 등 고수익성의 기자재 및 서비스 관련 수주 확대가 본격화될 것으로 기대

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24		3Q24			4Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	4,155	4,150	3,983	3,396	-18.3	-18.2	4,045	4,114	-	21.2
영업이익	311	310	283	115	-63.1	-62.9	292	266	-	131.4
순이익	22	136	100	-55	적전	적전	115	90	흑전	흑전

자료: 두산에너지빌리티, FnGuide, 대신증권 Research Center

한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

37,000

하향

현재주가

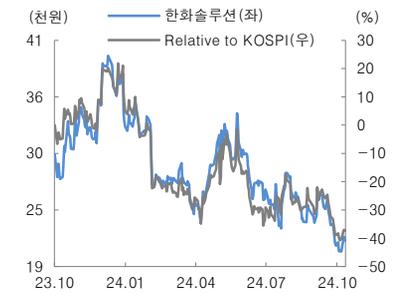
21,500

(24.10.30)

화학업종

KOSPI	2593.79
시가총액	3,745십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	39,500원 / 20,450원
120일 평균거래대금	435억원
외국인지분율	19.64%
주요주주	한화 외 4 인 36.47% 국민연금공단 6.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.8	-12.6	-16.0	-22.4
상대수익률	-16.8	-7.7	-12.8	-30.9



점진적 개선세 지속

- 3Q24 신재생부문 OP -410억원(QoQ +508억원)으로 적자폭 축소 지속
- 24년도 태양광 모듈 판매량 가이던스 하향, 카터스빌 신규 공장 가동 지연
- 4Q 모듈 판매량 증가(QoQ +75%)는 긍정적이나, 판가 반등 가능성은 불확실

투자의견 매수 유지, 목표주가 37,000원으로 하향

신재생부문 이익추정치 하향에 따라 목표주가 -7.5% 하향 조정. 금번 실적발표에서 24년도 태양광 모듈 판매량 가이던스 8GW 초반 수준으로 하향 언급. 또한 카터스빌 3공장 셀/웨이퍼 공장 가동시기 24년 25년도 하반기로 지연되며, 25년도 연간 AMPC 금액 8,252억원으로 -16.3% 하향 조정 불가피.

3Q24 Review: 1Q24 저점 이후 신재생 부문 실적 개선세 지속

동사의 3Q OP -810억원으로 QoQ +268억원 기록. 케미칼부문 해상운임 상승 영향으로 적자폭 확대되었으나, 신재생부문 전분기에 이어 적자폭 축소 지속. 신재생부문 OP -410억원(모듈판매 -1,934억원/AMPC 1,216억원/개발자산매각 308억원) 기록. 북미 지역 태양광 모듈 판가 하락(3Q 당사 추정치 0.275 달러/W, QoQ -6%)했으나, 웨이퍼 가격 하락으로 스프레드 전분기와 유사. 북미 정전 영향으로 달튼 공장 생산량 감소하며 AMPC 예상치 하회.

4Q24 Preview: 4Q OP 개선세 지속 전망, 개발자산매각 마진율이 관건

동사의 OP -130억원으로 QoQ +680억원 전망. 신재생부문 예상 OP 239억원 (모듈판매 -1,647억원/AMPC 1,526억원/개발자산매각 360억원, OPM 3% 가정). 4Q 북미 태양광 예상 설치량 14.8GW(QoQ +12.3%, YoY +6.9%)로 계절적 성수기 진입하는 가운데, 동사의 예상 판매량 역시 3.1GW로 QoQ +75% 증가 전망. 단, 북미 지역 내 공급과잉으로 모듈 판가 반등은 기대하기 어려운 상황. 또한 전분기 발생한 정전 영향으로 4Q 생산량 일부 감소하며 AMPC 예상치 하향 조정 불가피. 동사의 4Q 태양광 부문 실적의 관건은 연중 가장 높은 수준의 매출(1.2조원)이 예상되는 개발자산매각/EPC 부문의 마진율이 될 것으로 판단.

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24			4Q24				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,926	2,665	3,212	2,773	-5.2	4.1	3,350	3,662	-5	32.0
영업이익	98	-106	10	-81	적전	적지	-54	-13	적전	적지
순이익	6	-367	-153	-496	적전	적지	-134	-198	적지	적지

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,493	11,417	11,531
영업이익	924	605	-416	307	310
세전순이익	549	-102	-1,438	-246	-156
총당기순이익	366	-155	-1,465	-196	-93
지배지분순이익	359	-208	-1,520	-192	-91
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
ROE	4.2	-2.5	-21.4	-3.1	-1.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.