

# 미래에셋증권 Daily

## ▶ TODAY'S REPORTS

### 산업분석

글로벌 테크 - 류영호: 메타의 선물

### 기업분석

메타 플랫폼스[중립] - 정용제: 3Q22 리뷰: 모호한 전략, 과도한 투자

마이크로소프트[매수] - 김수진: FY1Q23 리뷰, 클라우드 너마저

서비스나우(NOW US) - 김수진: 어닝 서프라이즈의 의미, DX는 계속된다

S-Oil[매수] - 이진호: 기대치는 충분히 낮아졌다

한화솔루션[매수] - 이진호: 모듈 판매량 증가 지속, 그리고 운송비 감소

### 금융시장 주요 지표 I, II

## 2022. 10. 28 (금)

## 리서치센터

KOSPI (10/27)	2,288.78P(+39.22P)
KOSDAQ (10/27)	695.09P(+11.92P)
KOSPI200 (10/27)	298.82P(+4.97P)
미국 DowJones지수 (10/26)	31,839.11P(+2.37P)
미국 NASDAQ지수 (10/26)	10,970.99P(-228.13P)
중국상해종합지수 (10/26)	2,999.50P(+23.22P)
NIKKEI225지수 (10/26)	27,431.84P(+181.56P)
유럽 STOXX600지수 (10/26)	410.31P(+2.70P)
유럽 STOXX600지수 (10/24)	401.84P(+5.55P)
독일 DAX지수 (10/21)	12,730.90P(-36.51P)
VIX (10/21)	29.69P(-0.29P)
원/달러 환율 (10/21)	1,440.85(+8.54)
엔/달러 환율 (10/21)	147.65(-2.50)
국고채 수익률(3년) (10/26)	4.21(-0.01)
미국채 10년 (10/21)	4.22(-0.01)
독일국채 10년 (10/21)	2.42(+0.02)
금가격 (10/21)	1,651.00(+20.20)
구리가격 (10/21)	7,457.00(-48.50)
유가(WTI) (10/21)	85.05(-0.93)
국내주식형펀드증감 (10/21)	342억원
해외주식형펀드증감 (10/21)	-4억원
고객예탁금 (10/26)	484,651억원(+7,684억원)
신용잔고 (10/26)	161,428억원(-823억원)
대차잔고 (10/26)	680,485억원(+3,921억원)

주: 현지 시간 기준

## 메타의 선물

류영호 young.ryu@miraeasset.com

## 긍정적인 클라우드

최근 실적을 발표한 대표 클라우드 업체들, 여전히 투자에 대해 긍정적

- 알파벳, 클라우드 전년대비 + 38% 성장하며 긍정적인 실적 기록
- GCP(Google Cloud Platform)과 워크스페이스 호조,
- 비중이 큰 서버와 함께 기술적 인프라에 투자 확대(CAPEX +31% YoY), AI 연산 확대
- 마이크로소프트, 클라우드 Azure 성장률 35%(-5%pt QoQ) 기록
- 고객사들의 효율적 소비 확대로 예상에 미치지 못하는 실적 기록, 중장기 성장성 유효
- 3분기 클라우드 서버/데이터센터 투자를 위해 66억달러 투자
- 여전히 높은 수요와 사용감안 4분기 투자 확대 예정

## Meta, 투자 확대

실적 악화에도 AI 투자를 위해 2023년 투자 확대

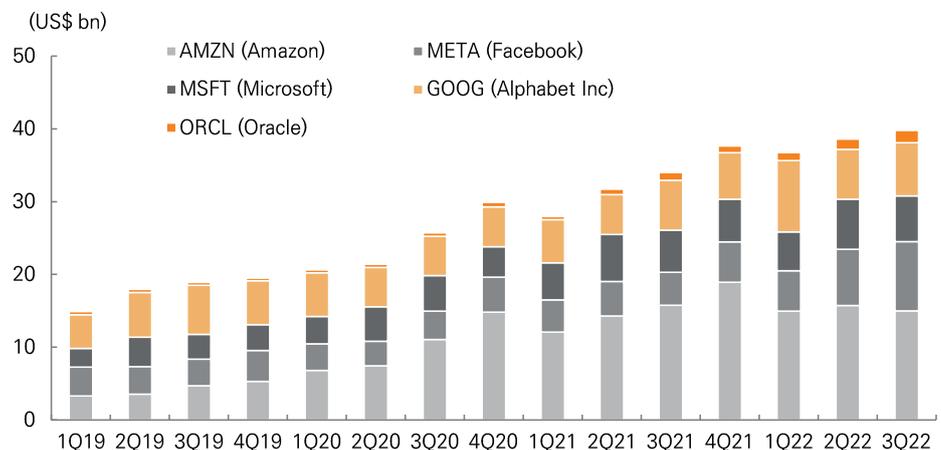
- 22년 CAPEX, 기존 300~340억달러에서 320억~330억달러로 중간값 기준 상향 조정
- 23년 CAPEX, 340~390억달러로 22년 대비 중간값 기준 12.3% YoY 상향 조정
- 대부분의 투자는 AI 데이터센터, 서버, 네트워크 인프라에 사용 예정
- 가격이 높은 AI 서버와 네트워크 구축 때문에 23년 CAPEX가 증가될 수밖에 없음
- 단, 향후 매출 부진에 따라 투자 속도 조절 가능성 존재

## Implication

단기 재고 소진 이슈는 있으나, 2023년에도 데이터센터 투자만은 긍정적

- Meta 실적 발표 이후, 주요 데이터센터 서플라이 체인들 시간외 추가 상승
- Meta는 최근 OCP Summit 2022에서 차세대 AI 플랫폼 Grand Teton 소개
- Grand Teton은 엔비디아의 Hopper 아키텍처 기반 H100와 협업을 통해 개발
- 최근 RTX 4090 판매 호조에도 H100을 최우선 생산 순위로 지정
- 23년 Intel Sapphire Rapids와 Nvidia H100 출시와 함께 데이터센터 투자 확대 기대

## 주요 클라우드 업체 CAPEX 추이



주: Amazon 3Q22는 추정치

자료: 각사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 메타 플랫폼스 Meta Platforms (META US)

## 3Q22 리뷰: 모호한 전략, 과도한 투자

중립  
(하향)

목표가: USD 141 ▼  
상승여력: 8.6%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

### 3Q22 리뷰: 컨센서스 하회

**메타 (페이스북) 3Q22 실적 발표. 매출액은 컨센서스 1% 상회. OP는 10% 하회**

- 매출액 277억달러 (-4% YoY), OP 57억달러 (-46% YoY) 기록. 컨센서스 하회
- MAU 29.6억명 (+2% YoY)으로 예상치 상회. 리오프닝, 러-우 전쟁 영향에서 회복
- 그러나 ARPU는 -6% YoY로 부진. 달러 강세와 헬스케어, 여행 외 전반적 광고 부진
- OPM은 20% (-15ppt YoY)로 예상치 하회. 인력 확대 (+28% YoY) 영향 지속

### 4Q22 및 2023년 OP를 각각 17% 하향. 컨센 대비 21%, 26% 하회

**4Q22 매출액 316억달러 (-6% YoY), OP 69억달러 (-45% YoY) 예상. 컨센 하회**

- 기존 대비 매출액과 OP 3%, 17% 하향. 달러 강세, 수요 부진, 투자 확대에 기인
- 연말 성수기 수요 부진 우려 확대. 대형 광고주 위주 광고비 지출 축소 우려 존재
- 23년 매출액은 1,238억달러 (+7% YoY), OP 263억달러 (-11% YoY) 예상. 컨센 하회**
- 23년말 인력은 3Q22 수준 유지 예정. 성장률은 낮아지지만 1H23 비용 부담은 지속
- 또한 AI 인프라, 서버, VR 기기 등 매출원가 상승으로 OPM 21% (-4ppt YoY) 예상
- 특히 23년 Capex (평균)는 365억달러 (+12% YoY) 제시. 그러나 투자 성과 우려 확대

### 단기 업황 부진 및 경쟁 심화, 중장기 '메타버스' 의구심 확대. 투자 의견 중립 하향

**메타에 대한 투자 의견 중립으로 하향. 목표주가 USD 141로 10% 하향**

- TP는 23년 EPS에 18년 P/E 17배 적용. 23년 EPS는 기존 대비 19% 하향
- 단기 광고 업황 부진 및 경쟁 심화 우려 존재. '틱톡 글로벌' DAU 10억명 상회
- 또한 '메타버스' 성과에 대한 의구심 확대. 23년에도 매출 부진과 비용 상승 불가피
- 향후 24년 매출 성장률의 가파른 회복 가능성 하락. P/E 멀티플 확대 가능성 제한적
- 메타 2023년 P/E 16배로 2018년 17배와 유사. 매출 반등 요인 (릴스)의 구체화 필요

#### Key data



현재주가(22/10/26, USD)	129.82	시가총액(십억USD)	348.90
NASDAQ COMPOSITE(22/10/26, p)	10,970.99	시가총액(조원)	501.19
EPS 성장률(22F, %)	-35.4	유통주식수(백만주)	2,765.0
P/E(22F, x)	14.6	52주 최저가(USD)	126.76
MKT P/E(22F, x)	17.2	52주 최고가(USD)	347.56
배당수익률(%)	-		

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-28.3	-58.9
상대주가	-6.3	-18.3	-42.9

#### Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	12/19	12/20	12/21	12/22F	12/23F	12/24F
매출액 (십억USD)	70.7	86.0	117.9	116.0	123.8	142.2
영업이익 (십억USD)	29.5	32.9	46.8	29.4	26.3	32.7
영업이익률 (%)	41.8	38.2	39.6	25.4	21.3	23.0
순이익 (십억USD)	24.7	29.1	39.4	24.1	21.0	26.0
EPS (USD)	8.61	10.55	13.80	8.91	8.14	10.59
ROE (%)	26.7	25.4	31.1	19.0	15.2	16.3
P/E (배)	23.8	25.9	24.4	14.6	15.9	12.3
P/B (배)	5.8	5.5	7.5	2.7	2.2	1.8

주: GAAP 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 메타 플랫폼스, 미래에셋증권 리서치센터

# 마이크로소프트 Microsoft (MSFT US)

## FY1Q23 리뷰: 클라우드 너머...

매수  
(유지)

목표가: USD 282.9 ▼  
상승여력: 22.3%

김수진 soojin.kim@miraeasset.com

김규연 gyuyeon.kim@miraeasset.com

### 실적 및 가이드런스

#### MS도 못버텼다: 가이드런스 쇼크

- FY1Q23 실적: 매출 501.2억달러(예상 상회), Non-GAAP EPS 2.35달러
- FY2Q23 가이드런스: 매출 523.5~533.5억달러(+2% YoY, 예상치 560.5억달러 하회), 영업이익률 40%(예상치 42% 하회)

### 사업부별

#### 클라우드 Azure 성장률 35%(-5%pt QoQ) 기록, FY2Q23에는 30% 예상

- IC(클라우드, 윈도우 서버, SQL 서버): 매출 203.3억달러(+20% YoY)로 예상 부합
  - 클라우드 요금제 가운데 사용량(consumption) 기반 서비스 수요 감소로 부진하고, 워크로드 효율화 요구하는 고객사 늘면서 매출 둔화
  - Azure 마진도 감소: 에너지 가격 인상되고, 장기 계약 고객 늘어나며 매출 인식 시점 변화 증가
- PBP(오피스, 링크드인, 다이내믹스): 매출 167.5억달러(+9% YoY)로 예상 상회
  - 오피스에서 보안 강화된 프리미엄 요금제 E5 호조로 ARPU 증가 긍정적
- MPC(윈도우, Xbox 서피스, 광고): 매출 133.3억달러로 예상 부합
  - PC 공급은 9월에 더 악화된 상황: 2Q에 윈도우 실적 더욱 나쁠 것으로 예상
  - 게임패스 이용자 2,000만명 돌파, 매출 +159% YoY: 포트나이트 덕분으로 해석

### 목표주가 및 전망

#### 클라우드, 산업 성숙기 진입함에 따라 판매 방식의 구조적 변화도 진행 중

- 목표주가 302.4달러에서 282.9달러로 6.4% 하향 조정
- FY2023 환율 영향으로 매출 -5%pt 예상
- 클라우드는 수요 감소도 있지만, 구조적으로 산업 성숙기 영향도 존재하는 것으로 판단
- 따라서 현재는 PC 공급 개선으로 윈도우 사업부 반등하는 것이 중요한 모멘텀 될 것

### Key data



현재주가(22/10/26, USD)	231.32	시가총액(십억USD)	1,724.37
NASDAQ COMPOSITE(22/10/26, p)	10,970.99	시가총액(조원)	2,477.06
EPS 성장률(23F, %)	5.2	유통주식수(백만주)	7,451.1
P/E(23F, x)	25.1	52주 최저가(USD)	225.41
MKT P/E(23F, x)	25.0	52주 최고가(USD)	343.11
배당수익률(%)	0.9		

### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	-14.4	-25.4
상대주가	-4.1	-2.5	3.6

### Earnings and valuation metrics

결산기 (06월)	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액 (백만USD)	110,360	125,843	143,015	168,088	197,706	213,767
영업이익 (백만USD)	35,058	42,959	52,959	69,916	82,819	88,455
영업이익률 (%)	31.8	34.1	37.0	41.6	40.6	41.4
순이익 (백만USD)	30,267	36,830	44,281	60,651	72,174	75,331
EPS (USD)	3.9	4.8	5.8	8.0	9.6	10.1
ROE (%)	19.4	42.4	40.1	47.1	43.7	37.3
P/E (배)	26.3	28.0	35.1	34.2	28.0	25.1
P/B (배)	10	13	13.0	14.3	11.5	8.0

주: Non-GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 마이크로소프트, 미래에셋증권 리서치센터

# 서비스나우 ServiceNow (NOW US)

## 어닝 서프라이즈의 의미: DX는 계속된다

Refinitiv  
평균목표주가  
**USD 541.06**  
상승여력: 47.7%

김수진 soojin.kim@miraeeasset.com

김규연 gyuyeon.kim@miraeeasset.com

### FY3Q22 리뷰

#### 영업이익과 수익성 2Q 대비 반등 성공

- FY3Q22 구독 매출 17.42억달러(+22% YoY, CC 28.5%), Non-GAAP EPS 1.97달러로 예상 상회, 영업이익률 26%
- 연 100만달러 이상 계약 1,530사(+22% YoY), 1,000만달러 이상 고객 +60% YoY
- 연방 정부 수주 3Q 기준 역대 최대 기록: 글로벌 방위 공급망 자동화를 진행
- 리테일과 관광 서비스업의 연 ACV +50% YoY 기록. 제조업, 기술 미디어, 통신 견조

### FY2022 가이던스

#### 연간 매출 전망 상향 조정

- 구독 매출 18.3~18.4억달러(+20~21% YoY),
- 2022 연간 구독 매출 68.65~68.7억달러(+23% YoY), 영업이익률 25%

### 투자포인트 및 밸류에이션

#### 클라우드 기반 SW의 최대 장점: 위기에도 끊을 수 없다

- 동사 호실적의 핵심은 1) 자동화, 2) 락인효과, 3) Opex(영업비용)로 설명할 수 있음
- 클라우드 중 공급망 이슈와 인력 이슈를 해결할 수 있는 '자동화' 기능의 경우 투자 우선순위로 올라올 수 있으며 (공공 기관 등 대형 수주 지속),
- 수익 모델 중 Consumption(사용량) 기반은 이용량 조절 가능하지만, install 기반 제품은 한번 사용하면 멈출 수 없고(MS와 다른 이유),
- 특히나 경제 위기에서 Capex보다 Opex 비용 지출이 기업들에게 유리하기 때문에 클라우드 강점 부각 가능(2008년 사례)
- 현재 동사의 FY23 P/E는 39.9배로, 영업이익 흑자전환 이후 최저치
- 어려운 경제 상황에도 펀더멘털 확실한 기업, 시장에서도 가장 믿음직한 종목으로 추천

#### Key data



현재주가(22/10/26, USD)	366.41	시가총액(십억USD)	74.01
S&P 500(22/10/26, p)	3,830.60	시가총액(조원)	104.8
EPS 성장률(24F,%)	20.6	유통주식수(백만주)	201.5
P/E(24F,x)	50.3	52주 최저가(USD)	337.00
MKT P/E(24F,x)	12.6	52주 최고가(USD)	707.60
배당수익률(%)	-		

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.3	-21.4	-44.9
상대주가	-7.9	-14.2	-34.5

#### Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (백만USD)	3,460.4	4,519.5	5,896.0	7,307.3	8,985.2	11,070.1
영업이익 (백만USD)	42.1	198.9	257.0	1,819.9	2,335.4	3,002.5
영업이익률 (%)	1.2	4.4	4.4	24.9	26.0	27.1
순이익 (백만USD)	626.7	118.5	230.0	282.2	715.7	969.1
EPS (USD)	3.4	0.6	1.2	1.4	2.9	4.3
ROE (%)	38.7	4.8	7.0	34.3	28.4	25.6
P/E (배)	88.7	686.6	535.9	50.3	39.9	31.6
P/B (배)	25.1	38.0	35.1	15.0	10.3	7.3



주: GAAP 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 서비스나우, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

# 기대치는 충분히 낮아졌다

**매수**  
(유지)

목표가: 133,000원  
상승여력: 55.6%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

## 투자 의견

### 매수 의견과 목표주가 13.3만원 유지

- 기존 실적 전망치는 지난 자료와 큰 변화없어 매수 의견 및 목표주가 13.3만원 유지. 3분기 실적이 컨센서스를 하회했으나, 기대치는 이미 많이 낮아진 상황
- 점차 개선되는 향후 실적에 주목. 정제마진은 등경유 마진을 필두로 개선 예상
- 중국 석유제품 수출량 증가 영향은 단기적일 것으로 예상. 중국 제로 코로나 정책으로 인한 봉쇄 정책 완화되며, 수출 증대 노력이 감소할 것으로 예상되기 때문
- 국제유가는 OPEC+의 감산으로 인해 하방 지지 전망. 미국 증산 영향은 제한적 예상

## 3Q Review

### 정유 실적이 힘들 때마다 버터주는 윤활유

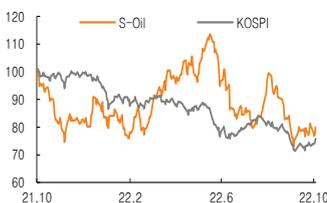
- 3Q 영업이익 5,117억원. 예상치 6% 하회(예상치 5,432억원, 2Q 1조 7,220억원)
- 정유: 영업이익 788억원으로 전분기대비 95% 감소(2Q 1조 4,451억원)
  - 정제마진 축소, 유가 하락으로 인한 재고관련손실, 높은 OSP 프리미엄 등 때문
- 윤활유: 영업이익 3,767억원으로 전분기대비 46% 증가(2Q 2,589억원)
  - 낮아진 원료(VGO) 가격 대비 제품 가격은 높게 유지되며 스프레드 52% 확대
- 화학: 견조했던 PX 스프레드 대비 PP/PO 스프레드는 부진

## 4Q Preview

### 과거보다 높아지는 정제마진 저점

- 4Q 영업이익 8,372억원 전망(전분기대비 +64% 전망)
- 정유: 4분기 실적 개선을 예상하는 요인은 1) 계절적 등경유 수요 증가로 정제마진 약 10% 확대 전망, 2) 유가 하락세 둔화로 인한 재고관련손실 축소 예상
- 윤활유: 계절적 비수기 및 정기보수 물량 복귀로 스프레드 축소되며 19% 감익 전망
- 화학: 화학 시황 약세 지속 전망. PX 스프레드도 둔화되며, 전분기대비 실적 감익 전망

### Key data



현재주가(22/10/27, 원)	85,500	시가총액(십억원)	9,626
영업이익(22F, 십억원)	4,403	발행주식수(백만주)	117
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	4,327	유동주식비율(%)	36.6
EPS 성장률(22F, %)	106.6	외국인 보유비중(%)	81.3
P/E(22F, x)	3.5	베타(12M) 일간수익률	0.67
MKT P/E(22F, x)	10.1	52주 최저가(원)	77,900
KOSPI	2,288.78	52주 최고가(원)	121,500

### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.9	-18.6	-19.7
상대주가	1.9	-6.1	6.1

### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	24,394	16,830	27,464	44,017	41,064	37,840
영업이익 (십억원)	420	-1,099	2,141	4,403	4,580	4,913
영업이익률 (%)	1.7	-6.5	7.8	10.0	11.2	13.0
순이익 (십억원)	65	-796	1,379	2,848	3,262	3,580
EPS (원)	561	-6,827	11,822	24,421	27,976	30,701
ROE (%)	1.0	-13.1	21.8	35.1	31.0	27.4
P/E (배)	169.8	-	7.2	3.5	3.1	2.8
P/B (배)	1.7	1.4	1.4	1.1	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.2	0.0	4.4	8.5	9.8	9.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. S-Oil 분기별 실적 추정

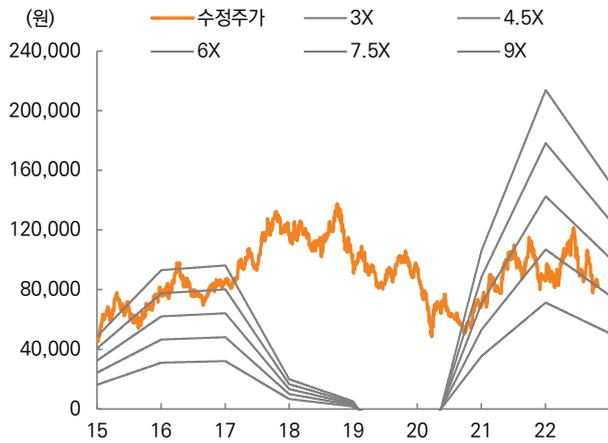
(십억원)

		1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
매출액	합계	9,287.0	11,442.4	11,122.6	12,164.8	10,735.0	10,736.7	9,791.6	9,801.0	27,463.8	44,016.8	41,064.4
	정유	7,179.1	9,252.1	9,015.7	9,804.2	8,454.9	8,593.1	7,708.2	7,779.8	20,190.7	35,251.1	32,536.0
	화학	1,366.2	1,302.3	1,161.5	1,468.1	1,432.0	1,399.4	1,315.1	1,311.7	4,657.3	5,298.1	5,458.2
	윤활유	741.7	888.0	945.4	892.4	848.1	744.3	768.3	709.6	2,615.8	3,467.5	3,070.2
	영업이익	1,331.9	1,722.0	511.7	837.2	1,173.4	1,046.6	1,130.7	1,229.5	2,273.1	4,402.7	4,580.3
영업이익	정유	1,202.2	1,445.1	78.8	505.5	895.8	760.9	801.4	931.1	1,027.6	3,231.6	3,389.3
	화학	-65.6	18.0	56.1	28.0	3.5	50.6	65.1	73.3	243.7	36.5	192.5
	윤활유	195.3	258.9	376.7	303.7	274.1	235.1	264.1	225.1	1,001.8	1,134.6	998.5
	세전이익	1,195.9	1,399.4	-26.4	872.2	1,099.0	869.2	1,013.4	1,310.8	1,878.0	3,861.8	4,292.3
순이익(지배)	870.8	1,014.2	-9.6	662.9	835.2	660.6	770.2	996.2	1,378.5	2,847.6	3,262.2	

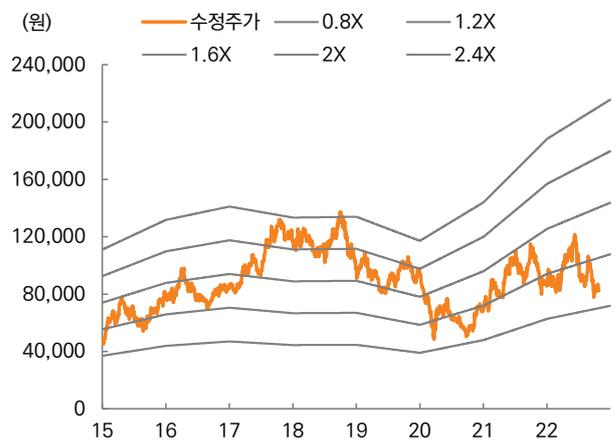
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. S-Oil 12MF PER 밴드 차트

그림 2. S-Oil 12MF PBR 밴드 차트



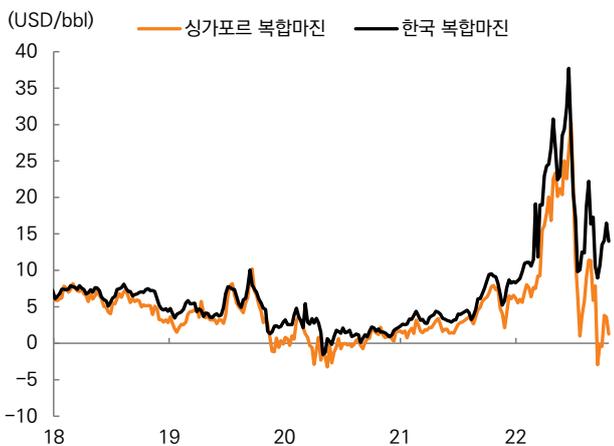
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터



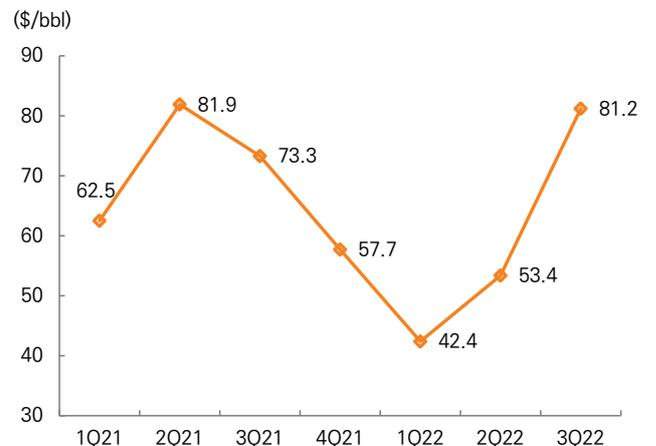
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 싱가포르 정제마진과 한국 복합마진 추이

그림 4. 윤활유 스프레드 추이

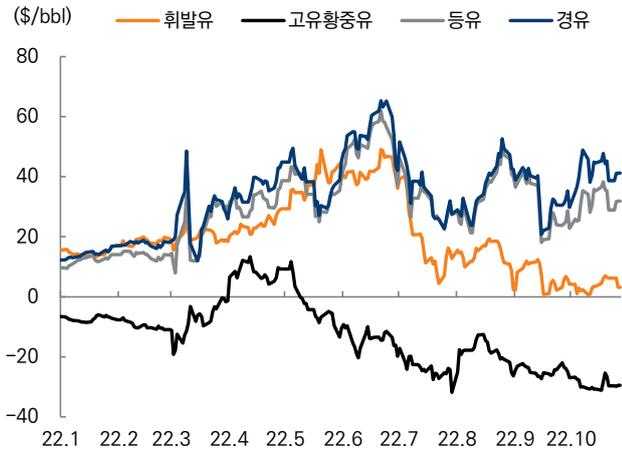


자료: Reuters, 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터



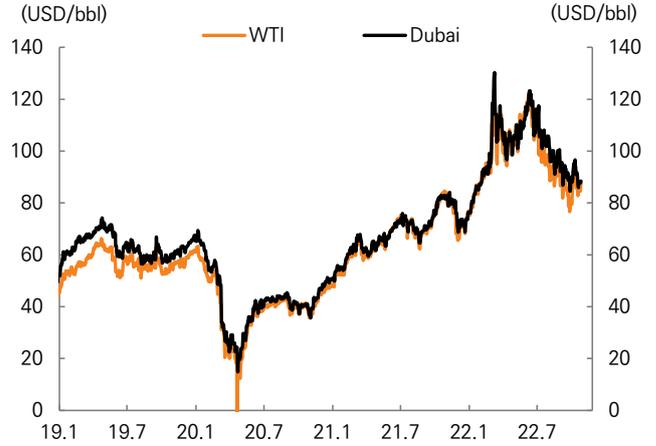
자료: S-Oil, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 아시아 석유제품별 마진 추이



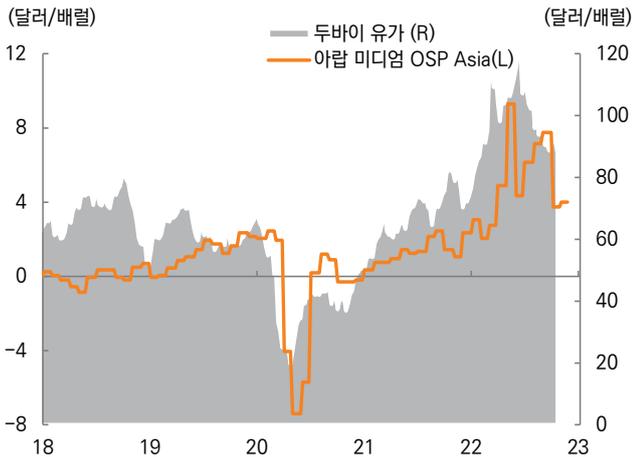
자료: 페트로넷, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 국제유가 추이



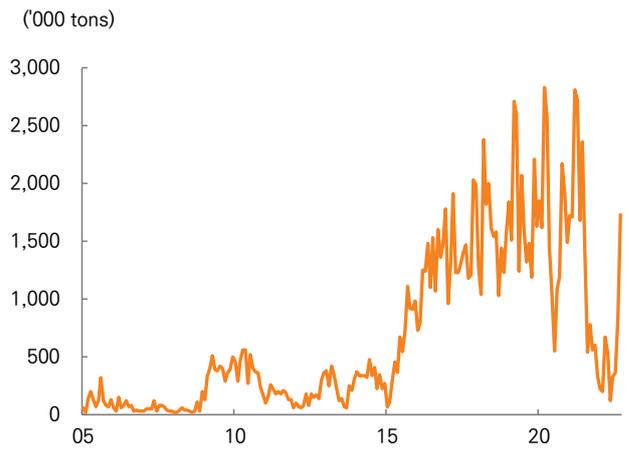
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 국제유가 및 사우디 OSP 추이



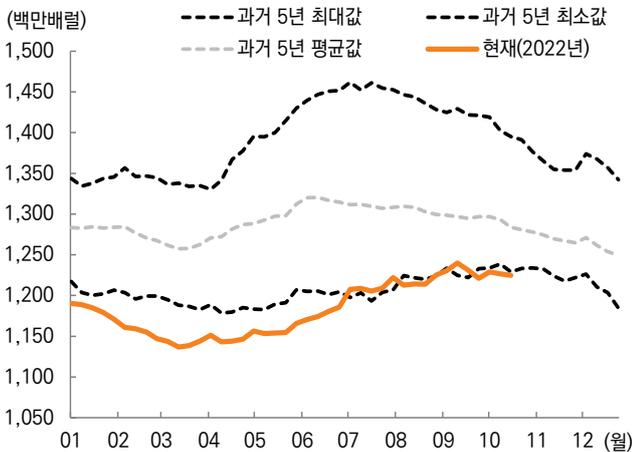
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 중국 월간 경유 수출량 추이



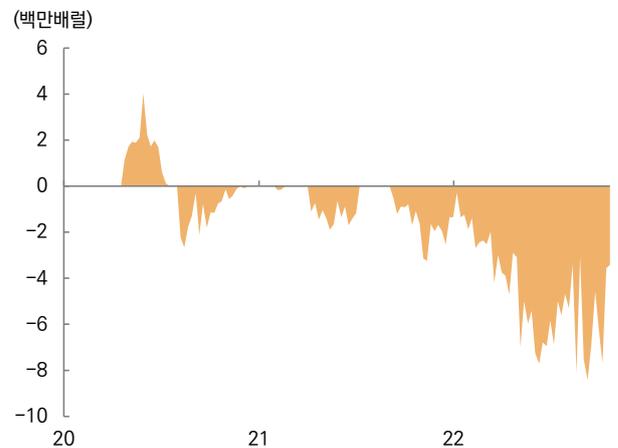
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 미국 총 석유제품 재고(전략비축유 제외) 추이



자료: Bloomberg, EIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 미국 전략비축유 주간 변화량 추이



자료: Bloomberg, EIA, 미래에셋증권 리서치센터

## 모듈 판매량 증가 지속, 그리고 운송비 감소

**매수**  
(유지)

목표가: 66,000원  
상승여력: 27.7%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

### 투자 의견

#### 투자 의견 매수 및 목표주가 6.6만원 유지

- 실적 전망치는 소폭 상향 조정되었으나, 피어 멀티플 하락으로 상쇄되어 목표주가 유지
- 4분기에도 태양광 모듈 출하량이 5~15% 증가할 것으로 예상되며, 상하이 컨테이너 지수(SCFI)가 6월 고점대비 현재 58% 하락하며 운송비 감소 전망
- 지역으로는 미국, 섹터로는 상업용/주택용 비중이 높아지고 있으며, 이들은 판가가 높다는 공통점이 있어 향후 실적에도 긍정적인 것으로 예상
- 현재 예정된 미국 모듈 캐파만으로도 23년 IRA 세액공제액 약 2,400억원 전망

### 3Q Review

#### 신재생에너지 영업이익 1,972억원(+460% QoQ)

- 3Q 총 영업이익 3,484억원으로 예상치 27% 상회(예상 2,734억원, 2Q 2,778억원)
- 케미칼은 부진했으나, 이를 상쇄하고도 남는 신재생에너지의 압도적인 실적 개선폭
- 신재생에너지: 주택용/상업용 시장 판매 확대로 판가 상승 및 해상운임 안정화로 증익
- 케미칼: 글로벌 경기 침체로 인한 수요 감소 및 납사 가격 강세 지속되며 부진
- 첨단소재: 고객사 판매 호조 및 원료가 하락 영향으로 영업이익 전분기대비 증가
- 갤러리아: 2Q 보유세 기저 효과로, 비수기 영향으로 매출 감소했음에도 영업이익 증가

### 4Q Preview

#### 모듈 판매량 증가 + 운송비 감소

- 4Q 영업이익 3,333억원 전망(전분기대비 -4%)
- 전통 에너지 가격 강세 이어지며 신재생에너지 역시 가격 지지 될 것으로 예상
- 신재생에너지: 판매량 증가 및 운송비 감소로 인한 영업이익 +49% QoQ 전망
- 케미칼: 제품 수요 부진, 계절적 비수기, 정기보수 등으로 영업이익 -66% QoQ 예상

#### Key data



현재주가(22/10/27, 원)	51,700	시가총액(십억원)	9,889
영업이익(22F, 십억원)	1,117	발행주식수(백만주)	192
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	973	유동주식비율(%)	62.9
EPS 성장률(22F, %)	17.4	외국인 보유비중(%)	24.5
P/E(22F, x)	13.3	베타(12M) 일간수익률	1.40
MKT P/E(22F, x)	10.1	52주 최저가(원)	30,050
KOSPI	2,288.78	52주 최고가(원)	54,600

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	69.5	21.2
상대주가	5.0	95.5	60.2

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	9,457	9,195	10,725	13,570	14,093	14,336
영업이익 (십억원)	459	594	738	1,117	1,078	1,296
영업이익률 (%)	4.9	6.5	6.9	8.2	7.6	9.0
순이익 (십억원)	-238	309	619	747	819	1,114
EPS (원)	-1,403	1,843	3,305	3,882	4,258	5,791
ROE (%)	-4.0	5.3	8.8	8.6	8.6	10.6
P/E (배)	-	25.2	10.7	13.3	12.1	8.9
P/B (배)	0.5	1.3	0.8	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
매출액	합계	2,970.3	3,389.1	3,365.7	3,845.2	3,685.9	3,481.1	3,425.1	3,500.6	10,725.2	13,570.3	14,092.8
	신재생에너지	920.6	1,234.3	1,331.6	1,846.9	1,744.1	1,544.7	1,514.2	1,567.4	3,568.5	5,333.4	6,370.4
	케미칼	1,548.1	1,604.1	1,469.6	1,471.2	1,462.4	1,412.2	1,378.7	1,413.8	5,364.0	6,093.0	5,667.1
	첨단소재	262.3	299.6	312.7	288.9	262.3	299.6	312.7	288.9	938.9	1,163.5	1,163.5
	갤러리아	123.9	131.9	126.5	138.2	117.1	124.6	119.5	130.6	514.7	520.5	491.8
	기타	115.4	119.2	125.3	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	339.1	459.9	400.0
영업이익	합계	157.9	277.7	348.4	333.3	362.0	260.6	256.7	198.6	738.3	1,117.3	1,077.9
	신재생에너지	-114.2	35.2	197.2	294.0	232.2	123.3	113.8	141.9	-328.5	412.2	611.2
	케미칼	257.6	228.0	119.7	40.3	115.6	131.3	134.6	54.5	1,046.8	645.6	436.1
	첨단소재	3.0	16.6	19.8	-2.9	7.2	2.2	2.3	-2.0	9.7	36.5	9.7
	갤러리아	9.0	3.6	7.7	6.9	7.0	3.7	6.0	9.1	28.9	27.2	25.9
	기타	2.5	-5.7	4.0	-5.0	0.0	0.0	0.0	-5.0	-18.6	-4.2	-5.0
세전이익	125.4	334.5	222.5	319.7	364.1	248.4	257.7	204.3	855.3	1,015.0	1,074.4	
당기순이익	103.1	244.5	138.6	234.4	277.6	189.4	196.5	155.8	619.1	746.9	819.2	

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

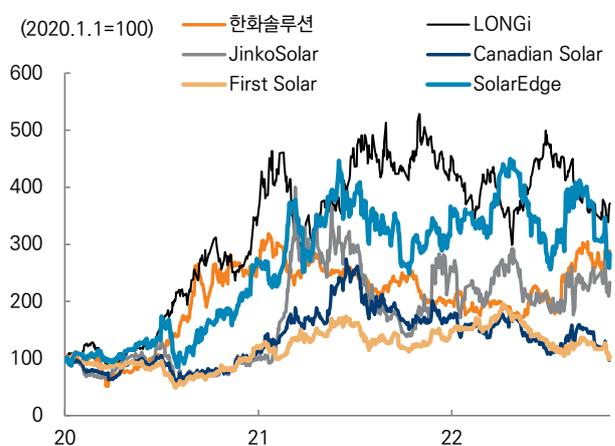
	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	995.3	13.0	12,938.7	글로벌 Peer(LONGi, Canadian Solar 등) 12MF EV/EBITDA 평균
케미칼	826.4	5.6	4,627.7	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	73.7	5.9	433.8	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
갤러리아	54.5	7.0	382.2	국내 Peer(현대백화점, 롯데쇼핑 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			96.6	비상장사 장부가액 30% 할인
계			18,479.0	
순차입금			5,765.3	차입금 8.2조 - 현금 2.4조
우선주 시가총액			44.9	
EV			12,668.8	
주식수(백만주)			191.3	
목표가			66,232	목표주가 66,000원 산정

그림 1. 한국 태양광 Peer 상대주가 추이

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이

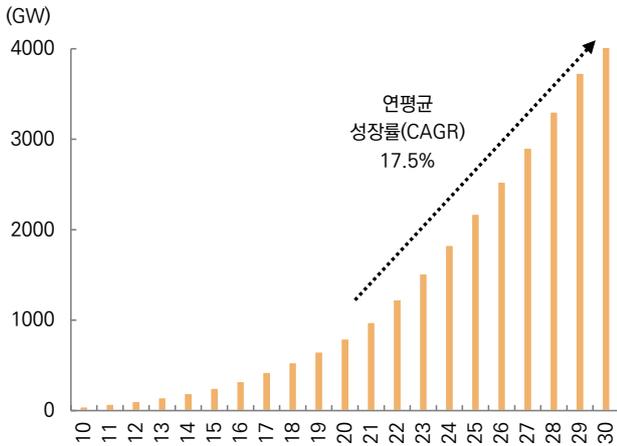


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터



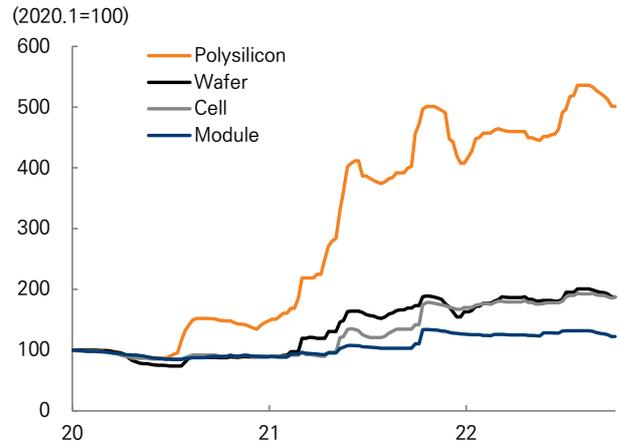
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 설치량 전망



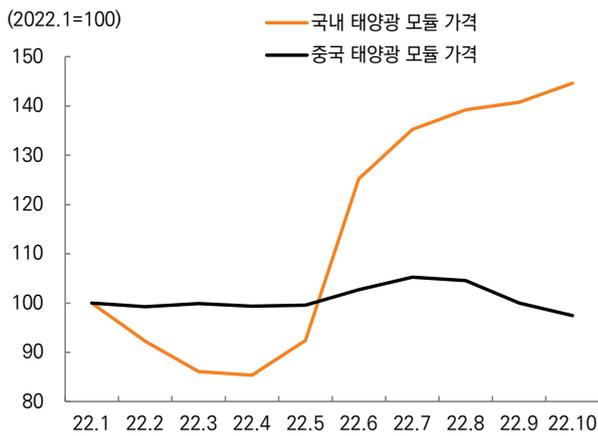
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



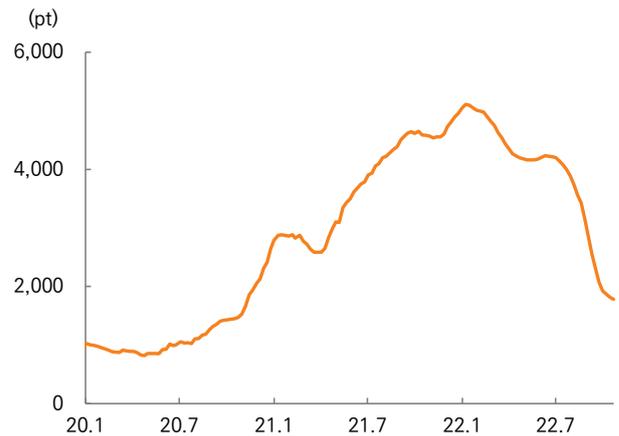
자료: PVInsight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 국내/중국 태양광 모듈 상대가격 추이



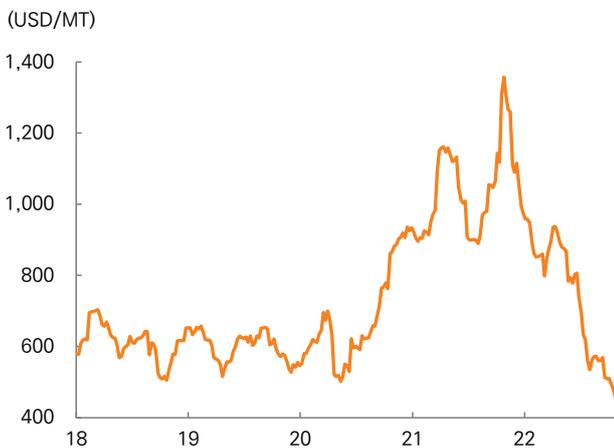
자료: 한국무역협회, PVInsight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 상하이 컨테이너 지수(SCFI) 운임 추이



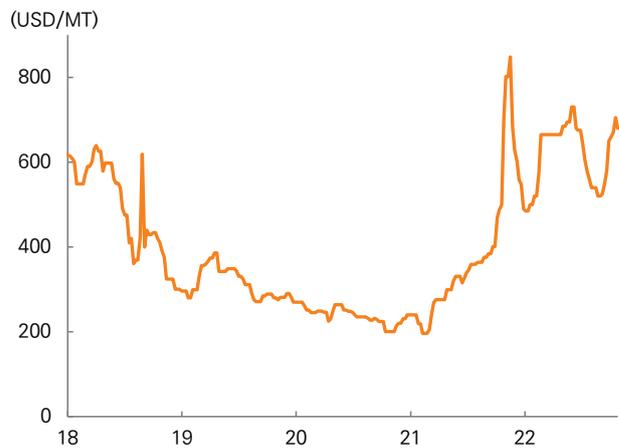
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

# 금융시장 주요 지표 I

2022. 10. 28 (금)

## 한국/아시아

(p, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
KOSPI (10/27)	2,288.78	1.74	3.19	2.92	-6.64	-24.35
KOSDAQ (10/27)	695.09	1.74	2.15	-0.43	-13.51	-31.11
KOSPI200 (10/27)	298.82	1.69	3.54	2.97	-7.57	-24.44
일본 NIKKEI225 (10/26)	27,431.84	0.67	0.64	3.78	-1.38	-5.75
중국 상해종합 (10/26)	2,999.50	0.78	-1.47	-1.70	-8.62	-16.63
홍콩 항셱 (10/26)	15,317.67	1.00	-7.23	-14.21	-25.72	-41.17
홍콩 HSCCI (10/27)	5,217.54	0.00	-5.35	-15.17	-24.22	-42.63
대만 TWSE (10/26)	12,729.05	0.50	-1.91	-7.61	-14.52	-25.27
인도 SENSEX (10/25)	59,543.96	0.40	0.99	2.49	6.68	-2.33
베트남 VSI (10/27)	993.36	0.00	-6.15	-14.85	-17.65	-30.19
인도네시아 JCI (10/26)	7,043.94	-0.06	2.68	-1.17	1.25	5.81

## 미국/유럽

(p, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
미국 DowJones (10/26)	31,839.11	0.01	4.65	8.81	-2.12	-10.96
미국 S&P500 (10/26)	3,830.60	-0.74	3.67	4.80	-5.94	-16.27
미국 NASDAQ (10/26)	10,970.99	-2.04	2.72	1.56	-9.80	-27.99
유로 STOXX50 (10/24)	3,484.83	0.24	1.25	4.07	-2.53	-16.81
독일 DAX30 (10/24)	12,778.99	0.38	1.03	4.03	-2.43	-17.78
영국 FTSE100 (10/24)	6,942.65	-0.39	0.32	-1.08	-4.98	-3.64
브라질 보베스파 (12/27)	112,763.80	-1.62	-3.02	3.34	9.91	5.96
러시아 RTS(\$)(12/27)	1,088.59	-0.22	7.76	4.33	-4.33	-43.19
필라델피아반도체 (10/26)	2,376.33	-1.18	6.19	0.12	-19.30	-29.96
나스닥헬스케어 (10/26)	884.87	1.57	6.70	11.18	-0.35	-27.64
VIX (10/24)	30.86	3.94	-1.63	3.14	24.99	100.00

## 환율

(각국 통화 단위, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
원/달러 (10/21)	1,440.85	0.60	0.85	3.23	9.75	22.41
달러/유로 (10/21)	0.99	0.78	1.44	0.25	-3.44	-15.15
엔/달러 (10/21)	147.65	-1.67	-0.69	2.49	8.47	29.53
원/엔(100엔) (10/21)	971.73	1.97	0.72	0.22	0.89	-5.95
위안/달러 (10/21)	7.23	0.22	0.53	2.56	7.10	13.10
달러인덱스 (10/21)	112.01	-0.77	-1.15	1.24	4.95	19.45
원/해알 (10/21)	279.23	1.66	4.12	3.43	16.91	34.29
해알/달러 (10/21)	5.16	-1.00	-3.05	-0.18	-6.08	-8.79

## 에너지

(US\$, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
원유 WTI (10/21)	85.05	-1.08	-0.65	2.54	-10.19	3.09
원유 Brent (10/21)	93.50	1.21	2.04	4.09	-9.40	10.51
원유 Dubai (10/21)	88.08	0.42	-3.78	-3.94	-13.85	6.91
휘발유 NYMEX (10/21)	266.20	0.54	1.18	7.06	-17.40	7.33
천연가스 NYMEX (10/21)	4.96	-7.45	-23.15	-36.25	-40.25	-3.05
석탄 ICE (10/21)	270.00	0.00	-1.46	-16.68	-28.25	18.16
플라스틱 (10/19)	35.39	-0.98	-0.98	-4.53	-4.69	-0.39
태양광 모듈 (10/19)	0.20	-0.97	-0.97	-4.67	-7.27	-7.69

## 국내금리/채권

(%, bp)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
한국 기준금리 (10/27)	3.00	0.00	0.00	50.00	75.00	225.00
CD(91일) (10/27)	3.94	0.00	9.00	82.00	121.00	284.00
LIBOR(3개월) (10/21)	4.36	3.39	16.47	75.46	159.21	423.46
국고3년 (10/26)	0.00	-422.10	-433.10	-454.80	-313.00	-194.70
국고10년 (10/26)	0.00	-434.60	-439.60	-433.50	-320.10	-245.70
회사채3년(AA-) (10/26)	0.00	-552.80	-553.30	-552.80	-408.20	-242.30

## 금속

(US\$, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
철광석 DCE(위안) (10/21)	762.50	1.67	1.19	-0.13	6.20	5.46
중국 열연(위안) (10/21)	3,875.00	-0.13	-1.95	-1.70	-2.76	-33.02
구리 LME (10/21)	7,457.00	-0.65	-1.69	-3.29	0.87	-24.94
알루미늄 LME (10/21)	2,175.50	-2.36	-5.54	-1.92	-11.48	-28.05
금 COMEX (10/21)	1,651.00	1.24	0.57	-0.89	-4.42	-7.31
은 COMEX (10/21)	19.07	2.02	5.51	-1.78	2.59	-21.12

## 해외 채권

(%, bp, 하이일드/리츠지수 변화율: %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
미국채 2년 (10/21)	4.48	-13.60	-1.90	42.80	150.90	400.40
미국채 10년 (10/21)	4.22	-0.50	20.30	69.30	147.20	251.70
독일국채 10년 (10/21)	2.42	1.30	7.10	52.40	138.60	251.90
일본국채 10년 (10/21)	0.26	0.10	0.50	-0.30	4.10	16.50
인도국채 10년 (10/21)	7.51	3.40	4.40	27.70	9.40	117.40
중국국채 10년 (10/21)	2.74	2.00	3.70	9.50	-4.70	-23.40
브라질국채 10년 (10/21)	11.94	-4.70	-11.00	11.60	-158.20	-6.40
미국하이일드채권지수(p) (10/21)	2,110.60	-0.05	0.28	-2.50	-4.20	-13.52
FTSE글로벌리츠지수(p) (10/21)	2,668.22	0.24	1.89	-8.18	-15.94	-25.85

## 농산물/운송/반도체

(US\$, %)

	Price	1D	1W	1M	3M	1Y
옥수수 CBOT (10/21)	684.25	0.04	-0.80	-0.18	21.27	28.56
소맥 CBOT (10/21)	850.75	0.18	-1.05	-5.86	12.09	14.77
대두 CBOT (10/21)	1,395.50	0.29	0.85	-4.50	-2.72	14.01
설탕 ICE (10/21)	18.38	-0.05	-2.44	0.88	2.74	-2.96
천연고무 TOCOM(엔) (10/21)	224.20	-0.84	1.45	2.84	-9.60	-0.31
BDI (p) (10/21)	1,819.00	-0.98	-1.03	4.18	-15.24	-60.91
SCFI (p) (10/21)	1,778.69	-1.95	-1.95	-23.09	-55.50	-61.23
DDR4 8G (10/21)	2.50	-0.79	-2.34	-6.37	-20.13	-35.99
NAND TLC 128G (10/21)	1.59	0.00	0.00	-3.05	-16.75	-22.76

자료: 미래에셋증권 리서치센터

# 금융시장 주요 지표 II

2022. 10. 28 (금)

유가증권시장		10/27 (목)	10/26 (수)	10/25 (화)	10/24 (월)	10/21 (금)	
가격 및 거래량 지표	KOSPI	2,288.78	2,249.56	2,235.07	2,236.16	2,213.12	
		20일	2,215.44	2,212.20	2,210.77	2,213.51	2,218.32
	이동평균	60일	2,358.23	2,360.67	2,363.44	2,366.40	2,369.19
		120일	2,422.23	2,425.55	2,429.27	2,432.87	2,436.23
	이격도	20일	103.31	101.69	101.10	101.02	99.77
		60일	97.05	95.29	94.57	94.50	93.41
거래대금(억원)	83,520.9	74,927.4	70,300.2	68,469.9	62,281.7		
시장지표	투자심리도	60	50	50	50	40	
	ADR	93.58	88.91	89.94	76.98	75.58	
코스닥시장		10/27 (목)	10/26 (수)	10/25 (화)	10/24 (월)	10/21 (금)	
가격 및 거래량 지표	KOSDAQ	695.09	683.17	688.85	688.50	674.48	
		20일	682.97	683.12	683.58	685.61	688.75
	이동평균	60일	755.08	756.80	758.68	760.36	762.05
		120일	785.66	787.39	789.23	790.93	792.66
	이격도	20일	101.77	100.01	100.77	100.42	97.93
		60일	92.06	90.27	90.80	90.55	88.51
거래대금(억원)	46,965.6	54,828.6	54,795.1	49,414.8	51,496.2		
시장지표	투자심리도	60	50	60	50	40	
	ADR	95.78	92.58	91.17	77.35	75.58	
자금지표		10/27 (목)	10/26 (수)	10/25 (화)	10/24 (월)	10/21 (금)	
국고채 수익률(3년, %)		-	4.21	4.22	4.31	4.50	
AA- 회사채수익률(무보증3년, %)		-	5.59	5.56	5.64	5.76	
원/달러 환율(원)		-	-	-	-	1,440.85	
원/100엔 환율(원)		-	-	-	-	971.73	
CALL금리(%)		-	3.11	3.14	3.12	3.14	
국내 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	-	20	-11	-38	
해외 주식형펀드 증감(억원, ETF제외)		-	-	128	-370	-29	
주식혼합형펀드 증감(억원)		-	-	-78	-7	18	
채권형펀드 증감(억원)		-	-	816	-968	-3,095	
MMF 잔고(억원)		-	-	1,466,268	1,462,944	1,472,549	
고객예탁금(억원)		-	484,651	476,967	482,913	486,638	
미수금(억원)		-	2,341	1,677	1,846	1,781	
신용잔고(억원)		-	161,428	162,251	162,577	161,716	
해외 ETF 자금유출입		10/27 (목)	10/26 (수)	10/25 (화)	10/24 (월)	10/21 (금)	
한국 관련 ETF(억원)		-	-	-	-	-	
이머징 관련 ETF(억원)		-	-	-	-	160.4	
아시아 관련 ETF(억원)		-	-	-	-	0.1	
글로벌(선진) 관련 ETF(억원)		-	-	-	-	151.4	
Total(억원)		-	-	-	-	311.8	

\* 해외상장 ETF는 1) 미국, 유럽, 홍콩 시장에 상장된 한국 노출도가 있는 ETF를 모두 선별한 후, 2) 동 ETF들의 일간 자금유입액 중에서 한국의 비중을 계산하여 총합한 액수. 추종 인덱스의 리밸런싱은 분기별로 이뤄지나 비중은 지수 레벨에 따라 달라질 수 있어 대략적인 추정치로 계산할 것이기 때문에 100% 정확하지 않음