



Neutral

목표주가(12M) 29,000원
현재주가(10.30) 21,500원

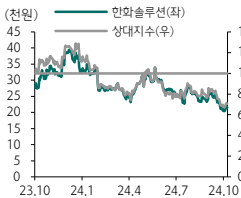
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,593.79
52주 최고/최저(원)	39,500/20,450
시가총액(십억원)	3,695.7
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	1,047.8
60일 평균 거래대금(십억원)	25.7
외국인지분율(%)	19.65
주요주주 지분율(%)	
한화 외 4 인	36.47
국민연금공단	6.24

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	11,942.4	13,248.6
영업이익(십억원)	(357.8)	596.4
순이익(십억원)	(1,111.2)	(169.3)
EPS(원)	(6,200)	(681)
BPS(원)	42,173	39,777

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	13,130.8	13,288.7	11,509.4	12,004.5
영업이익	923.7	604.5	(439.8)	390.7
세전이익	549.5	(102.0)	(1,296.8)	(214.4)
순이익	359.1	(208.1)	(1,416.2)	(154.8)
EPS	1,864	(1,172)	(8,117)	(887)
증감율	(43.53)	적전	적지	적지
PER	23.07	(33.70)	(2.70)	(24.69)
PBR	0.92	0.87	0.59	0.61
EV/EBITDA	9.02	12.15	18.54	11.04
ROE	4.21	(2.48)	(19.91)	(2.47)
BPS	46,887	45,611	37,198	36,014
DPS	0	300	300	300



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 31일 | 기업분석_Earnings Review

한화솔루션 (009830)

4Q24 신재생 부문 소폭 흑전 예상

3Q24 영업이익/순이익 컨센 하회

3Q24 영업이익은 -810억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 컨센(-540억원)을 하회했다. 지배순 이익은 -4,005억원을 기록했는데, 이는 금융비용 -1.3천억원/기타비용 -0.5천억원/지분법손실 -1천억원 등이 반영된 영향이다. 태양광 적자(-410억원 기록)가 지속되고 있으나, 그 폭이 축소되었다는 점은 긍정적이다. 이는 발전자산 매각/EPC 관련 매출액 5.8천억원, 영업이익 308억원(OPM +5.3%) 덕분이다. 모듈 영업이익은 -1,934억원(OPM -34%)로 적자가 지속되었는데, 이는 판가/물량 모두 QoQ Flat으로 전분기와 유사한 수익성이 지속된 영향이다. 참고로, 이번 분기에 반영된 AMPC는 +1,216억원으로 추정된다. 케미칼 영업이익은 -310억원을 기록하며 전분기 대비 적자폭이 확대되었다.

4Q24 신재생 부문 소폭 흑전 예상

4Q24 영업이익은 -366억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 전분기 대비 적자폭을 축소할 것으로 추정한다. 다만, 이 또한 현재 시장 추정치(+182억원)을 하회하는 수치이다. 신재생은 발전자산/EPC 관련 이익이 확대되며 소폭 흑자전환이 가능할 것으로 생각되며, 케미칼은 운임비 하락, 환율 상승 등 영향으로 전분기 대비 적자폭을 축소할 전망(영업이익 -112억원, QoQ +198억원)이다. 신재생 부문 영업이익은 12억원(OPM +0.1%)으로 소폭 흑자전환을 예상한다. 발전자산 매각/EPC 관련 매출액 1.2조원, 영업이익 613억원(OPM +5.3%)을 가정했기 때문이다. 모듈 영업이익은 -2,413억원(OPM -30%)으로 오히려 적자가 확대된다. 모듈 출하량 가이드스 QoQ +80%에 따른 AMPC 확대(1,813억원, QoQ +49%)에도 불구하고, 판가/마진/마진율이 전분기와 유사할 전망이기에 절대 적자 금액은 확대된다.

모듈 적자폭 축소가 주가의 핵심

Neutral, TP 2.9만원을 유지한다. 회사는 1Q24 컨퍼런스콜에서 태양광 모듈 출하량 가이드스를 10GW에서 9GW로 하향조정한 이후 3Q24에는 이를 재차 8GW로 하향했다. 3Q24 출하량이 기존 QoQ +30% 증가였으나, 실제로는 전분기 대비 변동이 없었기 때문이다. 발전자산/EPC 관련 매출 증가는 긍정적이거나, 결국 주가 반등의 핵심 트리거는 모듈의 출하량 증가와 적자폭 축소다. 하나증권은 1) 미국 내 재고소진 이후 가격 상승 2) 미국의 중국업체에 대한 IRA 보조금 지급 중단 등이 모듈 업황의 턴어라운드를 위한 기본 전제라 판단해 해당 이슈의 발생 가능성이 높아지는 시점에 투자 의견을 상향할 계획이다. 해당 시점에는 순차입금 증가에 따른 금융비용 증가(2021년 1.3천억원 → 2022년 1.7천억원 → 2023년 3.2천억원 → 2024년(E) 5.6천억) 리스크도 동시에 완화될 수 있을 것으로 판단한다.

도표 1. 한화솔루션 3Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q24	2Q24	3Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,773.3	2,679.3	2,925.8	-5.2	3.5	3,349.8	-17.2
영업이익	-81.0	-107.8	98.3	적전	적지	-54.0	적지
세전이익	-370.4	-311.0	33.6	적전	적지	N/A	N/A
순이익	-400.5	-367.1	5.9	적전	적지	-134.4	적지
영업이익률	-2.9	-4.0	3.4	-6.3	1.1	-1.6	-1.3
세전이익률	-13.4	-11.6	1.1	-14.5	-1.7	N/A	N/A
순이익률	-14.4	-13.7	0.2	-14.6	-0.7	-4.0	-10.4

자료: 하나증권

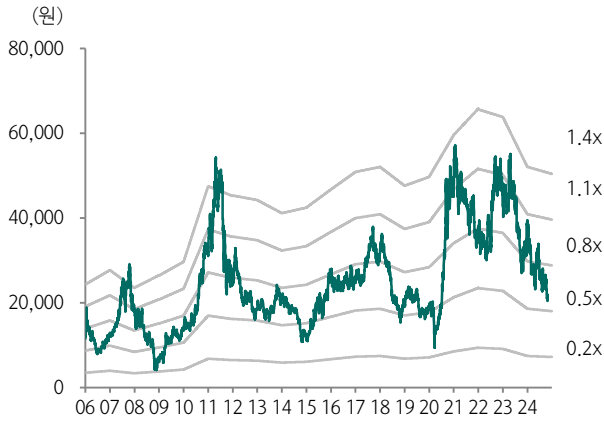
도표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024F			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	11,509.4	11,770.2	-2.2	12,004.5	12,056.9	-0.4
영업이익	-439.8	-460.2	적지	390.7	420.0	-7.0
세전이익	-1,296.8	-1,129.6	적지	-214.4	-119.4	적지
순이익	-1,416.2	-929.9	적지	-154.8	-86.2	적지
영업이익률	-3.8	-3.9	0.1	3.3	3.5	-0.2
세전이익률	-11.3	-9.6	-1.7	-1.8	-1.0	-0.8
순이익률	-12.3	-7.9	-4.4	-1.3	-0.7	-0.6

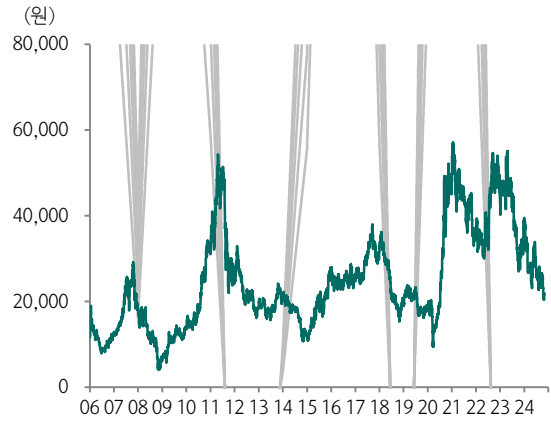
자료: 하나증권

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권

도표 5. 한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F
매출액	3,100.2	3,393.0	2,925.8	3,869.7	2,392.9	2,679.3	2,773.2	3,663.9	13,130.6	13,288.7	11,509.3	12,004.4
QoQ(%)	-18.0%	9.4%	-13.8%	32.3%	-38.2%	12.0%	3.5%	32.1%				
YoY(%)	8.9%	4.1%	-9.7%	2.3%	-22.8%	-21.0%	-5.2%	-5.3%	22.4%	1.2%	-13.4%	4.3%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,280.1	5,909.2	5,097.4	4,913.3	5,079.3
태양광	1,366.1	1,629.0	1,279.9	2,340.9	778.5	980.2	1,152.5	1,968.6	4,978.5	4,566.2	4,879.8	5,250.4
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	265.9	254.6	285.0	1,152.2	988.9	1,055.1	1,153.9
기타	133.1	158.5	124.6	170.3	142.5	210.8	177.6	130.2	500.7	586.5	661.1	521.0
영업이익	256.6	182.2	89.3	40.7	-214.4	-107.8	-81.0	-36.6	923.7	568.8	-439.8	390.5
영업이익률(%)	8.3%	5.4%	3.1%	1.1%	-9.0%	-4.0%	-2.9%	-1.0%	7.0%	4.3%	-3.8%	3.3%
QoQ(%)	52.8%	-29.0%	-51.0%	-54.4%	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	74.9%	-33.1%	-73.5%	-75.8%	적전	적전	적전	적전	25.1%	-38.4%	적전	흑전
케미칼	34.0	49.5	56.2	-79.0	-18.7	-17.4	-31.0	-11.2	588.9	60.7	-78.3	23.7
영업이익률(%)	2.5%	3.7%	4.4%	-7.0%	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-0.9%	10.0%	1.2%	-1.6%	0.5%
QoQ(%)	흑전	45.6%	13.5%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	-86.8%	-79.0%	-56.1%	적지	적전	적전	적전	적지	-43.7%	-89.7%	적전	흑전
태양광	229.9	125.8	25.4	158.7	-185.3	-91.8	-41.0	1.2	280.1	539.8	-316.9	424.9
영업이익률(%)	16.8%	7.7%	2.0%	6.8%	-23.8%	-9.4%	-3.6%	0.1%	5.6%	11.8%	-6.5%	8.1%
QoQ(%)	-0.9%	-45.3%	-79.8%	524.8%	적전	적지	적지	흑전				
YoY(%)	흑전	257.4%	-87.1%	-31.6%	적전	적전	적전	-99.2%	흑전	92.7%	적전	흑전
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	6.1	6.2	35.3	64.3	31.8	25.9
영업이익률(%)	8.6%	8.0%	6.8%	2.2%	4.2%	3.4%	2.4%	2.2%	3.1%	6.5%	3.0%	2.2%
QoQ(%)	흑전	-2.3%	-24.1%	-67.1%	100.0%	-15.1%	-32.8%	2.0%				
YoY(%)	623.3%	27.7%	-18.7%	흑전	-51.2%	-57.5%	-62.4%	16.4%	263.9%	82.2%	-50.5%	-18.5%
기타	-29.0	-14.3	-8.4	-34.5	-21.0	-7.6	-15.1	-32.8	-50.6	-86.2	-76.4	-84.1
영업이익률(%)	-21.8%	-9.0%	-6.7%	-20.3%	-14.7%	-3.6%	-8.5%	-25.2%	-10.1%	-14.7%	-11.6%	-16.1%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지분법이익	25.0	-75.5	28.5	36.1	-51.6	-49.5	-101.3	-50.4	-101.9	14.1	-252.8	-91.8
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	26.7%	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	흑전	적전	흑전	흑전	적전	적지	적전	적전	적전	흑전	적전	적지
당기순이익	133.4	20.8	20.6	-330.1	-448.4	-329.8	-387.6	-144.5	366.0	-155.3	-1,089.4	-162.9
당기순이익률(%)	4.3%	0.6%	0.7%	-8.5%	-18.7%	-12.3%	-14.0%	-3.9%	2.8%	-1.2%	-9.5%	-1.4%
QoQ(%)	흑전	-84.4%	-1.2%	적전	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	29.4%	-91.5%	-85.1%	적지	적전	적전	적전	적지	-40.6%	적전	적지	적지
지배순이익	116.2	7.1	5.9	-337.3	-459.1	-367.1	-400.5	-189.9	359.1	-208.1	-1,416.2	-154.8

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	13,130.8	13,288.7	11,509.4	12,004.5	12,135.5	
매출원가	10,731.8	11,049.9	10,165.8	9,794.8	9,699.5	
매출총이익	2,399.0	2,238.8	1,343.6	2,209.7	2,436.0	
판매비	1,475.3	1,634.3	1,783.4	1,819.1	1,855.4	
영업이익	923.7	604.5	(439.8)	390.7	580.5	
금융손익	(171.1)	(320.9)	(560.2)	(509.3)	(522.8)	
중속/관계기업손익	(101.9)	14.1	(252.8)	(91.8)	12.3	
기타영업외손익	(101.3)	(399.8)	(44.0)	(4.0)	46.0	
세전이익	549.5	(102.0)	(1,296.8)	(214.4)	116.0	
법인세	202.3	41.1	(207.5)	(51.5)	27.8	
계속사업이익	346.8	(146.9)	(1,089.4)	(162.9)	88.2	
중단사업이익	19.2	(8.4)	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	366.0	(155.3)	(1,089.4)	(162.9)	88.2	
비배주주지분 순이익	6.9	52.8	326.8	(8.1)	4.4	
지배주주순이익	359.1	(208.1)	(1,416.2)	(154.8)	83.8	
지배주주지분포괄이익	580.5	(191.9)	(1,559.3)	(233.2)	126.2	
NOPAT	583.7	847.9	(369.4)	296.9	441.2	
EBITDA	1,599.2	1,283.2	728.6	1,275.2	1,251.2	
성장성(%)						
매출액증가율	22.43	1.20	(13.39)	4.30	1.09	
NOPAT증가율	9.72	45.26	적전	흑전	48.60	
EBITDA증가율	15.30	(19.76)	(43.22)	75.02	(1.88)	
영업이익증가율	25.11	(34.56)	적전	흑전	48.58	
(지배주주)순이익증가율	(42.00)	적전	적지	적지	흑전	
EPS증가율	(43.53)	적전	적지	적지	흑전	
수익성(%)						
매출총이익률	18.27	16.85	11.67	18.41	20.07	
EBITDA이익률	12.18	9.66	6.33	10.62	10.31	
영업이익률	7.03	4.55	(3.82)	3.25	4.78	
계속사업이익률	2.64	(1.11)	(9.47)	(1.36)	0.73	

투자지표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
주당지표(원)						
EPS	1,864	(1,172)	(8,117)	(887)	480	
BPS	46,887	45,611	37,198	36,014	36,198	
CFPS	8,854	8,048	1,912	6,198	6,943	
EBITDAPS	8,302	7,231	4,176	7,309	7,172	
SPS	68,162	74,882	65,969	68,806	69,557	
DPS	0	300	300	300	300	
주기지표(배)						
PER	23.07	(33.70)	(2.70)	(24.69)	45.63	
PBR	0.92	0.87	0.59	0.61	0.61	
PCFR	4.86	4.91	11.45	3.53	3.15	
EV/EBITDA	9.02	12.15	18.54	11.04	11.29	
PSR	0.63	0.53	0.33	0.32	0.31	
재무비율(%)						
ROE	4.21	(2.48)	(19.91)	(2.47)	1.35	
ROA	1.64	(0.86)	(6.00)	(0.68)	0.37	
ROIC	5.47	7.16	(3.00)	2.37	3.44	
부채비율	140.80	171.82	190.08	201.62	202.68	
순부채비율	52.34	83.99	105.67	117.70	119.29	
이자보상배율(배)	4.60	1.45	(0.79)	0.70	1.05	

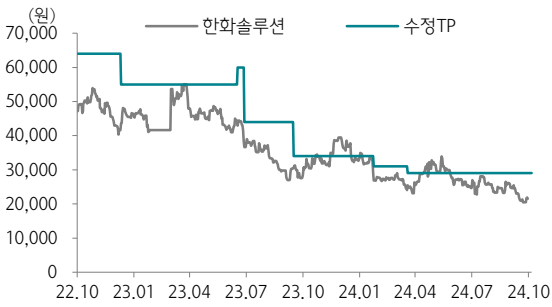
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	8,573.3	8,704.9	7,123.0	6,567.8	6,530.4	
금융자산	2,804.5	2,200.8	1,484.3	873.1	774.0	
현금성자산	2,548.4	1,956.0	1,272.2	659.0	557.5	
매출채권	2,055.5	2,023.1	1,752.2	1,769.7	1,789.0	
재고자산	3,060.1	3,296.7	2,855.3	2,883.8	2,915.3	
기타유동자산	653.2	1,184.3	1,031.2	1,041.2	1,052.1	
비유동자산	13,634.4	14,407.5	14,172.9	14,825.0	14,894.7	
투자자산	4,196.6	4,421.9	3,855.7	3,892.3	3,932.7	
금융자산	452.0	344.6	324.3	325.6	327.1	
유형자산	6,879.5	7,046.4	7,436.6	8,104.3	8,180.0	
무형자산	1,644.4	1,768.0	1,709.4	1,657.2	1,610.8	
기타비유동자산	913.9	1,171.2	1,171.2	1,171.2	1,171.2	
자산총계	23,831.9	24,492.9	22,676.4	22,773.4	22,805.6	
유동부채	6,808.5	7,688.8	7,172.1	7,506.3	7,546.4	
금융부채	3,198.9	3,966.6	3,942.7	3,958.1	3,960.0	
매입채무	1,831.9	1,837.1	1,591.1	1,750.2	1,769.3	
기타유동부채	1,777.7	1,885.1	1,638.3	1,798.0	1,817.1	
비유동부채	5,685.4	6,598.0	6,491.5	6,521.1	6,529.0	
금융부채	4,786.0	5,802.1	5,802.1	5,802.1	5,802.1	
기타비유동부채	899.4	795.9	689.4	719.0	726.9	
부채총계	13,935.0	15,482.4	14,859.2	15,223.0	15,270.9	
지배주주지분	8,920.6	7,847.4	6,379.7	6,173.1	6,205.2	
자본금	978.2	888.6	888.6	888.6	888.6	
자본잉여금	2,320.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1	
자본조정	(154.2)	(135.1)	(135.1)	(135.1)	(135.1)	
기타포괄이익누계액	215.0	258.0	258.0	258.0	258.0	
이익잉여금	5,561.4	5,338.9	3,871.1	3,664.6	3,696.7	
비지배주주지분	976.3	1,163.1	1,437.6	1,377.3	1,329.5	
자본총계	9,896.9	9,010.5	7,817.3	7,550.4	7,534.7	
순금융부채	5,180.4	7,567.9	8,260.6	8,887.1	8,988.1	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	115.7	518.0	756.6	1,236.2	1,109.1	
당기순이익	366.0	(155.3)	(1,089.4)	(162.9)	88.2	
조정	1,376.2	1,172.1	1,604.9	1,248.3	1,036.3	
감가상각비	675.5	678.7	1,168.4	884.5	670.7	
외환거래손익	108.6	29.8	29.0	(46.0)	(46.0)	
지분법손익	116.0	(10.8)	0.0	0.0	0.0	
기타	476.1	474.4	407.5	409.8	411.6	
영업활동 자산부채변동	(1,626.5)	(498.8)	241.1	150.8	(15.4)	
투자활동 현금흐름	(1,476.6)	(2,799.1)	(920.8)	(1,486.1)	(691.4)	
투자자산감소(증가)	(357.0)	865.2	514.0	(88.9)	(92.6)	
자본증가(감소)	(889.4)	(2,390.5)	(1,500.0)	(1,500.0)	(700.0)	
기타	(230.2)	(1,273.8)	65.2	102.8	101.2	
재무활동 현금흐름	2,322.3	524.4	(544.5)	(505.0)	(519.0)	
금융부채증가(감소)	1,566.0	1,783.8	(23.9)	15.4	1.9	
자본증가(감소)	316.8	(912.6)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	439.5	(346.8)	(468.9)	(468.7)	(469.2)	
배당지급	0.0	0.0	(51.7)	(51.7)	(51.7)	
현금의 증감	961.4	(1,756.8)	416.1	(613.3)	(101.4)	
Unlevered CFO	1,705.6	1,428.2	333.7	1,081.3	1,211.4	
Free Cash Flow	(787.2)	(1,872.5)	(743.4)	(263.8)	409.1	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.18	Neutral	29,000		
24.2.23	Neutral	31,000	-12.62%	-6.29%
23.10.16	Neutral	34,000	-2.52%	16.18%
23.7.28	Neutral	44,000	-22.61%	-11.25%
23.7.17	BUY	60,000	-28.47%	-25.92%
23.1.9	BUY	55,000	-16.74%	0.18%
22.8.12	BUY	64,000	-23.56%	-14.69%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 10월 31일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.18%	4.39%	0.44%	100%

* 기준일: 2024년 10월 28일