

한화솔루션 (009830)

서서히 회복 중

투자의견

BUY(유지)

목표주가

30,000 원(유지)

현재주가

21,450 원(2/6)

시가총액

3,687(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원 유지. 4Q24 매출액 4.6조원(+69%qoq, +22%yoy), 영업이익 1,070억원(흑전 qoq, +71%yoy), 당기순손실 1,242억원(적지qoq, 적지yoy)으로 당사 추정을 소폭 상회하는 실적. 신재생 해외 법인 구조조정(-600억원), 사택 매각(+967억원), 불용자산 손상차손(-1,500억원), REC실리콘 손상차손(-600억원) 등 일회성 효과를 제외하면 펀더멘털의 큰 변화는 없었음. 태양광은 발전소 매각이 4Q에 집중되었지만 모듈 적자 지속. '25년 가이드는 판매량 9GW(+13%), 발전소 매각 4조원(+35%), AMPC 1조원(+70%)로 발표
- 1Q25 매출액 2.6조원, 영업손실 630억원으로 적자 전환 전망. 판매량 1.4GW(-38%qoq, -7%yoy), 일회성 이익 제거, 모듈 영업이익율 -25%, 발전소 매각 5천억원(OPM 3%), AMPC 1,050억원 반영. 늘어난 금융비용으로 장기간 EPS가 적자로 예상되는 점은 아쉽지만, 미국 태양광 모듈 재고가 20GW 미만으로 파악되어 하반기로 갈수록 우호적인 영업환경 전망. 미국 정부의 AMPC 조정 가능성 등 리스크 해소에 따라 업황, 실적, 주가 모두 반등 가능

주가(원,2/6)	21,450
시가총액(십억원)	3,687

발행주식수(천주)	171,893천주
52주 최고가(원)	34,550원
최저가(원)	14,860원
52주 일간 Beta	1.17
60일 일평균거래대금(억원)	396억원
외국인 지분율(%)	14.5%
배당수익률(2024F, %)	0.0%

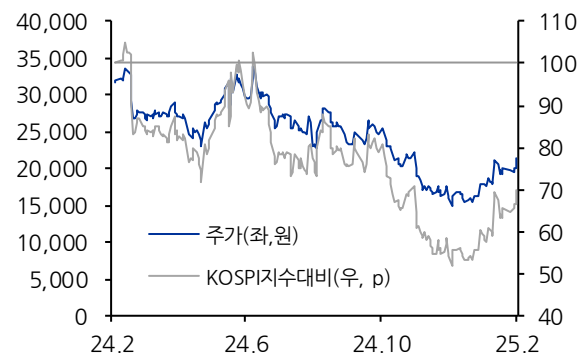
주주구성(%)	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	19.6	-7.9	-33.5
절대기준	17.6	-8.5	-32.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	30,000	30,000	-
영업이익(24)	-300	-300	-
영업이익(25)	594	869	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	13,289	12,394	12,060	12,313
영업이익	605	-300	594	621
세전손익	-102	-1,342	-126	-89
당기순이익	-155	-1,290	-97	-68
EPS(원)	-1,210	-7,899	-557	-392
증감률(%)	적전	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-2.5	-19.5	-1.6	-1.1
PBR(배)	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	11.2	20.5	8.6	8.7

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 4Q24 일회성 손익

- 영업

- 신재생 해외법인 일부 구조조정 600 억원
- 울산 사택 부지 매각 수익 967 억원

- 영업외

- 일부 해외법인 구조조정 및 불용자산 손상차손 1,500 억원
- REC 실리콘 주가하락 관련 투자주식 손상차손 600 억원
- 기타손익 일회성 비용 3,000 억원 반영

Q. 미국 태양광 모듈 재고현황, 가격

- 미국 유입량 2Q(5 월) 피크 이후 감소하는 양상. 재고 소진으로 이어져 가격 반등 기대 중
- 4Q24 ASP 큰 변화 없었음. 장기간 가격 저점 지속 양상

Q. 트럼프 재생에너지, IRA 정책 관련 미국 수요

- 25 년 미국 시장 40GWh 대 설치 전망(+10%yoy 내외)

Q. 웨이퍼, 셀공장 램프업, AMPC 가이드스

- 25 년 중반 완공 후 램프업 거쳐 하반기 풀가동 목표
- AMPC: 4Q24 1,901 억원(24 년 연간 5,551 억원), 25 년 9,000 억원~1 조원 전망

Q. 25 년 태양광 모듈 출하량 가이드스

- 24 년 8GWh 수준 달성. 25 년 9GWh 이상으로 상향
- n-type 전환 비중은 약 30% 예상

Q. 개발자산 매각/EPC 가이드스

-매출액기준 1Q25 5 천억원(25 년 연간 4 조원) 예상. 하반기로 갈수록 매출 규모 증가 전망

Q. CAPEX, 잉여현금흐름 가이드스

-CAPEX

·24 년 3 조 1,000 억원(신재생 2 조 2,000 억원, 케미칼 및 기타 9,000 억원)

·25 년 2 조(신재생 1 조 6,000 억원, 케미칼 및 기타 4,000 억원)

-25 년 중반까지 미국 솔라허브 구축에 CAPEX 집중. 이후 현금흐름 개선될 것

Q. 신재생에너지. 2030 년까지 중장기 매출 및 마진 타겟

- 중장기 사업 전략 방향성(실적발표 자료 p.22): 다운스트림으로의 확장

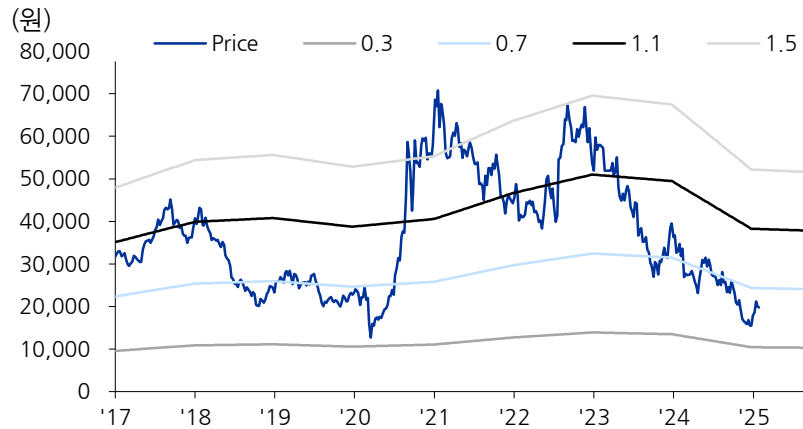
- 모듈: 외부 단순 판매하는 비중 줄이고, 개발자산 매각/EPC 에서 자가소비되는 비중 늘릴 것

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	12,394	12,060	12,394	12,060	0.0	0.0
영업이익	-300	869	-300	594	-	(31.6)
영업이익률(%)	(2.4)	7.2	(2.4)	4.9	0.0	(2.3)
EBITDA	650	1,877	650	1,603	0.0	(14.6)
EBITDA 이익률(%)	5.2	15.6	5.2	13.3	0.0	(2.3)
순이익	-1,290	114	-1,290	-97	-	적전

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	2,353	2,652	2,746	4,643	2,620	2,698	2,886	3,856	13,289	12,394	12,060
신재생에너지	764	980	1,153	2,869	1,134	1,259	1,487	2,521	6,572	5,766	6,402
케미칼	1,222	1,222	1,189	1,184	1,076	1,025	974	923	5,097	4,817	3,998
첨단소재	250	266	255	268	259	263	275	262	989	1,038	1,059
영업이익	(214)	(112)	(80)	107	(63)	11	204	442	605	(300)	594
신재생에너지	(185)	(92)	(41)	61	(24)	28	198	424	567	(258)	626
케미칼	(19)	(17)	(31)	(54)	(26)	(5)	16	23	60	(121)	8
첨단소재	11	9	6	(2)	3	4	6	11	64	24	24
OPM(%)	(9.1)	(4.2)	(2.9)	2.3	(2.4)	0.4	7.1	11.5	4.5	(2.4)	4.9
신재생에너지	(24.3)	(9.4)	(3.6)	2.1	(2.1)	2.2	13.3	16.8	8.6	(4.5)	9.8
케미칼	(1.5)	(1.4)	(2.6)	(4.6)	(2.4)	(0.5)	1.6	2.5	1.2	(2.5)	0.2
첨단소재	4.2	3.4	2.4	(0.8)	1.2	1.5	2.2	4.2	6.5	2.3	2.3

주: 연결조정은 생략

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

한화솔루션(009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	23,832	24,493	23,819	23,714	24,427
유동자산	8,573	8,705	7,962	7,405	7,433
현금성자산	2,805	2,201	2,702	2,175	2,019
매출채권	2,280	2,409	2,230	2,214	2,305
재고자산	3,060	3,297	2,207	2,169	2,237
비유동자산	13,634	14,407	15,857	16,309	16,994
투자자산	5,107	5,593	4,770	4,642	4,739
유형자산	6,879	7,046	9,345	9,953	10,568
기타	1,648	1,768	1,741	1,714	1,687
부채총계	13,935	15,482	16,586	16,577	17,410
유동부채	6,808	7,689	7,450	7,434	7,549
매입채무	2,781	2,934	2,691	2,671	2,782
유동성이자부채	3,199	3,967	3,967	3,967	3,967
기타	829	788	792	796	800
비유동부채	5,685	6,598	9,136	9,142	9,861
비유동이자부채	4,786	5,802	8,333	8,333	9,045
기타	899	796	803	809	816
자본총계	9,897	9,011	7,233	7,137	7,017
자배자본	8,921	7,847	6,070	5,974	5,854
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	3,929	3,834	3,714
기타	61	123	(245)	(245)	(245)
비자배자본	976	1,163	1,163	1,163	1,163
자본총계	9,897	9,011	7,233	7,137	7,017
총차입금	7,985	9,769	12,300	12,300	13,012
순차입금	5,180	7,568	9,598	10,125	10,993

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	79	929	1,640	1,079	1,067
당기순이익	366	(155)	(1,290)	(97)	(68)
자산상각비	675	679	950	1,009	1,068
기타비현금성손익	119	613	640	(464)	(497)
운전자본증감	(1,626)	(499)	1,006	14	(70)
매출채권감소(증가)	(400)	(544)	179	17	(92)
재고자산감소(증가)	(35)	(175)	1,090	38	(68)
매입채무증가(감소)	(812)	290	(242)	(20)	111
기타	(379)	(70)	(20)	(21)	(21)
투자현금	(1,477)	(2,799)	(3,620)	(1,608)	(1,886)
단기투자자산감소	(5)	(0)	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(458)	(606)	(396)	(17)	(227)
설비투자	(903)	(2,390)	(3,201)	(1,568)	(1,635)
유형자산처분	14	41	0	0	0
무형자산처분	(37)	(18)	(21)	(21)	(21)
재무현금	2,322	1,609	2,479	0	660
차입금증가	1,207	1,989	2,531	0	712
자본증가	(91)	40	(52)	0	(52)
배당금지급	0	0	52	0	52
현금 증감	965	(658)	499	(529)	(159)
기초현금	1,652	2,616	1,956	2,455	1,925
기말현금	2,616	1,958	2,455	1,925	1,766
Gross Cash flow	1,706	1,428	634	1,065	1,137
Gross Investment	3,099	3,298	2,612	1,592	1,953
Free Cash Flow	(1,393)	(1,869)	(1,978)	(527)	(816)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	12,394	12,060	12,313
증가율(%)	22.4	1.2	(6.7)	(2.7)	2.1
매출원가	10,732	11,050	11,070	9,842	10,048
매출총이익	2,399	2,239	1,324	2,218	2,265
판매 및 일반관리비	1,475	1,634	1,624	1,624	1,644
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	924	605	(300)	594	621
증가율(%)	25.1	(34.6)	적전	흑전	4.5
EBITDA	1,599	1,283	650	1,603	1,689
증가율(%)	15.3	(19.8)	(49.4)	146.7	5.4
영업외손익	(171)	(707)	(1,042)	(720)	(710)
이자수익	29	94	87	85	83
이자비용	201	416	500	565	550
지분법손익	11	8	(268)	(136)	(137)
기타영업외손익	(10)	(392)	(361)	(105)	(106)
세전순이익	549	(102)	(1,342)	(126)	(89)
증가율(%)	(35.8)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	202	41	(53)	(29)	(21)
당기순이익	366	(155)	(1,290)	(97)	(68)
증가율(%)	(40.6)	적전	적지	적지	적지
지배주주지분	359	(208)	(1,358)	(96)	(67)
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	적지	적지
비지배지분	7	53	68	(1)	(1)
EPS(원)	1,878	(1,210)	(7,899)	(557)	(392)
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	적지	적지
수정EPS(원)	1,878	(1,210)	(7,899)	(562)	(397)
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	적지	적지

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,878	(1,210)	(7,899)	(557)	(392)
BPS	46,364	44,979	34,791	34,242	33,555
DPS	0	300	0	300	300
밸류에이션(배, %)					
PER	22.9	-	-	-	-
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.4	11.2	20.5	8.6	8.7
배당수익률	0.0	0.8	n/a	1.4	1.4
PCR	4.9	4.8	5.9	3.5	3.3
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.5	(2.4)	4.9	5.0
EBITDA이익률	12.2	9.7	5.2	13.3	13.7
순이익률	2.8	(1.2)	(10.4)	(0.8)	(0.6)
ROE	4.2	(2.5)	(19.5)	(1.6)	(1.1)
ROIC	5.8	3.8	(1.8)	3.4	3.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	52.3	84.0	132.7	141.9	156.7
유동비율	125.9	113.2	106.9	99.6	98.5
이자보상배율	4.6	1.5	(0.6)	1.1	1.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	6.7	5.7	5.3	5.4	5.4
재고자산회전율	5.0	4.2	4.5	5.5	5.6
매입채무회전율	4.8	4.7	4.4	4.5	4.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작용으로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

