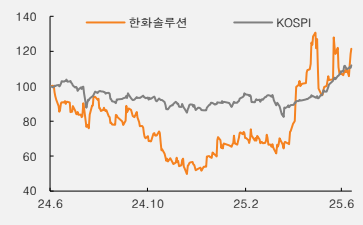


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	51,000원
현재주가(25/7/3)	36,300원
상승여력	40.5%

영업이익(25F,십억원)	711
Consensus 영업이익(25F,십억원)	722
EPS 성장률(25F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.8
P/E(25F,x)	17.1
MKT P/E(25F,x)	11.3
KOSPI	3,116.27
시가총액(십억원)	6,240
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	61.1
외국인 보유비중(%)	13.5
벤투(12M) 일간수익률	1.49
52주 최저가(원)	14,860
52주 최고가(원)	39,050
(%)	1M 6M 12M
절대주가	21.4 103.0 40.4
상대주가	5.1 59.1 25.9



[에너지/정유화학]
이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com
김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

한화솔루션

단기 선수요 자극 효과 기대

투자 의견 매수 및 목표주가 5.1만원 유지. 하반기 Top Pick 유지

한화솔루션을 하반기 탑픽으로 유지하며, 목표주가 역시 5.1만원으로 유지한다. 이전 목표주가인 5.1만원을 그대로 유지하는 이유는 1) 27년까지 TPO 보조금이 지속되며 사업 성장성이 지속될 전망이다, 2) 단기 선수요를 통해 미국 모듈 가격 상승이 나타날 것으로 예상하기 때문이다. 연간 실적 전망치는 환율 하락 및 신규 공장 가동 시점 지연 가능성에 따라 소폭 하향했다. 해당 요인들을 제외하면 AD/CVD로 인한 공급 부족, 주택용 에너지 사업의 성장성, 미국 모듈 가격 상승 등 투자포인트는 모두 살아있다. 아직 상승 여력은 충분하다고 판단한다.

2Q25 Preview: 실적 서프라이즈 전망

동사의 2Q25 영업이익은 1,448억원으로 컨센서스(1,158억원)를 25% 상회할 것으로 전망한다. 신재생에너지 부문은 1,923억원을 전망하는데, 세부적으로는 모듈 및 기타 -912억원, 발전사업매각 및 EPC -20억원, AMPC 1,955억원, 주택용 에너지 사업 900억원이다. 모듈 가격은 법안 불확실성 영향으로 기대보다는 적게 상승한 것으로 추정하며, 주택용 에너지 사업은 2분기에도 호실적을 기대하나 1분기보다는 보수적으로 전망했다. 화학은 업황의 큰 변화는 없었으나, 정기보수 기저효과로 적자 폭이 감소할 전망이다.

단기 선수요 효과 가능성, 수요 감소는 28년부터

단기적으로 미국 태양광 산업에 선수요 효과가 나타나면서, **미국 모듈 가격 상승 및 TPO 수요 강세를 전망**한다. 이번 법안 통과로 인해 법안 발효 후 12개월 이내 착공을 해야 ITC(48E) 보조금 수취가 가능하게 법안이 바뀌면서, 프로젝트 진행 속도가 빨라질 가능성이 높아졌다고 판단한다. 따라서 6/9 AD/CVD 발효 이후, BBB 법안 불확실성으로 인해 아직 상승하지 않았던 미국 모듈 가격이 상승할 전망이다. 향후 가격 지표 및 미국 태양광 수입량 지표 모니터링이 필요하다.

태양광 TPO 사업(동사 주택용 에너지 사업의 핵심)은 27년말까지 수요가 강할 것으로 전망한다. 향후 약 2.5년 정도의 시간이 주어진 셈인데, 해당 기간동안 동사의 사업은 충분히 큰 발전업자로 성장할 수 있는 시간으로 판단한다. TPO 사업은 ITC와 마찬가지로 28년 이후부터 점차 수요가 감소할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	15,335	15,916	15,903
영업이익 (십억원)	579	-300	711	1,341	1,337
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	4.6	8.4	8.4
순이익 (십억원)	-141	-1,404	370	1,049	1,069
EPS (원)	-795	-8,050	2,119	6,014	6,128
ROE (%)	-1.7	-16.0	3.9	10.3	9.6
P/E (배)	-	-	17.1	6.0	5.9
P/B (배)	0.8	0.3	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.8	1.9	0.8	0.8	0.8

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

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	
매출액	합계	2,353.4	2,651.8	2,745.9	4,642.9	3,279.2	3,427.7	4,093.1	4,720.2	12,394.0	15,520.1	15,915.8
	신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,866.9	2,561.4	3,144.7	5,765.8	9,172.2	9,713.4
	케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,256.2	1,144.8	1,127.0	1,158.0	4,817.2	4,686.1	4,540.6
	첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	273.8	265.9	254.6	267.5	1,037.6	1,061.8	1,061.8
	기타	117.4	183.3	150.2	322.5	150.0	150.0	150.0	150.0	773.4	600.0	600.0
영업이익	합계	-214.8	-112.3	-80.3	107.0	30.3	144.8	248.8	287.1	-300.4	710.9	1,341.4
	신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	136.2	192.3	284.2	370.9	-257.5	983.6	1,472.8
	케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-40.5	-25.5	-63.5	-121.5	-220.8	-81.9
	첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	8.0	5.1	-5.4	23.5	5.9	10.5
	기타	-21.2	-12.1	-14.4	102.8	-12.9	-15.0	-15.0	-15.0	55.1	-57.9	-60.0
세전이익		-517.5	-172.9	-370.4	-363.0	-68.1	39.3	143.2	178.0	-1,423.7	292.4	913.5
당기순이익(지배)		-459.1	-366.7	-400.5	-178.1	-44.5	45.2	164.5	204.4	-1,404.4	369.6	1,049.3

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	2,240.3	7.7	17,250.5	국내외 Peer(First Solar, Jinko Solar, Longi 등) 12MF EV/EBITDA 평균
케미칼	310.6	6.5	2,018.8	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	79.8	7.0	558.4	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			19,937.9	
순차입금			11,000.0	차입금 12.5조 - 현금 1.5조(2Q26 전망)
우선주 시가총액			73.7	
Equity Value			8,864.3	
주식수(백만주)			171.9	
적정주가			51,569	목표주가 5.1만원 산출

자료: 미래에셋증권 리서치센터

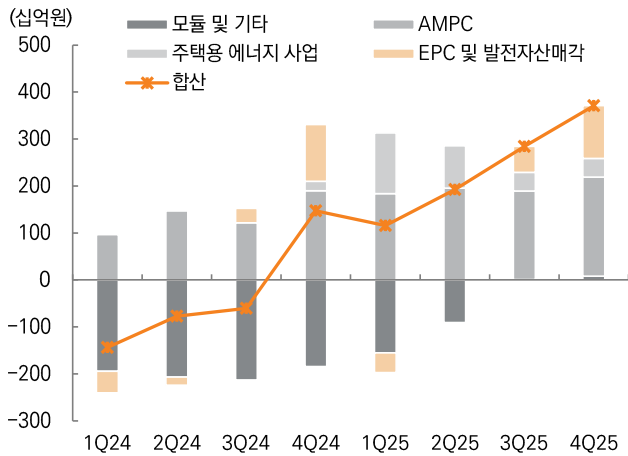
표 3. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	15,909	16,244	15,520	15,916	-2.4	-2.0
영업이익	806	1,429	711	1,341	-11.8	-6.1
당기순이익(지배)	439	1,113	370	1,049	-15.7	-5.8

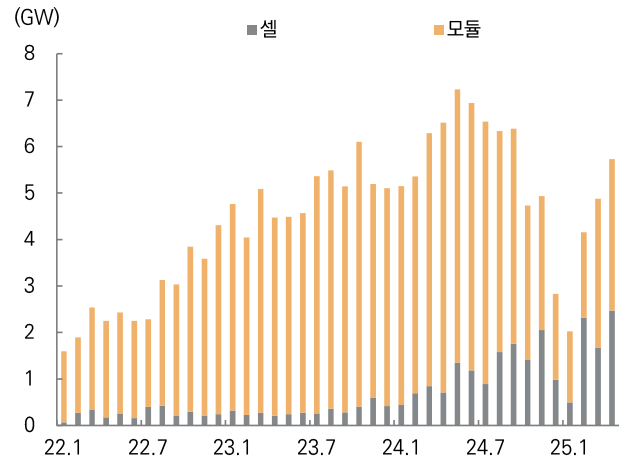
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 신재생에너지 부문 영업이익 세부 사항 추정



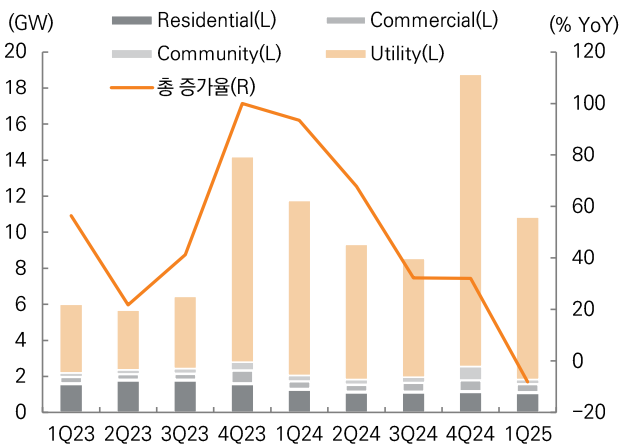
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미국 셀/모듈 수입량 추이



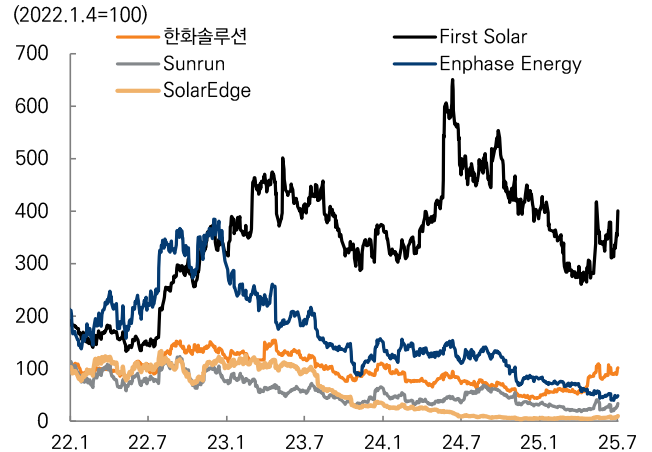
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켈, 미래에셋증권 리서치센터

BBB(Big Beautiful Bill) 최종안

1) ITC/PTC(48E/45Y)

27년 12월 31일 이후 완공(Placed in Service)된다면, 세액공제가 불가해졌다. 하지만 법안 발효 후, 12개월 이내 착공(Begin construction)한 발전소는 보조금 수취 가능한 조항이 추가되며, 긍정적인 방향으로 소폭 완화되었다. 또한 PFE(Prohibited Foreign Entity) 비용 조달 비중이 26년 60%, 27년 55%, 28년 50%, 29년 45%, 2030년~ 40%를 넘어서면 보조금 수취가 제한된다.

2) ITC – Domestic Content Adder

ITC 보조금을 추가로 10% 수취하려면 미국산 비중을 기준 이상 충족시켜야 한다. 해당 조건은 태양광/육상풍력 - 25.6.16 이전 40%, 이후 45%, 26년 50%, 27년 이후 55%, 해상풍력 - 25.6.16 이전 20%, 이후 27.5%, 26년 35%, 27년 이후 55%이다.

3) AMPC(45X) 일몰 기간

AMPC 수취 금액은 태양광/배터리 25~29년 100%, 30년 75%, 31년 50%, 32년 25%, 33년 이후 0%이며, 풍력 26년 100%, 27년 100%, 28년 이후 0%다. PFE 비용 조달 비중이 태양광 26년 50%, 27년 40%, 28년 30%, 29년 20%, 30년 이후 15%, 풍력 26년 15%, 27년 10%를 넘어서면, 보조금 수취가 제한된다.

4) 수직계열화 제품 AMPC 수령 조건

AMPC 보조금을 하위부품까지 모두 인정받으려면, 1) 하위 부품이 동일 제조 시설 내에서 생산된 최종 부품에 통합, 포함, 또는 조립되어야 하며, 2) 최종 부품의 직접 재료 비용 중 최소 65%가 미국 내 채굴/생산/제조된 부품이어야 한다(27년부터 적용).

5) 태양광 TPO

주택용 에너지 사업을 제3자에게 임대하거나 임차하면 세액 공제 대상에서 제한되나, 태양광은 제한 대상에서 빠지면서 ITC 일몰 시점까지 TPO를 받을 수 있게 되었다.

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	12,394	15,335	15,916	15,903
매출원가	11,008	12,869	12,731	12,722
매출총이익	1,386	2,466	3,185	3,181
판매비와관리비	1,686	1,756	1,844	1,844
조정영업이익	-300	711	1,341	1,337
영업이익	-300	711	1,341	1,337
비영업손익	-1,124	-419	-428	-406
금융손익	-445	-432	-433	-411
관계기업등 투자손익	-327	135	0	0
세전계속사업손익	-1,424	292	913	931
계속사업법인세비용	-316	40	201	205
계속사업이익	-1,109	252	713	726
중단사업이익	-260	-1	0	0
당기순이익	-1,369	251	713	726
지배주주	-1,404	370	1,049	1,069
비지배주주	35	-119	-337	-343
총포괄이익	757	211	713	726
지배주주	648	261	883	900
비지배주주	109	-50	-171	-174
EBITDA	415	1,537	2,235	2,268
FCF	-2,759	257	784	795
EBITDA 마진율 (%)	3.3	10.0	14.0	14.3
영업이익률 (%)	-2.4	4.6	8.4	8.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.3	2.4	6.6	6.7

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	638	2,271	1,984	1,995
당기순이익	-1,369	251	713	726
비현금수익비용가감	1,953	1,266	1,451	1,470
유형자산감가상각비	649	766	840	882
무형자산상각비	66	60	54	48
기타	1,238	440	557	540
영업활동으로인한자산및부채의변동	84	851	19	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-274	-777	460	0
재고자산 감소(증가)	-474	514	562	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	688	1,159	-567	0
법인세납부	-72	-100	-201	-205
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,287	-2,015	-904	-994
유형자산처분(취득)	-3,344	-2,007	-1,200	-1,200
무형자산감소(증가)	-21	5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	-22	98	0
기타투자활동	185	9	198	206
재무활동으로 인한 현금흐름	2,676	394	-628	-1,096
장단기금융부채의 증가(감소)	3,485	1,087	-19	-500
자본의 증가(감소)	66	3	0	0
배당금의 지급	-138	-10	-52	-52
기타재무활동	-737	-686	-557	-544
현금의 증가	226	603	1,210	-95
기초현금	1,958	2,184	2,788	3,998
기말현금	2,184	2,788	3,998	3,903

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

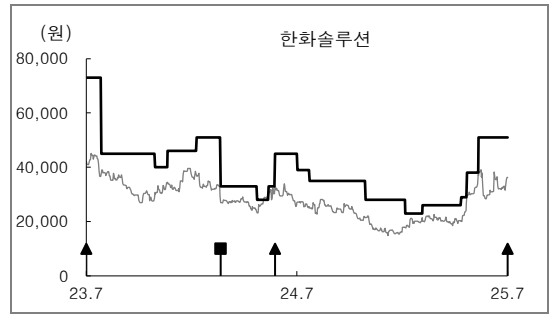
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,883	11,818	11,886	11,790
현금 및 현금성자산	2,184	2,788	3,998	3,903
매출채권 및 기타채권	2,722	3,522	2,999	2,999
재고자산	4,258	3,776	3,215	3,215
기타유동자산	1,719	1,732	1,674	1,673
비유동자산	19,154	20,700	20,207	20,477
관계기업투자등	4,930	5,100	4,342	4,342
유형자산	10,727	11,994	12,354	12,672
무형자산	1,756	1,764	1,710	1,662
자산총계	30,037	32,518	32,093	32,267
유동부채	11,708	13,903	12,954	12,454
매입채무 및 기타채무	2,923	4,123	3,556	3,556
단기금융부채	6,425	7,340	7,321	6,821
기타유동부채	2,360	2,440	2,077	2,077
비유동부채	7,722	7,925	7,789	7,789
장기금융부채	6,833	7,006	7,006	7,006
기타비유동부채	889	919	783	783
부채총계	19,430	21,828	20,743	20,243
지배주주지분	9,450	9,668	10,666	11,683
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,566	1,566	1,566
이익잉여금	4,132	4,423	5,421	6,438
비지배주주지분	1,157	1,021	684	341
자본총계	10,607	10,689	11,350	12,024

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	17.1	6.0	5.9
P/CF (x)	4.8	4.2	2.9	2.9
P/B (x)	0.3	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	35.3	12.0	7.6	7.2
EPS (원)	-8,050	2,119	6,014	6,128
CFPS (원)	3,346	8,695	12,400	12,588
BPS (원)	54,793	56,048	61,765	67,597
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-3.7	20.2	7.1	7.0
배당수익률 (%)	1.9	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	-5.2	23.7	3.8	-0.1
EBITDA증가율 (%)	-66.9	270.1	45.4	1.5
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	88.7	-0.3
EPS증가율 (%)	적지	흑전	183.9	1.9
매출채권 회전율 (회)	5.7	5.7	5.6	6.0
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.8	4.6	4.9
매입채무 회전율 (회)	5.0	4.0	3.6	3.9
ROA (%)	-5.0	0.8	2.2	2.3
ROE (%)	-16.0	3.9	10.3	9.6
ROIC (%)	-1.6	3.4	6.1	6.2
부채비율 (%)	183.2	204.2	182.8	168.3
유동비율 (%)	93.0	85.0	91.8	94.7
순차입금/자기자본 (%)	100.9	104.5	88.1	79.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	1.3	2.4	2.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2025.05.15	매수	51,000	-	-
2025.04.25	매수	38,000	-15.72	-1.71
2025.04.15	매수	29,000	-19.93	-6.55
2025.02.07	매수	26,000	-20.95	-13.27
2025.01.08	매수	23,000	-15.02	-6.74
2024.10.31	매수	28,000	-38.39	-20.89
2024.07.26	매수	35,000	-30.53	-19.71
2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25
2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.