

한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

37,000

유지

현재주가

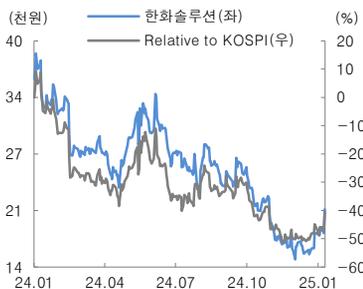
20,650

(25.01.16)

화학업종

KOSPI	2527.49
시가총액	3,597십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	37,750원 / 14,860원
120일 평균거래대금	292억원
외국인지분율	15.31%
주요주주	한화 외 4 인 36.47% 국민연금공단 6.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.0	-5.5	-18.9	-45.3
상대수익률	20.1	-2.4	-8.0	-45.9



북미 태양광 업황 회복 조짐

- 신재생부문 모듈 판매량 증가(QoQ +61.4%)에 따른 고정비 감소, AMPC 증가
- 4월 AD 최종판결 시, 동남아산 모듈 수입 가격 0.39달러로 가격 경쟁력 훼손
- 25년 북미 예상 설치량 44GW / 연초 재고 21GW 수준으로 수급 개선 여건 마련

투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출, 사업부문별 화학 1.7조, 신재생 7.6조 반영

4Q24 Preview: 신재생에너지부문 흑자전환 전망

동사의 4Q 전사차원 예상 OP 226억원으로 QoQ 흑전 전망. 케미칼부문 예상 OP -306억원으로 전분기와 유사한 수준의 적자 전망. LDPE 스프레드 개선(QoQ +6.1%) 긍정적이었으나, 계절적 비수기 영향 및 해상운임 상승에 기인. 신재생부문 OP 754억원으로 흑자전환 예상. 모듈판매부문 예상 손익 -1,206억원으로 QoQ 적자폭 축소, 태양광 모듈 스프레드 개선은 미미했으나, 판매량 증가(3.1GW, QoQ +61.4%추정)에 따른 고정비 감소효과 발생. AMPC 예상액 1,600억원으로 QoQ +384억 전망. 전분기 정전 발생한 달톤공장 가동을 정상화 및 환율 효과로 AMPC 상승.

북미 지역 내 모듈 판가 상승 여건 마련

24년도 평균 글로벌 PV 모듈판가는 0.11달러/W로 YoY -36.8% 하락. 북미 지역 내 모듈 제조원가는 0.23~0.25달러/W (셀 수입 0.15/섹션201 0.02/모듈조립 0.15/45X -0.07)인 반면 동남아지역 제조원가 0.18달러 수준으로 북미 대비 -20% 저렴. 북미 모듈 가격 프리미엄(2Q24기준 0.17달러)으로 24년도 북미 지역 내 태양광 모듈 수입 급증.

단, 25년 4월 DOC의 동남아산 셀/모듈 AD관세 최종 판결(4개국 평균 111.7%)을 앞두고 북미 태양광 모듈 수입량 급감. 최종 관세 판정시 동남아 지역 내 모듈 예상 수입가격 0.39달러/W(해상운임 0.05/섹션201 0.03/AD CVD관세 70% 0.15)로 상승하며 가격 경쟁력 상실. 전년말 북미 모듈 재고 추정량 21GW로 25년 예상 설치량 44GW와 비교 시 모듈 수급 개선 여건 마련되었다는 판단.

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)		1Q25					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,870	2,773	3,662	3,729	-3.6	34.5	3,625	2,548	6.5	-31
영업이익	41	-81	-13	23	-44.4	흑전	6	-41	적지	적전
순이익	-337	-401	-198	-193	적지	적지	-133	-110	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	11,560	12,138	12,259
영업이익	924	605	-381	427	431
총당기순이익	366	-155	-1,363	19	69
PER	22.6	NA	NA	175.8	47.4
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
ROE	4.2	-2.5	-19.9	0.3	1.0

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

표 1. 한화솔루션 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,378.5	2,679.3	2,773.2	3,729.0	2,548.1	2,735.7	3,030.1	3,823.7	13,198.4	11,560.0	12,137.5
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,187.9	1,264.6	1,282.5	1,288.7	1,242.8	5,097.4	4,821.2	5,078.6
태양광	764.1	980.2	1,152.5	2,109.8	819.8	979.8	1,295.1	2,132.8	6,525.6	5,006.6	5,227.5
첨단소재	249.6	265.9	254.6	256.0	287.1	288.4	267.7	269.2	988.9	1,026.1	1,112.4
기타	142.5	210.8	177.6	175.3	176.6	185.1	178.6	178.9	586.5	706.2	719.1
영업이익	-214.4	-107.8	-81.0	22.6	-40.6	56.1	155.4	256.1	604.5	-380.6	427.0
영업이익률(%)	-9.0%	-4.0%	-2.9%	0.6%	-1.6%	2.1%	5.1%	6.7%	4.6%	-3.3%	3.5%
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-30.6	-14.4	0.4	0.4	0.4	59.5	-102.1	-13.2
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-2.9%	-1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	-2.1%	-0.3%
태양광	-185.3	-91.8	-41.0	75.4	-15.4	65.5	167.2	268.5	568.2	-242.7	485.9
영업이익률(%)	-15.2%	-7.5%	-3.4%	6.3%	-1.2%	5.1%	13.0%	21.6%	8.7%	-4.8%	9.3%
모듈판매/기타	-236.0	-221.5	-193.4	-120.6	-215.7	-147.4	-128.5	-59.1	294.9	-771.5	-550.7
AMPC	96.6	146.8	121.6	160.0	183.2	192.7	266.8	267.7	209.6	525.0	910.3
발전프로젝트	-45.9	-17.1	30.8	36.0	17.1	20.3	28.9	60.0	93.7	3.8	126.3
첨단소재	10.6	9.0	6.1	5.1	5.7	5.8	5.4	5.4	64.3	30.8	22.2
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	6.5%	3.0%	2.0%
기타	-21.0	-7.6	-15.1	-27.3	-16.6	-15.6	-17.5	-18.2	-87.5	-66.6	-67.9
영업이익률(%)	9.8%	7.1%	18.6%	-101.1%	41.0%	-27.7%	-11.3%	-7.1%	-14.9%	-9.4%	-9.4%
지분법이익	-51.6	-49.5	-101.3	-24.8	-20.5	-20.9	-20.5	-19.8	14.1	-227.2	-81.8
세전이익	-379.4	-311.0	-370.4	-248.4	-162.4	-17.5	67.2	136.8	-102.0	-1,309.2	24.1
지배주주순이익	-458.7	-367.1	-400.5	-193.3	-126.4	-13.6	52.3	106.4	-208.1	-1,419.6	18.8
% YoY											
매출액	-22.8	-20.4	-4.5	-3.1	7.1	2.1	9.3	2.5	0.5	-12.4	5.0
케미칼	-9.3	-8.9	-7.6	5.8	3.5	4.9	8.4	4.6	-13.7	-5.4	5.3
태양광	-43.3	-38.7	-8.4	-9.0	7.3	0.0	12.4	1.1	17.2	-23.3	4.4
첨단소재	-1.5	0.6	8.2	8.6	15.0	8.5	5.1	5.1	-14.2	3.8	8.4
기타	7.1	33.0	42.5	2.9	23.9	-12.2	0.6	2.0	19.4	20.4	1.8
영업이익	적전	적전	적전	-44.4	적지	흑전	흑전	1,031.5	-34.6	적전	흑전
케미칼	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	-89.9	적전	적지
태양광	적전	적전	적전	-49.9	적지	흑전	흑전	256.2	62.3	적전	흑전
첨단소재	-51.2	-57.5	-62.1	-3.4	-45.8	-35.9	-12.2	5.1	82.2	-52.1	-27.8
기타	적지	적지	적지								
지분법이익	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
세전이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
지배주주순이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
% QoQ											
매출액	-38.2	12.6	3.5	34.5	-31.7	7.4	10.8	26.2			
케미칼	8.9	0.0	-2.8	-0.1	6.5	1.4	0.5	-3.6			
태양광	-67.0	28.3	17.6	83.1	-61.1	19.5	32.2	64.7			
첨단소재	5.9	6.5	-4.2	0.6	12.1	0.4	-7.2	0.6			
기타	-16.3	47.9	-15.7	-1.3	0.7	4.8	-3.5	0.1			
영업이익	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	176.8	64.8			
케미칼	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	0.7	-9.7			
태양광	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	155.1	60.6			
첨단소재	100.0	-15.1	-32.2	-16.0	12.1	0.4	-7.2	0.6			
기타	적지										
지분법이익	적전	적지									
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	103.4			
지배주주순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	103.4			

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	11,560	12,138	12,259
매출원가	10,732	11,050	10,284	10,047	10,147
매출총이익	2,399	2,239	1,276	2,091	2,112
판매비와관리비	1,475	1,634	1,656	1,664	1,681
영업이익	924	605	-381	427	431
영업이익률	7.0	4.5	-3.3	3.5	3.5
EBITDA	1,599	1,283	494	1,333	1,340
영업외손익	-374	-707	-929	-403	-316
관계기업손익	-102	14	-227	-82	-82
금융수익	30	95	96	96	96
외환관련이익	620	403	323	376	376
금융비용	-201	-416	-726	-532	-445
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-101	-400	-71	115	115
법인세비용차감전순이익	549	-102	-1,309	24	116
법인세비용	-202	-41	196	-5	-47
계속사업순이익	347	-147	-1,113	19	69
중단사업순이익	19	-8	-249	0	0
당기순이익	366	-155	-1,363	19	69
당기순이익률	2.8	-1.2	-11.8	0.2	0.6
비재배분순이익	7	53	57	0	1
재배분순이익	359	-208	-1,420	19	67
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	22	2	2	2	2
포괄순이익	585	-134	-1,341	40	90
비재배분포괄이익	4	58	56	1	2
재배분포괄이익	580	-192	-1,397	40	88

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,904	-1,211	-8,388	106	392
PER	22.6	NA	NA	175.8	47.4
BPS	46,307	44,221	36,842	37,007	37,521
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	8,302	7,231	2,829	7,642	7,678
EV/EBITDA	9.0	12.1	31.2	12.2	12.5
SPS	68,162	74,882	66,259	69,569	70,265
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	8,854	8,048	3,372	10,653	10,689
DPS	0	300	300	300	300

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	22.4	1.2	-13.0	5.0	1.0
영업이익 증가율	25.1	-34.6	적전	흑전	1.0
순이익 증가율	-40.6	적전	적지	흑전	258.2
수익성					
ROC	5.5	7.3	-2.5	2.5	1.8
ROA	4.2	2.5	-1.5	1.7	1.6
ROE	4.2	-2.5	-19.9	0.3	1.0
안정성					
부채비율	140.8	171.8	241.6	257.9	275.0
순차입금비율	52.3	84.0	147.0	158.4	162.4
이자보상배율	4.6	1.5	-0.5	0.8	1.0

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	6,958	7,507	8,625
현금및현금성자산	2,548	1,956	1,289	1,618	2,697
매출채권 및 기타채권	2,280	2,409	2,146	2,234	2,252
재고자산	3,060	3,297	2,868	3,011	3,041
기타유동자산	685	1,043	655	645	635
비유동자산	13,634	14,407	16,871	17,648	18,183
유형자산	6,879	7,046	9,184	9,485	9,538
관계기업투자금	3,745	4,077	4,456	4,981	5,506
기타비유동자산	3,010	3,284	3,230	3,182	3,139
자산총계	23,832	24,493	25,209	26,536	28,189
유동부채	6,808	7,689	7,873	8,588	9,559
매입채무 및 기타채무	2,781	2,934	2,695	2,775	2,791
차입금	2,443	2,947	2,947	2,947	2,947
유동성채무	560	841	1,264	1,899	2,854
기타유동부채	1,025	967	967	967	967
비유동부채	5,685	6,598	8,761	9,339	9,918
차입금	4,205	5,562	7,740	8,319	8,897
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,480	1,036	1,020	1,020	1,020
부채총계	13,935	15,482	17,829	19,122	20,672
자배지분	8,921	7,847	6,428	6,457	6,546
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	3,868	3,835	3,850
기타지분변동	61	123	174	236	310
비재배지분	976	1,163	953	957	970
자본총계	9,897	9,011	7,380	7,414	7,516
순차입금	5,180	7,568	10,847	11,742	12,206

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	536	1,194	1,365
당기순이익	0	0	-1,363	19	69
비현금항목의 가감	1,340	1,583	1,951	1,839	1,796
감가상각비	675	679	874	906	908
외환손익	109	30	13	-138	-138
지분법평가손익	102	-14	0	0	0
기타	454	889	1,064	1,071	1,026
자산부채의 증감	-1,626	-499	383	-221	-102
기타현금흐름	403	-567	-436	-443	-398
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-3,070	-1,416	-1,176
투자자산	-594	-689	-379	-525	-525
유형자산	-889	-2,349	-2,959	-1,159	-919
기타	7	239	268	268	267
재무활동 현금흐름	2,322	1,609	2,895	1,507	1,827
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	1,000	-600	-600
장기차입금	1,304	2,052	1,179	1,179	1,179
유상증자	0	-779	0	0	0
현금배당	0	0	-52	-52	-52
기타	1,018	336	768	981	1,300
현금의 증감	965	-658	-669	329	1,079
기초 현금	1,652	2,616	1,958	1,289	1,618
기말 현금	2,616	1,958	1,289	1,618	2,697
NOPLAT	584	848	-324	339	256
FCF	319	-882	-2,449	45	204

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화솔루션(009830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.01.17	24.11.16	24.10.31	24.08.23	24.07.26	24.06.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	40,000	40,000	40,000
과리율(평균%)		(52.96)	(48.06)	(40.85)	(31.24)	(30.32)
과리율(최대/최소%)		(40.14)	(40.14)	(33.63)	(15.25)	(15.25)

제시일자	24.05.31	24.05.30	24.05.06	24.04.18	24.02.23	24.02.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	45,000
과리율(평균%)	(29.66)	(31.05)	(31.24)	(33.45)	(32.28)	(22.67)
과리율(최대/최소%)	(15.25)	(17.88)	(17.88)	(27.38)	(27.38)	(12.22)

제시일자	24.01.12	23.12.18	23.08.17	23.05.11	23.04.28	23.02.17
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	45,000	45,000	68,000	68,000	68,000	68,000
과리율(평균%)	(20.49)	(16.47)	(52.80)	(34.50)	(32.22)	(32.19)
과리율(최대/최소%)	(12.22)	(12.22)	(44.49)	(18.97)	(18.97)	(18.97)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250114)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상