

한화솔루션

(009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

37,000

유지

현재주가

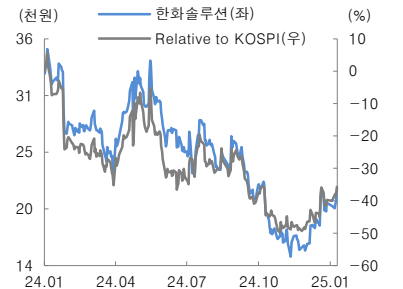
21,450

(25.02.06)

화학업종

KOSPI	2536.75
시가총액	3,736십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	33,900원 / 14,860원
120일 평균거래대금	326억원
외국인지분율	14.54%
주요주주	한화 외 4 인 36.47% 국민연금공단 6.24%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.6	6.7	-7.9	-33.5
상대수익률	17.3	7.8	-8.5	-32.5



Results Comment

실적 반등 여건 조성

- 전사 OP 컨센서스 상회. 신재생부문 흑전, 케미칼부문 부진 지속
- 모듈 가격 반등 여건 마련. 2Q 이후 실적의 본격적 반등세 전망
- 관세, AMPC, DCA 등 긍정적 이벤트 다수 포진. 주가 조정 시 매수 기회로 판단

투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 사업부문별 화학 1.4조, 신재생 7.4조원

4Q24 Review: OP 1070억원, 시장기대치(183억원) 상회

신재생부문 OP 606억원으로 QoQ 흑자전환 달성, 4Q **AMPC 1,901억원**으로 QoQ +56.3% 증가하며 전분기 정전사태 이후 가동률 95% 이상의 정상수치 회복한 것으로 추정. 단, **모듈판매/기타 부문 OP -2,505억원**에서 금융업(722억원), 일부 해외법인 일회성 비용을 가감시 단순 모듈판매 OP 적자규모는 전분기대비 확대된 것으로 추정. 판매량 QoQ +70%(당사 추정치 3.2GW)에 따른 고정비 감소는 긍정적이나, 낮은 수준의 모듈판가 지속되며(4Q24 0.23달러/W 추정)됨에 스프레드 약보합세 추정. 동분기 **발전프로젝트 매출액 1.6조원 OPM 7.4%**로 가이던스 상회하며 동분기 흑자전환에 기여.

25년 실적 상승 여건 마련, 2Q 이후 본격적 반등세 전망

25년도 1월 평균 글로벌 태양광 모듈 ASP 0.074달러/W로 Tier1 업체들의 평균 생산단가 0.12달러 감안 시 적자 수준의 가격 약세 지속. 반면 북미 지역의 4Q 모듈 ASP 와트당 0.29달러 수준으로 가격 프리미엄 지속. 동사의 24년도 출하량 중 북미 비중 80%로 ASP 상승을 위한 기반 마련, 1Q25 계절적 비수기 영향으로 판매량 QoQ -40%, 국내 비중 증가에 따른 판가믹스 하락으로 신재생부문 OP -778억원 적자전환 불가피. 단, 2Q25 이후 북미 지역 내 모듈 판가 상승, 하반기 AMPC 증가 및 DCA 요건 부합 등 기대 요소 다수 포진. 주가 조정 시 매수 기회로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	작성추정	잠정치	4Q24			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,870	2,773	3,729	4,643	20.0	67.4	3,704	2,839	18.6	-38
영업이익	41	-81	23	107	163.0	흑전	18	-115	적지	적전
순이익	-337	-401	-193	-132	적지	적지	-166	-172	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	12,474	13,949	14,089
영업이익	924	605	-296	339	342
세전순이익	549	-102	-1,337	-20	4
총당기순이익	366	-155	-1,290	-16	2
지배지분순이익	359	-208	-1,358	-15	2
EPS	1,904	-1,211	-8,023	-96	9
PER	22.6	NA	NA	NA	2,065.8
BPS	46,307	44,221	37,196	37,165	37,308
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
ROE	4.2	-2.5	-18.9	-0.2	0.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

표 1. 한화솔루션 분기별 이익추정 테이블 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,378.5	2,679.3	2,773.2	4,642.9	2,838.7	3,195.2	3,701.9	4,213.5	13,198.4	12,473.9	13,949.3
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,265.9	1,278.2	1,284.4	1,238.7	5,097.4	4,817.2	5,067.1
태양광	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,059.4	1,384.7	1,901.8	2,442.9	6,525.6	5,765.8	6,788.7
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	300.0	301.3	279.6	281.2	988.9	1,037.6	1,162.2
기타	142.5	210.8	177.6	322.5	213.4	231.1	236.1	250.8	586.5	853.4	931.3
영업이익	-214.4	-107.8	-81.0	107.0	-114.7	-14.2	158.4	309.3	604.5	-296.2	338.8
영업이익률(%)	-9.0%	-4.0%	-2.9%	2.3%	-4.0%	-0.4%	4.3%	7.3%	4.6%	-2.4%	2.4%
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	-56.8	-21.8	18.0	16.2	59.5	-121.3	-44.3
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-4.5%	-1.7%	1.4%	1.3%	1.2%	-2.5%	-0.9%
태양광	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	-77.8	-21.1	104.2	245.1	568.2	-257.5	250.4
영업이익률(%)	-15.2%	-7.5%	-3.4%	5.1%	-6.1%	-1.7%	8.1%	19.8%	8.7%	-4.5%	3.7%
모듈판매/기타	-236.0	-221.5	-193.1	-322.7	-298.5	-258.3	-225.8	-103.4	294.9	-973.3	-885.9
AMPC	96.6	146.8	121.6	190.1	195.7	196.9	271.0	271.8	209.6	555.1	935.5
발전프로젝트	-45.9	-17.1	30.8	121.0	25.0	40.3	58.9	76.7	93.7	88.8	200.9
첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	5.0	5.1	4.7	4.7	64.3	23.5	19.5
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	6.5%	2.3%	1.7%
기타	-21.0	-7.6	-15.1	102.8	14.8	23.7	31.5	43.2	-87.5	59.1	113.3
영업이익률(%)	9.8%	7.1%	18.6%	96.1%	-12.9%	-167.3%	19.9%	14.0%	-14.9%	6.9%	12.2%
지분법이익	-51.6	-49.5	-101.3	-125.2	-26.7	-25.9	-26.1	-25.5	14.1	-327.6	-104.1
세전이익	-379.4	-311.0	-370.4	-276.6	-226.0	-76.1	81.3	200.9	-102.0	-1,337.4	-19.8
지배주주순이익	-458.7	-367.1	-400.5	-131.5	-175.8	-59.2	63.3	156.3	-208.1	-1,357.8	-15.4
% YoY											
매출액	-22.8	-20.4	-4.5	20.7	19.3	19.3	33.5	-9.2	0.5	-5.5	11.8
케미칼	-9.3	-8.9	-7.6	5.5	3.6	4.6	8.1	4.6	-13.7	-5.5	5.2
태양광	-43.3	-38.7	-8.4	23.7	38.6	41.3	65.0	-14.9	17.2	-11.6	17.7
첨단소재	-1.5	0.6	8.2	13.4	20.2	13.3	9.8	5.1	-14.2	4.9	12.0
기타	7.1	33.0	42.5	89.4	49.7	9.6	33.0	-22.2	19.4	45.5	9.1
영업이익	적전	적전	적전	163.0	적지	적지	흑전	189.1	-34.6	적전	흑전
케미칼	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	-89.9	적전	적지
태양광	적전	적전	적전	-59.7	적지	적지	흑전	304.5	62.3	적전	흑전
첨단소재	-51.2	-57.5	-62.1	적전	-52.5	-43.8	-23.1	흑전	82.2	-63.5	-17.0
기타	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-58.0	적지	흑전	91.6
지분법이익	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
세전이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지
지배주주순이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지
% QoQ											
매출액	-38.2	12.6	3.5	67.4	-38.9	12.6	15.9	13.8			
케미칼	8.9	0.0	-2.8	-0.4	6.9	1.0	0.5	-3.6			
태양광	-67.0	28.3	17.6	148.9	-63.1	30.7	37.3	28.5			
첨단소재	5.9	6.5	-4.2	5.1	12.1	0.4	-7.2	0.6			
기타	-16.3	47.9	-15.7	81.6	-33.8	8.3	2.2	6.2			
영업이익	적전	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	95.2			
케미칼	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-9.8			
태양광	적전	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전	135.3			
첨단소재	100.0	-15.1	-32.2	적전	흑전	0.4	-7.2	0.6			
기타	적지	적지	적지	흑전	-85.6	60.5	33.0	37.0			
지분법이익	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	147.1			
지배주주순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	147.1			

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	12,474	13,949	14,089
매출원가	10,732	11,050	11,114	11,947	12,066
매출총이익	2,399	2,239	1,360	2,003	2,023
판매비와관리비	1,475	1,634	1,656	1,664	1,681
영업이익	924	605	-296	339	342
영업이익률	7.0	4.5	-2.4	2.4	2.4
EBITDA	1,599	1,283	578	1,245	1,250
영업외손익	-374	-707	-1,041	-359	-338
관계기업손익	-102	14	-328	-104	-104
금융수익	30	95	96	96	96
외환관련이익	620	403	323	376	376
금융비용	-201	-416	-538	-466	-445
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-101	-400	-271	115	115
법인세비용차감전순손익	549	-102	-1,337	-20	4
법인세비용	-202	-41	297	4	-2
계속사업순손익	347	-147	-1,040	-16	2
중단사업순손익	19	-8	-249	0	0
당기순이익	366	-155	-1,290	-16	2
당기순이익률	2.8	-1.2	-10.3	-0.1	0.0
비지배지분순이익	7	53	68	0	0
지배지분순이익	359	-208	-1,358	-15	2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	22	2	2	2	2
포괄순이익	585	-134	-1,268	5	24
비지배지분포괄이익	4	58	67	0	0
지배지분포괄이익	580	-192	-1,336	5	23

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,904	-1,211	-8,023	-96	9
PER	22.6	NA	NA	NA	2,065.8
BPS	46,307	44,221	37,196	37,165	37,308
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	8,302	7,231	3,313	7,137	7,167
EV/EBITDA	9.0	12.1	27.0	13.5	13.8
SPS	68,162	74,882	71,497	79,953	80,753
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	8,854	8,048	2,251	10,039	10,069
DPS	0	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	22.4	1.2	-6.1	11.8	1.0
영업이익 증가율	25.1	-34.6	적전	흑전	1.0
순이익 증가율	-40.6	적전	적지	적지	흑전
수익성					
ROIC	5.5	7.3	-1.8	1.9	1.4
ROA	4.2	2.5	-1.2	1.3	1.2
ROE	4.2	-2.5	-18.9	-0.2	0.0
안정성					
부채비율	140.8	171.8	241.0	260.2	280.0
순차입금비율	52.3	84.0	146.5	162.0	168.4
이자보상배율	4.6	1.5	-0.6	0.7	0.8

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,573	8,705	7,255	7,912	8,980
현금및현금성자산	2,548	1,956	1,221	1,298	2,320
매출채권 및 기타채권	2,280	2,409	2,285	2,509	2,531
재고자산	3,060	3,297	3,095	3,461	3,495
기타유동자산	685	1,043	655	645	635
비유동자산	13,634	14,407	16,771	17,525	18,038
유형자산	6,879	7,046	9,184	9,485	9,538
관계기업투자금	3,745	4,077	4,356	4,858	5,360
기타비유동자산	3,010	3,284	3,230	3,182	3,139
자산총계	23,832	24,493	25,406	26,818	28,399
유동부채	6,808	7,689	7,999	8,838	9,812
매입채무 및 기타채무	2,781	2,934	2,821	3,025	3,044
차입금	2,443	2,947	2,947	2,947	2,947
유동상채무	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	17,955	19,373	20,925
자배지분	8,921	7,847	6,489	6,484	6,509
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	3,929	3,862	3,813
기타지분변동	61	123	174	236	310
비자배지분	976	1,163	962	961	965
자본총계	9,897	9,011	7,451	7,445	7,474
순차입금	5,180	7,568	10,915	12,062	12,583

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	389	927	1,298
당기순이익	0	0	-1,290	-16	2
비현금항목의 가감	1,340	1,583	1,682	1,767	1,754
감가상각비	675	679	874	906	908
외환손익	109	30	33	-135	-135
지분법평가손익	102	-14	0	0	0
기타	454	889	775	996	981
자산부채의 증감	-1,626	-499	143	-457	-107
기타현금흐름	403	-567	-147	-367	-353
투자활동 현금흐름	-1,477	-2,799	-2,969	-1,393	-1,154
투자자산	-594	-689	-279	-502	-502
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	-737	77	1,022
기초 현금	1,652	2,616	1,958	1,221	1,298
기말 현금	2,616	1,958	1,221	1,298	2,320
NOPLAT	584	848	-230	269	203
FCF	319	-882	-2,356	-25	152

[Compliance Notice]

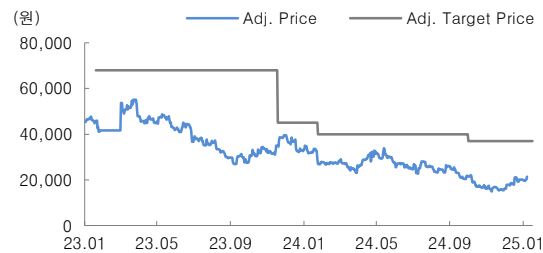
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화솔루션(009830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.07	25.01.17	24.11.16	24.10.31	24.08.23	24.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	40,000	40,000
과리율(평균%)		(51.68)	(52.76)	(48.05)	(40.85)	(31.24)
과리율(최대/최소%)		(40.14)	(40.14)	(40.14)	(33.63)	(15.25)
제시일자	24.06.20	24.05.31	24.05.30	24.05.06	24.04.18	24.02.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
과리율(평균%)	(30.32)	(29.66)	(31.05)	(31.24)	(33.45)	(32.28)
과리율(최대/최소%)	(15.25)	(15.25)	(17.88)	(17.88)	(27.38)	(27.38)
제시일자	24.02.03	24.01.12	23.12.18	23.08.17	23.05.11	23.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	45,000	45,000	45,000	68,000	68,000	68,000
과리율(평균%)	(22.67)	(20.49)	(16.47)	(52.80)	(34.50)	(32.22)
과리율(최대/최소%)	(12.22)	(12.22)	(12.22)	(44.49)	(18.97)	(18.97)
제시일자	23.02.17					
투자의견	Buy					
목표주가	68,000					
과리율(평균%)	(32.19)					
과리율(최대/최소%)	(18.97)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250204)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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