

한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

37,000

유지

현재주가

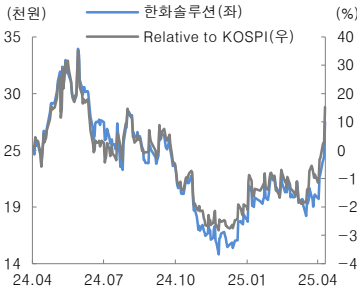
(25.04.24)

27,100

화학업종

KOSPI	2522.33
시가총액	4,718십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	33,900원 / 14,860원
120일 평균거래대금	417억원
외국인지분율	13.14%
주요주주	한화 외 4 인 36.47% 국민연금공단 6.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.2	34.8	32.5	9.9
상대수익률	42.1	35.6	35.6	16.6



기대치를 상회하는 실적

- 신재생부문 호조로 기대치(-607억원)를 상회하는 실적(303억원) 기록
- 판매량 감소에도 불구하고, 판가 및 판관비 개선으로 모듈판매 적자폭 축소
- 1)북미판가상승 2)DCA, 3)주택용에너지사업이익 기여로 25~26년도 이익추정치상향

투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

25~26년 이익추정치 상향 조정 및 DCA 요건 부합에 따른 멀티플 상승기대

1Q25 Review: 신재생부문 호조로 시장기대치 상회

전사차원 OP 303억원으로 컨센서스(-607억원) 상회하는 실적 기록. 케미칼부문 OP -912억원으로 가성소다, TDI 등 일부제품 스프레드 개선되었으나, 정기보수에 따른 기회비용(500억원)으로 적자폭 확대

신재생부문 OP 1,362억원(QoQ +124.8%, YoY 흑전)으로 호실적 기록. 모듈판매 추정 OP -1,351억원. 비수기에 따른 모듈 판매량 감소(1Q 추정치 1.8GW, QoQ -43.1%)에도 불구하고, 판가 및 판관비 개선으로 QoQ +750억원 적자폭 축소. 동분기 발전프로젝트 EPC 비중 증가로 -418억원 적자 기록. AMPC는 북미 공장 가동을 정상화로 1,839억원(YoY +90.4%) 수취. 금번 실적발표 이후 주택용 에너지부문 OP 별도 제공(1Q25 1,292억원). 이는 기존 금융업 부문을 포괄하는 상위 항목으로 TPO(EnFin의 주택용 태양광 프로그램) 및 이를 활용한 ABS(24년 총 8,000억원 발행)를 포함.

25~26년도 연간 영업이익 추정치 상향 조정

25년도 연간 예상 영업이익 7,875억원으로 기존 추정치대비 +98% 상향. 동사는 금번 실적발표에서 북미 판가 상승 추세 전환 언급 및 판매량 가이드언스 유지(9GW). 25년 4월 기준 북미 mono PERC 모듈 현물가격 0.325달러/W로 연초 이후 상승세 지속. 북미 태양광 모듈 판가 상승 흐름은 하반기에도 지속 전망. 4월 21일 최종 발표된 AD/CVD 관세율이 기존 예상치를 상회하며 동남아산 수입량 감소에 따른 추가적인 북미 모듈 수급 개선이 가능하기 때문. 북미 모듈 단순 생산원가(0.23~0.26달러/W) 감안 시 하반기 모듈 판매량 증가와 함께 모듈 적자폭 감소 추세 지속 전망. 또한 주택용 에너지 사업 이익기여로 신재생부문 분기별 이익 개선흐름 지속 전망.

동사는 DCA 수취 가능 여부의 핵심이었던 카터스빌 3공장 셀/웨이퍼 라인 가동시점에 대한 가이드언스 유지. 또한 현재까지 태양광 관련 IRA의 변동 사항이 없음을 확인. 북미 지역 내 DCA 수취를 위한 셀/웨이퍼 수직계열화 설비를 보유하는 업체는 현재 동사가 유일. 이를 통한 북미 내 가격 경쟁력 우위는 25년 하반기 이익 개선 흐름과 함께 동사의 멀티플 상향 요소로 작용 전망.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25				2Q25			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,393	4,563	2,764	3,094	29.3	-32.2	2,756	2,793	4.8	-9.7
영업이익	-217	103	-89	30	흑전	-70.5	-61	141	흑전	366.7
순이익	-459	-178	-155	-26	적지	적지	-152	17	흑전	흑전

자료: 한화솔루션, FnGuide, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	14,001	15,075	14,029	14,999	0.2	-0.5
판매비와 관리비	1,707	1,711	1,707	1,711	0.0	0.0
영업이익	396	1,007	787	951	99.0	-5.6
영업이익률	2.8	6.7	5.6	6.3	2.8	-0.3
영업외손익	-540	-658	-386	-498	적자유지	적자유지
세전순이익	-144	349	401	453	흑자조정	30.1
지배지분순이익	-112	271	159	353	흑자조정	30.1
순이익률	-0.8	1.8	1.3	2.4	흑자조정	0.6
EPS(지배지분순이익)	-668	1,596	936	2,078	흑자조정	30.2

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	14,029	14,999	15,299
영업이익	579	-300	787	951	970
세전순이익	132	-1,424	401	453	461
총당기순이익	-88	-1,369	178	360	366
지배지분순이익	-141	-1,404	159	353	133
EPS	-823	-8,298	936	2,078	780
PER	NA	NA	20.5	9.2	24.6
BPS	45,740	54,163	54,780	56,506	56,972
PBR	0.9	0.3	0.5	0.5	0.5
ROE	-1.7	-16.0	1.7	3.6	1.3

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

표 1. 한화솔루션 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	2,378.5	2,679.3	2,773.2	4,642.9	3,094.5	2,792.9	3,729.8	4,411.6	13,198.4	12,473.9	14,028.8
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,073.6	1,185.0	1,184.1	1,137.4	5,097.4	4,817.2	4,580.0
태양광	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,118.2	2,074.7	2,792.2	6,525.6	5,765.8	7,584.3
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	273.8	275.0	255.4	256.9	988.9	1,037.6	1,061.1
기타	142.5	210.8	177.6	322.5	147.9	214.7	215.7	225.2	586.5	853.4	803.5
영업이익	-214.4	-107.8	-81.0	107.0	30.3	141.5	240.6	375.1	579.3	-296.2	787.5
영업이익률(%)	-9.0%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	5.1%	6.5%	8.5%	4.4%	-2.4%	5.6%
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-30.4	-21.6	-19.3	59.5	-121.3	-162.5
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-2.6%	-1.8%	-1.7%	1.2%	-2.5%	-3.5%
태양광	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	136.2	173.5	272.0	406.3	568.2	-257.5	988.0
영업이익률(%)	-15.2%	-7.5%	-3.4%	5.1%	12.7%	14.6%	23.0%	35.7%	8.7%	-4.5%	13.0%
모듈 판매 및 기타	-236.0	-221.5	-193.1	-262.3	-135.1	-109.2	-86.0	-31.0	294.9	-912.9	-361.2
AMPC	96.6	146.8	121.6	190.1	183.9	203.9	203.2	273.4	209.6	555.1	864.4
발전프로젝트	-45.9	-17.1	30.8	121.2	-41.8	-50.4	25.6	34.7	93.7	89.0	-32.0
첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	6.6	3.5	1.0	64.3	23.5	9.3
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	-0.7%	2.4%	1.4%	0.4%	6.5%	2.3%	0.9%
기타	-21.0	-7.6	-15.1	102.8	-12.9	-8.2	-13.4	-12.9	-87.5	59.1	-47.4
영업이익률(%)	9.8%	7.1%	18.6%	96.1%	-42.6%	-5.8%	-5.5%	-3.4%	-14.9%	6.9%	-5.9%
자분법이익	-51.6	-49.5	-101.3	-124.3	134.6	-79.0	-53.3	-26.2	83.5	-326.7	-23.9
세전이익	-379.4	-311.0	-370.4	-363.0	-68.1	33.6	143.5	292.1	132.1	-1,419.6	401.0
지배주주순이익	-458.7	-367.1	-400.5	-178.1	-44.5	14.6	62.4	126.9	-141.0	-1,404.4	159.4
% YOY											
매출액	-22.8	-20.4	-4.5	20.7	30.1	4.2	34.5	-5.0	0.5	-5.5	12.5
케미칼	-9.3	-8.9	-7.6	5.5	-12.2	-3.1	-0.4	-3.9	-13.7	-5.5	-4.9
태양광	-43.3	-38.7	-8.4	23.7	109.3	14.1	80.0	-2.7	17.2	-11.6	31.5
첨단소재	-1.5	0.6	8.2	13.4	9.7	3.4	0.3	-4.0	-14.2	4.9	2.3
기타	7.1	33.0	42.5	89.4	3.8	1.9	21.4	-30.2	19.4	45.5	-5.9
영업이익	적전	적전	적전	594.8	흑전	흑전	흑전	250.6	-37.3	적전	흑전
케미칼	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	-89.9	적전	적지
태양광	적전	적전	적전	-59.7	흑전	흑전	흑전	570.5	62.3	적전	흑전
첨단소재	-51.2	-57.5	-62.1	적전	적전	-27.1	-42.0	흑전	82.2	-63.5	-60.5
기타	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	적전
자분법이익	적전	적지	적전	적전	흑전	W	적지	적지	흑전	적전	적지
세전이익	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	-76.0	적전	흑전
지배주주순이익	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전
% QoQ											
매출액	-38.2	12.6	3.5	67.4	-33.4	-9.7	33.5	18.3			
케미칼	8.9	0.0	-2.8	-0.4	-9.3	10.4	-0.1	-3.9			
태양광	-67.0	28.3	17.6	148.9	-44.3	-30.1	85.5	34.6			
첨단소재	5.9	6.5	-4.2	5.1	2.4	0.4	-7.1	0.6			
기타	-16.3	47.9	-15.7	81.6	-54.1	45.2	0.5	4.4			
영업이익	적전	적지	적지	흑전	-71.7	366.7	70.1	55.9			
케미칼	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지			
태양광	적전	적지	적지	흑전	124.8	27.4	56.7	49.4			
첨단소재	100.0	-15.1	-32.2	적전	적지	흑전	-46.1	-72.1			
기타	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지			
자분법이익	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지			
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	327.5	103.6			
지배주주순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	327.5	103.6			

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	14,029	14,999	15,299
매출원가	10,913	11,008	11,534	12,337	12,584
매출총이익	2,165	1,386	2,494	2,662	2,715
판매비와관리비	1,586	1,686	1,707	1,711	1,745
영업이익	579	-300	787	951	970
영업이익률	4.4	-2.4	5.6	6.3	6.3
EBITDA	1,255	415	1,519	1,713	1,759
영업외손익	-447	-1,123	-386	-498	-509
관계기업손익	83	-327	-24	-122	-122
금융수익	92	108	108	108	108
외환관련이익	369	350	375	392	392
금융비용	-411	-548	-449	-388	-399
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-211	-357	-21	-96	-96
법인세비용차감전순손익	132	-1,424	401	453	461
법인세비용	-47	316	-223	-93	-95
계속사업순손익	82	-1,109	178	360	366
중단사업순손익	-170	-260	0	0	0
당기순이익	-88	-1,369	178	360	366
당기순이익률	-0.7	-11.0	1.3	2.4	2.4
비지배지분순이익	53	35	18	7	233
지배지분순이익	-141	-1,404	159	353	133
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	213	213	213	213
포괄순이익	-67	757	2,304	2,486	2,492
비지배지분포괄이익	58	109	239	50	1,586
지배지분포괄이익	-125	648	2,065	2,436	905

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-823	-8,298	936	2,078	780
PER	NA	NA	20.5	9.2	24.6
BPS	45,740	54,163	54,780	56,506	56,972
PBR	0.9	0.3	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	7,071	2,380	8,705	9,817	10,082
EV/EBITDA	12.3	35.3	11.4	10.3	10.2
SPS	73,698	71,039	80,409	85,972	87,692
PSR	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3
CFPS	8,304	3,346	12,297	11,531	11,796
DPS	300	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-0.4	-5.2	132	69	2.0
영업이익 증가율	-37.3	적전	흑전	20.8	2.0
순이익 증가율	적전	적지	흑전	102.4	1.7
수익성					
ROIC	3.2	-1.7	2.1	4.4	4.3
ROA	2.4	-1.1	2.6	3.1	3.1
ROE	-1.7	-16.0	1.7	3.6	1.3
안정성					
부채비율	167.1	183.2	183.3	180.4	183.0
순차입금비율	80.3	100.9	106.8	106.3	108.2
이자보상배율	1.4	-0.5	1.8	2.5	2.4

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,797	10,883	10,505	10,809	11,039
현금및현금성자산	1,958	2,184	1,267	992	989
매출채권 및 기타채권	3,188	2,968	3,272	3,452	3,508
재고자산	3,447	4,258	4,819	5,153	5,256
기타유동자산	1,204	1,473	1,148	1,212	1,287
비유동자산	14,993	19,154	19,889	20,223	20,531
유형자산	7,050	10,727	11,356	11,678	11,967
관계기업투자금	4,160	4,930	5,091	5,154	5,216
기타비유동자산	3,784	3,497	3,442	3,392	3,347
자산총계	24,790	30,037	30,394	31,032	31,570
유동부채	8,734	11,708	12,544	13,444	14,490
매입채무 및 기타채무	3,975	4,023	4,367	4,572	4,635
차입금	2,947	5,110	5,110	5,110	5,110
유동상채무	841	1,189	1,681	2,377	3,360
기타유동부채	971	1,385	1,385	1,385	1,385
비유동부채	6,776	7,722	7,122	6,522	5,922
차입금	5,566	6,423	5,823	5,223	4,623
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,210	1,300	1,300	1,300	1,300
부채총계	15,510	19,430	19,666	19,966	20,413
자배지분	8,117	9,450	9,557	9,858	9,940
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,609	4,132	4,240	4,541	4,623
기타자본변동	123	2,866	2,866	2,866	2,866
비자배지분	1,163	1,157	1,170	1,207	1,217
자본총계	9,280	10,607	10,728	11,066	11,157
순차입금	7,447	10,701	11,454	11,760	12,072

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	518	638	1,202	1,471	1,718
당기순이익	-88	-1,369	178	360	366
비현금항목의 가감	1,562	1,953	1,968	1,652	1,692
감가상각비	676	715	731	762	789
외환손익	30	111	28	-127	-127
지분법평가손익	-83	327	0	0	0
기타	940	800	1,208	1,017	1,030
자산부채의 증감	-499	84	-378	-166	48
기타현금흐름	-457	-29	-566	-375	-388
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,287	-1,097	-736	-746
투자자산	-689	-347	-161	-63	-63
유형자산	-2,349	-3,344	-1,305	-1,034	-1,034
기타	239	404	368	360	350
재무활동 현금흐름	1,609	2,676	-33	170	458
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-600	-600	-600
장기차입금	2,052	2,688	0	0	0
유상증자	-779	0	0	0	0
현금배당	-52	-138	-52	-52	-52
기타	388	126	618	822	1,110
현금의 증감	-668	226	-917	-275	-3
기초 현금	2,616	1,958	2,184	1,267	992
기말 현금	1,958	2,184	1,267	992	989
NOPLAT	375	-234	349	755	770
FCF	-1,358	-2,937	-279	429	472

[Compliance Notice]

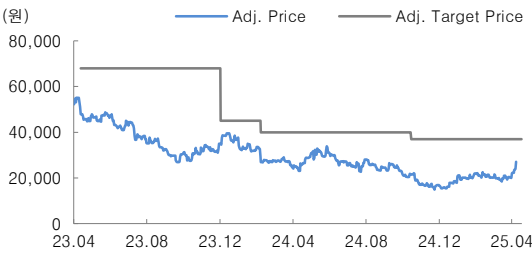
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.04.25	25.04.04	25.02.17	25.02.07	25.01.17	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균%)		(47.93)	(48.80)	(50.83)	(51.59)	(52.76)
과리율(최대/최소%)		(26.76)	(39.05)	(40.14)	(40.14)	(40.14)
제시일자	24.10.31	24.08.23	24.07.26	24.06.20	24.05.31	24.05.30
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
과리율(평균%)	(48.05)	(40.85)	(31.24)	(30.32)	(29.66)	(31.05)
과리율(최대/최소%)	(40.14)	(33.63)	(15.25)	(15.25)	(15.25)	(17.88)
제시일자	24.05.06	24.04.18	24.02.23	24.02.03	24.01.12	23.12.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	45,000	45,000	45,000
과리율(평균%)	(31.24)	(33.45)	(32.28)	(22.67)	(20.49)	(16.47)
과리율(최대/최소%)	(17.88)	(27.38)	(27.38)	(12.22)	(12.22)	(12.22)
제시일자	23.10.28	23.05.11	23.04.28			
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy			
목표주가	68,000	68,000	68,000			
과리율(평균%)	(52.76)	(42.50)	(32.92)			
과리율(최대/최소%)	(48.53)	(28.38)	(30.74)			

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250422)

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

산업 투자의견

- Overweight(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