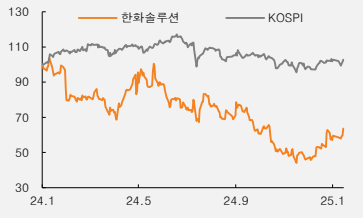
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.2.7

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 26,000원
현재주가(25/2/6)	21,450원
상승여력	21.2%

영업이익(24F,십억원)	-296
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-386
EPS 성장률(24F,%)	적지
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.4
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.7
KOSPI	2,536.75
시가총액(십억원)	3,687
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	61.1
외국인 보유비중(%)	14.5
베타(12M) 일간수익률	1.21
52주 최저가(원)	14,860
52주 최고가(원)	33,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.6	-7.9	-33.5
상대주가	17.3	-8.5	-32.5



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

009830 · 화학

한화솔루션

비수기에도 흑자는 유지될 전망

투자의견: 목표주가 2.6만원으로 상향. 매수 의견 유지

한화솔루션의 목표주가를 2.3만원에서 2.6만원으로 상향하며, 투자의견은 매수를 유지한다(표 2 참조). 목표주가 상향 요인은 1) 에너지 사업의 수직계열화, 2) 신규 공장의 빠른 램프업 가이던스로 인한 신재생에너지 부문의 실적 전망치 상향이다.

신재생에너지 부문 내 할부금융(Enfin)과 EPC 및 발전자산 매각 등의 수익성이 빠르게 개선되고 있으며, 웨이퍼/셀 공장 역시 연말까지는 풀가동을 전망하고 있다. 관세로 인해 미국 모듈 가격이 상승하며, 동사의 실적이 빠르게 개선될 예정이다. 다만, 실적 개선 폭은 트럼프 정부의 관세 및 규제에 따라 변동폭이 클 수 있다.

4Q24 Review: 일회성 비용과 수익이 많았던 연말

동사의 4Q24 영업이익은 1,070억원으로 컨센서스(183억원)를 485% 상회했다. 실적 서프라이즈 요인은 1) 신재생에너지 부문의 EPC 및 발전자산 매각 기대치 상회, 2) 울산 사택 부지 매각 관련 수익(967억원) 덕분이다. EPC 및 발전자산 매각은 매출액 1.6조원을 기록해, 매출액 가이던스 1.2조원을 상회했다.

신재생에너지 부문은 영업이익 606억원을 기록했으며, 세부적으로는 모듈 및 기타 -604억원(해외 법인 구조조정 비용 -600억원, AMPC 1,901억원 포함), EPC 및 발전자산 매각 +1,201억원이다. 모듈 가격은 전분기와 유사한 수준으로 추정되며, 출하량은 전분기 대비 +80% 증가했다.

1Q25 Preview: 비수기에도 흑자는 유지할 전망

동사의 1Q25 영업이익은 294억원으로 전분기 대비 -73%를 전망한다. 일회성 수익 소멸 영향이 있겠으나, 화학 적자폭이 감소해(-542억원 → -222억원) 해당 영향을 일부 상쇄할 전망이다.

1Q25 신재생에너지 부문은 4분기(606억원)와 유사한 616억원을 전망한다. 세부적으로는 모듈 및 기타 +361억원(AMPC 1,892억원 포함), EPC 및 발전자산매각 +255억원이다. 1분기 비수기로 인해 출하량이 -40% QoQ를 기록하겠지만, 모듈 판매 수익은 큰 차이가 없을 것으로 전망한다. 4분기 출하량이 +80% QoQ를 기록했음에도 고정비 효과가 낮아지지 않은 것을 미루어볼 때, 판매량 변화에 따라 영업이익 변동폭이 크지 않을 것으로 추정하기 때문이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	13,131	13,289	12,474	14,714	15,136
영업이익 (십억원)	924	605	-296	834	1,277
영업이익률 (%)	7.0	4.6	-2.4	5.7	8.4
순이익 (십억원)	359	-208	-1,355	212	562
EPS (원)	1,864	-1,172	-7,764	1,216	3,221
ROE (%)	4.2	-2.5	-16.4	2.4	6.2
P/E (배)	23.1	-	-	17.6	6.7
P/B (배)	0.9	0.9	0.3	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.9	1.4	1.4

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

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정 (십억원)

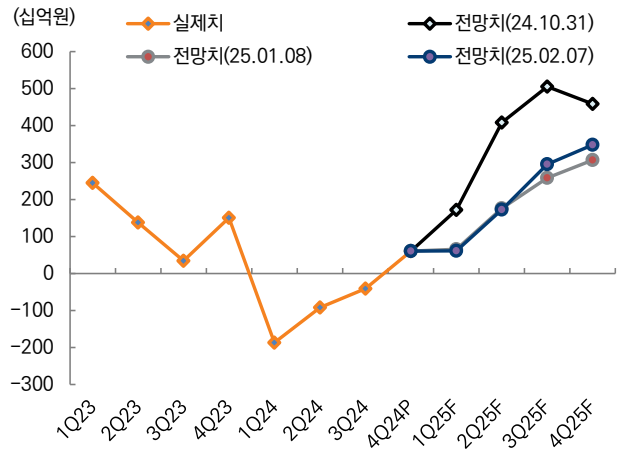
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	합계	2,353.4	2,651.8	2,745.9	4,642.9	2,949.0	3,418.7	3,964.2	4,382.2	13,288.7	12,394.0	14,714.1
	신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,306.1	1,763.0	2,308.0	2,718.4	6,615.9	5,765.8	8,095.5
	케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,243.3	1,239.9	1,251.6	1,246.3	5,097.4	4,817.2	4,981.1
	첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	249.6	265.9	254.6	267.5	988.9	1,037.6	1,037.6
	기타	117.4	183.3	150.2	322.5	150.0	150.0	150.0	150.0	586.5	773.4	600.0
영업이익	합계	-214.8	-112.3	-80.3	107.0	29.4	168.2	319.1	317.0	604.5	-300.4	833.7
	신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	61.6	172.7	295.7	347.7	568.2	-257.5	877.7
	케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-54.2	-22.2	5.2	33.4	-10.4	59.5	-121.5	5.9
	첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	5.0	5.3	5.1	-5.4	64.3	23.5	10.1
	기타	-21.2	-12.1	-14.4	102.8	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-87.5	55.1	-60.0
세전이익		-517.5	-172.9	-370.4	-276.6	-108.6	32.1	171.1	168.7	-102.0	-1,337.4	263.3
당기순이익(지배)		-459.1	-366.7	-400.5	-128.3	-87.5	25.9	137.9	135.9	-208.1	-1,354.6	212.2

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션 (십억원, 백만주, 원, %)

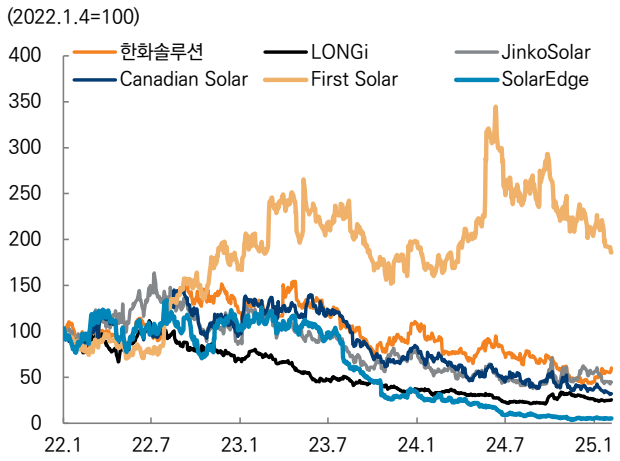
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,728.9	6.8	11,756.7	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	398.8	6.5	2,592.1	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	75.5	6.7	509.4	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			14,968.5	
순차입금			10,500.0	차입금 12.5조 - 현금 2조(4Q25 전망)
우선주 시가총액			45.4	
EV			4,423.2	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			25,732	목표주가 2.6만원 산출

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익 전망



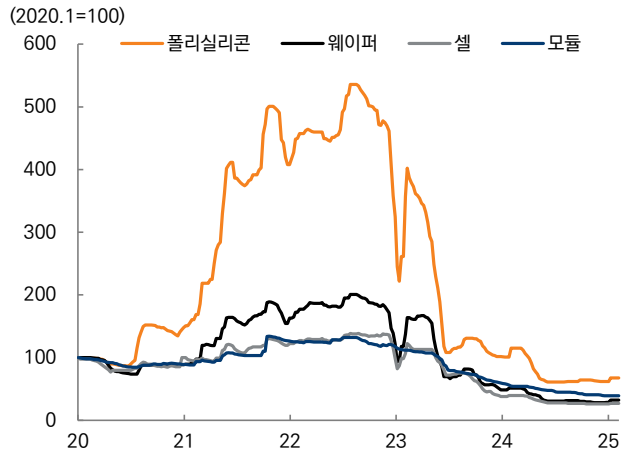
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



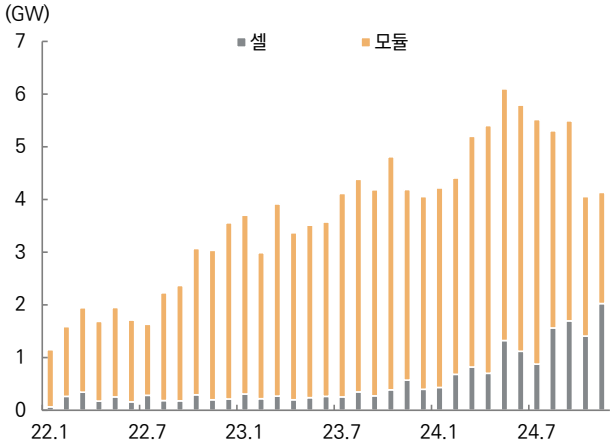
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



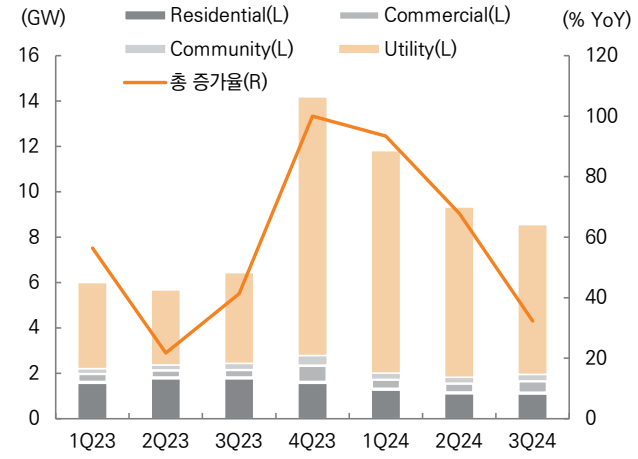
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 셀/모듈 수입량 추이



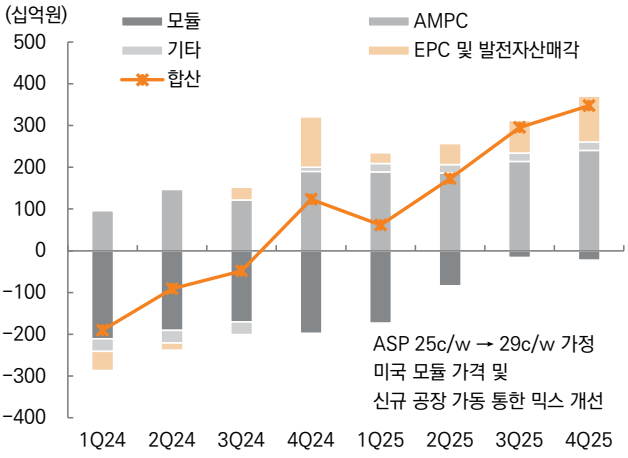
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



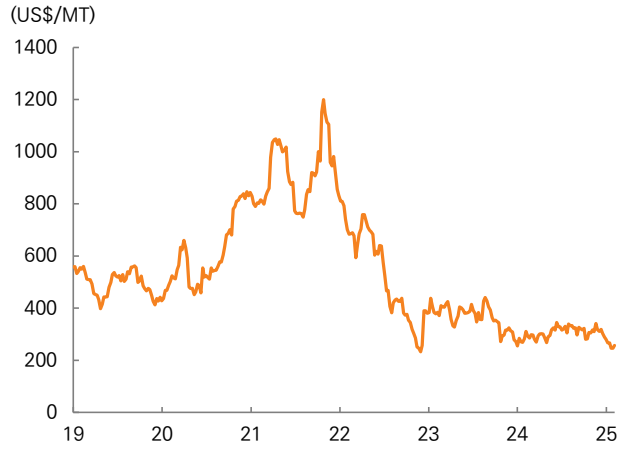
자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 신재생에너지 부문 영업이익 세부 사항 추정



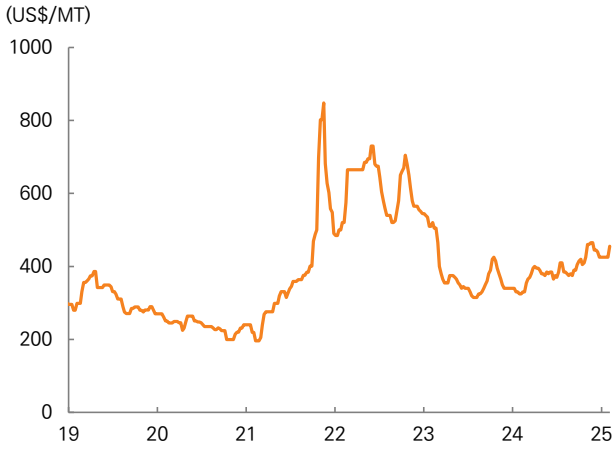
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**13,289**	**12,474**	**14,714**	**15,136**
매출원가	**11,050**	**11,069**	**12,095**	**11,984**
매출총이익	**2,239**	**1,405**	**2,619**	**3,152**
판매비와관리비	**1,634**	**1,701**	**1,786**	**1,875**
조정영업이익	**605**	**-296**	**834**	**1,277**
영업이익	**605**	**-296**	**834**	**1,277**
비영업손익	**-707**	**-1,041**	**-571**	**-580**
금융손익	-325	-518	-570	-580
관계기업등 투자손익	14	-328	0	0
세전계속사업손익	-102	-1,337	263	697
계속사업법인세비용	41	-297	58	153
계속사업이익	-147	-1,040	205	544
중단사업이익	-8	-249	0	0
당기순이익	**-155**	**-1,290**	**205**	**544**
지배주주	-208	-1,355	212	562
비지배주주	53	65	-7	-18
총포괄이익	**-134**	**54**	**205**	**544**
지배주주	-192	-47	206	544
비지배주주	58	102	0	-1
EBITDA	1,283	426	1,729	2,235
FCF	-1,873	-3,452	652	1,000
EBITDA 마진율 (%)	9.7	3.4	11.8	14.8
영업이익률 (%)	4.6	-2.4	5.7	8.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.6	-10.9	1.4	3.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**8,705**	**10,439**	**9,417**	**9,519**
현금 및 현금성자산	1,956	1,103	1,437	2,423
매출채권 및 기타채권	2,403	3,595	3,393	2,975
재고자산	3,297	4,643	3,506	3,074
기타유동자산	1,049	1,098	1,081	1,047
비유동자산	**14,407**	**18,423**	**19,243**	**18,895**
관계기업투자등	4,077	4,892	4,617	4,049
유형자산	7,046	10,328	11,490	11,785
무형자산	1,768	1,763	1,705	1,653
자산총계	**24,493**	**31,119**	**30,917**	**30,672**
유동부채	**7,689**	**12,313**	**12,011**	**11,385**
매입채무 및 기타채무	2,108	3,507	3,325	2,949
단기금융부채	3,967	6,870	6,858	6,833
기타유동부채	1,614	1,936	1,828	1,603
비유동부채	**6,598**	**7,134**	**7,080**	**6,969**
장기금융부채	5,802	6,179	6,179	6,179
기타비유동부채	796	955	901	790
부채총계	**15,482**	**21,241**	**20,885**	**20,148**
지배주주지분	**7,848**	**8,711**	**8,870**	**9,380**
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,540	1,540	1,540
이익잉여금	5,339	4,204	4,364	4,875
비지배주주지분	**1,163**	**1,168**	**1,162**	**1,144**
자본총계	**9,011**	**9,879**	**10,032**	**10,524**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	**518**	**-260**	**2,652**	**2,200**
당기순이익	-155	-1,290	205	544
비현금수익비용가감	1,583	1,945	1,524	1,691
유형자산감가상각비	613	657	837	906
무형자산상각비	66	65	58	52
기타	904	1,223	629	733
영업활동으로인한자산및부채의변동	-499	-1,050	995	137
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-544	-1,094	176	365
재고자산 감소(증가)	-175	-1,156	1,137	432
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	290	1,318	-182	-376
법인세납부	-498	98	-58	-153
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,799**	**-3,371**	**-1,943**	**-1,118**
유형자산처분(취득)	-2,349	-3,177	-2,000	-1,200
무형자산감소(증가)	-18	-13	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	160	-79	27	55
기타투자활동	-592	-102	30	27
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,609**	**3,354**	**-650**	**-664**
장단기금융부채의 증가(감소)	1,784	3,281	-12	-25
자본의 증가(감소)	-913	43	0	0
배당금의 지급	0	-128	-52	-52
기타재무활동	738	158	-586	-587
현금의 증가	**-658**	**-855**	**333**	**987**
기초현금	2,616	1,958	1,103	1,437
기말현금	1,958	1,103	1,437	2,423

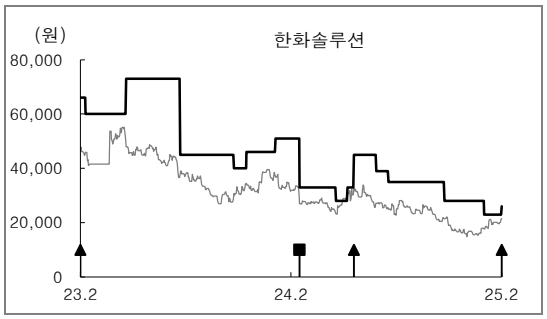
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	17.6	6.7
P/CF (x)	4.9	4.3	2.2	1.7
P/B (x)	0.9	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	12.1	36.7	9.4	6.8
EPS (원)	-1,172	-7,764	1,216	3,221
CFPS (원)	8,048	3,759	9,910	12,810
BPS (원)	45,611	50,555	51,475	54,400
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-32.7	-3.9	24.7	9.3
배당수익률 (%)	0.8	1.9	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	1.2	-6.1	18.0	2.9
EBITDA증가율 (%)	-19.8	-66.8	306.0	29.3
조정영업이익증가율 (%)	-34.6	적전	흑전	53.2
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	164.8
매출채권 회전율 (회)	6.5	4.8	4.8	5.4
재고자산 회전율 (회)	4.2	3.1	3.6	4.6
매입채무 회전율 (회)	6.0	4.4	3.8	4.2
ROA (%)	-0.6	-4.6	0.7	1.8
ROE (%)	-2.5	-16.4	2.4	6.2
ROIC (%)	7.1	-1.4	3.9	5.9
부채비율 (%)	171.8	215.0	208.2	191.4
유동비율 (%)	113.2	84.8	78.4	83.6
순차입금/자기자본 (%)	84.0	118.0	112.9	98.3
조정영업이익/금융비용 (x)	1.5	-0.5	1.3	2.0

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2025.02.07	매수	26,000	-	-
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
2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
2022.10.07	매수	66,000	-27.74	-18.18



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

투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 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.