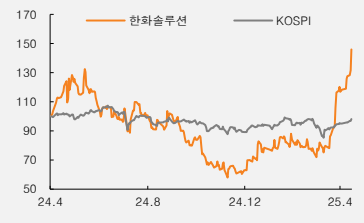


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 51,000원
현재주가(25/5/14)	37,350원
상승여력	36.5%

영업이익(25F, 십억원)	806
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	705
EPS 성장률(25F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.0
P/E(25F, x)	18.0
MKT P/E(25F, x)	9.5
KOSPI	2,640.57
시가총액(십억원)	6,420
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	61.1
외국인 보유비중(%)	14.1
벤투(12M) 일간수익률	1.37
52주 최저가(원)	14,860
52주 최고가(원)	37,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	85.4	113.4	27.7
상대주가	72.4	95.5	32.0



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

한화솔루션

높아진 경쟁력과 낮아진 불확실성

목표주가 5.1만원으로 상향하며, 섹터 Top Pick 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.8만원에서 5.1만원으로 상향 조정하며, 섹터 내 Top Pick 의견을 유지한다. 목표주가 상향 요인은 1) TPO 사업 가시성 확보로 주택용 에너지 사업 전망치 반영, 2) 26년 이후 AMPC 디스카운트 30% 제거다. 25년 주택용 에너지 사업은 매출액 2조원, 영업이익 3천억원(OPM 15%)을 가정했다. 6월 9일 예정된 반덤핑/상계관세 부과 이후, 미국 모듈 가격 상승 폭이 예상보다 크다면 밸류에이션 리레이팅도 가능할 것으로 예상된다.

IRA 수정 법안 드래프트 발표(5/13)

지난 13일 발표되었던 하원 세입위원회의 IRA 수정 법안 초안은 우려했던 것 대비 태양광 산업에 우호적으로 발표되었다. 태양광 산업에 미치는 주요 포인트는 3가지다. 1) 주택용 청정에너지 세액공제(25D)의 세액 공제 종료시점이 앞당겨졌고(34년 → 25년), 2) IRA 보조금 수령 기간이 소폭 단축(ITC/PTC는 29년부터 점진적 축소, AMPC는 30년부터 점진적 축소)되었으며, 3) FEOC(중국, 러시아, 이란, 북한) 관련 기업들의 보조금 수취가 제한될 예정이다. 그 외에도 28년부터 세액 공제 양도 폐지, FEOC에 대한 세부내용들이 존재한다. 하지만 아직 초안이기에 해당 내용들은 수정될 가능성이 높다.

한화솔루션 영향: 1) TPO 성장 가속화, 2) AMPC 삭감 우려 해소

1) 주택용 세액공제(Section 25D)의 축소로 인해 오히려 동사의 TPO 사업에 반사 수혜가 있을 전망이다. 주택용 태양광을 설치할때, 대출을 활용하면 25D로 세액공제를 받고, TPO를 활용하면 48E(ITC)를 통해 세액공제를 받는다. 따라서 TPO 사업의 세액공제에는 영향이 없고, 오히려 대출 설치가 줄며 TPO 사업 성장이 가속화될 가능성이 높다. 따라서 TPO를 보유한 동사의 주택용 에너지 사업에는 호재다.

2) 보조금 수취가 사실상 28년까지는 온전히 확정되며, AMPC 삭감 우려가 해소되었다고 판단한다. 향후 수정이 될 가능성도 존재하지만, 보조금을 추가 삭감하는 방향으로 전개될 가능성은 낮다. 26년 이후 AMPC에 반영하던 디스카운트 30%를 제거했다. 그리고 중국 태양광 기업들의 보조금 수취 가능성이 낮아졌다고 판단하며, 동사의 미국 내 경쟁력은 상대적으로 높아졌다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	15,909	16,244	16,214
영업이익 (십억원)	579	-300	806	1,429	1,517
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	5.1	8.8	9.4
순이익 (십억원)	-141	-1,404	362	785	863
EPS (원)	-795	-8,050	2,077	4,498	4,946
ROE (%)	-1.7	-16.0	3.8	7.8	7.9
P/E (배)	-	-	18.0	8.3	7.6
P/B (배)	0.8	0.3	0.7	0.6	0.6
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	3,563.4	4,235.2	4,830.9	12,394.0	15,908.8	16,243.6
	신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,908.2	2,620.4	3,204.9	5,765.8	9,332.7	9,898.8
	케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,256.2	1,239.3	1,210.2	1,208.5	4,817.2	4,914.3	4,683.0
	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	148.5	288.6	338.4	-300.4	805.8	1,428.6
	신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	136.2	212.8	331.3	420.7	-257.5	1,101.0	1,554.4
	케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-54.6	-32.8	-61.9	-121.5	-240.5	-76.3
	첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	5.3	5.1	-5.4	23.5	3.3	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	-32.8	85.4	215.6	263.0	-1,423.7	531.2	1,150.2
당기순이익(지배)		-459.1	-366.7	-400.5	-178.1	-22.4	58.3	147.1	179.4	-1,404.4	362.4	784.8

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

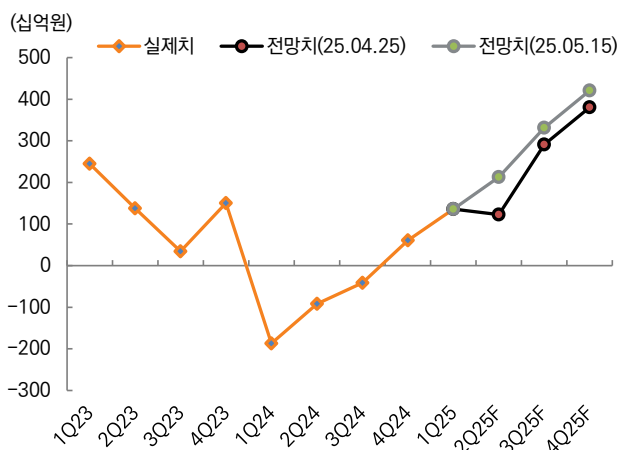
표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

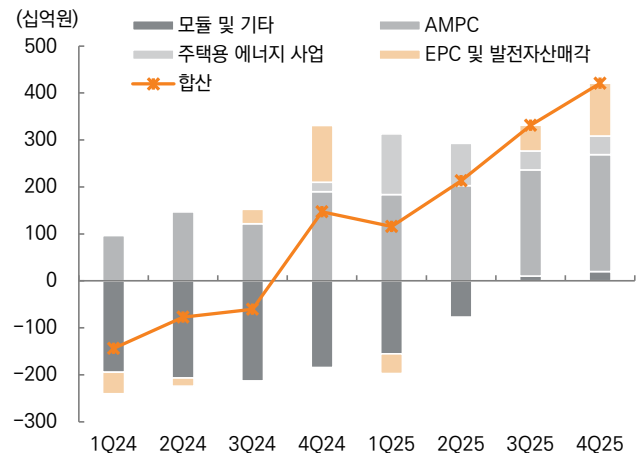
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	2,198.5	8.0	17,587.8	국내외 Peer(First Solar, Longi 등) 12MF EV/EBITDA 평균 * 10% 프리미엄
케미칼	248.7	6.5	1,616.5	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	77.9	7.0	545.2	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			19,859.7	
순차입금			11,000.0	차입금 12.5조 - 현금 1.5조(4Q25 전망)
우선주 시가총액			55.1	
Equity Value			8,804.6	
주식수(백만주)			171.9	
적정주가			51,222	목표주가 5.1만원 산출

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익의 전망

그림 2. 신재생에너지 부문 영업이익의 세부 사항 추정

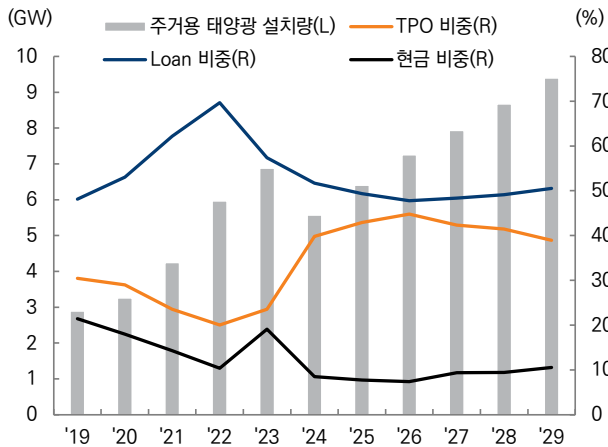


자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터



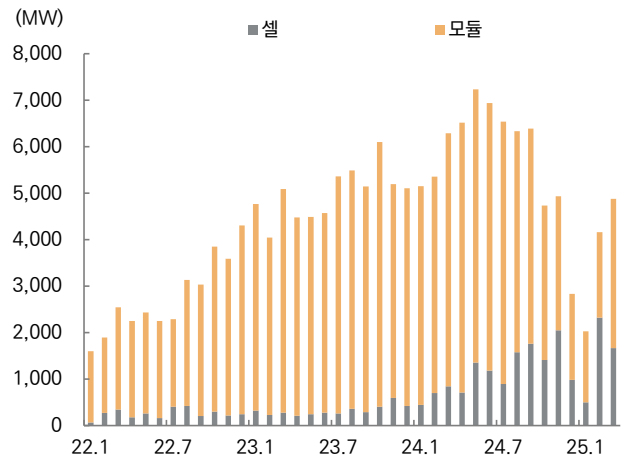
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 주거용 태양광 시장 전망



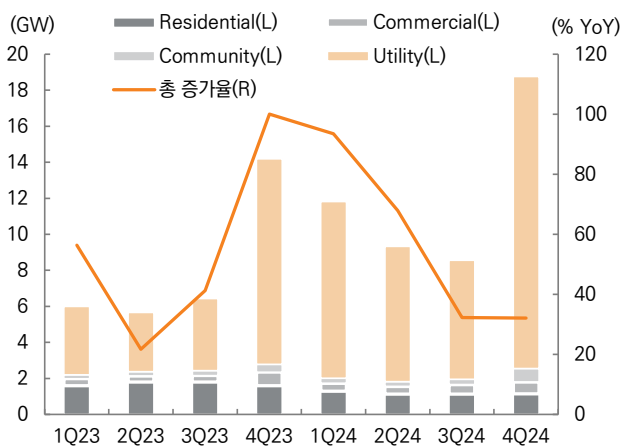
자료: WoodMac, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 셀/모듈 수입량 추이



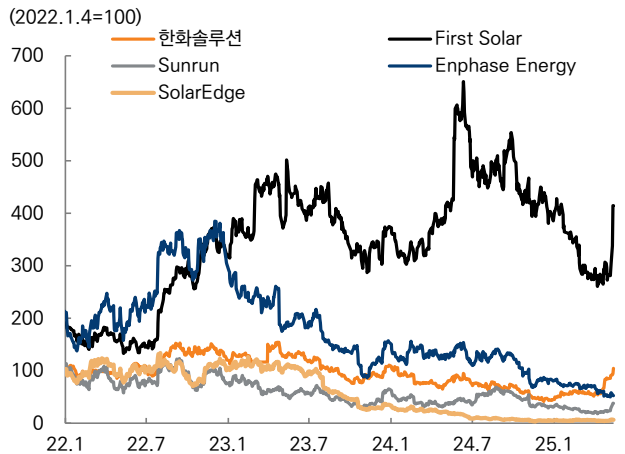
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



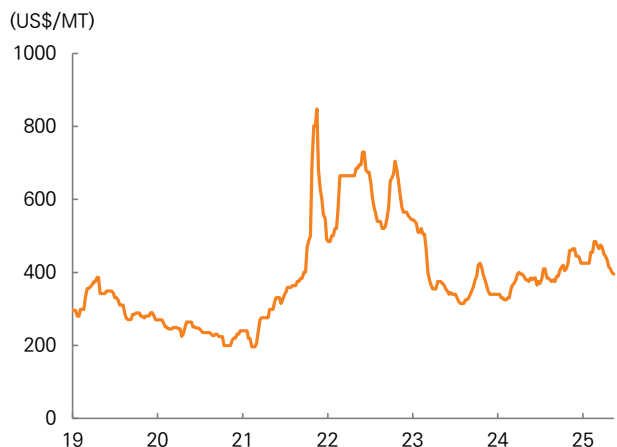
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 미국 상무부 동남아시아 4개국에 대한 반덤핑/상계관세(AD/CVD)율 최종 판결 (%)

국가	생산자	예비 AD	최종 AD	예비 CVD	최종 CVD	예비 AD+CDV	최종 AD+CVD
캄보디아	Hounen Solar	125.37	125.37	8.25	3,403.96	133.62	3,529.33
	Solar Long PV Tech	125.37	125.37	8.25	3,403.96	133.62	3,529.33
	Solarspace New Energy	125.37	125.37	8.25	534.67	133.62	660.04
	Jintek PV Tech, ISC Cambodia	125.37	125.37	68.45	3,403.96	193.82	3,529.33
	나머지 캄보디아 기업들	125.37	125.37	8.25	534.67	133.62	660.04
말레이시아	Hanwha Q Cells Malaysia	0.00	0.00	14.72	14.64	14.72	14.64
	Jinko Solar, Omega Solar	21.31	6.10	3.47	38.38	24.78	44.48
	Baojia, Pax Union, SunMax Energy	81.24	81.24	123.94	168.80	205.18	250.04
	CRC, Lynter, Mega PP	81.24	81.24	9.13	32.49	90.37	113.73
	나머지 말레이시아 기업들	21.31	8.59	9.13	32.49	30.44	41.08
태국	Trina Solar	77.85	111.45	0.14	263.74	77.99	375.19
	Sunshine Electrical, Taihua	154.68	202.90	34.52	799.55	189.20	1,002.45
	나머지 태국 기업들	77.85	111.45	23.06	263.74	100.91	375.19
베트남	JA Solar	53.30	271.28	2.85	68.15	56.15	339.43
	Jinko Solar	56.51	58.07	2.85	124.57	59.36	182.64
	Blue Moon Vina	54.46	125.91	2.85	124.57	57.31	250.48
	Boviet Solar	54.46	82.65	0.81	230.66	55.27	313.31
	Elite Solar, Letsolar, Mecen Solar, Nexuns, Trina Solar, Vietnenergy, Vietnam Sunergy	54.46	82.65	2.85	124.57	57.31	207.22
	GEP New Energy, HT Solar, Shengtian New Energy, Vietnam Green Energy	271.28	271.28	292.61	542.64	563.89	813.92
	나머지 베트남 기업들	271.28	271.28	2.85	124.57	274.13	395.85

주: 관세율 상향은 빨간색, 하향은 파란색 음영 표시

자료: trade.gov, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	12,394	15,909	16,244	16,214
매출원가	11,008	13,333	12,956	12,838
매출총이익	1,386	2,576	3,288	3,376
판매비와관리비	1,686	1,770	1,859	1,859
조정영업이익	-300	806	1,429	1,517
영업이익	-300	806	1,429	1,517
비영업손익	-1,124	-275	-279	-252
금융손익	-445	-278	-282	-256
관계기업등 투자손익	-327	0	0	0
세전계속사업손익	-1,424	531	1,150	1,265
계속사업법인세비용	-316	117	253	278
계속사업이익	-1,109	414	897	986
중단사업이익	-260	0	0	0
당기순이익	-1,369	414	897	986
지배주주	-1,404	362	785	863
비지배주주	35	52	112	124
총포괄이익	757	414	897	986
지배주주	648	409	886	974
비지배주주	109	5	12	13
EBITDA	415	1,671	2,356	2,477
FCF	-2,759	102	935	954
EBITDA 마진율 (%)	3.3	10.5	14.5	15.3
영업이익률 (%)	-2.4	5.1	8.8	9.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.3	2.3	4.8	5.3

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	638	2,102	2,135	2,154
당기순이익	-1,369	414	897	986
비현금수익비용가감	1,953	1,216	1,418	1,450
유형자산감가상각비	649	803	873	911
무형자산상각비	66	62	55	49
기타	1,238	351	490	490
영업활동으로인한자산및부채의변동	84	596	80	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-274	208	319	0
재고자산 감소(증가)	-474	393	587	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	688	-172	-371	0
법인세납부	-72	-117	-253	-278
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,287	-1,917	-980	-1,068
유형자산처분(취득)	-3,344	-2,000	-1,200	-1,200
무형자산감소(증가)	-21	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	-37	102	0
기타투자활동	185	120	118	132
재무활동으로 인한 현금흐름	2,676	-391	-419	-891
장단기금융부채의 증가(감소)	3,485	7	-20	-500
자본의 증가(감소)	66	0	0	0
배당금의 지급	-138	-52	-52	-52
기타재무활동	-737	-346	-347	-339
현금의 증가	226	-527	1,529	195
기초현금	1,958	2,184	1,658	3,186
기말현금	2,184	1,658	3,186	3,381

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

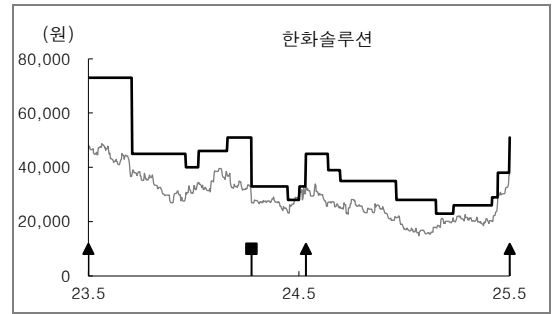
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,883	9,801	10,296	10,491
현금 및 현금성자산	2,184	1,658	3,186	3,381
매출채권 및 기타채권	2,722	2,538	2,152	2,152
재고자산	4,258	3,865	3,277	3,277
기타유동자산	1,719	1,740	1,681	1,681
비유동자산	19,154	20,594	20,030	20,270
관계기업투자등	4,930	5,220	4,427	4,427
유형자산	10,727	11,924	12,251	12,540
무형자산	1,756	1,693	1,638	1,589
자산총계	30,037	30,395	30,326	30,761
유동부채	11,708	11,682	10,911	10,411
매입채무 및 기타채무	2,923	2,752	2,381	2,381
단기금융부채	6,425	6,433	6,412	5,912
기타유동부채	2,360	2,497	2,118	2,118
비유동부채	7,722	7,775	7,632	7,632
장기금융부채	6,833	6,833	6,833	6,833
기타비유동부채	889	942	799	799
부채총계	19,430	19,456	18,543	18,043
지배주주지분	9,450	9,729	10,463	11,274
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	4,132	4,443	5,176	5,987
비지배주주지분	1,157	1,209	1,321	1,445
자본총계	10,607	10,938	11,784	12,719

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	18.0	8.3	7.6
P/CF (x)	4.8	4.0	2.8	2.7
P/B (x)	0.3	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	35.3	11.3	7.4	6.8
EPS (원)	-8,050	2,077	4,498	4,946
CFPS (원)	3,346	9,344	13,271	13,964
BPS (원)	54,793	56,395	60,597	65,247
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-3.7	12.3	5.7	5.2
배당수익률 (%)	1.9	1.6	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	-5.2	28.4	2.1	-0.2
EBITDA증가율 (%)	-66.9	302.5	41.0	5.1
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	77.3	6.2
EPS증가율 (%)	적지	흑전	116.5	10.0
매출채권 회전율 (회)	5.7	7.2	8.4	9.1
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.9	4.5	4.9
매입채무 회전율 (회)	5.0	5.3	5.7	6.2
ROA (%)	-5.0	1.4	3.0	3.2
ROE (%)	-16.0	3.8	7.8	7.9
ROIC (%)	-1.6	3.9	6.4	6.9
부채비율 (%)	183.2	177.9	157.4	141.9
유동비율 (%)	93.0	83.9	94.4	100.8
순차입금/자기자본 (%)	100.9	102.5	82.5	71.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	2.2	3.9	4.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	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

투자의견 분류 및 적용기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 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.