



Neutral (유지)

목표주가(12M) 23,000원(유지)
현재주가(2.06) 21,450원

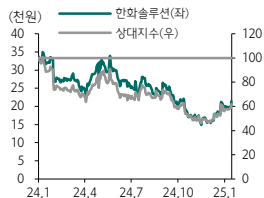
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,536.75
52주 최고/최저(원)	33,900/14,860
시가총액(십억원)	3,687.1
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	2,173.4
60일 평균 거래대금(십억원)	39.8
외국인지분율(%)	14.40
주요주주 지분율(%)	
인화 외 4 인	36.47
국민연금공단	6.24

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	11,539.2	12,706.6
영업이익(십억원)	(385.5)	640.6
순이익(십억원)	(1,227.9)	60.6
EPS(원)	(7,649)	357
BPS(원)	43,614	43,807

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024P	2025F
매출액	13,130.8	13,288.7	12,474.0	14,541.7
영업이익	923.7	604.5	(296.2)	406.2
세전이익	549.5	(102.0)	(1,337.4)	(477.3)
순이익	359.1	(208.1)	(1,357.8)	(344.6)
EPS	1,864	(1,172)	(7,783)	(1,975)
증감율	(43.53)	적전	적지	적지
PER	23.07	(33.70)	(2.07)	(10.86)
PBR	0.92	0.87	0.43	0.61
EV/EBITDA	9.02	12.15	16.63	12.63
ROE	4.21	(2.48)	(19.01)	(5.52)
BPS	46,887	45,611	37,532	35,261
DPS	0	300	300	300



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 02월 07일 | 기업분석_Earnings Review

한화솔루션 (009830)

조건은 갖춰졌고, 모듈 가격 상승만 남았다

4Q24 영업이익 컨센 대폭 상회. 일회성 이익 영향

4Q24 영업이익은 1,070억원(QoQ 흑전, YoY +163%)으로 컨센(183억원)을 대폭 상회했다. 울산 사택 매각관련이익 967억원이 반영된 영향이다. 지배순이익은 -1,315억원을 기록했는데, 이는 지분법 적자 확대(-1,252억원, QoQ -239억원)와 일부 신재생 해외법인 손상차손 약 -3천억원이 반영된 영향이다. 신재생 영업이익은 606억원으로 흑자전환 했다. 해외법인에 대한 구조조정 비용 약 600억원이 발생했다는 점을 감안하면 실질 영업이익은 약 1.2천억원에 육박했을 것으로 추정한다. 발전자산 매각/EPC 관련 매출액은 기존 예상 대비 약 0.5조원 증가한 1.6조원을 기록했고, OPM도 개선(+7.4%, QoQ +2.1%p)되며 영업이익 1.2천억원으로 예상을 상회했다. 모듈 영업이익은 -2,505억원(OPM -20%, QoQ +13.4%p)을 기록했다. 판매량이 QoQ +80% 증가하며 고정비 부담이 감소해 전분기 대비 개선되었다. 이번 분기에 반영된 AMPC는 1,901억원으로 추정된다. 케미칼 영업이익은 -542억원을 기록하며 적자폭이 확대되었다. 이는 전기료 상승에 따른 원가 부담 상승 영향이다.

1Q25 현재로서는 신재생과 전사 실적 모두 다시 적자전환

1Q25 영업이익은 -951억원(QoQ 적전, YoY 적지)으로 적자전환을 추정한다. 전분기 발생한 일회성 이익이 제거되고, 석유화학의 적자가 지속되는 가운데, 태양광 또한 비수기에 따른 모듈 판매량 감소와 이에 따른 AMPC 축소, 발전자산/EPC 관련 매출/이익 감소가 나타나기 때문이다. 신재생 부문 영업이익은 -425억원(OPM -3.4%)으로 소폭 적자전환을 예상한다. 발전자산 매각/EPC 관련 매출액 0.5조원/영업이익 150억원(OPM +3%), 모듈 출하량 가이던스 QoQ -40%에 따른 AMPC 축소(1,366억원, QoQ -28%), 모듈 영업이익 -1,941억원(OPM -25%)을 가정했다. 미국 모듈 판가 반등 시 당연히 추정치는 상향될 수 있다.

회사 자체 역량은 최대한 발휘 중. 미국 태양광 모듈 상승만 남았다

Neutral, TP 2.3만원을 유지한다. 회사는 모듈 출하량을 2024년 8GW에서 2025년 9GW로 상향 제시했고, 카터스빌의 잉곳-웨이퍼-셀-모듈 공장 완공과 가동을 상승에 근거해 AMPC 또한 2024년 5,551억원에서 2025년 0.9~1조원으로 증가할 것으로 전망했다. 또한 2024년 발전자산/EPC 관련 매출액이 기존 가이던스 2.5조원을 상회하는 2.9조원을 달성했으며, 이는 2025년 4조원으로 재차 상향될 것이라 밝혔다. 2025년 회사 자체 역량은 최대한 발휘될 가능성이 높다. 이제 남은 주가 트리거는 미국 태양광 모듈 가격 상승이다. 미국의 동남아 모듈 수입량이 급감 중이고 미국 내 중국 모듈 업체에 대한 보조금 지원도 트럼프2.0 하에서 중단될 가능성이 높아, 재고 소진과 가격 상승은 시간의 문제다. 해당 시점에는 순차입금 증가에 따른 금융비용 증가(2021년 1.3천억원 → 2022년 1.7천억원 → 2023년 3.2천억원 → 2024년 4.4천억) 리스크도 동시에 완화될 수 있을 것이다. 현 시점은 Trading이 가능한 구간이며, 가격 상승 시점에 투자의견을 상향할 계획이다.

도표 1. 한화솔루션 4Q24 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q24P	3Q24	4Q23	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	4,642.9	2,773.2	3,869.7	20.0	67.4	3,703.8	25.4
영업이익	107.0	-81.0	40.7	162.9	흑전	18.3	484.7
세전이익	-276.6	-370.4	-381.1	적지	적지	N/A	N/A
순이익	-131.5	-400.5	-337.3	적지	적지	-166.0	적지
영업이익률	2.3	-2.9	1.1	1.3	5.2	0.5	1.8
세전이익률	-6.0	-13.4	-9.8	3.9	7.4	N/A	N/A
순이익률	-2.8	-14.4	-8.7	5.9	11.6	-4.5	1.6

자료: 하나증권

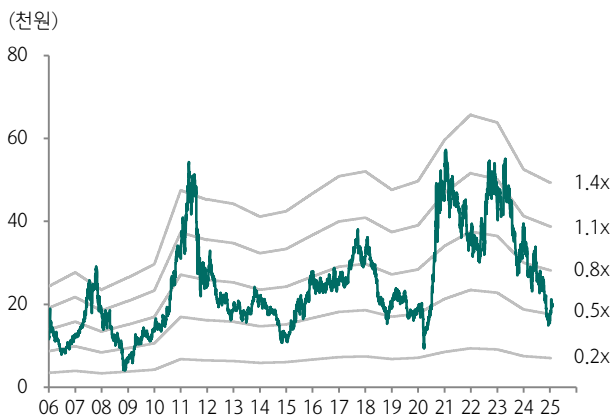
도표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2024P			2025F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	12,474.0	11,503.9	8.4	14,541.7	12,410.7	17.2
영업이익	-296.2	-374.0	적지	406.2	418.2	-2.9
세전이익	-1,337.4	-1,272.7	적지	-477.3	-216.5	적지
순이익	-1,357.8	-1,389.8	적지	-344.6	-156.3	적지
영업이익률	-2.4	-3.3	0.9	2.8	3.4	-0.6
세전이익률	-10.7	-11.1	0.3	-3.3	-1.7	-1.5
순이익률	-10.9	-12.1	1.2	-2.4	-1.3	-1.1

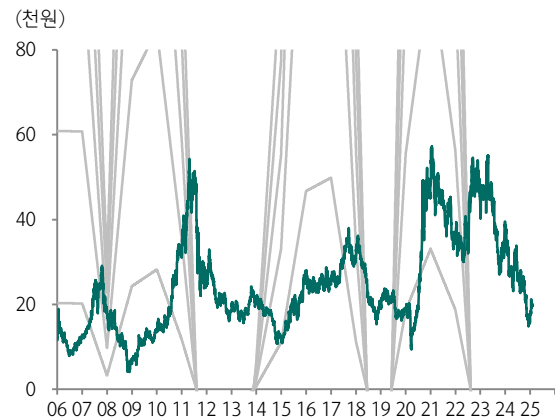
자료: 하나증권

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권

도표 5.한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY2022	FY2023	FY2024P	FY2025F
매출액	2,378.5	2,679.3	2,773.2	4,642.9	3,028.3	3,454.1	3,650.5	4,408.8	13,130.6	13,288.7	12,474.0	14,541.7
QoQ(%)	-38.5%	12.6%	3.5%	67.4%	-34.8%	14.1%	5.7%	20.8%				
YoY(%)	-23.3%	-21.0%	-5.2%	20.0%	27.3%	28.9%	31.6%	-5.0%	22.4%	1.2%	-6.1%	16.6%
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,369.6	1,346.7	1,355.7	1,356.7	5,909.2	5,097.4	4,817.2	5,428.6
태양광	778.5	980.2	1,152.5	2,869.0	1,263.7	1,691.2	1,882.6	2,654.3	4,978.5	4,566.2	5,780.2	7,491.8
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	264.8	285.9	282.0	267.5	1,152.2	988.9	1,037.6	1,100.3
기타	142.5	210.8	177.6	322.5	130.3	130.2	130.2	130.2	500.7	586.5	853.4	521.0
영업이익	-214.4	-107.8	-81.0	107.0	-95.1	117.8	146.1	237.5	923.7	568.8	-296.2	406.2
영업이익률(%)	-9.0%	-4.0%	-2.9%	2.3%	-3.1%	3.4%	4.0%	5.4%	7.0%	4.3%	-2.4%	2.8%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	24.0%	62.6%				
YoY(%)	적전	적전	적전	162.9%	적지	흑전	흑전	122.0%	25.1%	-38.4%	적전	흑전
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	-38.2	-19.3	-9.4	2.6	588.9	60.7	-121.3	-64.3
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-2.8%	-1.4%	-0.7%	0.2%	10.0%	1.2%	-2.5%	-1.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-43.7%	-89.7%	적전	적지
태양광	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	-42.5	142.9	168.2	241.3	280.1	539.8	-257.5	510.0
영업이익률(%)	-23.8%	-9.4%	-3.6%	2.1%	-3.4%	8.4%	8.9%	9.1%	5.6%	11.8%	-4.5%	6.8%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	17.8%	43.4%				
YoY(%)	적전	적전	적전	-61.8%	적지	흑전	흑전	298.3%	흑전	92.7%	적전	흑전
첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	2.3	2.5	3.8	3.9	35.3	64.3	23.5	12.6
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	0.9%	0.9%	1.4%	1.5%	3.1%	6.5%	2.3%	1.1%
QoQ(%)	100.0%	-15.1%	-32.8%	적전	흑전	10.0%	50.0%	2.0%				
YoY(%)	-51.2%	-57.5%	-62.4%	적전	-78.2%	-71.8%	-37.0%	흑전	263.9%	82.2%	-63.5%	-46.5%
기타	-21.0	-7.6	-15.1	102.8	-16.8	-8.4	-16.6	-10.3	-50.6	-86.2	59.2	-52.0
영업이익률(%)	-14.7%	-3.6%	-8.5%	31.9%	-12.9%	-6.4%	-12.7%	-7.9%	-10.1%	-14.7%	6.9%	-10.0%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전	적전
지분법이익	-51.6	-49.5	-101.3	-125.2	-87.8	-69.0	-56.5	-40.3	-101.9	14.1	-327.6	-253.5
QoQ(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적전	흑전	적전	적지
당기순이익	-448.0	-329.7	-387.6	-124.2	-259.7	-76.7	-55.9	29.5	366.0	-155.3	-1,040.2	-362.7
당기순이익률(%)	-18.8%	-12.3%	-14.0%	-2.7%	-8.6%	-2.2%	-1.5%	0.7%	2.8%	-1.2%	-8.3%	-2.5%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-40.6%	적전	적지	적지
지배순이익	-458.7	-367.1	-400.5	-131.5	-260.8	-77.0	-53.1	46.4	359.1	-208.1	-1,357.8	-344.6

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
매출액	13,130.8	13,288.7	12,474.0	14,541.7	14,867.0
매출원가	10,731.8	11,049.9	10,986.8	12,316.4	12,342.3
매출총이익	2,399.0	2,238.8	1,487.2	2,225.3	2,524.7
판매비	1,475.3	1,634.3	1,783.4	1,819.1	1,855.4
영업이익	923.7	604.5	(296.2)	406.2	669.2
금융손익	(171.1)	(320.9)	(607.1)	(626.0)	(668.7)
종속/관계기업손익	(101.9)	14.1	(327.6)	(253.5)	(148.3)
기타영업외손익	(101.3)	(399.8)	(106.4)	(4.0)	46.0
세전이익	549.5	(102.0)	(1,337.4)	(477.3)	(101.8)
법인세	202.3	41.1	(297.2)	(114.5)	(24.4)
계속사업이익	346.8	(146.9)	(1,040.2)	(362.7)	(77.4)
중단사업이익	19.2	(8.4)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	366.0	(155.3)	(1,040.2)	(362.7)	(77.4)
비배주주지분 순이익	6.9	52.8	317.6	(18.1)	(3.9)
지배주주순이익	359.1	(208.1)	(1,357.8)	(344.6)	(73.5)
지배주주지분포괄이익	580.5	(191.9)	(1,489.0)	(519.2)	(110.8)
NOPAT	583.7	847.9	(230.4)	308.7	508.6
EBITDA	1,599.2	1,283.2	872.2	1,290.7	1,339.9
성장성(%)					
매출액증가율	22.43	1.20	(6.13)	16.58	2.24
NOPAT증가율	9.72	45.26	적전	흑전	64.76
EBITDA증가율	15.30	(19.76)	(32.03)	47.98	3.81
영업이익증가율	25.11	(34.56)	적전	흑전	64.75
(지배주주)순이익증가율	(42.00)	적전	적지	적지	적지
EPS증가율	(43.53)	적전	적지	적지	적지
수익성(%)					
매출총이익률	18.27	16.85	11.92	15.30	16.98
EBITDA이익률	12.18	9.66	6.99	8.88	9.01
영업이익률	7.03	4.55	(2.37)	2.79	4.50
계속사업이익률	2.64	(1.11)	(8.34)	(2.49)	(0.52)

투자지표	2022	2023	2024P	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,864	(1,172)	(7,783)	(1,975)	(421)
BPS	46,887	45,611	37,532	35,261	34,543
CFPS	8,854	8,048	1,949	5,360	6,531
EBITDAPS	8,302	7,231	4,999	7,398	7,680
SPS	68,162	74,882	71,497	83,349	85,214
DPS	0	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	23.07	(33.70)	(2.07)	(10.86)	(50.95)
PBR	0.92	0.87	0.43	0.61	0.62
PCFR	4.86	4.91	8.27	4.00	3.28
EV/EBITDA	9.02	12.15	16.63	12.63	12.37
PSR	0.63	0.53	0.23	0.26	0.25
재무비율(%)					
ROE	4.21	(2.48)	(19.01)	(5.52)	(1.23)
ROA	1.64	(0.86)	(5.59)	(1.40)	(0.29)
ROIC	5.47	7.16	(1.74)	2.12	3.36
부채비율	140.80	171.82	205.90	241.67	252.02
순부채비율	52.34	83.99	130.46	155.08	163.59
이자보상배율(배)	4.60	1.45	(0.51)	0.63	0.97

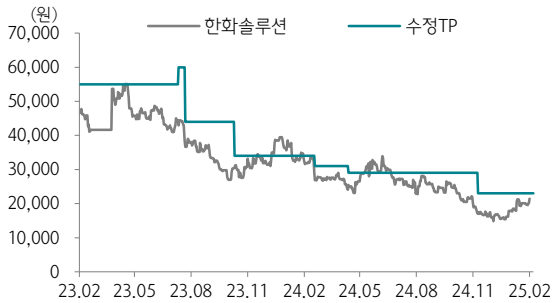
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
유동자산	8,573.3	8,704.9	6,603.0	6,667.2	6,675.4
금융자산	2,804.5	2,200.8	495.2	498.7	369.9
현금성자산	2,548.4	1,956.0	265.4	266.6	132.6
매출채권	2,055.5	2,023.1	1,899.1	1,918.0	1,961.0
재고자산	3,060.1	3,296.7	3,094.6	3,125.5	3,195.5
기타유동자산	653.2	1,184.3	1,114.1	1,125.0	1,149.0
비유동자산	13,634.4	14,407.5	16,079.8	17,235.0	17,354.0
투자자산	4,196.6	4,421.9	4,162.7	4,202.3	4,292.1
금융자산	452.0	344.6	335.3	336.7	339.9
유형자산	6,879.5	7,046.4	9,036.6	10,204.3	10,280.0
무형자산	1,644.4	1,768.0	1,709.4	1,657.2	1,610.8
기타비유동자산	913.9	1,171.2	1,171.1	1,171.2	1,171.1
자산총계	23,831.9	24,492.9	24,063.4	25,282.8	25,410.0
유동부채	6,808.5	7,688.8	8,452.2	10,014.4	10,303.5
금융부채	3,198.9	3,966.6	4,955.6	6,172.4	6,376.5
매입채무	1,831.9	1,837.1	1,724.5	1,896.9	1,939.4
기타유동부채	1,777.7	1,885.1	1,772.1	1,945.1	1,987.6
비유동부채	5,685.4	6,598.0	6,549.2	6,673.1	6,692.6
금융부채	4,786.0	5,802.1	5,802.1	5,802.1	5,802.1
기타비유동부채	899.4	795.9	747.1	871.0	890.5
부채총계	13,935.0	15,482.4	16,197.0	17,883.0	18,191.7
지배주주지분	8,920.6	7,847.4	6,437.9	6,041.7	5,916.5
자본금	978.2	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	2,320.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1	1,497.1
자본조정	(154.2)	(135.1)	(135.1)	(135.1)	(135.1)
기타포괄이익누계액	215.0	258.0	258.0	258.0	258.0
이익잉여금	5,561.4	5,338.9	3,929.4	3,533.1	3,407.9
비지배주주지분	976.3	1,163.1	1,428.5	1,358.1	1,302.0
자본총계	9,896.9	9,010.5	7,866.4	7,399.8	7,218.5
순금융부채	5,180.4	7,567.9	10,262.6	11,475.8	11,808.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	115.7	518.0	701.3	1,220.9	1,039.6
당기순이익	366.0	(155.3)	(1,040.2)	(362.7)	(77.4)
조정	1,376.2	1,172.1	1,631.1	1,328.4	1,149.1
감가상각비	675.5	678.7	1,168.4	884.5	670.7
외환거래손익	108.6	29.8	29.0	(46.0)	(46.0)
지분법손익	116.0	(10.8)	0.0	0.0	0.0
기타	476.1	474.4	433.7	489.9	524.4
영업활동 자산부채변동	(1,626.5)	(498.8)	110.4	255.2	(32.1)
투자활동 현금흐름	(1,476.6)	(2,799.1)	(2,847.4)	(1,991.9)	(745.1)
투자자산감소(증가)	(357.0)	865.2	207.0	(91.9)	(141.9)
자본증가(감소)	(889.4)	(2,390.5)	(3,100.0)	(2,000.0)	(700.0)
기타	(230.2)	(1,273.8)	45.6	100.0	96.8
재무활동 현금흐름	2,322.3	524.4	444.1	618.8	(428.0)
금융부채증가(감소)	1,566.0	1,783.8	989.1	1,216.7	204.1
자본증가(감소)	316.8	(912.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	439.5	(346.8)	(493.3)	(546.2)	(580.4)
배당지급	0.0	0.0	(51.7)	(51.7)	(51.7)
현금의 증감	961.4	(1,756.8)	(590.8)	1.2	(134.0)
Unlevered CFO	1,705.6	1,428.2	340.0	935.1	1,139.5
Free Cash Flow	(787.2)	(1,872.5)	(2,398.7)	(779.1)	339.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.14	Neutral	23,000		
24.4.18	Neutral	29,000	-10.63%	16.90%
24.2.23	Neutral	31,000	-12.62%	-6.29%
23.10.16	Neutral	34,000	-2.52%	16.18%
23.7.28	Neutral	44,000	-22.61%	-11.25%
23.7.17	BUY	60,000	-28.47%	-25.92%
23.1.9	BUY	55,000	-16.74%	0.18%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 2월 7일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자 신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.69%	6.85%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 04일