



BUY (상향)

목표주가(12M) 34,000원(상향)
현재주가(4.24) 27,100원

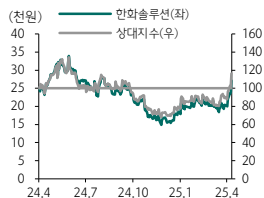
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,522.33
52주 최고/최저(원)	33,900/14,860
시가총액(십억원)	4,658.3
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	2,217.0
60일 평균 거래대금(십억원)	47.9
외국인지분율(%)	13.17
주요주주 지분율(%)	
인화 외 4 인	36.47
국민연금공단	6.83

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	13,772.4	14,877.9
영업이익(십억원)	535.7	1,067.0
순이익(십억원)	(56.2)	458.6
EPS(원)	(516)	2,186
BPS(원)	57,211	51,383

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,078.5	12,394.0	14,990.3	15,214.9
영업이익	579.2	(300.2)	749.5	1,131.8
세전이익	132.1	(1,423.7)	343.3	783.5
순이익	(141.0)	(1,404.4)	247.9	565.7
EPS	(795)	(8,050)	1,421	3,242
증감율	적전	적지	흑전	128.15
PER	(49.69)	(2.00)	19.07	8.36
PBR	0.84	0.29	0.48	0.46
EV/EBITDA	12.33	35.32	9.68	7.23
ROE	(1.66)	(15.99)	2.60	5.71
BPS	47,157	54,793	55,917	58,863
DPS	300	300	300	300



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

하나증권 리서치센터

2025년 04월 25일 | 기업분석_Earnings Review

한화솔루션 (009830)

두 가지 호재. 약 2년 만에 투자의견 상향

1Q25 영업이익 컨센 대폭 상회. 주택용 에너지 사업의 이익 급증 영향

1Q25 영업이익은 303억원(QoQ -72%, YoY 흑전)으로 컨센(-607억원)을 대폭 상회했다. 석유화학의 적자 확대에도 불구하고, 신재생의 서프라이즈 덕분이다. 지배순이익은 -445억원으로 적자를 기록했다. 영업외손실 약 1,247억원 반영 영향이다. 신재생 영업이익은 1,362억원(QoQ +125%)으로 대폭 증가했다. 주택용 에너지 사업의 영업이익이 전분기 약 200억원 수준에서 이번 분기에 1,292억원(매출액 약 6천억원, OPM +22%)으로 대폭 개선된 덕분이다. 모듈의 영업적자 -1,351억원(OPM -23%)는 판매량 감소(QoQ -40%)로 인해 약 800억원 가량 줄어든 것으로 파악된다. AMPC는 1,839억원으로 전분기와 유사했고, 발전자산 매각/EPC 영업이익은 낮은 매출액 규모로 인해 -418억원으로 적자전환했다. 케미칼 영업이익은 -912억원(QoQ -370억원)을 기록하며 적자폭이 확대되었다. 대규모 정기보수에 따른 약 500억원의 기회손실과 전기료 상승에 따른 원가 부담 상승 영향이다.

2Q25 영업이익 QoQ 약 1천억원 개선 예상

2Q25 영업이익은 1,389억원(QoQ +358%, YoY 흑전)으로 대폭 개선을 전망한다. 석유화학의 적자폭 축소와 신재생의 추가 개선을 가정했다. 신재생 영업이익은 1,662억원(QoQ +22%)으로 개선을 전망한다. 주택용 에너지 사업의 영업이익이 전분기와 유사한 1,105억원 수준으로 유지되는 가운데, 모듈 사업에서의 적자폭 축소(QoQ +84억원)와 APMC 증가(QoQ +211억원)에 따른 영향이다. 2Q25 모듈 사업은 출하량이 QoQ +10% 내외로 증가하고 전분기에 이은 완만한 판가 상승도 기대된다. 케미칼 영업이익은 -208억원(QoQ +704억원)으로 적자폭 축소를 예상한다. 정기보수 효과 제거, PVC/가성소다 개선 영향이다.

두 가지 호재. 약 2년 만에 투자의견 상향

투자의견을 약 2년 만에 BUY로 상향하고, TP 또한 2.3만원에서 3.4만원으로 상향한다. 2025~26년 이익 추정치 대폭 상향 영향이다. 추정치 상향은 주택용 에너지 사업의 이익 가시성 확보와 모듈 판가 상승에 근거한다. 주택용 에너지 사업은 큐셀의 100% 미국 자회사 Enfin이 핵심이다. Enfin은 2023년 1월부터 TPO(Third Party Ownership) 및 ABS 유동화 사업을 시작했고, 2024년 TPO 상품 출시 이후 10월까지 6개 주에서 1만건 이상의 계약을 체결하는 등 빠르게 성장 중이다. 금리인하 등에 따른 가정용 태양광 시장의 회복(CAGR +8%)과 그보다 더 빠른 TPO 사업의 성장(CAGR +18%) 속에서 설치/운영 중심의 경쟁사 대비 제조 설비까지 보유한 한화솔루션의 강점은 특히나 부각될 전망이다. 실제 회사는 ABS 유동화보다 TPO 수익이 더욱 빠르게 증가할 것으로 전망하고 있다. 동남아 4개국에 대한 AD/CVD 관세 부과, 내부 수요 성장을 감안하면 미국 태양광 모듈 재고 감소와 가격 반등은 필연적이다. 이미 회사는 1Q25부터 모듈 판가의 소폭 상승이 포착되고 있음을 언급했다. 향후 추가적인 실적 상향 가능성이 열려 있다는 점에서 섹터 Top Pick으로 제시한다.

도표 1. 한화솔루션 1Q25 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q25P	4Q24	1Q24	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	3,094.5	4,642.9	2,378.5	30.1	-33.3	2,755.5	12.3
영업이익	30.3	107.0	-214.4	흑전	-71.7	-60.7	흑전
세전이익	-68.1	-363.0	-379.4	적지	적지	N/A	N/A
순이익	-44.5	-178.1	-458.7	적지	적지	-152.5	적지
영업이익률	1.0	2.3	-9.0	10.0	-1.3	-2.2	3.2
세전이익률	-2.2	-7.8	-16.0	13.8	5.6	N/A	N/A
순이익률	-1.4	-3.8	-19.3	17.8	2.4	-5.5	4.1

자료: 하나증권

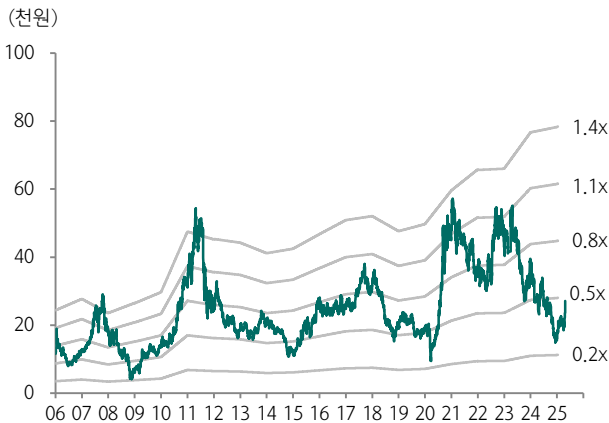
도표 2. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2025F		2026F			
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	14,990.3	14,536.7	3.1	15,214.9	14,862.0	2.4
영업이익	749.5	371.8	101.6	1,131.8	699.9	61.7
세전이익	343.3	-468.5	흑전	783.5	-30.8	흑전
순이익	247.9	-338.2	흑전	565.7	-22.2	흑전
영업이익률	5.0	2.6	2.4	7.4	4.7	2.7
세전이익률	2.3	-3.2	5.5	5.1	-0.2	5.4
순이익률	1.7	-2.3	4.0	3.7	-0.1	3.9

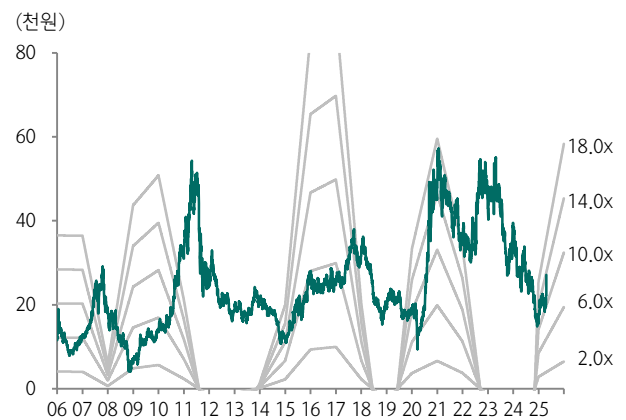
자료: 하나증권

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권

도표 5. 한화솔루션 밸류에이션

	영업이익(25F)	감가상각비	EBITDA(25F)	Multiple	가치	비고
기초소재	-34	263	228	6.0	1,370	25~26년 영업이익 평균. 25F Peer 대비
가공소재	5	44	49	4.0	119	25F Peer 대비. 지분율 60.3% 반영
태양광	1,017	381	1,398	8.0	11,181	영업이익 25~26년 평균. First Solar Target Multiple 10배 할인
영업가치					12,670	
관계기업투자자산	4,749			60%	2,850	비상장사 장부가액 40% 할인
투자자산가치					2,850	
순차입금					9,777	2025년 말 추정
총기업가치					5,743	
주식수(천 주)					171,893	
주당 NAV(원)					33,409	
목표주가					34,000	
현재 주가(4/24)					27,100	
Upside					25.5%	

자료: 하나증권

도표 6.한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F
매출액	2,378.5	2,679.3	2,773.2	4,642.9	3,094.5	3,155.7	3,803.4	4,936.7	13,288.7	12,474.0	14,990.3	15,214.9
QoQ(%)	-38.5%	12.6%	3.5%	67.4%	-33.3%	2.0%	20.5%	29.8%				
YoY(%)	-23.3%	-21.0%	-5.2%	20.0%	30.1%	17.8%	37.1%	6.3%	1.2%	-6.1%	20.2%	1.5%
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,073.6	1,050.8	1,059.7	1,060.7	5,097.4	4,817.2	4,244.8	4,245.0
태양광	778.5	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,700.4	2,346.0	3,496.4	4,566.2	5,780.2	9,142.0	9,417.0
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	273.8	274.3	267.5	249.4	988.9	1,037.6	1,065.0	1,032.0
기타	142.5	210.8	177.6	322.5	147.9	130.2	130.2	130.2	586.5	853.4	538.6	520.9
영업이익	-214.4	-107.8	-81.0	107.0	30.3	138.9	219.0	361.4	568.8	-296.2	749.5	1,131.8
영업이익률(%)	-9.0%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	4.4%	5.8%	7.3%	4.3%	-2.4%	5.0%	7.4%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	-71.7%	358.3%	57.7%	65.0%				
YoY(%)	적전	적전	적전	162.9%	흑전	흑전	흑전	237.7%	-38.4%	적전	흑전	51.0%
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-20.8	-10.9	1.1	60.7	-121.3	-121.9	53.4
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-2.0%	-1.0%	0.1%	1.2%	-2.5%	-2.9%	1.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-89.7%	적전	적지	흑전
태양광	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	136.2	166.2	243.8	367.8	539.8	-257.5	914.0	1,119.7
영업이익률(%)	-23.8%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.5%	9.8%	10.4%	10.5%	11.8%	-4.5%	10.0%	11.9%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	124.8%	22.0%	46.7%	50.9%				
YoY(%)	적전	적전	적전	-61.8%	흑전	흑전	흑전	507.0%	92.7%	적전	흑전	22.5%
첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	1.8	2.7	2.8	64.3	23.5	5.5	11.6
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	-0.7%	0.7%	1.0%	1.1%	6.5%	2.3%	0.5%	1.1%
QoQ(%)	100.0%	-15.1%	-32.8%	적전	적지	흑전	50.0%	2.0%				
YoY(%)	-51.2%	-57.5%	-62.4%	적전	적전	-80.0%	-55.4%	흑전	82.2%	-63.5%	-76.7%	112.3%
기타	-21.0	-7.6	-15.1	102.8	-12.9	-8.4	-16.6	-10.3	-86.2	59.2	-48.1	-52.9
영업이익률(%)	-14.7%	-3.6%	-8.5%	31.9%	-8.7%	-6.4%	-12.7%	-7.9%	-14.7%	6.9%	-8.9%	-10.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	적전	적지
지분법이익	-51.6	-49.5	-101.3	-125.2	134.6	25.2	28.2	24.1	14.1	-327.6	212.1	82.1
QoQ(%)	적전	적지	적지	적지	흑전	-81.3%	12.1%	-14.5%				
YoY(%)	적전	적지	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	-61.3%
당기순이익	-448.0	-329.7	-387.6	-203.6	-30.2	20.7	89.2	181.2	-88.2	-1,369.0	260.9	595.5
당기순이익률(%)	-18.8%	-12.3%	-14.0%	-4.4%	-1.0%	0.7%	2.3%	3.7%	-0.7%	-11.0%	1.7%	3.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	331.6%	103.1%				
YoY(%)	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적전	적지	흑전	128.2%
지배순이익	-458.7	-367.1	-400.5	-178.1	-44.5	20.8	84.8	186.8	-141.0	-1,404.4	247.9	565.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,078.5	12,394.0	14,990.3	15,214.9	15,311.3
매출원가	10,913.2	11,008.2	12,421.7	12,227.6	12,276.6
매출총이익	2,165.3	1,385.8	2,568.6	2,987.3	3,034.7
판매비	1,586.1	1,686.1	1,819.1	1,855.4	1,864.4
영업이익	579.2	(300.2)	749.5	1,131.8	1,170.2
금융손익	(319.4)	(440.1)	(503.4)	(465.4)	(416.9)
중속/관계기업손익	83.5	(326.7)	212.1	82.1	144.1
기타영업외손익	(211.3)	(356.6)	(115.0)	35.0	35.0
세전이익	132.1	(1,423.7)	343.3	783.5	932.4
법인세	46.6	(315.6)	82.4	188.0	223.8
계속사업이익	81.7	(1,109.2)	260.9	595.5	708.6
중단사업이익	(170.0)	(259.8)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(88.2)	(1,369.0)	260.9	595.5	708.6
비배주주지분 순이익	52.8	35.4	13.0	29.8	35.4
지배주주순이익	(141.0)	(1,404.4)	247.9	565.7	673.2
지배주주지분포괄이익	(124.9)	648.0	223.4	509.8	606.7
NOPAT	375.0	(233.7)	569.6	860.2	889.3
EBITDA	1,254.9	415.2	1,465.0	1,810.4	1,929.3
성장성(%)					
매출액증가율	(0.40)	(5.23)	20.95	1.50	0.63
NOPAT증가율	(35.75)	적전	흑전	51.02	3.38
EBITDA증가율	(21.53)	(66.91)	252.84	23.58	6.57
영업이익증가율	(37.30)	적전	흑전	51.01	3.39
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	흑전	128.20	19.00
EPS증가율	적전	적지	흑전	128.15	19.00
수익성(%)					
매출총이익률	16.56	11.18	17.14	19.63	19.82
EBITDA이익률	9.60	3.35	9.77	11.90	12.60
영업이익률	4.43	(2.42)	5.00	7.44	7.64
계속사업이익률	0.62	(8.95)	1.74	3.91	4.63

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(795)	(8,050)	1,421	3,242	3,858
BPS	47,157	54,793	55,917	58,863	62,426
CFPS	8,304	3,346	8,461	10,555	11,591
EBITDAPS	7,071	2,380	8,397	10,377	11,058
SPS	73,698	71,039	85,920	87,207	87,760
DPS	300	300	300	300	300
주기지표(배)					
PER	(49.69)	(2.00)	19.07	8.36	7.02
PBR	0.84	0.29	0.48	0.46	0.43
PCFR	4.76	4.82	3.20	2.57	2.34
EV/EBITDA	12.33	35.32	9.68	7.23	6.09
PSR	0.54	0.23	0.32	0.31	0.31
재무비율(%)					
ROE	(1.66)	(15.99)	2.60	5.71	6.43
ROA	(0.58)	(5.12)	0.80	1.74	2.02
ROIC	3.14	(1.61)	3.48	5.43	5.87
부채비율	167.13	183.18	198.80	193.21	185.77
순부채비율	80.25	100.88	91.03	77.89	63.05
이자보상배율(배)	1.41	(0.55)	1.14	1.63	1.66

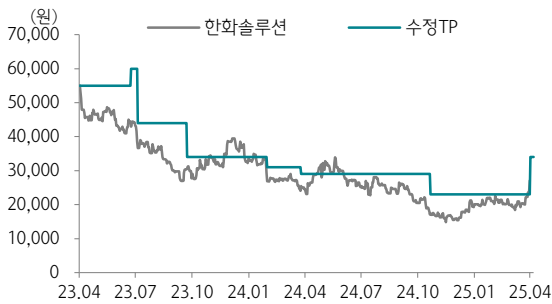
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,797.4	10,882.7	13,100.8	14,472.9	16,024.1
금융자산	2,326.2	2,558.1	4,694.5	5,943.0	7,441.1
현금성자산	1,958.1	2,184.4	4,317.0	5,559.9	7,055.5
매출채권	2,023.1	2,305.0	2,328.0	2,362.9	2,377.9
재고자산	3,447.5	4,257.5	4,300.1	4,364.6	4,392.2
기타유동자산	2,000.6	1,762.1	1,778.2	1,802.4	1,812.9
비유동자산	14,993.1	19,154.2	18,990.6	18,390.6	17,665.2
투자자산	4,653.3	5,433.9	5,485.9	5,564.4	5,598.2
금융자산	493.5	503.5	506.1	510.1	511.8
유형자산	7,049.8	10,727.0	10,570.5	9,944.6	9,232.5
무형자산	1,772.6	1,755.7	1,696.7	1,644.0	1,597.0
기타비유동자산	1,517.4	1,237.6	1,237.5	1,237.6	1,237.5
자산총계	24,790.4	30,036.8	32,091.3	32,863.5	33,689.3
유동부채	8,734.1	11,707.6	13,442.5	13,730.7	13,968.5
금융부채	3,966.9	6,425.2	7,637.9	7,839.9	8,040.8
매입채무	1,837.1	2,610.3	2,871.4	2,914.4	2,932.9
기타유동부채	2,930.1	2,672.1	2,933.2	2,976.4	2,994.8
비유동부채	6,776.1	7,722.4	7,908.6	7,924.7	7,931.7
금융부채	5,806.7	6,833.5	6,833.5	6,833.5	6,833.5
기타비유동부채	969.4	888.9	1,075.1	1,091.2	1,098.2
부채총계	15,510.2	19,430.0	21,351.2	21,655.4	21,900.2
지배주주지분	8,117.1	9,449.7	9,645.8	10,159.9	10,781.3
자본금	888.6	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	1,496.3	1,562.4	1,562.4	1,562.4	1,562.4
자본조정	(135.1)	546.4	546.4	546.4	546.4
기타포괄이익누계액	258.0	2,319.8	2,319.8	2,319.8	2,319.8
이익잉여금	5,609.4	4,132.4	4,328.6	4,842.6	5,464.1
비지배주주지분	1,163.1	1,157.2	1,094.4	1,048.2	1,007.8
자본총계	9,280.2	10,606.9	10,740.2	11,208.1	11,789.1
순금융부채	7,447.4	10,700.6	9,776.9	8,730.4	7,433.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	518.0	638.5	1,845.6	1,748.0	1,961.7
당기순이익	(88.2)	(1,369.0)	260.9	595.5	708.6
조정	1,105.0	1,923.7	1,195.8	1,182.1	1,265.8
감가상각비	675.6	715.5	715.5	678.6	759.1
외환거래손익	29.8	111.1	(35.0)	(35.0)	(35.0)
지분법손익	(80.2)	424.0	0.0	0.0	0.0
기타	479.8	673.1	515.3	538.5	541.7
영업활동 자산부채변동	(498.8)	83.8	388.9	(29.6)	(12.7)
투자활동 현금흐름	(2,799.1)	(3,287.4)	(528.1)	(50.1)	3.3
투자자산감소(증가)	703.2	1,568.4	(127.8)	(154.5)	(109.6)
자본증가(감소)	(2,390.5)	(3,397.6)	(500.0)	0.0	0.0
기타	(1,111.8)	(1,458.2)	99.7	104.4	112.9
재무활동 현금흐름	532.7	3,718.5	577.2	(463.2)	(472.8)
금융부채증가(감소)	1,788.7	3,485.1	1,212.6	202.1	200.9
자본증가(감소)	(913.4)	66.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(342.6)	219.0	(583.7)	(613.6)	(622.0)
배당지급	0.0	(51.7)	(51.7)	(51.7)	(51.7)
현금의 증감	(1,748.5)	1,069.6	2,383.0	1,242.8	1,495.6
Unlevered CFO	1,473.6	583.9	1,476.1	1,841.5	2,022.3
Free Cash Flow	(1,872.5)	(2,759.1)	1,345.6	1,748.0	1,961.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.4.25	BUY	34,000		
24.11.14	Neutral	23,000	-16.31%	17.83%
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 4월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 4월 25일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 자신의 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	94.50%	5.50%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 04월 22일