

한화솔루션 (009830)

25년 들어 포착되고 있는 긍정적인 변화 2가지

목표주가 3만원, 투자이견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 3만원과 투자이견 매수를 유지한다. 25년 들어 미국 태양광 시장에서 긍정적인 두 가지 변화: ①모듈 수입량 감소, ②IRA 정책 불확실성에 따른 일부 프로젝트들의 지연 및 철회 움직임이 포착되고 있다. 이는 25년 연중 더욱 뚜렷해지면서 24년과 사뭇 다른 시장 분위기를 조성할 것으로 전망한다.

24년 말 기준 미국 모듈 재고는 여전히 45GW 내외의 부담스러운 수준으로 추정되고, EV 뿐만 아니라 태양광 산업에도 부정적인 트럼프 대통령 재집권 이후 시장 전반적인 불확실성은 높아지고 있다. 그러나 역설적이게도 트럼프 미국 우선주의와 관세 전쟁이 미국 내 설비를 갖고 생산 중인 동사에게는 오히려 기회가 될 수 있다는 판단이다.

4Q24 Review: 영업이익 1,070억원(흑자전환QoQ) vs 컨센서스 198억원

4분기 동사 영업이익은 1,070억원으로 QoQ 흑자전환했고, 시장 컨센서스 198억원을 큰 폭 상회하는 호실적을 기록하였다. 울산 사택부지 매각 관련 967억원의 일회성이 영업이익 부문에 반영되었고, 신재생에너지 부문에서 태양광 개발자산 매각으로 인한 대규모 이익이 발생한 영향이다. 다만, 25년 1분기에는 일회성 이익 소멸 및 개발자산 이익 축소로 인해 전사 기준 영업손익은 -551억원으로 재차 적자전환을 예상한다.

신재생에너지 매출액이 2.87조원으로 QoQ +149% 증가 및 역대 최고치 기록한 것이 눈에 띄었는데, 금번 외형확대는 모듈 출하량 증가와 대형 발전자산 매각에 기인한다. 영업이익도 606억원으로 1년 만에 흑자전환했는데, 모듈 적자(-2,505억원) 지속에도 불구하고 출하량 증가로 인한 AMPC 반영 금액 증가(1,901억원), 개발자산 매각 이익 급증 1,210억원(흑자전환) 등에 따른 영향이다.

25년에도 모듈 적자기조는 이어지겠으나 출하량 증가와 이로 인한 AMPC 확대, 상반기 미국 재고 소진에 따른 가격 반등에 근거해 태양광 전체 영업이익은 4.5천억원 내외로 전망한다. 참고로 동사는 금번 실적발표에서 25년 태양광 출하량 가이드를 9GW로 24년 대비 약 10% 증가, 개발자산 매각 관련 매출은 4조원 내외로 제시하였다.

25년 들어 포착되고 있는 긍정적인 변화 2가지

2025년 들어 미국 태양광 시장에서 긍정적인 변화 두 가지가 포착되고 있다: ①미국 모듈 수입량 감소, ②IRA 정책 불확실성에 따른 일부 프로젝트 지연 및 철회

지난 2년간 바이든 정부에서 유예했던 동남아산 수입 관세가 24년 7월 재개된 이후 모듈 수입량 감소세가 뚜렷하다. 상반기 30.7GW 달했던 수입량은 하반기 22.5GW로 -27% 줄었고, 12월은 1.9GW로 22년 관세 적용되던 당시 레벨로 회귀했다. AD/CVD 실효성이 있음을 방증하는 셈이다. 특히 2분기 예정된 최종세율 판정에서는 트럼프의 기조가 반영되며 예비관세보다 대폭 상향될 가능성이 높는데, 이는 25년 수입량 추가 감소 요인으로 작용하며 결국에는 재고 소진과 가격 반등을 견인할 것으로 전망한다.

한편, 트럼프는 IRA 전면 재검토를 주장하고 있는 만큼 동사 AMPC 훼손 시나리오도 배제할 수 없다. 그러나 IRA 법안 통과 이후 다수 업체들이 미국 내 증설을 무분별하게 발표했는데, AMPC 수령 여부가 불확실해진 이상 기존대로 투자를 감행하긴 쉽지 않다. 실제로 Meyer Burger, Premier Energy는 셀/모듈 건설계획을 철회했고 Enel, Heliene 등 일부 업체들은 규모를 축소하거나 투자 계획을 무기한 연기하였다. 이처럼 트럼프의 자국 우선주의가 강화될수록 모듈 수입량과 신규 생산설비 유입이 축소되면서 미국 내 태양광 모듈 수급밸런스는 오히려 24년 대비 개선될 수 있다는 판단이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	30,000원(유지)
증가(2025.02.06)	21,450원
상승여력	39.9 %

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	3,687십억원
외국인지분율	14.4%
52주 추가	14,860~33,900원
60일평균거래량	2,173,910주
60일평균거래대금	39.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.6	6.7	-7.9	-33.5
상대수익률	17.6	7.8	-8.5	-32.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,289	12,488	14,037	13,633
영업이익(십억원)	605	-298	452	1,100
순이익(십억원)	-208	-1,208	-80	611
EPS(원)	-1,172	-6,925	-456	3,503
BPS(원)	44,979	41,892	41,260	44,589
PER(배)				6.1
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-2.5	-15.9	-1.1	8.2
배당수익률(%)	1.6	3.0	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)	11.0	32.1	11.9	8.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

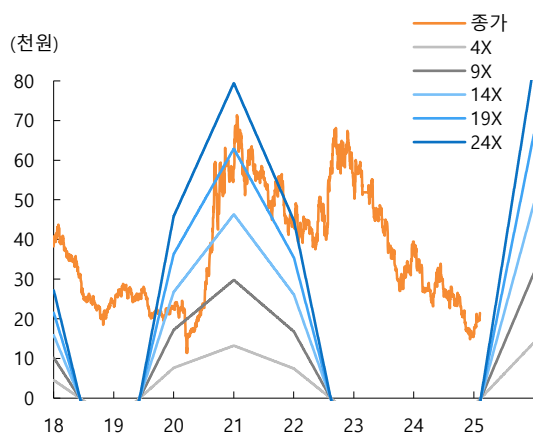
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	2,393	2,679	2,773	4,643	2,787	3,079	3,621	4,550	13,289	12,488	14,037
영업이익	-217	-108	-81	107	-55.1	60	178	268	605	-298	452
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	-2.0%	2.0%	4.9%	5.9%	4.5%	-2.4%	3.2%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,124	1,206	1,182	1,158	5,097	4,817	4,670
영업이익	-19	-17	-31	-54	-39	-15	3	6	60	-122	-46
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-3.5%	-1.3%	0.3%	0.5%	1.2%	-2.5%	-1.0%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,869	1,266	1,458	2,014	2,968	6,543	5,766	7,707
영업이익	-185	-92	-41	61	-26	65	165	253	555	-258	458
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	-2.0%	4.5%	8.2%	8.5%	8.5%	-4.5%	5.9%
IRA 예상 금액	97	147	122	190	150	182	198	261	211	555	791
IRA 제외 영업이익	-282	-239	-163	-130	-176	-117	-33	-8	344	-813	-333
철단소재											
매출액	250	266	255	268	284	290	266	294	989	1,038	1,134
영업이익	11	9	6	-2	11	11	10	8	64	24	41
영업이익률	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	3.8%	3.7%	3.9%	2.9%	6.5%	2.3%	3.6%
기타											
매출액	143	211	178	323	113	124	158	130	587	853	526
영업이익	-21	-8	-15	103	-1	0	0	1	-88	59	-1
영업이익률	-14.9%	-3.6%	-8.5%	31.9%	-1.1%	-0.3%	-0.1%	0.6%	-14.9%	6.9%	-0.2%

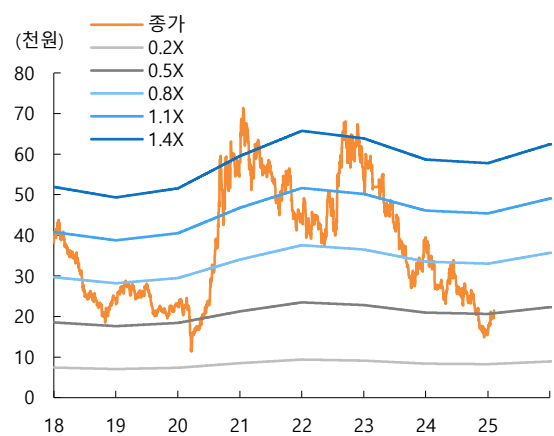
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



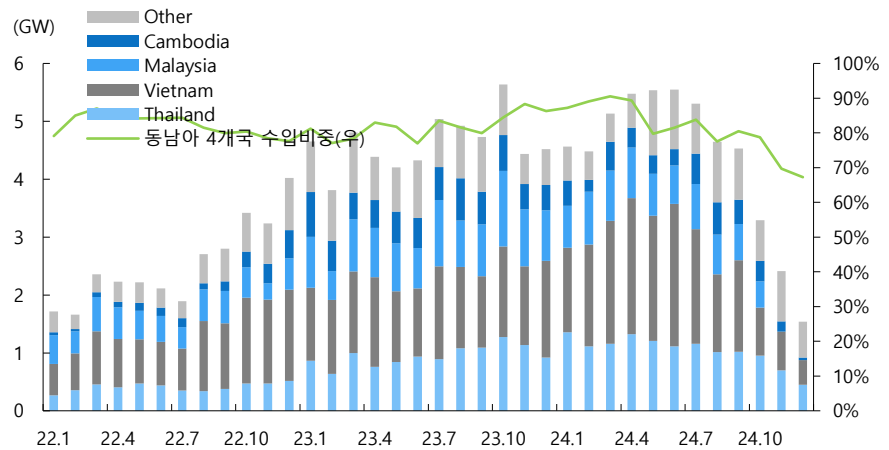
자료: iM증권 리서치본부

표2. 미국 내 태양광 설비 투자 발표했던 주요 업체들의 최근 계획 변화: 철회 or 무기한 연기

구분	업체	본사 국가	발표 시기	참고 내용
프로젝트 철회	MeyerBurger	Swiss	2024.08	셀 2GW, 모듈 0.7GW 건설 계획 철회
	Trina Solar	China	2024.11	모듈 5GW 노르웨이 배터리 업체 Freyer에 매각
	PremierEnergy	India	2025.02	셀 1GW 건설 계획 철회
연기	Heliene	Canada	2024.05	모듈 0.2GW 24년 상업생산 목표 → 25년 상반기 건설로 연기
	Mission Solar	Korea	2024.05	모듈 0.7GW 상업생산 목표 무기한 연기
	Enel	Italy	2024.11	모듈 3GW 착공 목표 → 무기한 연기
	Maxeon	Singapore	2024.11	셀 3GW 가동중단 및 상업생산 최대 2년 연기
축소	Waaree	India	2024.12	24년 말 모듈 증설 계획 3GW → 1.6GW, 26~27년 각각 3GW, 5GW로 계획 축소

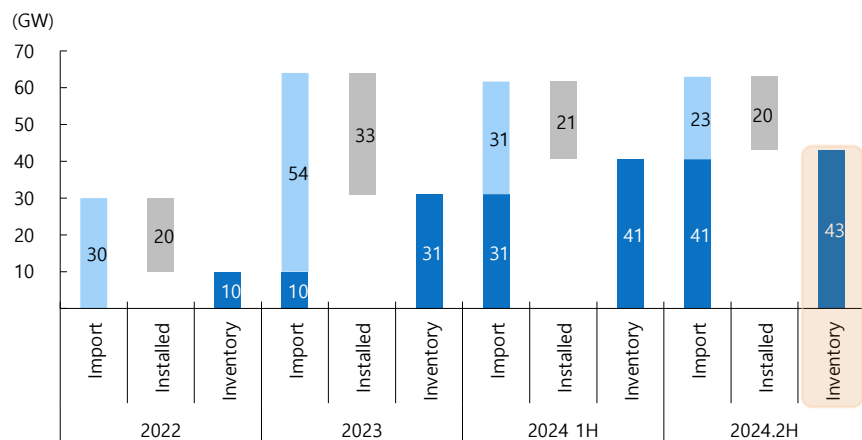
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 2022년 이후 미국 모듈 총 수입량 및 동남아시아 4개 국가별 유입량 추이



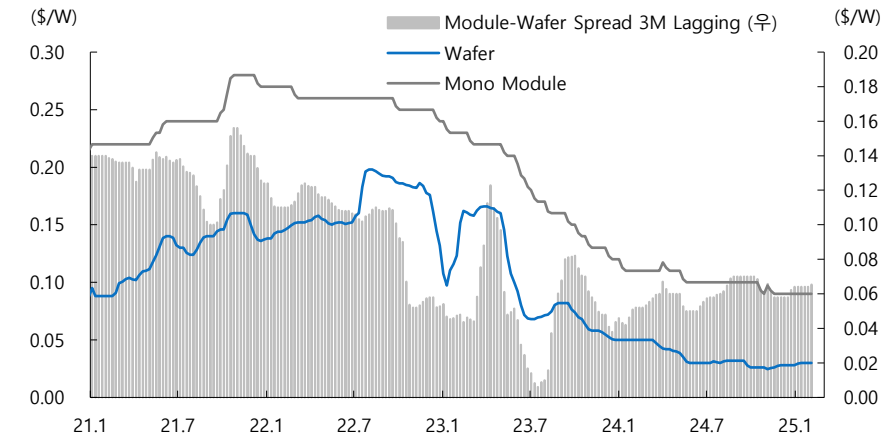
자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림4. 2022년 이후 미국 모듈 수입/설치/재고량 추정



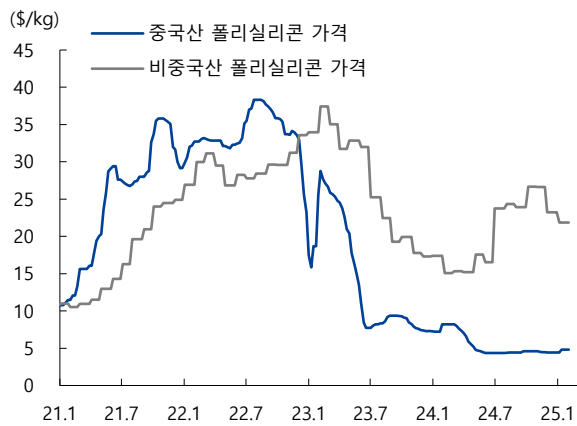
자료: Platts, Wood Mackenzie, iM증권 리서치본부

그림5. 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 폴리실리콘 가격 추이



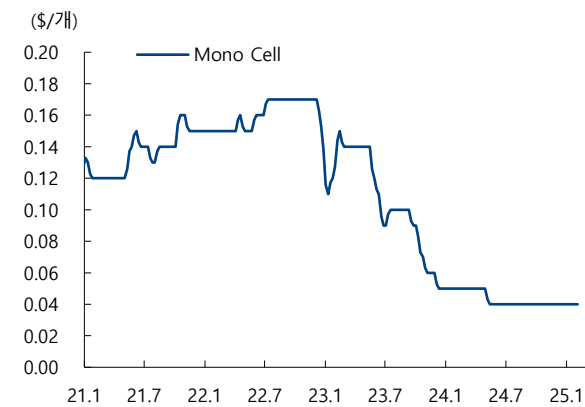
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 웨이퍼 가격 추이



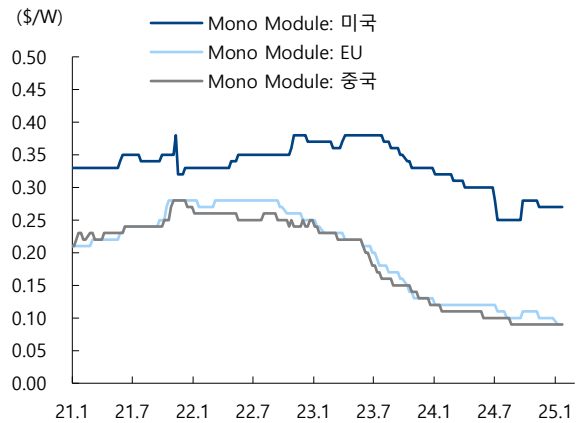
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 셀 가격 추이



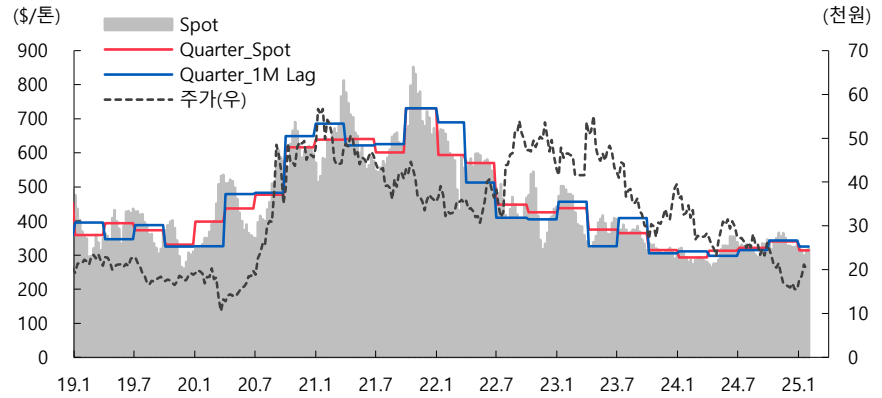
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 주요 지역별 모듈 가격 추이



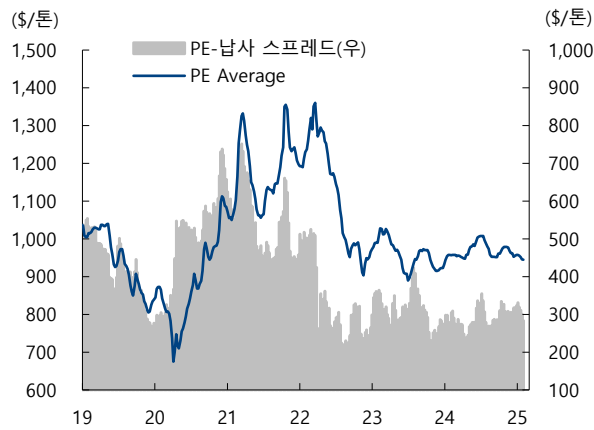
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



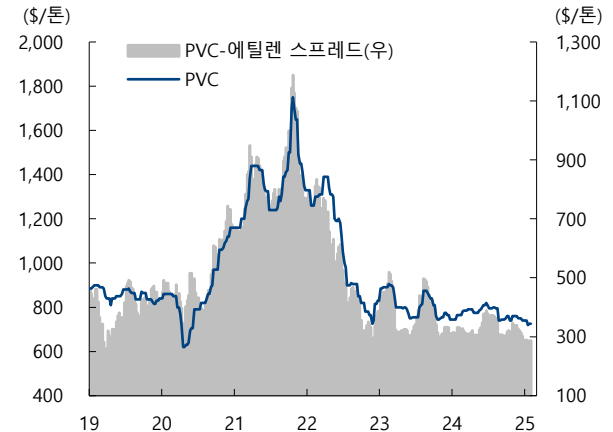
자료: iM증권 리서치본부

그림11. PE 가격 및 스프레드 추이



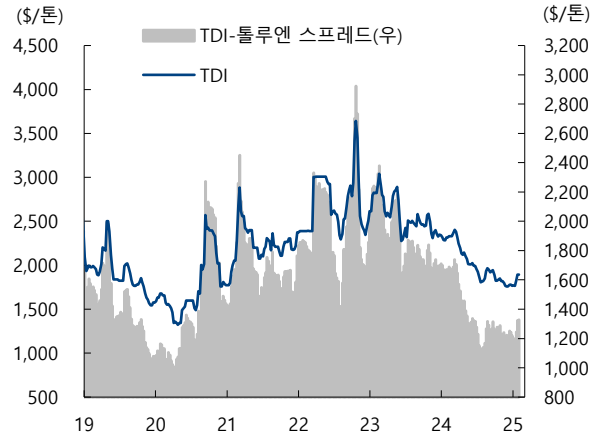
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림12. PVC 가격 및 스프레드 추이



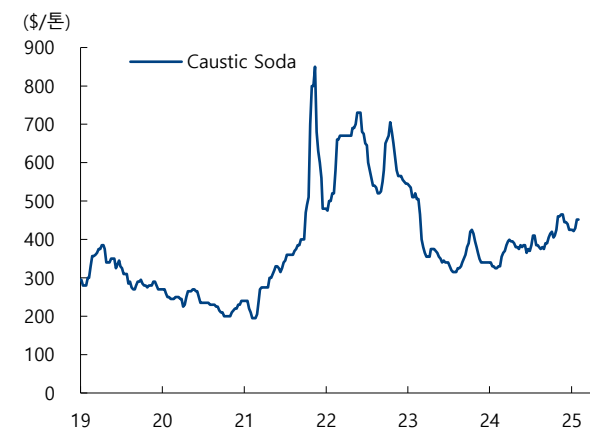
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림13. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림14. 가성소다 가격 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

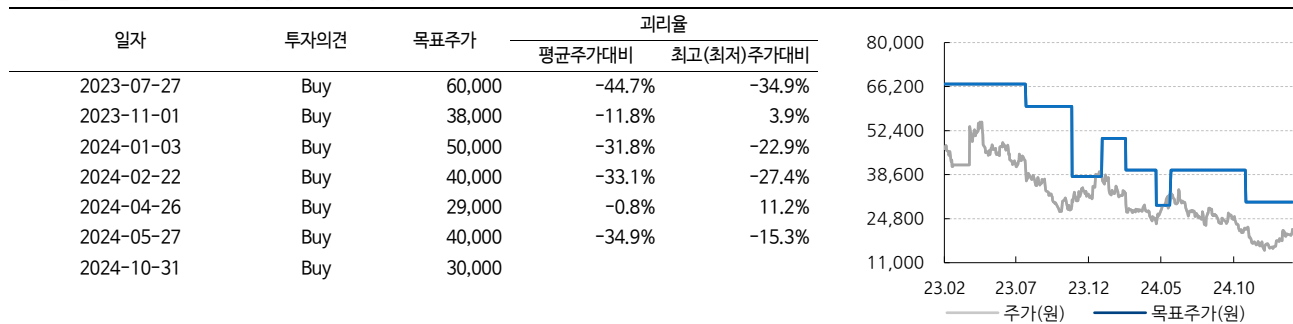
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,705	8,712	7,612	8,034	매출액	13,289	12,488	14,037	13,633
현금 및 현금성자산	1,958	3,030	1,326	1,865	증가율(%)	1.2	-6.0	12.4	-2.9
단기금융자산	196	202	208	214	매출원가	11,050	11,228	11,893	10,830
매출채권	2,823	2,116	2,378	2,309	매출총이익	2,239	1,260	2,144	2,803
재고자산	3,297	2,498	2,807	2,727	판매비와관리비	1,634	1,559	1,692	1,703
비유동자산	14,407	17,177	18,930	20,258	연구개발비	129	-	-	-
유형자산	7,046	9,917	11,272	12,003	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,768	1,692	1,626	1,568	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,493	27,270	27,922	29,673	영업이익	605	-298	452	1,100
유동부채	7,689	8,549	9,061	9,734	증가율(%)	-34.6	적전	흑전	143.6
매입채무	1,837	1,726	1,941	1,885	영업이익률(%)	4.5	-2.4	3.2	8.1
단기차입금	2,947	3,747	3,847	4,347	이자수익	92	129	49	62
유동성장기부채	841	841	841	841	이자비용	416	491	425	428
비유동부채	6,598	9,048	9,298	9,798	지분법이익(손실)	14	-252	-126	50
사채	2,387	2,537	2,687	2,887	기타영업외손익	-400	-357	-55	-8
장기차입금	3,174	5,474	5,574	5,874	세전계속사업이익	-102	-1,266	-102	780
부채총계	15,482	18,793	19,555	20,728	법인세비용	41	-63	-22	172
차배주주지분	7,847	7,309	7,199	7,779	세전계속이익률(%)	-0.8	-10.1	-0.7	5.7
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-155	-1,203	-79	609
자본잉여금	1,497	1,497	1,497	1,497	순이익률(%)	-1.2	-9.6	-0.6	4.5
이익잉여금	5,339	4,079	3,948	4,507	차배주주귀속 순이익	-208	-1,208	-80	611
기타자본항목	123	144	165	186	기타포괄이익	21	21	21	21
비차배주주지분	1,163	1,168	1,169	1,166	총포괄이익	-134	-1,182	-58	630
자본총계	9,011	8,477	8,367	8,945	차배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	518	1,140	931	1,935	주당지표 (원)				
당기순이익	-155	-1,203	-79	609	EPS	-1,172	-6,925	-456	3,503
유형자산감가상각비	613	625	747	769	BPS	44,979	41,892	41,260	44,589
무형자산감가상각비	66	81	69	59	CFPS	2,652	-2,882	4,224	8,252
지분법관련손실(이익)	14	-252	-126	50	DPS	650	650	650	650
투자활동 현금흐름	-2,799	-4,284	-2,841	-2,254	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,349	-3,495	-2,103	-1,500	PER				6.1
무형자산의 처분(취득)	-18	-5	-3	-1	PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-311	-638	-589	-606	PCR	14.9	-7.4	5.1	2.6
재무활동 현금흐름	1,609	2,715	-185	465	EV/EBITDA	11.0	32.1	11.9	8.1
단기금융부채의증감	-	800	100	500	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,052	2,450	250	500	ROE	-2.5	-15.9	-1.1	8.2
자본의증감	49	-	-	-	EBITDA0이익률	9.7	3.3	9.0	14.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	171.8	221.7	233.7	231.7
현금및현금성자산의증감	-658	1,072	-1,704	538	순부채비율	79.9	110.5	136.4	132.7
기초현금및현금성자산	2,616	1,958	3,030	1,326	매출채권회전율(x)	5.2	5.1	6.2	5.8
기말현금및현금성자산	1,958	3,030	1,326	1,865	재고자산회전율(x)	4.2	4.3	5.3	4.9

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%