

한화솔루션 (009830)

결국 반신반의했던 것에 대한 씁쓸한 실망

목표주가 34,000원 하향, 투자의견 Hold 유지

목표주가 3.4만원으로 하향하고 투자의견 Hold 유지한다. 반신반의했던 주택용 이익은 실망스러웠고, OBBB 통과에도 행정명령 불확실성이 여전하다. 이에 동사도 가이드언스를 제시하지 못했는데, 합리적 이익 추정이 어려운 만큼 최대한 보수적 접근이 필요하다. 미국 시장에 대한 보다 확실한 방향성이 잡히고, 동남아 4개국 외 모듈 수입량 감소 또는 AD/CVD 규제가 확대될 때 의미있는 실적 및 주가 상승이 가능하다는 판단이다.

2Q25 Review: 1,021억원(+237%QoQ), 컨센서스 1,382억원(-26%)

2분기 영업이익은 1,021억원으로 QoQ +237% 상승했으나, 컨센서스 1,382억원 대비 -26.1% 하회했다. 모듈 판가 상승으로 스프레드가 개선되긴 했으나, EPC 적자 확대와 주택용 이익이 예상치보다 크게 축소된 영향이다. 신재생에너지 영업이익 1,562억원을 세분화하면 모듈/기타 -197억원, EPC -613억원, 주택용 552억원, AMPC 1,820억원 등이다. 그 외에 케미칼은 정기보수 효과 소멸 및 주요 제품 스프레드 개선으로 2분기 -468억원 기록하며 1분기 -912억원 대비 적자 폭 축소되었으며, 첨단소재 사업부는 고객사들의 생산량 증가 효과로 영업이익 98억원 달성하며 흑자전환하였다.

한편, 3분기 신재생에너지는 주택용과 AMPC 등을 감안하더라도 -1,158억원의 적자가 예상된다(모듈 -1,957억원, EPC -778억원, 주택용 413억원, AMPC 1,164억원 등). 7월 한국/말레이시아 셀 품질 이슈로 가동률 하향돼 고정비 부담 불가피하고, 해당 공장의 셀은 미국으로 출하 및 모듈 생산으로 연결되는 만큼 미국 내에서의 모듈 판매량 감소 및 AMPC 축소가 연쇄적으로 발생할 수밖에 없다. 통상 EPC는 상반기 대비 하반기 수익성이 개선되긴 하나, 상반기 매우 부진했던 이익률을 감안하여 적자 소폭 개선을 가정했다. 주택용은 투자자 입장에서 사실상 이익 추정이 불가하고, 동사도 컨콜에서 가이드언스를 제시하지 못한 만큼 전 분기와 유사한 매출과 영업이익을 가정하였다.

씁쓸하게도 반신반의했던 것의 실망을 확인한 실적

당사는 지난 1분기 실적발표 후 <반신반의한 것과 그래도 확실한 것의 공존>을 통해 TPO 이익을 합리적으로 추정할 수 없고, 트랙 레코드도 부족해 가이드언스 대비 보수적 접근이 필요하다는 의견을 제시했다. 2분기 Preview <여전한 OBBB 법안 불확실성, 그리고 몇 가지 아쉬움>에서는 OBBBA 서명 이후에도 재생에너지 혜택 축소 행정명령 검토 등의 불확실성 남아 있고, 라오스/인도네시아산 모듈 수입 증가로 판가 상승 동력 약한 만큼 실적과 멀티플 개선 요인 부재하다고 판단해 투자의견 Hold로 하향하였다.

씁쓸하게도, 이번 2분기 컨콜에서는 이를 모두 확인하였다. 전 분기 실적 서프라이즈와 주가 급등을 이끌었던 주택용 에너지 영업이익은 552억원으로 -57%QoQ 축소됐는데, 그 배경을 여전히 구체적으로 파악하기가 어렵다. 또한 동사는 금번 컨콜에서 OBBBA 통과 이후에도 행정명령 불확실성으로 TPO 이익 가이드언스를 제시하지 못하였다. 1분기 제시한 연간 5~6천억원 내외의 전망치를 조정하지 않을 수 없는 대목이다. 이에 당초 가이드언스의 70%만 반영해 4.5천억원으로 추정했던 주택용 이익을 2.6천억원으로 축소 조정했다. 합리적 추정이 어려운 뿐만 아니라 시장 방향성도 현재로선 예측하기 불가능한 만큼 최대한 보수적으로 반영했고, 이는 향후 행정명령에 따라 추가 변동될 수 있다.

한편, 미국 모듈 판가 상승 기대감도 여전히 보수적 접근이 필요하다는 판단이다. 24년 7월 관세유예 종료된 동남아 4개국의 수입량은 줄었으나, 라오스 등 그 외 국가들에서 수입이 재차 늘고 있어 재고가 쉽사리 소진되진 못하고 있다. 이들에 대한 규제 강화와 26년 초 발표 예정인 AD/CVD 판정 결과를 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

Company Brief

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	34,000원(하향)
증가(2025.07.30)	32,350원
상승여력	5.1%

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	5,561십억원
외국인지분율	14.4%
52주 주가	14,860~39,050원
60일평균거래량	4,283,403주
60일평균거래대금	147.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	8.2	60.9	31.5
상대수익률	-3.6	-19.1	32.7	12.6

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	14,309	14,798	15,548
영업이익(십억원)	-300	127	683	828
순이익(십억원)	-1,404	-402	35	242
EPS(원)	-8,050	-2,307	200	1,385
BPS(원)	54,163	63,745	75,639	88,718
PER(배)			161.8	23.4
PBR(배)	0.3	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	-16.0	-3.9	0.3	1.7
배당수익률(%)	1.9	0.9	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	31.4	16.1	9.1	7.4

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	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	2,393	2,679	2,773	4,563	3,095	3,117	3,411	4,686	13,079	12,408	14,309
영업이익	-217	-108	-81	103	30	102	-131	126	579	-302	127
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	3.3%	-3.9%	2.7%	4.4%	-2.4%	0.9%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,239	1,111	1,096	5,097	4,817	4,519
영업이익	-19	-17	-31	-54	-91	-47	-15	-3	60	-122	-156
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-3.8%	-1.3%	-0.3%	1.2%	-2.5%	-3.4%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,869	1,599	1,446	1,874	3,162	6,543	5,766	8,081
모듈 및 기타	416	568	539	1,005	587	574	596	853		2,528	2,610
개발자산 매각/EPC	343	405	579	1,634	419	394	864	1,916		2,960	3,594
주택용 에너지 사업	6	7	35	230	594	478	413	393		278	1,878
영업이익	-185	-92	-41	61	136	156	-116	129	555	-258	306
모듈 및 기타	-229	-212	-193	-323	-135	-20	-196	-135		-957	-485
개발자산 매각/EPC	-46	-17	31	121	-42	-61	-78	38		89	-143
주택용 에너지 사업	-7	-10	0	72	129	55	41	39		56	265
IRA	97	147	122	190	184	182	116	186		555	669
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.5%	10.8%	-6.2%	4.1%	8.5%	-4.5%	3.8%
모듈 및 기타	-55.1%	-37.3%	-35.8%	-32.1%	-23.0%	-3.4%	-32.8%	-15.8%		-37.9%	-18.6%
개발자산 매각/EPC	-13.4%	-4.2%	5.3%	7.4%	-10.0%	-15.6%	-9.0%	2.0%		3.0%	-4.0%
주택용 에너지 사업	-123.6%	-129.7%	-0.8%	31.4%	21.8%	11.5%	10.0%	10.0%		19.9%	14.1%
IRA 제외 영업이익	-282	-239	-163	-130	-48	-26	-232	-57		-813	-363
첨단소재											
매출액	250	266	255	268	274	308	269	298	989	1,038	1,148
영업이익	11	9	6	-2	-2	10	6	3	64	24	17
영업이익률	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	-0.7%	3.2%	2.2%	0.9%	6.5%	2.3%	1.4%
기타											
매출액	157	211	178	243	148	124	158	130	449	788	560
영업이익	-23	-8	-15	99	-13	-17	-7	-3	-99	53	-40
영업이익률	-14.7%	-3.6%	-8.5%	40.7%	-8.7%	-13.8%	-4.4%	-2.2%	-22.2%	6.7%	-7.1%

자료: iM증권 리서치본부

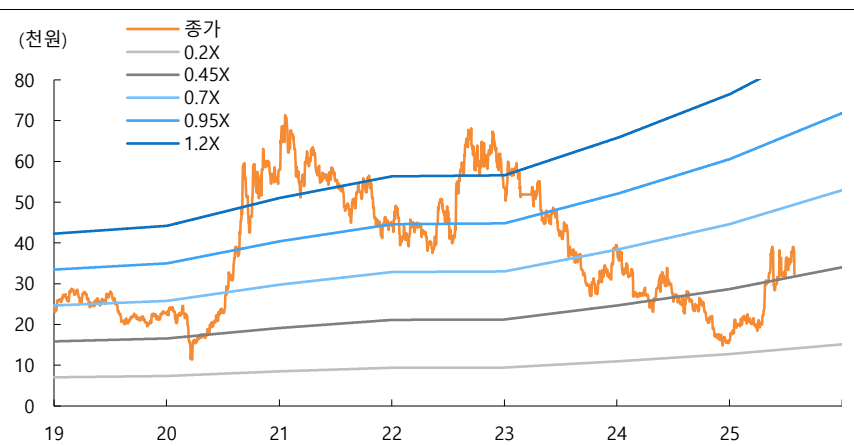
표2. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기준 (2025.04.24)			변경 (2025.07.31)			참고내용
	2025F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2025F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			13,962			13,107	(A) = (a)+(b)+(c)
태양광	1,475	9.2	13,629	966	13.0	12,556	(a) First Solar, 중국 주요 업체들 평균 적용
케미칼	28	4.2	118	47	7.0	328	(b) 대한유화, Westlake, Petronas 평균 적용
가공소재	43	5.0	215	34	6.5	222	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	5,307		3,715	5,307		3,715	(B): 2025년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			10,982			10,814	(C): 2025년 당사 예상치
우선주 시가총액			59.9			66.3	(D): 2025년 7월 30일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			6,635			5,941	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수		174,467,885			174,467,885		
적정주가 (원)			38,028			34,051	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			38,000			34,000	이전 대비 -10.5% 하향 조정
현재주가 (원)						32,350	2025년 7월 30일 종가 기준
상승여력 (%)						5.1%	

자료: iM증권 리서치본부

주: 태양광 부문에서 기존 대비 EV/EBITDA 상향된 것은 7월 중국 구조조정 계획 발표 이후 동종업계 주요 Peer들의 Multiple 상향됨에 따른 것

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 추이



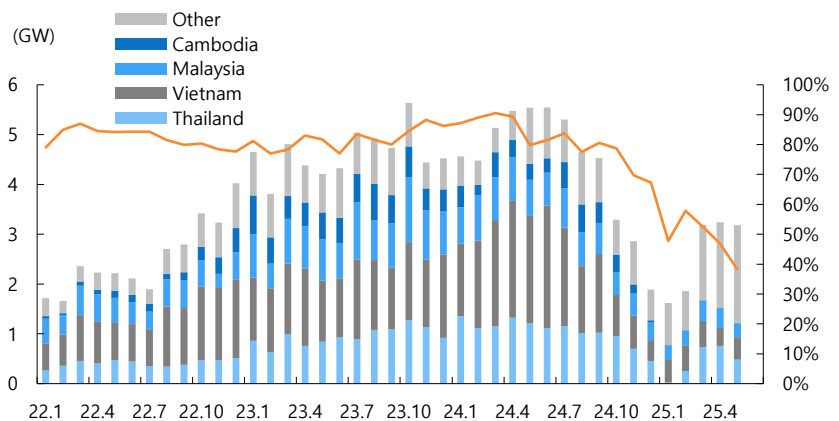
자료: iM증권 리서치본부

표3. 미국 IRA 개정안 주요 내용 변화 및 최종안

에너지원		5/22 하원 개정안	6/17 상원 초안	7/1 상하원 최종 통과
태양광	AMPC (45X)	- 기간: 30년 75%, 31년 50%, 32년 폐지 - FEOC 지원 or 라이선스 계약 제품 제외 - 세액공제 제3자 매각: 28년부터 불가능	- 기간: 31년 75%, 32년 50%, 33년 25%, 34년 폐지 - 25년부터 FEOC 특정 비율 조달 시 제외 - 세액공제 제3자 매각: 28년부터 불가능	- 기간: 30년 75%, 31년 50%, 32년 25%, 33년 폐지 - 26년부터 FEOC 특정 비율 조달 시 제외 - 세액공제 제3자 매각: 가능
	ITC(48E), PTC(45Y)	- 28년까지 *조건부 100%, 29년 폐지 (*법안 통과 후 60일 내 착공 & 28년 말까지 그리드 연결) - TPO 사업 Credit 혜택 대상 제외	- 26년 60%, 27년 20%, 28년 폐지 - 조건부 조항 삭제 - TPO 사업 Credit 혜택 대상 제외 - 중국산 특정 비율 이상 사용 프로젝트 excise tax 부과	- 법안 통과 후 1년 내 착공 및 4년 내 전력생산 시 100% (+) (26.06 내 착공 & 30.06 내 그리드 연결) - 26.06 이후 착공하면 27년까지 전력 생산 시 100% - TPO 사업 Credit 혜택 대상 포함 (+) - 중국산 관련 excise tax 항목 삭제 (-)
	주택용 (25D)	- 26년 폐지	- 법안 공포 180일 이후 즉시 폐지	- 26년 폐지
원자력 (45U)		- 32년 폐지	- 32년 폐지	- 33년 폐지
CCS (45Q)		- 폐지 시기 등 주요 사항 변동 없음		- 폐지 시기 등 주요 사항 변동 없음
Biofuel (45Z)		- 32년 폐지, 캐나다/멕시코산까지 확대	- 32년 폐지, 수입산 20% 즉시 감액	- 30년 폐지, 26년부터 수입산 제외
수소 (45V)		- 26년부터 착공 프로젝트 보조금 폐지	-	- 28년부터 착공 프로젝트 보조금 폐지

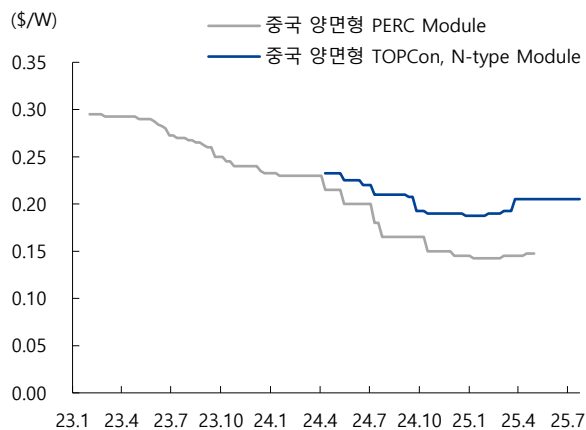
자료: US Senate, US House of Representatives Committee on Rules, iM증권 리서치본부

그림2. 2022년 이후 미국 모듈 총 수입량 및 동남아시아 4개 국가별 유입량 추이



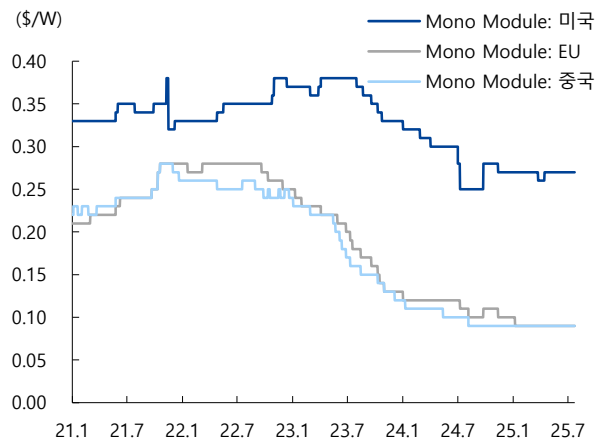
자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림3. 중국산 PV 모듈 가격 추이



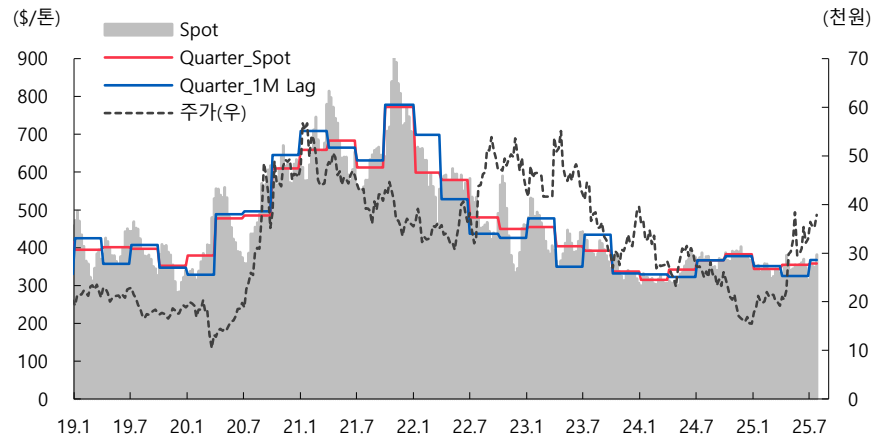
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림4. 주요 지역별 PV 모듈 가격 추이



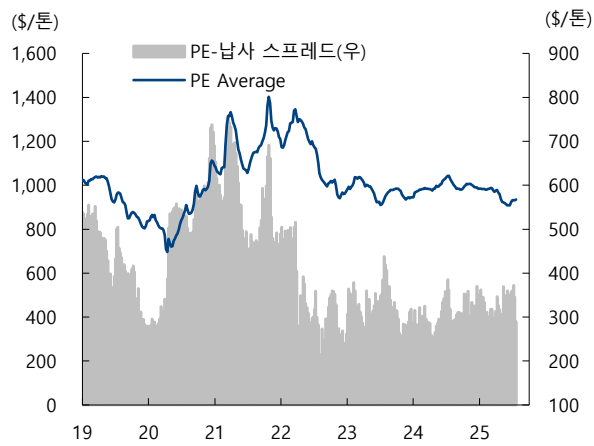
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



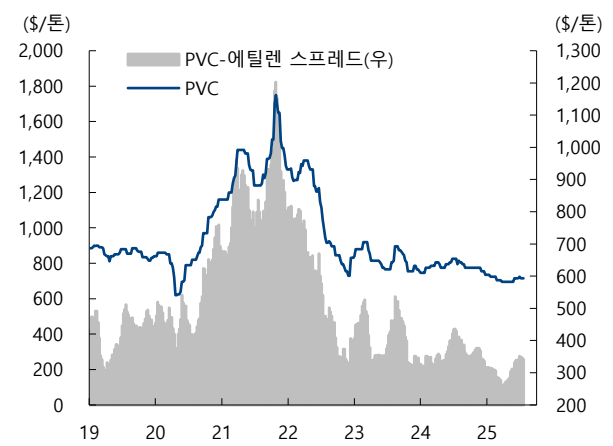
자료: iM증권 리서치본부

그림6. PE 가격 및 스프레드 추이



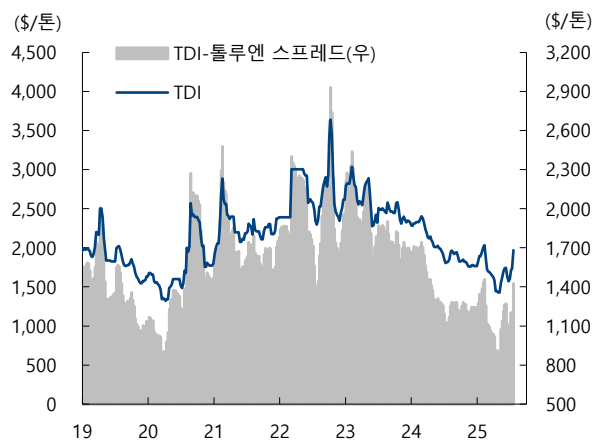
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림7. PVC 가격 및 스프레드 추이



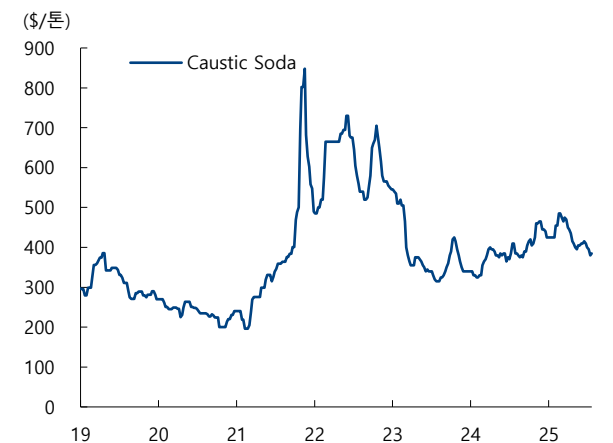
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림8. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림9. 가성소다 가격 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

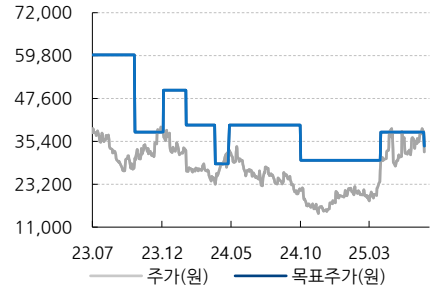
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,883	12,944	14,646	16,863	매출액	12,394	14,309	14,798	15,548
현금 및 현금성자산	2,184	3,008	4,881	6,678	증가율(%)	-5.2	15.4	3.4	5.1
단기금융자산	318	327	337	347	매출원가	11,008	12,456	12,267	12,799
매출채권	3,114	3,603	3,721	3,902	매출총이익	1,386	1,852	2,532	2,750
재고자산	4,258	5,008	4,721	4,960	판매비와관리비	1,686	1,725	1,849	1,921
비유동자산	19,154	20,311	20,900	21,318	연구개발비	92	-	-	-
유형자산	10,727	11,980	12,550	12,875	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,756	1,691	1,632	1,585	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,037	33,254	35,546	38,181	영업이익	-300	127	683	828
유동부채	11,708	12,603	12,720	12,923	증가율(%)	적전	흑전	437.5	21.2
매입채무	2,610	3,014	3,117	3,275	영업이익률(%)	-2.4	0.9	4.6	5.3
단기차입금	5,110	5,460	5,530	5,530	이자수익	103	110	183	211
유동성장기부채	1,189	1,289	1,189	1,189	이자비용	548	594	545	507
비유동부채	7,722	8,372	8,472	8,622	지분법이익(손실)	-327	-196	-107	-43
사채	2,191	2,341	2,341	2,341	기타영업외손익	-357	13	-173	-172
장기차입금	4,231	4,731	4,831	4,981	세전계속사업이익	-1,424	-535	46	321
부채총계	19,430	20,976	21,192	21,545	법인세비용	-316	-133	12	80
지배주주지분	9,450	11,121	13,197	15,479	세전계속이익률(%)	-11.5	-3.7	0.3	2.1
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-1,369	-402	35	242
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562	순이익률(%)	-11.0	-2.8	0.2	1.6
이익잉여금	4,132	3,678	3,628	3,784	지배주주귀속 순이익	-1,404	-402	35	242
기타자본항목	2,169	4,295	6,421	8,547	기타포괄이익	2,126	2,126	2,126	2,126
비지배주주지분	1,157	1,157	1,157	1,157	총포괄이익	757	1,723	2,161	2,368
자본총계	10,607	12,279	14,354	16,636	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	638	-119	1,326	959	주당지표 (원)				
당기순이익	-1,369	-402	35	242	EPS	-8,050	-2,307	200	1,385
유형자산감가상각비	649	800	830	825	BPS	54,163	63,745	75,639	88,718
무형자산감각비	66	68	60	53	CFPS	-3,949	2,666	5,297	6,416
지분법관련손실(이익)	-327	-196	-107	-43	DPS	300	300	500	500
투자활동 현금흐름	-3,287	-1,114	-479	-234	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,344	-2,053	-1,400	-1,150	PER			161.8	23.4
무형자산의 처분(취득)	-21	-3	-1	-5	PBR	0.3	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-1,040	-164	-184	-184	PCR	-4.1	12.1	6.1	5.0
재무활동 현금흐름	2,676	1,175	145	191	EV/EBITDA	31.4	16.1	9.1	7.4
단기금융부채의증감	-	450	-30	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,688	650	100	150	ROE	-16.0	-3.9	0.3	1.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.4	7.0	10.6	11.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	183.2	170.8	147.6	129.5
현금및현금성자산의증감	226	823	1,873	1,797	순부채비율	96.4	85.4	60.4	42.2
기초현금및현금성자산	1,958	2,184	3,008	4,881	매출채권회전율(x)	3.5	4.3	4.0	4.1
기말현금및현금성자산	2,184	3,008	4,881	6,678	재고자산회전율(x)	3.2	3.1	3.0	3.2

자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-11-01	Buy	38,000	-11.8%	3.9%
2024-01-03	Buy	50,000	-31.8%	-22.9%
2024-02-22	Buy	40,000	-33.1%	-27.4%
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000	-34.9%	-15.3%
2024-10-31	Buy	30,000	-35.8%	-9.7%
2025-04-25	Buy	38,000	-13.0%	2.8%
2025-07-10	Hold	38,000	-3.9%	2.6%
2025-07-31	Hold	34,000		



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 기관투자자 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 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%