

한화솔루션 (009830)

턴어라운드 시작

투자의견

BUY(유지)

목표주가

33,000 원(상향)

현재주가

21,450 원(4/24)

시가총액

3,687(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- 12M 선행 PER 8배(미국 유사 업체 퍼스트솔라 P/E) 적용하여 목표주가 33,000원으로 10% 상향, 투자의견 BUY 유지. 1Q25 매출액 3.1조원(-33%qoq, +31%yoy), 영업이익 303억원(-72%qoq, 흑전yoy), 당기순손실 302억원(적지qoq, 적지yoy)으로 당사 적자 추정을 크게 상회하는 호실적 발표. 신재생에너지 사업 영업이익이 1,362억원(OPM 8.5%)을 기록하며 125%qoq 증가. 모듈 판매 영업이익이 AMPC 포함 488억원으로 흑자 전환하였고 미국 주택용 태양광 금융/분양 사업 실적 대폭 증가하며 EPC 적자를 만회. 기존 '25년 판매량 가이드스 9GW(+13%)는 유지되었으며, 기존 발전소 매각 4조원, AMPC 1조원 가이드스 감안 시 하반기로 갈수록 실적 증가 전망
- 2Q25 매출액 3.1조원, 영업이익 986억원으로 증익 지속 전망. 모듈 판매량 1.5GW(+10%qoq), AMPC 2,010억원, 주택용 태양광 사업 영업이익 1,332억원으로 추정. 늘어난 차입과 금융비용으로 주당순이익 증가 규모가 예전보다 크진 않지만, 미국 모듈 재고 10GW 미만('24년 40GW)으로 추정되어 우호적인 영업환경이 본격화될 전망

주가(원,4/24)	27,100
시가총액(십억원)	4,658

발행주식수(천주)	171,893천주
52주 최고가(원)	34,550원
최저가(원)	14,860원
52주 일간 Beta	0.96
60일 일평균거래대금(억원)	479억원
외국인 지분율(%)	13.2%
배당수익률(2025F, %)	0.0%

주주구성(%)	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	40.4	34.8	15.7
절대기준	36.2	32.5	9.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	33,000	30,000	▲
영업이익(25)	838	594	▲
영업이익(26)	872	621	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	13,289	12,314	14,891	15,204
영업이익	605	-304	838	872
세전손익	-102	-1,416	118	162
당기순이익	-155	-1,363	91	124
EPS(원)	-1,210	-8,348	523	715
증감률(%)	적전	-	흑전	36.8
PER(배)	-	-	51.8	37.9
ROE(%)	-2.5	-20.7	1.5	2.0
PBR(배)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	11.2	22.3	8.8	8.8

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 주택용 에너지 사업 가이드스

- 주택용 에너지 사업 1Q25 22% 수준의 이익률 기록
- ABS 유동화, TPO 자산 매각, 기타 주택용에너지 사업 관련 서비스 등 여러 활동 복합적으로 기여
- 미국 주택용 태양광 시장 2025년부터 회복되어 2035년까지 연평균 +8% 수준의 성장 전망
- 당사 주택용 에너지 사업도 미국 주택용 태양광 시장 성장률 수준의 중장기적 성장 기대

Q. 주택용 에너지 사업 상세 내용

- 경쟁사는 설치/영업 중심, 미국 내 제조시설 부재
- 당사는 현지 대형 제조시설 보유 중으로, 모듈 등 부자재 수입까지 포함한 포트폴리오 확보
- ABS 유동화, TPO 수익은 일회성 아닌 분기별로 발생할 것. 상대적으로 TPO 수익의 빠른 성장 전망

Q. 주택용 에너지 사업 고수익성 원인

- 주택용 에너지 사업 영업이익 4Q24 약 200 억원에서 1Q25 +1,000 억원 qoq 이상 증가
- 1Q25 부터 TPO 관련 사업의 매출 및 영업이익 본격적으로 확대될 것
- 제조-판매-설치까지 수직계열화된 구조로 주택용 태양광 시장에서 높은 점유율 및 수익성 기록
- 최근 미국 기준금리 인하, 대기수요 본격적으로 해소되며 주택용 시장 내 빠른 회복 감지 중
- 기보유한 시장 내 경쟁력 바탕으로 주택용 에너지 사업에서 높은 수익성 확보

Q. 관세정책에 따른 모듈 전망

- 일반적으로 미국 내 생산량, 설치 수요, 가동률 수준 등을 기반으로 재고 수준 예측
- 최근 월별 모듈 수입량 감소 추세, 설치 수요 양호한 수준으로 재고 부담 완화 중인 것으로 판단
- 4Q24 부터 설치량이 수입량 상회하며 3Q24 대비 재고 감소
- 재고 부담이 완전히 해소되는 시점을 단정하기는 시기상조

Q. 셀 웨이퍼 공장 상업가동 시점, 일정 변동 여부

- 2025 년 중반 이후 완공, 연말 초기 생산 개시 전망

Q. 모듈, IRA, AMPC 1Q25 세부사항, 2Q25 전망, 2025 년 가이드스

- 모듈 판매량

· 1Q25 모듈 판매량 약 -40%qoq

· 2Q25 모듈 판매량 +10%qoq 예상

· 2025 년 판매량 가이드스 9GW 유지

- 모듈 가격 관련

· 1Q25 ASP 소폭 상승, 2Q25 도 상승세 이어갈 것으로 예상

· 미국 내 모듈 가격은 저점에서 상승 추세 전환한 것으로 판단

· 최근 동남아산 패널 관세 부과, 당사는 미국 내 생산 설비 보유하여 유연한 대응 가능

- AMPC

· 1Q25 AMPC 1,839 억원 반영

· 2Q25 AMPC 약 2,000 억원 초반대 예상

Q. 개발자산 매각/EPC 사업 2Q25 가이드스

- 2Q25 매각보다 EPC 위주, 가이드스 4,000~5,000 억원 제시

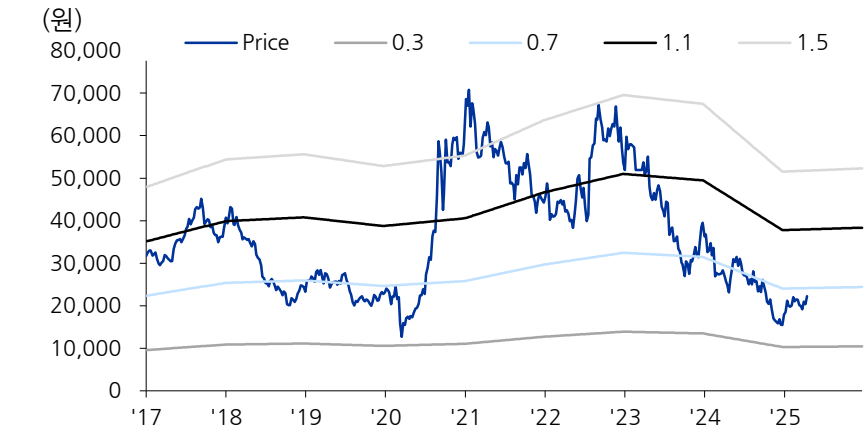
- 매각 규모가 작으면 적자 기록하는 경향 있으나, 매각 없다고 반드시 수익성 악화되지는 않음

도표 1. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	2,353	2,652	2,746	4,563	3,094	3,104	3,589	5,103	13,079	12,314	14,891
신재생에너지	764	980	1,153	2,869	1,599	1,656	2,118	3,503	6,572	5,766	8,877
케미칼	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,022	1,033	1,176	5,097	4,817	4,305
첨단소재	250	266	255	268	274	277	290	276	989	1,038	1,118
영업이익	(214)	(112)	(80)	103	30	99	272	437	579	(304)	838
신재생에너지	(185)	(92)	(41)	61	136	178	315	436	567	(258)	1,065
케미칼	(19)	(17)	(31)	(54)	(91)	(65)	(31)	12	60	(121)	(175)
첨단소재	11	9	6	(2)	(2)	(2)	1	1	64	24	(1)
OPM(%)	(9.1)	(4.2)	(2.9)	2.3	1.0	3.2	7.6	8.6	4.4	(2.5)	5.6
신재생에너지	(24.3)	(9.4)	(3.6)	2.1	8.5	10.7	14.9	12.5	8.6	(4.5)	12.0
케미칼	(1.5)	(1.4)	(2.6)	(4.6)	(8.5)	(6.4)	(3.0)	1.0	1.2	(2.5)	(4.1)
첨단소재	4.2	3.4	2.4	(0.8)	(0.7)	(0.5)	0.3	0.4	6.5	2.3	(0.1)

주: 연결조정은 생략
 자료: 한화솔루션, 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

한화솔루션(009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	23,832	24,493	23,724	25,834	27,164
유동자산	8,573	8,705	7,870	8,066	8,366
현금성자산	2,805	2,201	2,639	1,807	1,886
매출채권	2,280	2,409	2,216	2,733	2,846
재고자산	3,060	3,297	2,193	2,678	2,762
비유동자산	13,634	14,407	15,854	17,768	18,798
투자자산	5,107	5,593	4,768	5,766	5,887
유형자산	6,879	7,046	9,345	10,288	11,224
기타	1,648	1,768	1,741	1,714	1,687
부채총계	13,935	15,482	16,569	18,589	19,848
유동부채	6,808	7,689	7,433	8,061	8,202
매입채무	2,781	2,934	2,674	3,298	3,435
유동성이자부채	3,199	3,967	3,967	3,967	3,967
기타	829	788	792	796	800
비유동부채	5,685	6,598	9,136	10,527	11,646
비유동이자부채	4,786	5,802	8,333	9,718	10,830
기타	899	796	803	809	816
자본총계	9,897	9,011	7,156	7,246	7,316
자배지분	8,921	7,847	5,993	6,082	6,153
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금	5,561	5,339	3,852	3,942	4,013
기타	61	123	(245)	(245)	(245)
비자배지분	976	1,163	1,163	1,163	1,163
자본총계	9,897	9,011	7,156	7,246	7,316
총차입금	7,985	9,769	12,300	13,685	14,797
순차입금	5,180	7,568	9,661	11,877	12,911

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	79	929	1,646	797	1,307
당기순이익	366	(155)	(1,363)	91	124
자산상각비	675	679	950	1,041	1,132
기타비현금성손익	119	613	847	(553)	(500)
운전자본증감	(1,626)	(499)	1,017	(399)	(82)
매출채권감소(증가)	(400)	(544)	193	(517)	(113)
재고자산감소(증가)	(35)	(175)	1,104	(485)	(84)
매입채무증가(감소)	(812)	290	(260)	624	137
기타	(379)	(70)	(20)	(21)	(21)
투자현금	(1,477)	(2,799)	(3,690)	(3,015)	(2,291)
단기투자자산감소	(5)	(0)	(2)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(458)	(606)	(465)	(1,056)	(249)
설비투자	(903)	(2,390)	(3,201)	(1,936)	(2,019)
유형자산처분	14	41	0	0	0
무형자산처분	(37)	(18)	(21)	(21)	(21)
재무현금	2,322	1,609	2,479	1,385	1,060
차입금증가	1,207	1,989	2,531	1,385	1,112
자본증가	(91)	40	(52)	0	(52)
배당금지급	0	0	52	0	52
현금 증감	965	(658)	435	(834)	76
기초현금	1,652	2,616	1,956	2,391	1,558
기말현금	2,616	1,958	2,391	1,558	1,633
Gross Cash flow	1,706	1,428	629	1,196	1,389
Gross Investment	3,099	3,298	2,670	3,412	2,370
Free Cash Flow	(1,393)	(1,869)	(2,042)	(2,216)	(981)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	13,131	13,289	12,314	14,891	15,204
증가율(%)	22.4	1.2	(7.3)	20.9	2.1
매출원가	10,732	11,050	10,932	12,172	12,428
매출총이익	2,399	2,239	1,382	2,719	2,776
판매 및 일반관리비	1,475	1,634	1,686	1,881	1,904
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	924	605	(304)	838	872
증가율(%)	25.1	(34.6)	적전	흑전	4.1
EBITDA	1,599	1,283	646	1,879	2,003
증가율(%)	15.3	(19.8)	(49.7)	191.0	6.6
영업외손익	(171)	(707)	(1,112)	(720)	(710)
이자수익	29	94	87	86	84
이자비용	201	416	500	565	550
지분법손익	11	8	(337)	(136)	(137)
기타영업외손익	(10)	(392)	(361)	(105)	(106)
세전순이익	549	(102)	(1,416)	118	162
증가율(%)	(35.8)	적전	적지	흑전	37.5
법인세비용	202	41	(53)	27	38
당기순이익	366	(155)	(1,363)	91	124
증가율(%)	(40.6)	적전	적지	흑전	36.6
지배주주지분	359	(208)	(1,435)	90	123
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	흑전	36.8
비지배지분	7	53	72	1	1
EPS(원)	1,878	(1,210)	(8,348)	523	715
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	흑전	36.8
수정EPS(원)	1,878	(1,210)	(8,348)	518	710
증가율(%)	(42.0)	적전	적지	흑전	37.2

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,878	(1,210)	(8,348)	523	715
BPS	46,364	44,979	34,348	34,863	35,267
DPS	0	300	0	300	300
밸류에이션(배, %)					
PER	22.9	-	-	47.2	34.5
PBR	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.4	11.2	21.6	8.6	8.6
배당수익률	0.0	0.8	-	1.2	1.2
PCR	4.9	4.8	6.8	3.6	3.1
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.5	(2.5)	5.6	5.7
EBITDA이익률	12.2	9.7	5.2	12.6	13.2
순이익률	2.8	(1.2)	(11.1)	0.6	0.8
ROE	4.2	(2.5)	(20.7)	1.5	2.0
ROIC	5.8	3.8	(1.8)	4.9	4.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	52.3	84.0	135.0	163.9	176.5
유동비율	125.9	113.2	105.9	100.1	102.0
이자보상배율	4.6	1.5	(0.6)	1.5	1.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
매출채권회전율	6.7	5.7	5.3	6.0	5.4
재고자산회전율	5.0	4.2	4.5	6.1	5.6
매입채무회전율	4.8	4.7	4.4	5.0	4.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작용으로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.3.31 기준)

