

한화솔루션 009830

기대와 우려가 공존하는 해

24.4Q Review: 태양광 흑자전환

2024년 4분기 영업이익은 1,070억원으로 태양광 실적 개선과 일회성 이익(부동산 매각차익 967억원)의 효과가 더해진 결과였다. 태양광 매출액은 2.9조원(+23.7% YoY), 영업이익은 606억원으로 전년 동기 대비 62% 감소했으나 전분기 대비로는 흑자전환했다. 개발자산 매각/EPC 실적이 매출액 1.6조원(+63.4% YoY)과 영업이익 1,210억원(+235.2% YoY)을 달성하며 실적 개선의 주된 요인으로 작용했다. 모듈은 판매량이 증가하면서 매출액이 다시 1조원대로 올라섰으나 AMPC 1,901억원을 포함해도 적자는 지속되었다. 케미칼은 전방 업황 부진이 계속되면서 적자가 이어졌고 첨단소재는 안정적인 매출 흐름에도 미국 신공장 초기 가동에 따른 고정비 증가로 적자전환했다.

2025년 태양광 증익은 AMPC 영향 커, 여전히 힘든 케미칼

2025년 실적은 매출액 13.5조원(+8.6% YoY)과 영업이익 6,348억원(흑자전환)으로 추정한다. 태양광 영업이익이 7,343억원으로 대폭 개선될 전망이며 이는 사측이 제시한 AMPC 9,000억원~1조원과 발전부문 매출증대에 따른 이익 상승 효과이다. 모듈은 시황이 개선되고 있으나 상반기까지는 적자가 지속되고 N타입 판매가 높아지는 하반기부터 흑자전환이 가능할 전망이다. 케미칼은 올해에도 업황 개선 가능성이 낮은 가운데 본업 및 동사가 최대주주로 있는 여천NCC의 상황도 녹록치 않은 만큼 기대와 우려가 공존하는 영업환경이 될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 하향

한화솔루션에 대해 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 25,000원으로 하향한다. 매수를 유지하는 이유는 글로벌 태양광 시황이 개선되고 있으며 미국은 모듈 수입규모 감소, 지난해 태양광 업종 구조조정으로 공급 부담이 줄어들고 있기 때문이다. 다만 동사의 올해 태양광 실적 개선은 AMPC 반영 효과가 크며 현재 정책 불확실성이 남아 있어 여전히 리스크 요인이다. 케미칼 역시 적자흐름이 이어질 것으로 추정되고 있어 전반적인 실적 확대에 대한 자신감이 높아지는 시점은 올해 하반기부터일 전망이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024P	2025F
매출액	10,725	13,131	13,289	12,394	13,460
영업이익	738	924	605	-300	635
영업이익률(%)	6.9	7.0	4.5	-2.4	4.7
세전이익	855	549	-102	-1,342	225
지배주주지분순이익	619	359	-208	-1,364	242
EPS(원)	3,236	1,878	-1,216	-8,057	1,431
증감률(%)	73.9	-42.0	적전	적지	흑전
ROE(%)	8.8	4.2	-2.5	-19.1	3.7
PER(배)	11.0	22.9	-32.5	-2.7	15.0
PBR(배)	0.8	0.9	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.3	8.4	11.2	28.1	9.3

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

김진형 RA

02-709-2664

jh.kim@ds-sec.co.kr

2025.02.07

매수(유지)

목표주가(하향)	25,000원
현재주가(02/06)	21,450원
상승여력	16.6%

Stock Data

KOSPI	2,536.8pt
시가총액(보통주)	3,687십억원
발행주식수	171,893천주
액면가	5,000원
자본금	889십억원
60일 평균거래량	2,165천주
60일 평균거래대금	39,565백만원
외국인 지분율	14.4%
52주 최고가	34,550원
52주 최저가	14,860원
주요주주	
한화(외 5인)	36.5%
국민연금공단(외 1인)	6.2%

주가추이 및 상대강도

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

주가차트

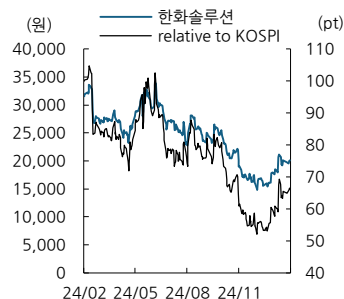


표1 한화솔루션 24.4Q 실적 리뷰

(십억원)	4Q24P	4Q23	3Q24	%YoY	%QoQ	컨센서스	차이
매출액	4,642.9	3,818.5	2,745.9	21.6%	69.1%	3,703.8	25.4%
영업이익	107.0	62.6	-80.3	70.9%	흑전	18.3	484.7%
지배주주순이익	-137.4	-337.3	-400.5	적지	적지	-166.0	-17.2%
영업이익률	2.3%	1.6%	-2.9%	0.7%p	흑전	0.5%	1.8%p
순이익률	-3.0%	-8.8%	-14.6%	적지	적지	-4.5%	1.5%p

자료: Quantivise, 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

표2 한화솔루션 실적 테이블

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	3,053.3	3,332.7	2,874.0	3,818.5	2,353.4	2,651.8	2,745.9	4,642.9	13,078.5	12,394.0	13,459.8
증가율	7.2%	2.3%	-11.3%	0.9%	-22.9%	-20.4%	-4.5%	21.6%	-0.4%	-5.2%	8.6%
케미칼	1,347.5	1,341.3	1,285.9	1,122.7	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	5,097.4	4,817.2	4,523.4
첨단소재	253.5	264.2	235.4	235.8	249.6	265.9	254.6	267.5	988.9	1,037.6	1,089.5
신재생	1,348.3	1,600.2	1,258.5	2,318.6	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	6,525.6	5,765.8	7,226.7
기타	104.0	127.0	94.2	141.4	117.4	183.3	150.2	322.5	466.6	773.4	620.3
영업이익	257.8	172.7	86.1	62.6	-214.6	-112.3	-80.3	107.0	579.2	-300.2	634.8
영업이익률	8.4%	5.2%	3.0%	1.6%	-9.1%	-4.2%	-2.9%	2.3%	4.4%	-2.4%	4.7%
케미칼	34.0	49.5	56.2	-79.0	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	60.7	-121.3	-89.5
첨단소재	21.7	21.2	16.1	5.3	10.6	9.0	6.1	-2.2	64.3	23.5	17.2
신재생	229.9	125.8	25.4	158.7	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	539.8	-257.5	734.3
기타	-27.8	-23.8	-11.6	-22.4	-21.2	-12.1	-14.4	102.8	-85.6	55.1	-27.2
지배주주 순이익	116.3	7.1	5.9	-337.3	-459.1	-367.1	-400.5	-137.4	-208.1	-1,364.1	242.3
순이익률	3.8%	0.2%	0.2%	-8.8%	-19.5%	-13.8%	-14.6%	-3.0%	-1.6%	-11.0%	1.8%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

표3 한화솔루션 신재생 부문 분기별 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025F
매출액	1,348.3	1,600.2	1,258.5	2,318.6	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	6,525.6	5,765.8	7,226.7
발전	165.0	325.0	401.8	1,000.0	342.7	405.2	578.5	1,633.6	1,891.8	2,960.0	4,000.0
모듈	1,183.3	1,275.2	856.7	1,318.6	421.4	575.0	574.0	1,235.4	4,633.8	2,805.8	3,226.7
영업이익	229.9	125.8	25.4	158.7	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	539.8	-257.5	734.3
발전	65.0	0.4	-7.8	36.1	-45.9	-17.1	30.8	121.0	93.7	88.8	200.0
모듈	164.9	125.4	33.2	122.6	-139.4	-74.7	-71.8	-60.4	446.1	-346.3	534.3
AMPC	22.9	27.9	35.0	123.8	96.6	146.8	121.6	190.1	209.6	555.1	900.0
영업이익률	17.1%	7.9%	2.0%	6.8%	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.3%	-4.5%	10.2%
발전	39.4%	0.1%	-1.9%	3.6%	-13.4%	-4.2%	5.3%	7.4%	5.0%	3.0%	5.0%
모듈	13.9%	9.8%	3.9%	9.3%	-33.1%	-13.0%	-12.5%	-4.9%	9.6%	-12.3%	16.6%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

[한화솔루션 009830]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024P	2025F		2021	2022	2023	2024P	2025F
유동자산	6,074	8,573	8,705	10,678	10,745	매출액	10,725	13,131	13,289	12,394	13,460
현금 및 현금성자산	1,567	2,548	1,956	3,822	3,687	매출원가	8,529	10,732	11,050	11,107	11,199
매출채권 및 기타채권	1,634	2,280	2,409	2,451	2,556	매출총이익	2,196	2,399	2,239	1,287	2,261
재고자산	2,232	3,060	3,297	3,362	3,458	판매비 및 관리비	1,458	1,475	1,634	1,587	1,626
기타	641	685	1,043	1,043	1,043	영업이익	738	924	605	-300	635
비유동자산	12,524	13,634	14,407	14,338	14,723	(EBITDA)	1,387	1,599	1,283	450	1,387
관계기업투자등	3,528	3,896	4,271	4,271	4,638	금융손익	-215	-224	-306	-450	-430
유형자산	6,452	6,879	7,046	7,065	7,081	이자비용	148	201	416	509	547
무형자산	1,581	1,644	1,768	1,769	1,771	관계기업등 투자손익	206	-116	11	11	11
자산총계	20,008	23,832	24,493	26,396	26,967	기타영업외손익	126	-34	-411	-603	10
유동부채	5,788	6,808	7,689	10,812	11,007	세전계속사업이익	855	549	-102	-1,342	225
매입채무 및 기타채무	2,687	2,781	2,934	3,034	3,149	계속사업법인세비용	239	202	41	-53	1
단기금융부채	2,710	3,199	3,967	6,967	7,047	계속사업이익	616	347	-147	-1,290	224
기타유동부채	391	829	788	812	812	중단사업이익	0	19	-8	0	0
비유동부채	4,774	5,685	6,598	6,874	6,912	당기순이익	616	366	-155	-1,290	224
장기금융부채	3,708	4,786	5,802	6,002	6,083	지배주주	619	359	-208	-1,364	242
기타비유동부채	1,066	899	796	873	829	총포괄이익	877	430	-112	-1,290	224
부채총계	11,806	13,935	15,482	18,801	19,130	매출총이익률 (%)	20.5	18.3	16.8	10.4	16.8
지배주주지분	8,159	8,921	7,847	6,432	6,674	영업이익률 (%)	6.9	7.0	4.5	-2.4	4.7
자본금	978	978	889	889	889	EBITDA마진률 (%)	12.9	12.2	9.7	3.6	10.3
자본잉여금	2,003	2,320	1,497	1,497	1,497	당기순이익률 (%)	5.7	2.8	-1.2	-10.4	1.7
이익잉여금	5,051	5,561	5,339	3,923	4,165	ROA (%)	3.5	1.6	-0.9	-5.4	0.9
비지배주주지분(연결)	42	976	1,163	1,163	1,163	ROE (%)	8.8	4.2	-2.5	-19.1	3.7
자본총계	8,201	9,897	9,011	7,595	7,837	ROIC (%)	6.2	5.8	3.8	-1.8	5.2

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024P	2025F		2021	2022	2023	2024P	2025F
영업활동 현금흐름	991	116	518	-324	912	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	616	366	-155	-1,290	224	P/E	11.0	22.9	-32.5	-2.7	15.0
비현금수익비용가감	701	1,340	1,583	950	774	P/B	0.8	0.9	0.9	0.6	0.6
유형자산감가상각비	617	637	613	682	683	P/S	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3
무형자산상각비	31	38	66	68	68	EV/EBITDA	8.3	8.4	11.2	28.1	9.3
기타현금수익비용	52	664	905	-565	-744	P/CF	5.2	4.9	4.8	n/a	3.7
영업활동 자산부채변동	-191	-1,626	-499	16	-86	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-21	-400	-544	-42	-105	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-692	-35	-175	-65	-97	매출액	16.6	22.4	1.2	-6.7	8.6
매입채무 증가(감소)	507	-812	290	100	115	영업이익	24.3	25.1	-34.6	적전	흑전
기타자산 부채변동	15	-379	-70	23	0	세전이익	89.4	-35.8	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-1,655	-1,477	-2,799	-759	-1,126	당기순이익	104.3	-40.6	적전	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-780	-889	-2,349	-700	-700	EPS	73.9	-42.0	적전	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-6	-37	-18	-70	-70	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-389	-463	-607	11	-356	부채비율	144.0	140.8	171.8	247.6	244.1
기타투자활동	-481	-87	175	0	0	유동비율	104.9	125.9	113.2	98.8	97.6
재무활동 현금	1,076	2,322	1,609	2,948	80	순차입금/자기자본(x)	56.4	52.3	84.0	117.2	117.4
차입금의 증가(감소)	-157	1,207	1,989	3,000	80	영업이익/금융비용(x)	5.0	4.6	1.5	-0.6	1.2
자본의 증가(감소)	1,325	-91	40	-52	0	총차입금 (십억원)	6,419	7,985	9,769	12,968	13,129
배당금의 지급	0	0	0	52	0	순차입금 (십억원)	4,625	5,180	7,568	8,902	9,198
기타재무활동	-92	1,206	-420	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	452	965	-658	1,866	-135	EPS	3,236	1,878	-1,216	-8,057	1,431
기초현금	1,200	1,652	2,616	1,956	3,822	BPS	42,408	46,364	44,979	36,865	38,253
기말현금	1,652	2,616	1,958	3,822	3,687	SPS	55,675	68,162	76,167	71,039	77,148
NOPLAT	532	584	438	-218	632	CFPS	6,837	8,854	8,186	-1,947	5,721
FCF	-529	-1,397	-1,870	-1,083	-215	DPS	n/a	n/a	300	n/a	n/a

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화솔루션 (009830) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-02-17	매수	65,000	-47.2	-29.4	
2023-04-04	매수	65,000	-37.3	-15.2	
2023-06-19	매수	65,000	-44.1	-26.4	
2023-08-16	매수	65,000	-50.8	-41.9	
2023-11-01	유지	32,000	-10.1	23.4	
2023-11-13	유지	32,000	-11.3	23.4	
2024-01-11	유지	32,000	-20.2	-53.6	
2024-02-23	유지	32,000	-24.5	5.9	
2024-04-16	매수	32,000	-26.2	5.9	
2024-04-26	매수	32,000	-26.4	5.9	
2024-07-26	매수	32,000	-34.2	-12.2	
2024-10-31	매수	32,000	-44.1	-30.8	
2025-02-07	매수	25,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	산업	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	비중확대	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이거나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.