



# 한화솔루션 (009830)

태양광 사업부 본격 턴어라운드

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 32,000원

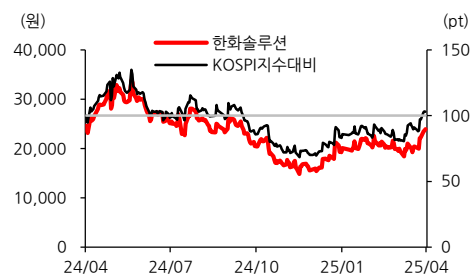
|                |                  |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(4/24)    | 27,100원          |
| 상승여력           | ▲ 18.1%          |
| 시가총액           | 46,583억원         |
| 발행주식수          | 171,893천주        |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 33,900 / 14,860원 |
| 90 일 일평균 거래대금  | 478.63억원         |
| 외국인 지분율        | 13.2%            |
| 주주 구성          |                  |
| 한화 (외 5인)      | 36.5%            |
| 국민연금공단 (외 1인)  | 6.8%             |
| 자사주 (외 1인)     | 1.5%             |

| 주가수익률(%)     | 1개월  | 3개월  | 6개월  | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률        | 36.2 | 34.8 | 32.5 | 9.9  |
| 상대수익률(KOSPI) | 40.4 | 35.4 | 34.8 | 15.7 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 13,289 | 12,394 | 15,417 | 16,717 |
| 영업이익      | 605    | -300   | 804    | 1,562  |
| EBITDA    | 1,283  | 415    | 1,680  | 2,519  |
| 지배주주순이익   | -208   | -1,404 | -78    | 416    |
| EPS       | -1,216 | -8,175 | -466   | 2,451  |
| 순차입금      | 7,568  | 10,701 | 11,303 | 11,479 |
| PER       | -32.5  | -2.0   | -58.2  | 11.1   |
| PBR       | 0.9    | 0.3    | 0.5    | 0.5    |
| EV/EBITDA | 11.2   | 32.5   | 9.5    | 6.4    |
| 배당수익률     | 0.8    | 1.9    | 1.1    | 1.1    |
| ROE       | -2.5   | -16.2  | -0.8   | 4.4    |

## 주가 추이



한화솔루션의 1 분기 실적은 태양광 부문의 서프라이즈로 컨센서스를 크게 상회했습니다. 1 분기 본격화된 TPO(Third Party Ownership) 사업 영향이 컸습니다. 또한, 동남아시아 4 개국에 대한 AD/CVD(반덤핑 및 상계관세) 부과로 미국 내 모듈 가격의 점진적인 회복세도 기대됩니다.

## 1분기: 태양광 부문 서프라이즈

동사의 1분기 실적은 매출액 3.1조 원, 영업이익 303억 원으로 컨센서스(매출액 2.8조 원, 영업이익 607억 원)를 크게 상회했다. 태양광 부문의 수익성 개선이 주효했다. 특히 TPO 사업이 본격화되며 주택용 에너지 사업에서 영업이익 1,292억 원을 기록해, 전 분기(200억 원) 대비 큰 폭으로 증가했다. 반면, 케미칼 사업부는 정기보수 영향으로 500억 원의 추가 손실을 기록하며 적자가 확대됐다.

## 2분기: 영업이익 1,344억 원으로 컨센서스 상회 전망

동사의 2분기 실적 역시 매출액 3.4조 원, 영업이익 1,344억 원으로 기존 컨센서스(매출액 3.1조 원, 영업이익 403억 원)를 대폭 상회할 것으로 전망된다. 태양광 사업부의 수익성 회복이 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 주택용 에너지 사업은 견조한 수익성이 유지되는 가운데, 모듈 출하량이 QoQ +10% 증가하고, 모듈 가격도 상승세가 지속될 것으로 보인다. 케미칼 사업부는 정기보수가 마무리되며 적자 폭이 축소될 전망이다.

## 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원 유지

태양광 사업부의 본격적인 턴어라운드가 시작됐다. 1) 미국 내 유틸리티용 태양광 설치량은 둔화될 우려가 있으나, 동사는 주택용 시장에서의 강점이 부각되고 있다. 주택용 태양광 시장은 CAGR +8% 성장할 것으로 예상되며, 그안에서도 TPO 시장은 CAGR +18%의 더 높은 성장세가 전망된다. 동사는 모듈 생산부터 설치, 운영까지 사업을 수직 계열화해 원가 경쟁력이 높고, ITC 세액공제 혜택으로 높은 수익성을 확보할 수 있다. 2) 동남아 4개국에 대한 AD/CVD도 부과되며 미국 내 모듈 재고가 감소하면서 모듈 가격의 점진적인 반등도 기대된다. 주택용 에너지 사업에서의 견조한 수익성과 미국 내 모듈 가격 상승세를 확인하며 비중 확대를 추천한다.

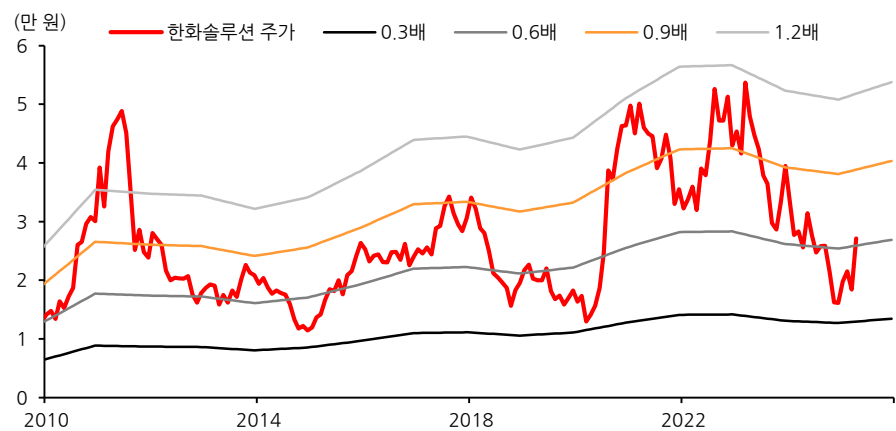
[표1] 한화솔루션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

|              | 1Q24   | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25P | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 2,393  | 2,665 | 2,773 | 4,643 | 3,095 | 3,364 | 4,111 | 4,847 | 13,242 | 12,474 | 15,417 | 16,717 |
| QoQ/YoY(%)   | -38%   | 11%   | 4%    | 67%   | -33%  | 9%    | 22%   | 18%   | 1%     | -6%    | 24%    | 8%     |
| 영업이익         | -215   | -112  | -80   | 107   | 30    | 134   | 249   | 391   | 578    | -300   | 804    | 1,562  |
| 영업이익률(%)     | -9.0%  | -4.2% | -2.9% | 2.3%  | 1.0%  | 4.0%  | 6.1%  | 8.1%  | 4.4%   | -2.4%  | 5.2%   | 9.3%   |
| EBITDA       | -40    | 58    | 100   | 297   | 224   | 332   | 454   | 605   | 1,253  | 415    | 1,614  | 2,455  |
| EBITDAM(%)   | -1.7%  | 2.2%  | 3.6%  | 6.4%  | 7.2%  | 9.9%  | 11.0% | 12.5% | 9.5%   | 3.3%   | 10.5%  | 14.7%  |
| <b>케미칼</b>   |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |
| 매출액          | 1,222  | 1,222 | 1,189 | 1,184 | 1,074 | 1,264 | 1,296 | 1,354 | 5,097  | 4,817  | 4,987  | 5,184  |
| 영업이익         | -19    | -17   | -31   | -54   | -91   | -29   | -3    | 2     | 60     | -121   | -122   | 54     |
| 영업이익률(%)     | -1.5%  | -1.4% | -2.6% | -4.6% | -8.5% | -2.3% | -0.3% | 0.1%  | 1.2%   | -2.5%  | -2.4%  | 1.0%   |
| <b>태양광</b>   |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |
| 매출액          | 779    | 980   | 1,153 | 2,869 | 1,599 | 1,725 | 2,430 | 3,039 | 6,594  | 5,780  | 8,793  | 9,874  |
| 모듈 & 주택 사업 등 | 436    | 575   | 574   | 1,235 | 1,180 | 1,279 | 1,331 | 1,356 | 4,544  | 2,820  | 5,150  | 5,862  |
| 개발권자산 매각/EPC | 343    | 405   | 579   | 1,634 | 419   | 446   | 1,099 | 1,683 | 2,050  | 2,960  | 3,646  | 4,011  |
| 영업이익         | -185   | -92   | -41   | 61    | 136   | 165   | 250   | 391   | 568    | -258   | 942    | 1,509  |
| 영업이익률(%)     | -23.8% | -9.4% | -3.6% | 2.1%  | 8.5%  | 9.6%  | 10.3% | 12.9% | 8.6%   | -4.5%  | 10.7%  | 15.3%  |
| 모듈 & 주택 사업 등 | -236   | -222  | -193  | -251  | -6    | -16   | 17    | 52    | 265    | -901   | 47     | 285    |
| 개발권자산 매각/EPC | -46    | -17   | 31    | 121   | -42   | -9    | 33    | 84    | 94     | 89     | 66     | 80     |
| AMPC         | 97     | 147   | 122   | 190   | 184   | 189   | 199   | 256   | 210    | 555    | 828    | 1,144  |
| <b>첨단소재</b>  |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |
| 매출액          | 250    | 266   | 255   | 268   | 274   | 276   | 285   | 290   | 989    | 1,038  | 1,125  | 1,149  |
| 영업이익         | 11     | 9     | 6     | -2    | -2    | 6     | 10    | 9     | 64     | 24     | 22     | 34     |
| 영업이익률(%)     | 4.2%   | 3.4%  | 2.4%  | -0.8% | -0.7% | 2.0%  | 3.5%  | 3.0%  | 6.5%   | 2.3%   | 2.0%   | 3.0%   |
| <b>기타</b>    |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |
| 매출액          | 142    | 196   | 178   | 323   | 148   | 99    | 100   | 165   | 562    | 839    | 512    | 510    |
| 영업이익         | -21    | -12   | -14   | 103   | -13   | -7    | -7    | -12   | -114   | 55     | -38    | -36    |
| 영업이익률(%)     | -8.5%  | -4.6% | -5.7% | 38.4% | -4.7% | -2.5% | -2.5% | -4.0% | -11.5% | 5.3%   | -3.4%  | -3.1%  |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한화솔루션 12m Fwd PBR Band



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산    | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액        | 13,131 | 13,289 | 12,394 | 15,417 | 16,717 |
| 매출총이익      | 2,399  | 2,239  | 1,386  | 2,342  | 3,229  |
| 영업이익       | 924    | 605    | -300   | 804    | 1,562  |
| EBITDA     | 1,599  | 1,283  | 415    | 1,680  | 2,519  |
| 순이자손익      | -172   | -322   | -442   | -436   | -463   |
| 외화관련손익     | -53    | 16     | -76    | 0      | 0      |
| 지분법손익      | -116   | 11     | -424   | -330   | -191   |
| 세전계속사업손익   | 549    | -102   | -1,424 | -117   | 602    |
| 당기순이익      | 366    | -155   | -1,369 | -68    | 476    |
| 지배주주순이익    | 359    | -208   | -1,404 | -78    | 416    |
| 증가율(%)     |        |        |        |        |        |
| 매출액        | 22.4   | 1.2    | -6.7   | 24.4   | 8.4    |
| 영업이익       | 25.1   | -34.6  | 적전     | 흑전     | 94.2   |
| EBITDA     | 15.3   | -19.8  | -67.6  | 304.6  | 50.0   |
| 순이익        | -40.6  | 적전     | 적지     | 적지     | 흑전     |
| 이익률(%)     |        |        |        |        |        |
| 매출총이익률     | 18.3   | 16.8   | 11.2   | 15.2   | 19.3   |
| 영업이익률      | 7.0    | 4.5    | -2.4   | 5.2    | 9.3    |
| EBITDA 이익률 | 12.2   | 9.7    | 3.4    | 10.9   | 15.1   |
| 세전이익률      | 4.2    | -0.8   | -11.5  | -0.8   | 3.6    |
| 순이익률       | 2.8    | -1.2   | -11.0  | -0.4   | 2.8    |

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산        | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업현금흐름         | 116    | 518    | 638    | 1,103  | 954    |
| 당기순이익          | 366    | -155   | -1,369 | -68    | 476    |
| 자산상각비          | 675    | 679    | 715    | 876    | 957    |
| 운전자본증감         | -1,626 | -499   | 84     | -57    | -645   |
| 매출채권 감소(증가)    | -400   | -544   | -274   | 598    | -1,662 |
| 재고자산 감소(증가)    | -35    | -175   | -474   | -314   | -324   |
| 매입채무 증가(감소)    | -812   | 290    | 688    | -348   | 1,335  |
| 투자현금흐름         | -1,477 | -2,799 | -3,287 | -1,669 | -1,094 |
| 유형자산처분(취득)     | -889   | -2,349 | -3,344 | -2,141 | -1,170 |
| 무형자산 감소(증가)    | -37    | -18    | -21    | -32    | -32    |
| 투자자산 감소(증가)    | -5     | 0      | 1      | -15    | -16    |
| 재무현금흐름         | 2,322  | 1,609  | 2,676  | 448    | -52    |
| 차입금의 증가(감소)    | 1,207  | 1,989  | 2,612  | 500    | 0      |
| 자본의 증가(감소)     | -91    | 40     | -138   | -52    | -52    |
| 배당금의 지급        | 0      | 0      | 138    | 52     | 52     |
| 총현금흐름          | 1,706  | 1,428  | 584    | 1,160  | 1,598  |
| (-)운전자본증감(감소)  | 957    | 623    | 260    | 57     | 645    |
| (-)설비투자        | 903    | 2,390  | 3,398  | 2,141  | 1,170  |
| (+)자산매각        | -24    | 23     | 32     | -32    | -32    |
| Free Cash Flow | -178   | -1,562 | -3,042 | -1,070 | -249   |
| (-)기타투자        | 1,215  | 308    | -421   | -519   | -124   |
| 잉여현금           | -1,393 | -1,869 | -2,621 | -551   | -125   |
| NOPLAT         | 584    | 438    | -218   | 583    | 1,234  |
| (+) Dep        | 675    | 679    | 715    | 876    | 957    |
| (-)운전자본투자      | 957    | 623    | 260    | 57     | 645    |
| (-)Capex       | 903    | 2,390  | 3,398  | 2,141  | 1,170  |
| OpFCF          | -600   | -1,896 | -3,160 | -739   | 377    |

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산    | 8,573  | 8,705  | 10,883 | 10,541 | 12,397 |
| 현금성자산   | 2,805  | 2,201  | 2,558  | 2,456  | 2,279  |
| 매출채권    | 2,280  | 2,409  | 2,968  | 2,369  | 4,032  |
| 재고자산    | 3,060  | 3,297  | 4,258  | 4,571  | 4,896  |
| 비유동자산   | 13,634 | 14,407 | 19,154 | 19,602 | 19,532 |
| 투자자산    | 5,107  | 5,593  | 6,671  | 5,822  | 5,507  |
| 유형자산    | 6,879  | 7,046  | 10,727 | 12,058 | 12,336 |
| 무형자산    | 1,644  | 1,768  | 1,756  | 1,722  | 1,690  |
| 자산총계    | 23,832 | 24,493 | 30,037 | 30,143 | 31,929 |
| 유동부채    | 6,808  | 7,689  | 11,708 | 11,411 | 12,800 |
| 매입채무    | 2,781  | 2,934  | 4,023  | 3,675  | 5,011  |
| 유동성이자부채 | 3,199  | 3,967  | 6,425  | 6,425  | 6,425  |
| 비유동부채   | 5,685  | 6,598  | 7,722  | 8,255  | 8,288  |
| 비유동이자부채 | 4,786  | 5,802  | 6,833  | 7,333  | 7,333  |
| 부채총계    | 13,935 | 15,482 | 19,430 | 19,666 | 21,088 |
| 자본금     | 978    | 889    | 889    | 889    | 889    |
| 자본잉여금   | 2,320  | 1,497  | 1,562  | 1,562  | 1,562  |
| 이익잉여금   | 5,561  | 5,339  | 4,132  | 4,003  | 4,367  |
| 자본조정    | 61     | 123    | 2,866  | 2,169  | 2,169  |
| 자기주식    | -112   | -110   | -110   | -110   | -110   |
| 자본총계    | 9,897  | 9,011  | 10,607 | 10,477 | 10,841 |

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산         | 2022   | 2023   | 2024    | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 주당지표            |        |        |         |        |        |
| EPS             | 1,878  | -1,216 | -8,175  | -466   | 2,451  |
| BPS             | 46,364 | 44,979 | 54,163  | 53,420 | 55,508 |
| DPS             | 0      | 300    | 300     | 300    | 300    |
| CFPS            | 8,854  | 8,186  | 3,346   | 6,649  | 9,160  |
| ROA(%)          | 1.6    | -0.9   | -5.2    | -0.3   | 1.3    |
| ROE(%)          | 4.2    | -2.5   | -16.2   | -0.8   | 4.4    |
| ROIC(%)         | 5.8    | 3.8    | -1.5    | 3.6    | 7.3    |
| Multiples(x, %) |        |        |         |        |        |
| PER             | 28.6   | -32.5  | -2.0    | -58.2  | 11.1   |
| PBR             | 1.2    | 0.9    | 0.3     | 0.5    | 0.5    |
| PSR             | 0.8    | 0.5    | 0.2     | 0.3    | 0.3    |
| PCR             | 6.1    | 4.8    | 4.8     | 4.1    | 3.0    |
| EV/EBITDA       | 8.4    | 11.2   | 32.5    | 9.5    | 6.4    |
| 배당수익률           | n/a    | 0.8    | 1.9     | 1.1    | 1.1    |
| 안정성(%)          |        |        |         |        |        |
| 부채비율            | 140.8  | 171.8  | 183.2   | 187.7  | 194.5  |
| Net debt/Equity | 52.3   | 84.0   | 100.9   | 107.9  | 105.9  |
| Net debt/EBITDA | 323.9  | 589.8  | 2,577.1 | 672.9  | 455.6  |
| 유동비율            | 125.9  | 113.2  | 93.0    | 92.4   | 96.9   |
| 이자보상배율(배)       | 4.6    | 1.5    | n/a     | 1.5    | 2.8    |
| 자산구조(%)         |        |        |         |        |        |
| 투하자본            | 58.2   | 60.9   | 63.6    | 66.7   | 68.8   |
| 현금+투자자산         | 41.8   | 39.1   | 36.4    | 33.3   | 31.2   |
| 자본구조(%)         |        |        |         |        |        |
| 차입금             | 44.7   | 52.0   | 55.6    | 56.8   | 55.9   |
| 자기자본            | 55.3   | 48.0   | 44.4    | 43.2   | 44.1   |

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2025년 04월 25일)

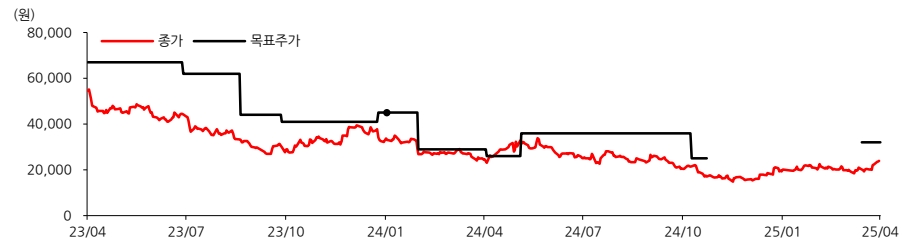
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 한화솔루션 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자 의견 변동 내역 ]

|       |            |            |            |            |            |            |
|-------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시   | 2016.08.12 | 2023.04.28 | 2023.06.09 | 2023.07.21 | 2023.09.12 | 2023.10.20 |
| 투자 의견 | 투자등급변경     | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표 가격 |            | 67,000     | 67,000     | 62,000     | 44,000     | 41,000     |
| 일 시   | 2023.11.01 | 2023.11.27 | 2024.01.05 | 2024.01.17 | 2024.02.23 | 2024.04.16 |
| 투자 의견 | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Hold       | Hold       |
| 목표 가격 | 41,000     | 41,000     | 41,000     | 45,000     | 29,000     | 29,000     |
| 일 시   | 2024.04.26 | 2024.05.28 | 2024.11.01 | 2025.04.07 | 2025.04.07 | 2025.04.25 |
| 투자 의견 | Hold       | Hold       | Buy        | 담당자변경      | Buy        | Buy        |
| 목표 가격 | 26,000     | 36,000     | 25,000     | 이용욱        | 32,000     | 32,000     |

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

| 일자         | 투자 의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|-------|---------|---------|-------------|
|            |       |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2023.07.21 | Buy   | 62,000  | -39.94  | -28.79      |
| 2023.09.12 | Buy   | 44,000  | -30.95  | -24.66      |
| 2023.10.20 | Buy   | 41,000  | -18.59  | -3.66       |
| 2024.01.17 | Buy   | 45,000  | -27.03  | -22.22      |
| 2024.02.23 | Hold  | 29,000  | -7.73   | -17.93      |
| 2024.04.26 | Hold  | 26,000  | 10.35   | 26.35       |
| 2024.05.28 | Hold  | 36,000  | -27.73  | -5.83       |
| 2024.11.01 | Buy   | 25,000  | -24.23  | -9.80       |
| 2025.04.07 | Buy   | 32,000  |         |             |

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2025년 03월 31일)

| 투자등급       | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 90.9% | 9.1% | 0.0% | 100.0% |