



한화솔루션 (009830)

정책 불확실성은 해소, 펀더멘탈 개선을 기대

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 42,000원

현재 주가(7/7)	35,900원
상승여력	▲ 17.0%
시가총액	61,709억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	39,050 / 14,860원
90 일 일평균 거래대금	1,264.88억원
외국인 지분율	13.3%
주주 구성	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%
자사주 (외 1인)	1.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.0	77.7	102.0	32.2
상대수익률(KOSPI)	7.2	46.3	79.3	25.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	13,289	12,394	14,890	16,122
영업이익	605	-300	821	1,679
EBITDA	1,283	415	1,680	2,638
지배주주순이익	-208	-1,404	296	691
EPS	-1,216	-8,175	1,741	4,074
순차입금	7,568	10,701	12,381	12,011
PER	-32.5	-2.0	20.6	8.8
PBR	0.9	0.3	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.2	32.5	11.1	6.9
배당수익률	0.8	1.9	0.8	0.8
ROE	-2.5	-16.2	3.1	6.9

주가 추이



한화솔루션의 태양광 사업부는 OBBB 정책 최종안이 통과되며 그동안 높았던 불확실성이 해소되었습니다. 당초 우려보다는 우호적인 환경이 조성되었으며, 선제적인 태양광 설치 수요와 함께 모듈 가격 상승도 기대할 수 있습니다.

2분기 실적: 영업이익 1,456억 원 전망

동사의 2분기 실적은 매출액 3.2조 원, 영업이익 1,456억 원으로 영업이익 기준 컨센서스(1,177억 원) 및 당사 추정치(영업이익 1,344억 원)를 상회할 것으로 전망한다. 태양광 사업부에서 1) 모듈 출하량이 QoQ +12% 증가해 적자 소폭 축소되고 AMPC 증가 효과가 기대되며, 2)주택용 에너지사업과 개발권자산은 QoQ 비슷한 실적이 예상된다. 한편, 케미칼 사업부는 1분기 정기보수 비용(약 500억 원)이 사라지면서 적자 폭이 축소될 전망이다.

OBBB 불확실성 해소, 태양광 모듈 가격 반등을 기대

1) AMPC(45X)는 2032년까지 수령할 수 있어 조기 폐지 우려가 해소되었고, 2) ITC(48E) 역시 법안 시행일로부터 1년 내 착공 시 세액공제 혜택이 가능해 2026년까지는 선제적인 투자 계획이 다수 발표될 것으로 기대된다. 3) TPO도 ITC 혜택이 가능해 동사의 주택용 에너지사업의 높은 수요와 수익성도 유지될 것으로 전망한다. 다만, 태양광 프로젝트 비용 상승을 우려하여 FEoC 부품 사용 시 부과해야 하는 Excise Tax 조항이 삭제되어 미국 내 가격 경쟁이 유지되는 점은 아쉽다. 종합적으로 정책 불확실성이 해소되며, 그동안 지연된 태양광 투자 재개와 함께 모듈 가격 상승을 기대한다.

목표주가 42,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 42,000원으로 상향한다. 연초 이후 상향 조정된 동종 업체들의 EV/EBITDA를 적용했다. ITC 혜택 일몰 시점이 2032년(기존 IRA 법안)에서 축소된 것은 아쉽지만, 우려보다는 선방했다. 정책 불확실성으로 2025년 미국 내 태양광 발전 가동 프로젝트 일정들은 다소 지연됐으나, 2026~2028년 가동을 목표로하고 있는 프로젝트 수는 오히려 증가했다. 아직 미국 내 태양광 모듈 가격 상승세는 확인되지 않으나, 반등 여건은 마련됐다고 판단한다.

[표1] 한화솔루션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,393	2,665	2,773	4,643	3,094	3,198	3,911	4,687	13,242	12,435	14,890	16,122
QoQYoY(%)	-38%	11%	4%	67%	-33%	3%	22%	20%	1%	-6%	20%	8%
영업이익	-215	-112	-80	107	30	146	245	400	578	-300	821	1,679
영업이익률(%)	-9.0%	-4.2%	-2.9%	2.3%	1.0%	4.6%	6.3%	8.5%	4.4%	-2.4%	5.5%	10.4%
EBITDA	-40	58	100	297	223	341	447	611	1,253	415	1,622	2,558
EBITDAM(%)	-1.7%	2.2%	3.6%	6.4%	7.2%	10.7%	11.4%	13.0%	9.5%	3.3%	10.9%	15.9%
케미칼												
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,163	1,133	1,198	5,097	4,817	4,568	4,670
영업이익	-19	-17	-31	-54	-91	-40	-14	0	60	-121	-146	61
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-3.4%	-1.3%	0.0%	1.2%	-2.5%	-3.2%	1.3%
태양광												
매출액	779	980	1,153	2,869	1,599	1,665	2,408	3,045	6,594	5,780	8,717	9,842
모듈 & 주택 사업 등	436	575	574	1,235	1,180	1,219	1,309	1,362	4,544	2,820	5,082	5,831
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	187	257	403	568	-258	983	1,620
영업이익률(%)	-23.8%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.5%	11.2%	10.7%	13.2%	8.6%	-4.5%	11.3%	16.5%
모듈 & 주택 사업 등	-236	-222	-193	-251	-6	4	24	61	265	-901	83	429
개발권자산 매각/EPC	-46	-17	31	121	-42	-9	33	84	94	89	66	80
AMPC	97	147	122	190	184	192	200	258	210	555	833	1,111
첨단소재												
매출액	250	266	255	268	274	270	269	279	989	1,038	1,093	1,110
영업이익	11	9	6	-2	-2	5	9	8	64	24	21	33
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%
기타												
매출액	142	196	178	323	148	99	100	165	562	800	512	500
영업이익	-21	-12	-14	103	-13	-7	-7	-12	-114	55	-38	-35
영업이익률(%)	-8.5%	-4.6%	-5.7%	38.4%	-4.7%	-2.6%	-2.6%	-4.1%	-11.5%	5.3%	-3.5%	-3.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

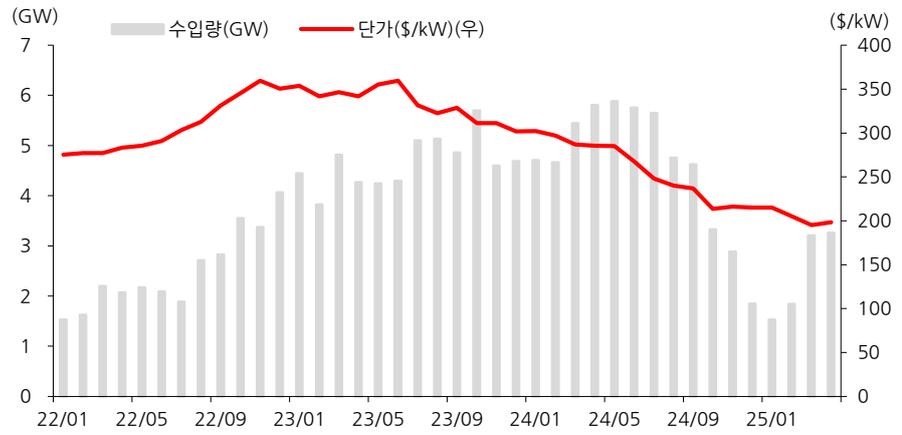
[표2] 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	EBITDA	배수	가치	비고
영업가치(십억 원)			18,179	
태양광	2,113	7.8	16,480	-2026년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
케미칼/첨단소재	215	7.9	1,699	-2025년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
비영업가치(십억 원)			1,174	장부가액 70% 할인
YNCC/IMPACT			3,055	YNCC(50%) / 한화임팩트(47.93%)
기타			859	장부가치, 30% 할인을 적용
순차입금(십억 원)			12,011	2026년 기준
우선주 시가총액(십억 원)			72	
총 기업가치(십억 원)			7,270	
총주식 수(백만 주)			172	
적정 주가			42,291	
목표주가(원)			42,000	
현재주가			35,900	
상승여력			+17.0%	

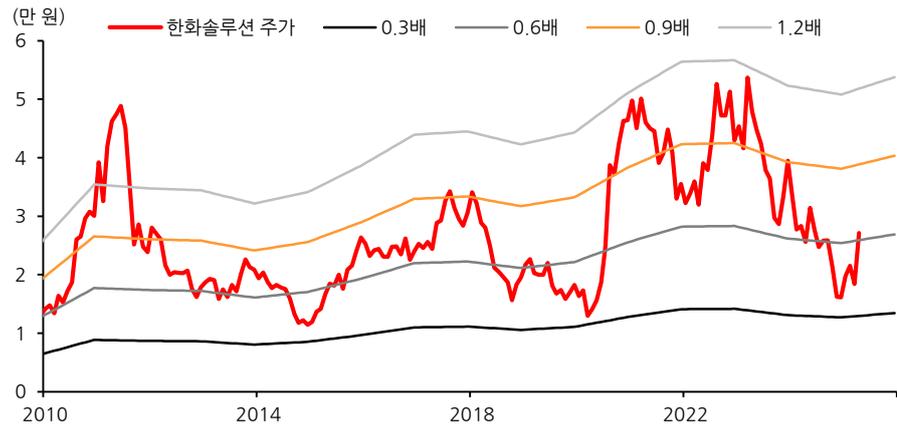
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 미국 태양광 모듈 수입량 및 수입 가격 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화솔루션 12m Fwd PBR Band



자료: Wusefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	13,131	13,289	12,394	14,890	16,122
매출총이익	2,399	2,239	1,386	2,841	3,867
영업이익	924	605	-300	821	1,679
EBITDA	1,599	1,283	415	1,680	2,638
순이자손익	-172	-322	-442	-444	-473
외화관련손익	-53	16	-76	-9	0
지분법손익	-116	11	-424	391	52
세전계속사업손익	549	-102	-1,424	424	1,000
당기순이익	366	-155	-1,369	359	790
지배주주순이익	359	-208	-1,404	296	691
증가율(%)					
매출액	22.4	1.2	-6.7	20.1	8.3
영업이익	25.1	-34.6	적전	흑전	104.6
EBITDA	15.3	-19.8	-67.6	304.6	57.0
순이익	-40.6	적전	적지	흑전	120.2
이익률(%)					
매출총이익률	18.3	16.8	11.2	19.1	24.0
영업이익률	7.0	4.5	-2.4	5.5	10.4
EBITDA 이익률	12.2	9.7	3.4	11.3	16.4
세전이익률	4.2	-0.8	-11.5	2.8	6.2
순이익률	2.8	-1.2	-11.0	2.4	4.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	116	518	638	482	1,338
당기순이익	366	-155	-1,369	359	790
자산상각비	675	679	715	859	959
운전자본증감	-1,626	-499	84	-568	-293
매출채권 감소(증가)	-400	-544	-274	742	-1,523
재고자산 감소(증가)	-35	-175	-474	-2,279	1,843
매입채무 증가(감소)	-812	290	688	1,553	-613
투자현금흐름	-1,477	-2,799	-3,287	-2,045	-939
유형자산처분(취득)	-889	-2,349	-3,344	-2,283	-1,170
무형자산 감소(증가)	-37	-18	-21	-6	-14
투자자산 감소(증가)	-5	0	1	-16	-21
재무현금흐름	2,322	1,609	2,676	1,301	-52
차입금의 증가(감소)	1,207	1,989	2,612	1,444	0
자본의 증가(감소)	-91	40	-138	-52	-52
배당금의 지급	0	0	138	52	52
총현금흐름	1,706	1,428	584	1,069	1,631
(-)운전자본증가(감소)	957	623	260	434	293
(-)설비투자	903	2,390	3,398	2,290	1,170
(+)자산매각	-24	23	32	1	-14
Free Cash Flow	-178	-1,562	-3,042	-1,654	155
(-)기타투자	1,215	308	-421	-126	-266
잉여현금	-1,393	-1,869	-2,621	-1,527	421
NOPLAT	584	438	-218	696	1,327
(+) Dep	675	679	715	859	959
(-)운전자본투자	957	623	260	434	293
(-)Capex	903	2,390	3,398	2,290	1,170
OpFCF	-600	-1,896	-3,160	-1,169	822

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,573	8,705	10,883	12,596	12,694
현금성자산	2,805	2,201	2,558	2,455	2,825
매출채권	2,280	2,409	2,968	2,369	3,893
재고자산	3,060	3,297	4,258	6,570	4,727
비유동자산	13,634	14,407	19,154	20,649	20,659
투자자산	5,107	5,593	6,671	6,637	6,422
유형자산	6,879	7,046	10,727	12,243	12,521
무형자산	1,644	1,768	1,756	1,768	1,716
자산총계	23,832	24,493	30,037	33,245	33,354
유동부채	6,808	7,689	11,708	13,995	13,431
매입채무	2,781	2,934	4,023	5,451	4,838
유동성이자부채	3,199	3,967	6,425	7,330	7,330
비유동부채	5,685	6,598	7,722	8,427	8,460
비유동이자부채	4,786	5,802	6,833	7,506	7,506
부채총계	13,935	15,482	19,430	22,421	21,891
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,497	1,562	1,566	1,566
이익잉여금	5,561	5,339	4,132	4,349	4,988
자본조정	61	123	2,866	2,170	2,170
자기주식	-112	-110	-110	-110	-110
자본총계	9,897	9,011	10,607	10,824	11,463

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,878	-1,216	-8,175	1,741	4,074
BPS	46,364	44,979	54,163	55,426	59,089
DPS	0	300	300	300	300
CFPS	8,854	8,186	3,346	6,130	9,351
ROA(%)	1.6	-0.9	-5.2	0.9	2.1
ROE(%)	4.2	-2.5	-16.2	3.1	6.9
ROIC(%)	5.8	3.8	-1.5	4.1	7.4
Multiples(x, %)					
PER	28.6	-32.5	-2.0	20.6	8.8
PBR	1.2	0.9	0.3	0.6	0.6
PSR	0.8	0.5	0.2	0.4	0.4
PCR	6.1	4.8	4.8	5.9	3.8
EV/EBITDA	8.4	11.2	32.5	11.1	6.9
배당수익률	n/a	0.8	1.9	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	140.8	171.8	183.2	207.2	191.0
Net debt/Equity	52.3	84.0	100.9	114.4	104.8
Net debt/EBITDA	323.9	589.8	2,577.1	737.0	455.3
유동비율	125.9	113.2	93.0	90.0	94.5
이자보상배율(배)	4.6	1.5	n/a	1.5	2.9
자산구조(%)					
투하자본	58.2	60.9	63.6	66.2	66.1
현금+투자자산	41.8	39.1	36.4	33.8	33.9
자본구조(%)					
차입금	44.7	52.0	55.6	57.8	56.4
자기자본	55.3	48.0	44.4	42.2	43.6

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 07월 08일)

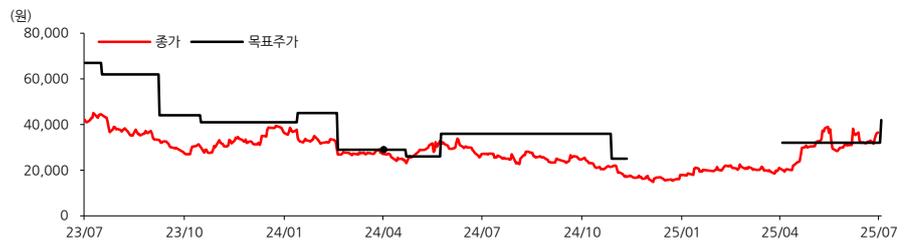
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용육)

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

한화솔루션은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 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]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.07.21	2023.09.12	2023.10.20	2023.11.01	2023.11.27
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		62,000	44,000	41,000	41,000	41,000
일 시	2024.01.05	2024.01.17	2024.02.23	2024.04.16	2024.04.26	2024.05.28
투자이견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	41,000	45,000	29,000	29,000	26,000	36,000
일 시	2024.11.01	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.25	2025.05.30	2025.07.08
투자이견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	25,000	이용육	32,000	32,000	32,000	42,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이견	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	-5.50	22.03
2025.07.08	Buy	42,000		

[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 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

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 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%