

## Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 44,000원

현재가 (7/11) 35,400원

|               |            |
|---------------|------------|
| KOSPI (7/11)  | 3,175.77pt |
| 시가총액          | 6,158십억원   |
| 발행주식수         | 174,468천주  |
| 액면가           | 5,000원     |
| 52주 최고가       | 39,050원    |
| 최저가           | 14,860원    |
| 60일 일평균거래대금   | 137십억원     |
| 외국인 지분율       | 13.7%      |
| 배당수익률 (2025F) | 0.8%       |

|          |        |
|----------|--------|
| 주주구성     |        |
| 한화 외 4 인 | 36.47% |
| 국민연금공단   | 6.83%  |

|      |      |     |     |
|------|------|-----|-----|
| 주가상승 | 1M   | 6M  | 12M |
| 상대기준 | -15% | 51% | 18% |
| 절대기준 | -7%  | 91% | 30% |

|         | 현재     | 직전     | 변동 |
|---------|--------|--------|----|
| 투자의견    | 매수     | 매수     | -  |
| 목표주가    | 44,000 | 37,000 | ▲  |
| EPS(25) | 425    | 306    | ▲  |
| EPS(26) | 3,941  | 3,669  | ▲  |

## 한화솔루션 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 한화솔루션 (009830)

## 경쟁사 파산으로 주택용 에너지 M/S 확대 전망

## 올해 2분기 영업이익, 최근 높아진 시장 기대치 상회 전망

한화솔루션의 올해 2분기 영업이익은 1,359억 원으로, 전 분기 대비 348.2% 증가하며 시장 기대치(1,218억 원)를 상회할 것으로 전망된다. 이는 전 분기 정기보수로 인한 케미칼부문의 물량측면의 기저 효과와 더불어, 주력 사업인 신재생에너지부문의 실적 개선에 기인한다. 신재생에너지부문의 영업이익은 1,852억 원으로 전망되며, 이는 모듈 출하량 증가와 미국 시장 판매량 확대에 따른 AMPC(침단제조 생산세액 공제) 증가가 주요 요인이다. 또한, 관세율 인상으로 미국 내 제품 판가가 타 지역 대비 높은 수준을 유지하고 있으며, 개발자산 매각과 주택용 에너지 사업은 전 분기와 유사한 수익성이 예상되는 점도 긍정적으로 작용할 전망이다.

특히, 올해 1분기에 이미 전년도 연간 매출을 상회한 주택용 에너지 사업은 지속적인 고성장이 기대된다. 이는 2027년까지 TPO(제3자 소유) 세액공제 혜택이 유지되고, 미국 경쟁사인 SunPower과 Sunnova의 파산 및 운영 지속 가능성에 대한 우려로 동사의 시장 점유율이 증가할 가능성이 높기 때문이다. 한편, OBBB(크고 아름다운 법안)의 최종 통과로 풍력 부문은 AMPC 조기 종료로 인해 프로젝트 취소나 축소 위험이 존재하지만, 태양광 AMPC는 2032년까지 수령 가능해 조기 폐지 리스크가 해소되었다. 실적 추정치 상향을 고려하여 목표주가를 소폭 상향 조정한다.

## 중국 정부, 태양광 산업의 과당 경쟁 억제 중

중국 공업정보화부(MIIT)는 태양광 산업의 과당 경쟁 억제와 지속 가능한 성장을 도모하기 위해 주요 태양광 업체들과 회의를 열어 중앙재정경제위원회의 지침 이행 방안을 논의했다. 중국 정부는 저가 경쟁 단속, 노후 설비의 질서 있는 퇴출, 품질 개선을 강조하며 과잉 생산 억제를 강력히 추진할 방침이다. 이에 따라 중국 내 10개 유리 업체는 공급 과잉 해소를 위해 7월 생산량의 30%를 감축하기로 발표했으며, 대형 폴리실리콘 업체들은 소규모 경쟁사를 흡수하기 위한 인수합병을 검토 중이라고 밝혔다. 이러한 조치로 지난주 태양광 가격과 관련 업체 주가가 반등했다.

| (단위:십억원,배) | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액        | 13,079 | 12,394 | 13,658 | 14,854 | 16,270 |
| 영업이익       | 579    | -300   | 641    | 1,265  | 1,558  |
| 세전이익       | 132    | -1,424 | 84     | 882    | 1,259  |
| 지배주주순이익    | -141   | -1,404 | 74     | 688    | 982    |
| EPS(원)     | -795   | -8,050 | 425    | 3,941  | 5,628  |
| 증가율(%)     | -142.6 | 912.8  | -105.3 | 828.4  | 42.8   |
| 영업이익률(%)   | 4.4    | -2.4   | 4.7    | 8.5    | 9.6    |
| 순이익률(%)    | -0.7   | -11.0  | 0.6    | 4.6    | 6.0    |
| ROE(%)     | -1.7   | -16.0  | 0.8    | 7.1    | 9.3    |
| PER        | -49.7  | -2.0   | 83.4   | 9.0    | 6.3    |
| PBR        | 0.8    | 0.3    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |
| EV/EBITDA  | 12.2   | 35.2   | 14.7   | 8.9    | 7.7    |

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 미국 태양광 TPO 비중 추이/전망



자료: WM, IBK투자증권

그림 2. 한화솔루션 미국 태양광 건설 계획(2024년 기준)



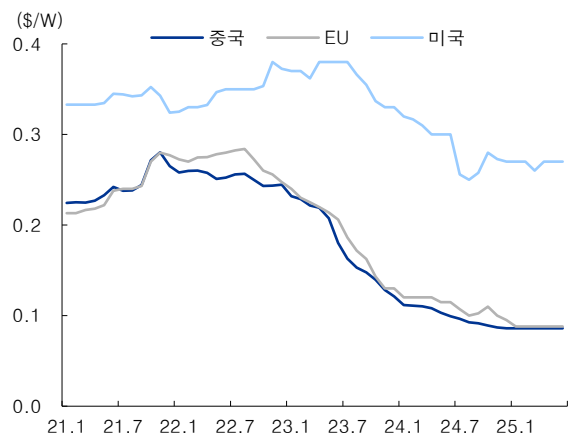
자료: DOE, IBK투자증권

그림 3. 에너지 금융 계획 비교

| Energy Finance Plan                                                                                      | Loan                  | Cash                       | Prepaid PPA*  | Monthly TPO                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------------------------|---------------|------------------------------------------------|
| Plan Type(s)                                                                                             | Equipment Purchase    | Upfront Equipment Purchase | Currently N/A | Monthly PPA                                    |
| System Ownership                                                                                         | Homeowner             | Homeowner                  |               | EnFin                                          |
| Monthly Payments                                                                                         | Yes                   | No                         |               | Yes                                            |
| Billing Options                                                                                          | Fixed                 | None                       |               | 0%, 2.99%, 3.5% escalator                      |
| Hardware Warranty                                                                                        | Product-dependent     | Product-dependent          |               | Yes. 25 year warranty on system, including ESS |
| Insurance Provided by EnFin                                                                              | No                    | No                         |               | Yes                                            |
| System Maintenance                                                                                       | Manufacturer Warranty | Manufacturer Warranty      |               | Full Coverage During Term                      |
| 25-year Production Guarantee                                                                             | No                    | No                         |               | Yes                                            |
| 90% of the estimation. Refund starts after year 2, then every year thereafter. Not available in Florida. |                       |                            |               |                                                |
| Battery Storage Available with Solar System                                                              | Yes                   | Yes                        |               | Yes                                            |
| Transferability                                                                                          | Yes                   | Yes                        |               | Yes                                            |
| Tax Incentives & Rebates                                                                                 | Homeowner             | Homeowner                  |               | EnFin                                          |

자료: EnFin, IBK투자증권

그림 4. 미국 태양광 모듈 재고/수급 밸런스 추이/전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 1. 한화솔루션 실적 전망

| (십억원, %) | 2024   |       |       |       | 2025  |       |       |       | 2022*  | 2023*  | 2024*  | 2025E  |       |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|
|          | 1Q     | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q    | 2QE   | 3QE   | 4QE   | Annual |        |        |        |       |
| 매출액      | 2,379  | 2,679 | 2,773 | 4,643 | 3,094 | 2,989 | 3,450 | 4,124 | 13,654 | 13,289 | 12,474 | 13,658 |       |
| 영업이익     | -214   | -108  | -81   | 107   | 30    | 136   | 206   | 269   | 966    | 605    | -296   | 641    |       |
| 영업이익률    | -9.0   | -4.0  | -2.9  | 2.3   | 1.0   | 4.5   | 6.0   | 6.5   | 7.1    | 4.5    | -2.4   | 4.7    |       |
| 매출액      | 케미칼    | 1,222 | 1,222 | 1,189 | 1,184 | 1,074 | 1,093 | 1,230 | 1,080  | 5,916  | 5,097  | 4,817  | 4,477 |
|          | 첨단소재   | 250   | 266   | 255   | 268   | 274   | 295   | 302   | 317    | 1,152  | 989    | 1,038  | 1,187 |
|          | 갤러리아   |       |       |       |       |       |       |       |        | 533    |        |        |       |
|          | 신재생에너지 | 764   | 980   | 1,153 | 2,869 | 1,599 | 1,453 | 1,771 | 2,579  | 5,569  | 6,616  | 5,766  | 7,403 |
|          | 기타     | 143   | 211   | 178   | 323   | 148   | 148   | 148   | 148    | 484    | 586    | 853    | 592   |
|          |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |       |
| 영업이<br>익 | 케미칼    | -19   | -17   | -31   | -54   | -91   | -61   | -3    | -29    | 589    | 60     | -121   | -184  |
|          | 첨단소재   | 11    | 9     | 6     | -2    | -2    | 12    | 12    | 10     | 35     | 64     | 24     | 32    |
|          | 갤러리아   |       |       |       |       |       |       |       |        | 37     |        |        |       |
|          | 신재생에너지 | -185  | -92   | -41   | 61    | 136   | 185   | 196   | 288    | 350    | 568    | -258   | 806   |
|          | 기타     | -21   | -8    | -15   | 103   | -13   |       |       |        | -45    | -88    | 59     | -13   |

자료: 한화솔루션, IBK투자증권

## 한화솔루션 (009830)

## 포괄손익계산서

| (십억원)        | 2023   | 2024    | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 13,079 | 12,394  | 13,658 | 14,854 | 16,270 |
| 증가율(%)       | -0.4   | -5.2    | 10.2   | 8.8    | 9.5    |
| 매출원가         | 10,913 | 11,008  | 11,072 | 11,443 | 12,352 |
| 매출총이익        | 2,165  | 1,386   | 2,586  | 3,411  | 3,918  |
| 매출총이익률 (%)   | 16.6   | 11.2    | 18.9   | 23.0   | 24.1   |
| 판매비          | 1,586  | 1,686   | 1,945  | 2,146  | 2,360  |
| 판매비율(%)      | 12.1   | 13.6    | 14.2   | 14.4   | 14.5   |
| 영업이익         | 579    | -300    | 641    | 1,265  | 1,558  |
| 증가율(%)       | -37.3  | -151.8  | -313.4 | 97.5   | 23.1   |
| 영업이익률(%)     | 4.4    | -2.4    | 4.7    | 8.5    | 9.6    |
| 순금융손익        | -319   | -440    | -457   | -448   | -403   |
| 이자손익         | -323   | -445    | -458   | -448   | -403   |
| 기타           | 4      | 5       | 1      | 0      | 0      |
| 기타영업외손익      | -211   | -357    | -93    | 44     | 44     |
| 중속/관계기업손익    | 83     | -327    | -7     | 20     | 60     |
| 세전이익         | 132    | -1,424  | 84     | 882    | 1,259  |
| 법인세          | 47     | -316    | -6     | 194    | 277    |
| 법인세율         | 35.6   | 22.2    | -7.1   | 22.0   | 22.0   |
| 계속사업이익       | 82     | -1,109  | 90     | 688    | 982    |
| 중단사업손익       | -170   | -260    | -1     | 0      | 0      |
| 당기순이익        | -88    | -1,369  | 88     | 688    | 982    |
| 증가율(%)       | -124.1 | 1,451.7 | -106.5 | 678.4  | 42.8   |
| 당기순이익률 (%)   | -0.7   | -11.0   | 0.6    | 4.6    | 6.0    |
| 지배주주당기순이익    | -141   | -1,404  | 74     | 688    | 982    |
| 기타포괄이익       | 21     | 2,126   | -40    | 0      | 0      |
| 총포괄이익        | -67    | 757     | 48     | 688    | 982    |
| EBITDA       | 1,255  | 415     | 1,418  | 2,105  | 2,437  |
| 증가율(%)       | -21.5  | -66.9   | 241.5  | 48.4   | 15.8   |
| EBITDA마진율(%) | 9.6    | 3.3     | 10.4   | 14.2   | 15.0   |

## 투자지표

| (12월 결산)   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)    |        |        |        |        |        |
| EPS        | -795   | -8,050 | 425    | 3,941  | 5,628  |
| BPS        | 46,525 | 54,163 | 53,902 | 57,552 | 62,889 |
| DPS        | 300    | 300    | 300    | 300    | 300    |
| 밸류에이션(배)   |        |        |        |        |        |
| PER        | -49.7  | -2.0   | 83.4   | 9.0    | 6.3    |
| PBR        | 0.8    | 0.3    | 0.7    | 0.6    | 0.6    |
| EV/EBITDA  | 12.2   | 35.2   | 14.7   | 8.9    | 7.7    |
| 성장성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 매출증가율      | -0.4   | -5.2   | 10.2   | 8.8    | 9.5    |
| EPS증가율     | -142.6 | 912.8  | -105.3 | 828.4  | 42.8   |
| 수익성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 배당수익률      | 0.8    | 1.9    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| ROE        | -1.7   | -16.0  | 0.8    | 7.1    | 9.3    |
| ROA        | -0.4   | -5.0   | 0.3    | 1.9    | 2.4    |
| ROIC       | -0.8   | -10.2  | 0.5    | 4.0    | 5.8    |
| 안정성지표(%)   |        |        |        |        |        |
| 부채비율(%)    | 167.1  | 183.2  | 235.9  | 245.7  | 253.0  |
| 순차입금 비율(%) | 79.1   | 100.3  | 128.2  | 102.3  | 93.6   |
| 이자보상배율(배)  | 1.4    | -0.5   | 1.1    | 1.9    | 2.2    |
| 활동성지표(배)   |        |        |        |        |        |
| 매출채권회전율    | 6.4    | 5.7    | 5.9    | 6.0    | 5.8    |
| 재고자산회전율    | 4.0    | 3.2    | 2.7    | 3.0    | 3.7    |
| 총자산회전율     | 0.5    | 0.5    | 0.4    | 0.4    | 0.4    |

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

| (십억원)     | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산      | 9,797  | 10,883 | 14,581 | 17,201 | 20,636 |
| 현금및현금성자산  | 1,958  | 2,184  | 3,124  | 6,798  | 8,783  |
| 유가증권      | 206    | 127    | 213    | 239    | 273    |
| 매출채권      | 2,023  | 2,305  | 2,330  | 2,612  | 2,976  |
| 재고자산      | 3,447  | 4,258  | 5,888  | 4,161  | 4,741  |
| 비유동자산     | 14,993 | 19,154 | 20,885 | 21,494 | 22,166 |
| 유형자산      | 7,050  | 10,727 | 12,134 | 12,539 | 12,899 |
| 무형자산      | 1,773  | 1,756  | 1,772  | 1,728  | 1,688  |
| 투자자산      | 4,653  | 5,434  | 5,592  | 5,674  | 5,808  |
| 자산총계      | 24,790 | 30,037 | 35,465 | 38,696 | 42,802 |
| 유동부채      | 8,734  | 11,708 | 15,888 | 17,704 | 20,050 |
| 매입채무및기타채무 | 1,837  | 2,610  | 3,178  | 3,563  | 4,059  |
| 단기차입금     | 2,947  | 5,110  | 8,443  | 9,464  | 10,783 |
| 유동성장기부채   | 841    | 1,189  | 875    | 875    | 875    |
| 비유동부채     | 6,776  | 7,722  | 9,019  | 9,797  | 10,626 |
| 사채        | 2,387  | 2,191  | 2,916  | 3,516  | 4,116  |
| 장기차입금     | 3,179  | 4,231  | 4,414  | 4,414  | 4,414  |
| 부채총계      | 15,510 | 19,430 | 24,907 | 27,501 | 30,676 |
| 지배주주지분    | 8,117  | 9,450  | 9,404  | 10,041 | 10,972 |
| 자본금       | 889    | 889    | 889    | 889    | 889    |
| 자본잉여금     | 1,496  | 1,562  | 1,566  | 1,566  | 1,566  |
| 자본조정등     | -135   | 546    | -150   | -150   | -150   |
| 기타포괄이익누계액 | 258    | 2,320  | 2,276  | 2,276  | 2,276  |
| 이익잉여금     | 5,609  | 4,132  | 4,128  | 4,764  | 5,695  |
| 비지배주주지분   | 1,163  | 1,157  | 1,154  | 1,154  | 1,154  |
| 자본총계      | 9,280  | 10,607 | 10,558 | 11,195 | 12,126 |
| 비이자부채     | 6008   | 6484   | 8039   | 9012   | 10268  |
| 총차입금      | 9,502  | 12,946 | 16,868 | 18,489 | 20,408 |
| 순차입금      | 7,338  | 10,634 | 13,531 | 11,452 | 11,353 |

## 현금흐름표

| (십억원)           | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름       | 518    | 638    | -437   | 3,382  | 1,424  |
| 당기순이익           | -88    | -1,369 | 88     | 688    | 982    |
| 비현금성 비용 및 수익    | 1,562  | 1,953  | 1,330  | 1,224  | 1,178  |
| 유형자산감가상각비       | 610    | 649    | 725    | 795    | 840    |
| 무형자산상각비         | 66     | 66     | 52     | 45     | 39     |
| 운전자본변동          | -499   | 84     | -1,486 | 1,918  | -333   |
| 매출채권등의 감소       | -544   | -274   | -15    | -282   | -364   |
| 재고자산의 감소        | -175   | -474   | -1,598 | 1,727  | -580   |
| 매입채무등의 증가       | 290    | 688    | 527    | 384    | 497    |
| 기타 영업현금흐름       | -457   | -30    | -369   | -448   | -403   |
| 투자활동 현금흐름       | -2,799 | -3,287 | -3,308 | -1,712 | -1,875 |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -2,390 | -3,398 | -2,113 | -1,200 | -1,200 |
| 유형자산의 감소        | 41     | 54     | 7      | 0      | 0      |
| 무형자산의 감소(증가)    | -18    | -21    | 5      | 0      | 0      |
| 투자자산의 감소(증가)    | -689   | -348   | -236   | -42    | -54    |
| 기타              | 257    | 426    | -971   | -470   | -621   |
| 재무활동 현금흐름       | 1,609  | 2,676  | 4,628  | 2,005  | 2,436  |
| 차입금의 증가(감소)     | 2,052  | 2,688  | 963    | 0      | 0      |
| 자본의 증가          | 49     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타              | -492   | -12    | 3665   | 2005   | 2436   |
| 기타 및 조정         | 14     | 199    | 56     | 0      | -1     |
| 현금의 증가          | -658   | 226    | 939    | 3,675  | 1,984  |
| 기초현금            | 2,616  | 1,958  | 2,184  | 3,124  | 6,798  |
| 기말현금            | 1,958  | 2,184  | 3,124  | 6,798  | 8,783  |

## Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

| 종목명 | 담당자 | 담당자(배우자) 보유여부 |     |     | 1%이상<br>보유여부 | 유가증권<br>발행관련 | 계열사<br>관계여부 | 공개매수<br>사무취급 | IPO | 회사채<br>지급보증 | 중대한<br>이해관계 | M&A<br>관련 |
|-----|-----|---------------|-----|-----|--------------|--------------|-------------|--------------|-----|-------------|-------------|-----------|
|     |     | 수량            | 취득가 | 취득일 |              |              |             |              |     |             |             |           |

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

| 종목 투자의견 (절대수익률 기준) |                         |             |               |
|--------------------|-------------------------|-------------|---------------|
| 매수 15% 이상          | Trading Buy (중립) 0%~15% | 중립 -15%~0%  | 축소 -15% 이상 하락 |
| 업종 투자의견 (상대수익률 기준) |                         |             |               |
| 비중확대 +10% ~        | 중립 -10% ~ +10%          | 비중축소 ~ -10% |               |

투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

| 투자등급 구분          | 건수  | 비율(%) |
|------------------|-----|-------|
| 매수               | 132 | 89.8  |
| Trading Buy (중립) | 11  | 7.5   |
| 중립               | 4   | 2.7   |
| 매도               | 0   | 0     |

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

| 한화솔루션 | 추천일자       | 투자의견 | 목표가(원) | 과리율(%) |        |
|-------|------------|------|--------|--------|--------|
|       |            |      |        | 평균     | 최고/최저  |
|       |            |      |        |        |        |
|       | 2023.02.16 | 적극매수 | 77,000 | -40.97 | -28.44 |
|       | 2023.07.28 | 매수   | 62,000 | -46.26 | -36.29 |
|       | 2024.01.05 | 매수   | 58,000 | -46.78 | -33.53 |
|       | 2024.04.03 | 매수   | 42,000 | -33.27 | -19.29 |
|       | 2024.07.26 | 매수   | 36,000 | -32.46 | -21.94 |
|       | 2024.10.31 | 매수   | 32,000 | -39.80 | -15.31 |
|       | 2025.04.25 | 매수   | 37,000 | -10.46 | 5.54   |
|       | 2025.07.14 | 매수   | 44,000 |        |        |