

한화솔루션(009830)

대혼란의 트럼프 관세 시대에서 차선택

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	30,000원(유지)
증가(2025.04.08)	19,960원
상승여력	50.3 %

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	3,431십억원
외국인지분율	13.8%
52주 주가	14,860~33,900원
60일평균거래량	2,228,335주
60일평균거래대금	45.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.7	12.5	-18.7	-25.8
상대수익률	2.2	19.9	-8.7	-11.7



[투자포인트]

- 목표주가 3만원 및 투자의견 매수 유지
- 1분기 영업적자 -658억원(적자전환QoQ) 및 컨센서스 -520억원 대비 적자 폭 확대 예상. 케미칼은 정기보수로 Q 감소 및 고정비 부담 늘었으나, 적자제품 판매 감소로 역설적이게도 적자규모는 축소. 신재생에너지는 전 분기 흑자전환에 기여한 대규모 개발자산 매각 효과가 소멸됨에 따라 재차 적자전환 불가피
- 하반기는 신재생에너지 완전한 흑자 달성 전망. 미국 내 모듈 재고 감소로 가격 점진적 반등하며 모듈 적자축소 예상되고, 분기별로 출하량 우상향하며 IRA 증가, 특히 4분기에는 주거용 태양광 설치와 관련해 금융서비스를 제공하는 계열사 EnFin에서 약 750억원의 이익 창출하며 신재생에너지 흑자전환에 의미있게 기여할 전망
- 25년 미국 태양광 업황은 24년 대비 개선된 분위기 느낄 수 있을 것으로 판단. 상반기 중 모듈 재고 소진되면서 하반기에는 점진적 가격 반등 확인할 수 있을 것. 동남아산 관세 유예 종료된 24년 7월 이후 수입량은 급감하고 있고, 트럼프의 전 수입품에 대한 보편관세 추진 감안하면 현 레벨에서 모듈 수입량 추가 늘어날 가능성은 제한적. 더욱이 미국 셀/모듈 수입의 70% 이상 차지하는 캄보디아/베트남 등 동남아시아 국가에 대한 고율 상호관세로 미국 내 생산거점 확보하고 있는 동사의 반사수혜 가능. 대혼란의 트럼프 관세 시대에서 그나마 나은 차선택

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	13,080	13,208	13,912
영업이익(십억원)	-300	413	1,024	1,176
순이익(십억원)	-1,404	12	752	916
EPS(원)	-8,050	70	4,308	5,249
BPS(원)	54,163	66,121	82,124	99,067
PER(배)		285.7	4.6	3.8
PBR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2
ROE(%)	-16.0	0.1	5.8	5.8
배당수익률(%)	4.0	3.3	4.3	4.3
EV/EBITDA(배)	31.4	10.9	6.7	5.7

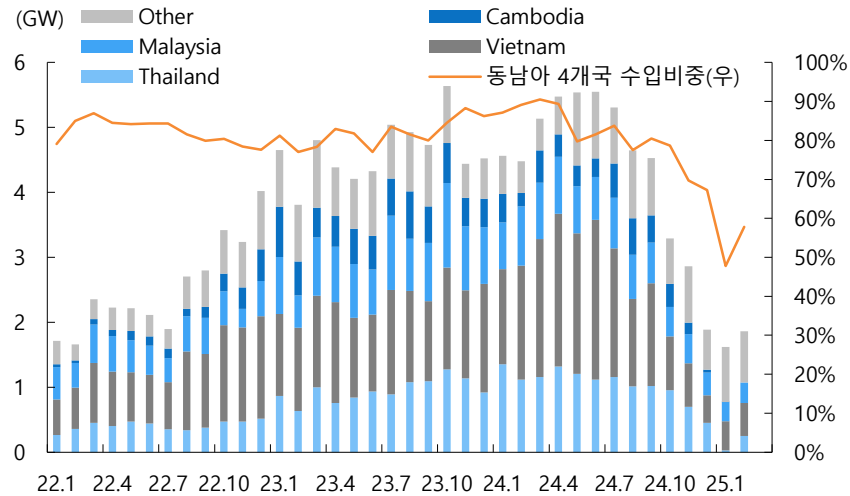
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	2,393	2,679	2,773	4,563	2,524	2,826	3,489	4,241	13,079	12,394	13,080
영업이익	-217	-108	-81	103	-65.8	19	120	339	579	-302	413
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	-2.6%	0.7%	3.4%	8.0%	4.4%	-2.4%	3.2%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,090	1,195	1,198	1,189	5,097	4,817	4,672
영업이익	-19	-17	-31	-54	-29	-10	7	14	60	-122	-17
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-2.7%	-0.8%	0.6%	1.2%	1.2%	-2.5%	-0.4%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,869	1,046	1,219	1,870	2,633	6,543	5,766	6,767
모듈 판매	416	568	539	1,005	551	647	704	801		2,528	2,704
EPC/프로젝트 매각	343	405	579	1,634	488	564	1,127	1,578		2,960	3,757
금융업	6	7	35	230	6	8	39	253		278	306
영업이익	-185	-92	-41	61	-36	25	112	323	555	-258	424
모듈 판매	-229	-212	-193	-323	-189	-162	-106	-66		-957	-523
EPC/프로젝트 매각	-46	-17	31	121	10	11	23	32		89	75
금융업	-7	-10	0	72	-1	-1	-6	76		56	68
IRA	97	147	122	190	145	177	201	281		555	804
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	-3.4%	2.1%	6.0%	12.3%	8.5%	-4.5%	6.3%
모듈 판매	-55.1%	-37.3%	-35.8%	-32.1%	-34.3%	-25.0%	-15.0%	-8.3%		-37.9%	-19.3%
EPC/프로젝트 매각	-13.4%	-4.2%	5.3%	7.4%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%		3.0%	2.0%
금융업	-123.6%	-129.7%	-0.8%	31.4%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	30.0%		19.9%	22.2%
IRA 제외한 영업이익	-282	-239	-163	-130	-180	-152	-89	41		-813	-380
첨단소재											
매출액	250	266	255	268	276	287	263	289	989	1,038	1,115
영업이익	11	9	6	-2	10	10	8	5	64	24	33
영업이익률	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	3.7%	3.3%	3.0%	1.8%	6.5%	2.3%	2.9%
기타											
매출액	157	211	178	243	113	124	158	130	449	788	526
영업이익	-23	-8	-15	99	-11	-6	-7	-3	-99	53	-27
영업이익률	-14.7%	-3.6%	-8.5%	40.7%	-9.6%	-4.6%	-4.4%	-2.2%	-22.2%	6.7%	-5.0%

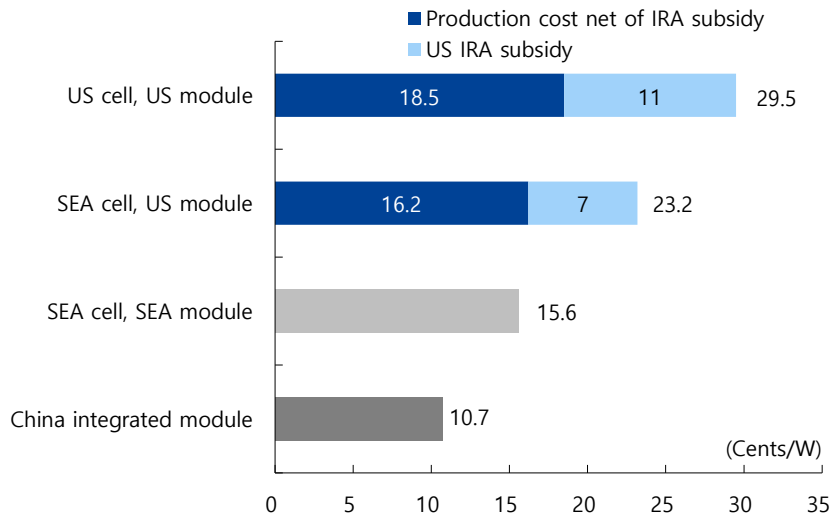
자료: iM증권 리서치본부

미국 모듈 수입량 추이



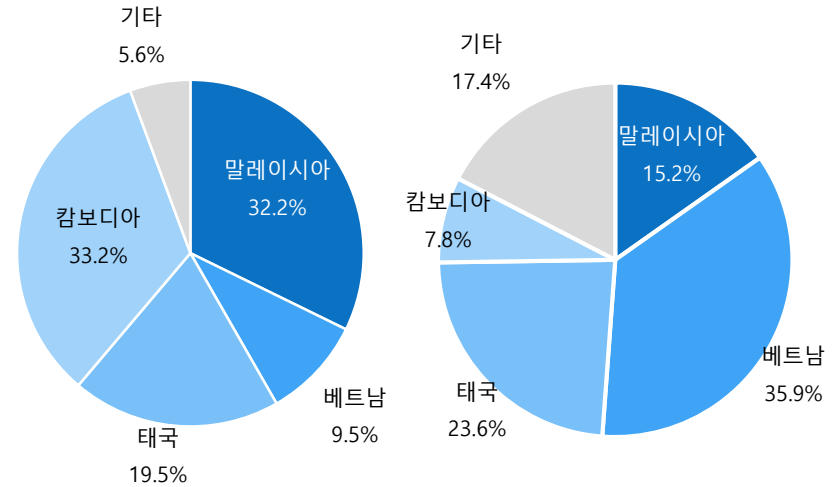
자료 : ITC, iM증권 리서치본부

IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 생산비용 비교



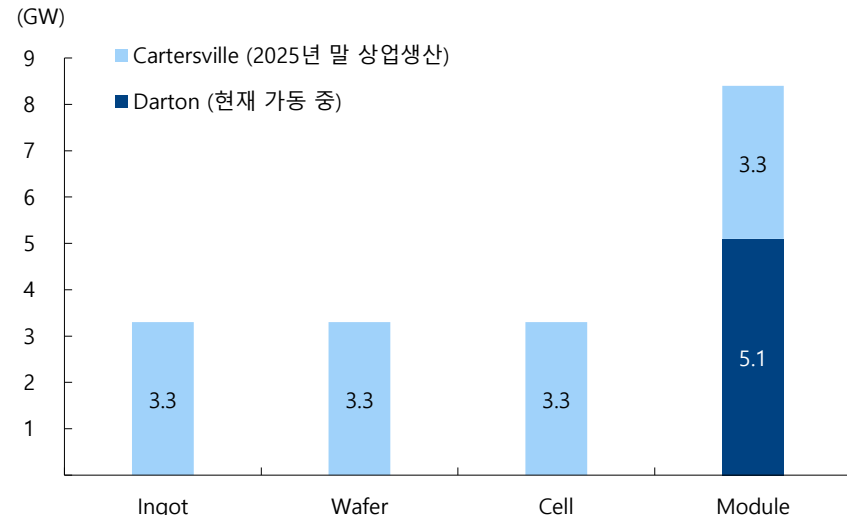
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

2024년 미국 셀(좌) 및 모듈(우) 국가별 수입 비중



자료 : iM증권 리서치본부

한화솔루션 미국 내 생산설비 규모



자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		10,883	11,645	12,168	13,382
현금 및 현금성자산		2,184	2,184	2,161	2,352
단기금융자산		318	327	337	347
매출채권		3,114	3,278	3,308	3,477
재고자산		4,258	4,493	4,537	4,779
비유동자산		19,154	20,393	21,254	22,111
유형자산		10,727	12,030	12,715	13,373
무형자산		1,756	1,691	1,632	1,585
자산총계		30,037	32,038	33,422	35,494
유동부채		11,708	11,573	10,633	10,272
매입채무		2,610	2,755	2,782	2,930
단기차입금		5,110	5,210	4,660	4,360
유동성장기부채		1,189	1,289	1,189	1,189
비유동부채		7,722	7,772	7,322	6,822
사채		2,191	2,341	2,341	2,341
장기차입금		4,231	4,131	3,681	3,181
부채총계		19,430	19,345	17,956	17,095
지배주주지분		9,450	11,536	14,328	17,284
자본금		889	889	889	889
자본잉여금		1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금		4,132	4,093	4,759	5,589
기타자본항목		2,169	4,295	6,421	8,547
비지배주주지분		1,157	1,157	1,138	1,115
자본총계		10,607	12,693	15,466	18,399

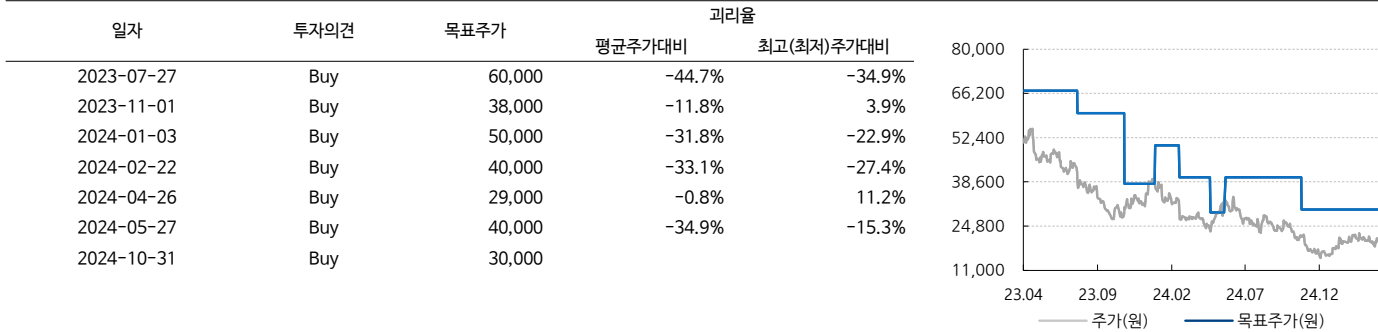
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		638	-43	700	653
당기순이익		-1,369	12	733	893
유형자산감가상각비		649	800	815	842
무형자산상각비		66	68	60	53
지분법관련손실(이익)		-327	-163	50	63
투자활동 현금흐름		-3,287	-1,164	-579	-584
유형자산의 처분(취득)		-3,344	-2,103	-1,500	-1,500
무형자산의 처분(취득)		-21	-3	-1	-5
금융상품의 증감		-1,040	-164	-184	-184
재무활동 현금흐름		2,676	325	-1,025	-759
단기금융부채의증감		-	200	-650	-300
장기금융부채의증감		2,688	50	-450	-500
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		226	0	-23	192
기초현금및현금성자산		1,958	2,184	2,184	2,161
기말현금및현금성자산		2,184	2,184	2,161	2,352

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		12,394	13,080	13,208	13,912
증가율(%)		-5.2	5.5	1.0	5.3
매출원가		11,008	11,091	10,534	11,018
매출총이익		1,386	1,989	2,674	2,894
판매비와관리비		1,686	1,576	1,649	1,719
연구개발비		92	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-300	413	1,024	1,176
증가율(%)		적전	흑전	148.2	14.8
영업이익률(%)		-2.4	3.2	7.8	8.4
이자수익		103	80	75	81
이자비용		548	429	370	346
지분법이익(손실)		-327	-163	50	63
기타영업외손익		-357	110	155	166
세전계속사업이익		-1,424	15	939	1,144
법인세비용		-316	3	207	252
세전계속이익률(%)		-11.5	0.1	7.1	8.2
당기순이익		-1,369	12	733	893
순이익률(%)		-11.0	0.1	5.5	6.4
지배주주귀속 순이익		-1,404	12	752	916
기타포괄이익		2,126	2,126	2,126	2,126
총포괄이익		757	2,138	2,859	3,019
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-8,050	70	4,308	5,249
BPS		54,163	66,121	82,124	99,067
CFPS		-3,949	5,043	9,322	10,376
DPS		650	650	850	850
Valuation(배)					
PER			285.7	4.6	3.8
PBR		0.3	0.3	0.2	0.2
PCR		-4.1	4.0	2.1	1.9
EV/EBITDA		31.4	10.9	6.7	5.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-16.0	0.1	5.8	5.8
EBITDA이익률		3.4	9.8	14.4	14.9
부채비율		183.2	152.4	116.1	92.9
순부채비율		96.4	82.4	60.6	45.5
매출채권회전율(x)		3.5	4.1	4.0	4.1
재고자산회전율(x)		3.2	3.0	2.9	3.0

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급공시 2025-03-31 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%