한화솔루션(009830)

여전한 OBBB 법안 불확실성, 그리고 몇 가지 아쉬움

Hold(Downgrade)

목표주가(12M)	38,000원(유지)
종가(2025.07.09)	33,350원
상승여력	13.9 %

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	5,733십억원
외국인지분율	13.4%
52주 주가	14,860~39,050원
60일평균거래량	4,092,879주
60일평균거래대금	131.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.4	73.1	89.1	21.9
상대수익률	-2.3	36.4	64.8	12.6

[투자포인트]

- 목표주가 3.8만원 유지. 상승여력 15% 미만에 그쳐 투자의견 Hold 변경. OBBB 최종 통과에도 여전히 불확실성 존재하는 등 현 시점에서 목표주가 변경의 근거가 될 수 있는 연간 실적 또는 멀티플 상향 요인 부재하다는 판단. 미국 모듈 판가 상승에 힘 실을 수 있는 중국산 배제 강화나 수입량 감소할 때 목표주가 재산정해 의견 변경 예정
- 2분기 영업이익 1,231억원(+306%QoQ) 및 컨센서스 1,404억원 대비 하회 예상
- 신재생에너지 1,691억원(+24.1%QoQ): 모듈은 Q 증가와 P 소폭 인상으로 -1,158억원으로 적자 축소, AMPC 2,033억원(+194억원, QoQ) 확대. 주택용은 6월부터 IRA 개정 노이즈 있었던 만큼 보수적 접근 필요해 전 분기 및 가이던스 대비 낮은 962억원 추정. 케미칼은 T/A 종료 및 주요 제품 마진 개선으로 적자 -444억원으로 축소
- OBBB 최종 통과. 긍정적인 내용은 1)법안 통과 후 1년 내 착공 및 4년 내 완공 시 ITC/PTC 100% 유지, 2)TPO 사업 Credit 포함 등임. 금번 법안으로 적어도 향후 2~3년간은 미국 태양광 수요 큰 훼손없이 성장세 이어갈 수 있을 듯. 또한 동사 주택용 사업의 핵심인 TPO도 유지된 만큼 27년까지는 성장 모멘텀 유효
- 그러나 법안 서명 이후에도 트럼프는 또 다시 Credit 축소 방안 검토를 지시하는 등 여전히 불확실성 존재. 또한 FEOC 제재 시점 연장(25년→26년), 중국산 부품 활용 프로젝트에 대한 excise tax 부과 폐지도 아쉬움. 사실상 당초 대비 중국에 대한 배제 강도가 약화된 것으로 해석되기 때문. 이는 최근 동남아 4개국 외에서의 모듈 수입량 증가와 함께 공급 부담 야기할 수 있어 하반기 모듈 판가 상승에 대한 기대감은 낮출 필요가 있다는 판단

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	15,311	15,684	16,905
영업이익(십억원)	-300	612	1,319	1,468
순이익(십억원)	-1,404	-45	536	757
EPS(원)	-8,050	-260	3,070	4,341
BPS(원)	54,163	65,791	80,556	96,590
PER(배)			10.9	7.7
PBR(배)	0.3	0.5	0.4	0.3
ROE(%)	-16.0	-0.4	4.2	4.9
배당수익률(%)	1.9	0.9	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	31.4	11.1	6.3	5.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
합계											
매출액	2,393	2,679	2,773	4,563	3,095	3,246	4,093	4,877	13,079	12,408	15,311
영업이익	-217	-108	-81	103	30	123	165	294	579	-302	612
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	3.8%	4.0%	6.0%	4.4%	-2.4%	4.0%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,104	1,168	1,159	5,097	4,817	4,505
영업이익	-19	-17	-31	-54	-91	-44	-20	-5	60	-122	-161
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-4.0%	-1.7%	-0.4%	1.2%	-2.5%	-3.6%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,869	1,599	1,732	2,505	3,299	6,543	5,766	9,135
모듈 및 기타	416	568	539	1,005	587	724	806	1,064		2,528	3,180
EPC/개발자산 매각	343	405	579	1,634	419	488	1,127	1,653		2,960	3,688
주택용 에너지 사업	6	7	35	230	594	520	572	582		278	2,267
영업이익	-185	-92	-41	61	136	169	187	300	555	-258	793
모듈 및 기타	-229	-212	-193	-323	-135	-116	-117	-114		-957	-482
EPC/개발자산 매각	-46	-17	31	121	-42	-15	-11	33		89	-35
주택용 에너지 사업	-7	-10	0	72	129	96	102	125		56	453
IRA	97	147	122	190	184	203	213	256		555	857
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.5%	9.8%	7.5%	9.1%	8.5%	-4.5%	8.7%
모듈 및 기타	-55.1%	-37.3%	-35.8%	-32.1%	-23.0%	-16.0%	-14.5%	-10.7%		-37.9%	-15.2%
EPC/개발자산 매각	-13.4%	-4.2%	5.3%	7.4%	-10.0%	-3.0%	-1.0%	2.0%		3.0%	-0.9%
주택용 에너지 사업	-123.6%	-129.7%	-0.8%	31.4%	21.8%	18.5%	17.9%	21.5%		19.9%	20.0%
IRA 제외한 영업이익	-282	-239	-163	-130	-48	-34	-26	44		*-813*	*-64*
첨단소재											
매출액	250	266	255	268	274	287	262	288	989	1,038	1,110
영업이익	11	9	6	-2	-2	4	5	2	64	24	9
영업이익률	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	-0.7%	1.4%	1.9%	0.6%	6.5%	2.3%	0.8%
기타											
매출액	157	211	178	243	148	124	158	130	449	788	561
영업이익	-23	-8	-15	99	-13	-6	-7	-3	-99	53	-29
영업이익률	-14.7%	-3.6%	-8.5%	40.7%	-8.7%	-4.6%	-4.4%	-2.2%	-22.2%	6.7%	-5.1%

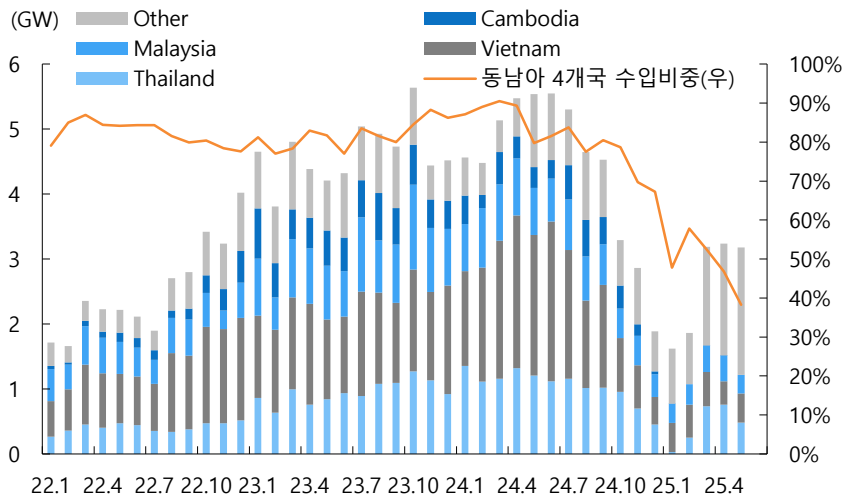
자료: iM증권 리서치본부

IRA 개정안 내용 표로 넣기

에너지원별 주요 내용		5/22 하원 개정안	6/17 상원 초안	7/1 상원 개정안 (하원 최종통과)
태양광	AMPC(45X)	- 기간: 30년 75%, 31년 50%, 32년 폐지 - FEOC 지원 or 라이선스 계약으로 생산된 제품 제외 - 세액공제 제3자 매각: 28년부터 불가능	- 기간: 31년 75%, 32년 50%, 33년 25%, 34년 폐지 - 25년부터 FEOC에서 특정 비율 이상 조달 시 제외 - 세액공제 제3자 매각: 28년부터 불가능	- 기간: 30년 75%, 31년 50%, 32년 25%, 33년 폐지 - 26년부터 FEOC에서 특정 비율 이상 조달 시 제외 - 세액공제 제3자 매각: 가능
	ITC(48E), PTC(45Y)	- 28년까지 *조건부 100%, 29년 폐지 (*법안 통과 후 60일 내 착공 & 28년 말까지 그리드 연결) - TPO 사업 Credit 혜택 대상 제외	- 25년 100%, 26년 60%, 27년 20%, 28년 폐지 - 조건부 조항(60일 내 착공 & 28년 그리드 연결) 삭제 - TPO 사업 Credit 혜택 대상 제외 - 중국산 특정 비율 이상 사용 프로젝트 excise tax 부과	- 법안 통과 후 1년 내 착공 및 4년 내 전력생산 시 100% (+) (26년 6월 내 착공 & 30년 6월까지 그리드 연결 완료) - 26년 6월 이후 착공하면 27년까지 전력 생산 시 100% - TPO 사업 Credit 혜택 대상 포함 (+) - 중국산 관련 프로젝트 excise tax 부과 항목 삭제 (-)
	주택용(25D)	- 26년 폐지	- 법안 공포 180일 이후 즉시 폐지	- 26년 폐지
원자력 (45U)		- 32년 폐지	- 32년 폐지	- 33년 폐지
탄소 포집 및 격리(45Q)		폐지 시기 등 주요 사항 변동 없음		- 폐지 시기 등 주요 사항 변동 없음
청정연료(Biofuel) (45Z)		- 32년 폐지, 캐나다/멕시코산까지 확대	- 32년 폐지, 수입산 20% 즉시 감액	- 30년 폐지, 26년부터 수입산 제외
수소 (45V)		- 26년부터 착공하는 프로젝트 보조금 폐지	-	- 28년부터 착공하는 프로젝트 보조금 폐지

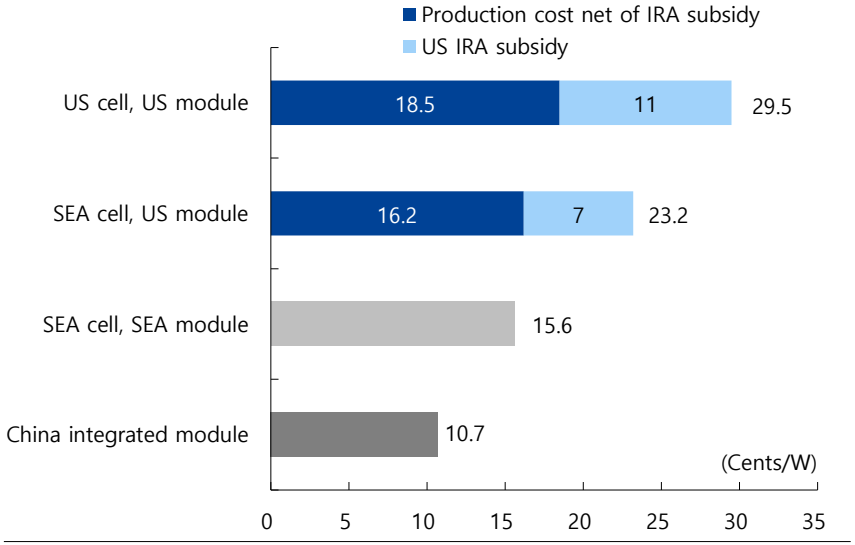
자료 : US Senate, US House of Representatives Committee on Rules, iM증권 리서치본부

미국 모듈 수입량 추이



자료 : USITC, iM증권 리서치본부

IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 생산비용 비교



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,883	13,463	15,658	18,495
현금 및 현금성자산	2,184	2,934	5,395	7,549
단기금융자산	318	327	337	347
매출채권	3,114	3,845	3,935	4,230
재고자산	4,258	5,359	5,004	5,393
비유동자산	19,154	20,511	21,071	21,464
유형자산	10,727	12,180	12,721	13,021
무형자산	1,756	1,691	1,632	1,585
자산총계	30,037	33,973	36,728	39,959
유동부채	11,708	12,964	13,057	13,359
매입채무	2,610	3,225	3,303	3,560
단기차입금	5,110	5,610	5,680	5,680
유동성장기부채	1,189	1,289	1,189	1,189
비유동부채	7,722	8,372	8,472	8,622
사채	2,191	2,341	2,341	2,341
장기차입금	4,231	4,731	4,831	4,981
부채총계	19,430	21,337	21,529	21,981
지배주주지분	9,450	11,478	14,054	16,852
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	4,132	4,035	4,485	5,157
기타자본항목	2,169	4,295	6,421	8,547
비지배주주지분	1,157	1,158	1,145	1,126
자본총계	10,607	12,637	15,199	17,978

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	12,394	15,311	15,684	16,905
증가율(%)	-5.2	23.5	2.4	7.8
매출원가	11,008	12,853	12,406	13,348
매출총이익	1,386	2,458	3,278	3,556
판매비와관리비	1,686	1,846	1,959	2,089
연구개발비	92	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-300	612	1,319	1,468
증가율(%)	적전	흑전	115.4	11.3
영업이익률(%)	-2.4	4.0	8.4	8.7
이자수익	103	108	201	237
이자비용	548	600	551	512
지분법이익(손실)	-327	-196	-107	-43
기타영업외손익	-357	13	-173	-172
세전계속사업이익	-1,424	-59	694	982
법인세비용	-316	-15	172	243
세전계속이익률(%)	-11.5	-0.4	4.4	5.8
당기순이익	-1,369	-44	522	738
순이익률(%)	-11.0	-0.3	3.3	4.4
지배주주귀속 순이익	-1,404	-45	536	757
기타포괄이익	2,126	2,126	2,126	2,126
총포괄이익	757	2,082	2,648	2,864
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	638	-143	1,914	1,315
당기순이익	-1,369	-44	522	738
유형자산감가상각비	649	800	859	850
무형자산상각비	66	68	60	53
지분법관련손실(이익)	-327	-196	-107	-43
투자활동 현금흐름	-3,287	-1,314	-479	-234
유형자산의 처분(취득)	-3,344	-2,253	-1,400	-1,150
무형자산의 처분(취득)	-21	-3	-1	-5
금융상품의 증감	-1,040	-164	-184	-184
재무활동 현금흐름	2,676	1,325	145	191
단기금융부채의증감	-	600	-30	-
장기금융부채의증감	2,688	650	100	150
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	226	750	2,461	2,154
기초현금및현금성자산	1,958	2,184	2,934	5,395
기말현금및현금성자산	2,184	2,934	5,395	7,549

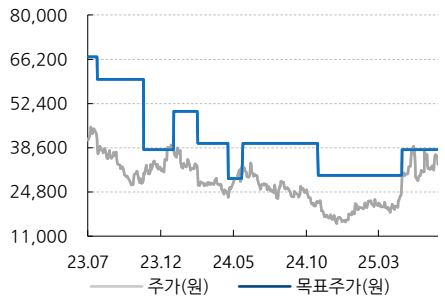
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-8,050	-260	3,070	4,341
BPS	54,163	65,791	80,556	96,590
CFPS	-3,949	4,713	8,335	9,515
DPS	300	300	500	500
Valuation(배)				
PER			10.9	7.7
PBR	0.3	0.5	0.4	0.3
PCR	-4.1	7.1	4.0	3.5
EV/EBITDA	31.4	11.1	6.3	5.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-16.0	-0.4	4.2	4.9
EBITDA이익률	3.4	9.7	14.3	14.0
부채비율	183.2	168.8	141.6	122.3
순부채비율	96.4	84.8	54.7	35.0
매출채권회전율(x)	3.5	4.4	4.0	4.1
재고자산회전율(x)	3.2	3.2	3.0	3.3

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-27	Buy	60,000	-44.7%	-34.9%
2023-11-01	Buy	38,000	-11.8%	3.9%
2024-01-03	Buy	50,000	-31.8%	-22.9%
2024-02-22	Buy	40,000	-33.1%	-27.4%
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000	-34.9%	-15.3%
2024-10-31	Buy	30,000	-35.8%	-9.7%
2025-04-25	Buy	38,000	-13.0%	2.8%
2025-07-10	Hold	38,000		



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 게재된 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 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)

[투자비율등급-공시 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%