

한화솔루션 (009830)

25년 하반기 보다 나은 여건을 꾀할 수 있는 2가지 조건

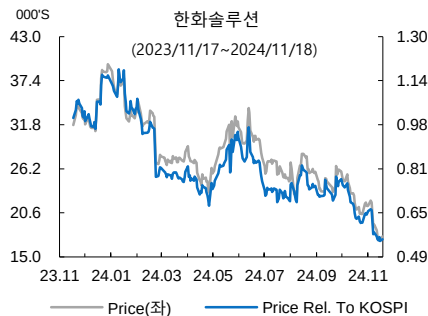
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	30,000원(유지)
증가(2024.11.18)	17,600원
상승여력	70.5 %

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	3,025십억원
외국인지분율	19.4%
52주 주가	17,040~39,500원
60일평균거래량	1,066,165주
60일평균거래대금	24.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.2	-37.4	-43.1	-44.6
상대수익률	-11.4	-28.9	-33.8	-44.5



[투자포인트]

- 목표주가 3만원 및 투자의견 매수 유지
- 아직까지 태양광 시장은 펀더멘털과センチ멘털 모두 부진한 상황. 동남아시아 관세 유예가 종료된 24년 7월 이후 미국의 모듈 수입량 감소하고 있긴 하나, 재고 부담은 여전. 22년 말 이후의 누적 수입량과 태양광 수요 등을 감안했을 때 24년 3분기 말 기준 미국 내 모듈 재고는 6월 말 42GW 대비 더 많은 약 46GW 내외로 추정. 트럼프 행정부는 이미 EV 세액공제 폐지 절차 준비하는 등 IRA 전면 수정 또는 폐지 리스크 점점 높아지고 있는데, 태양광 역시 당연히 이로부터 자유로울 수 없어センチ멘털 측면 부담도 고조
- 다만, 트럼프 집권 이후엔 중국 배제 강화로 1)동남아산 모듈 AD/CVD 최종관세 상향 조정, 2)IRA 폐지로 인한 신규 설비 유입 제한 현실화될 경우, 미국에서 이미 자리잡고 있는 동사에겐 보다 나은 여건 조성 가능
- 특히 미국은 보조금없이 투자하기 쉽지 않은 시장. IRA 받아야 동남아 제조비용과 겨우 비슷한 수준 근접. 따라서 IRA 폐지/조정될 경우 현재 발표된 신규 프로젝트 다수는 철회 가능성 높아 미국 내 수급밸런스는 오히려 현재 눈높이보다 더 개선될 수 있을 듯. 해당 2가지 이슈는 동사 주가 추세적 전환의 트리거가 될 수 있어, 하나라도 가시화되는 시점에서는 본격적인 매수전략 필요

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	13,289	11,472	11,347	11,315
영업이익(십억원)	605	-432	521	957
순이익(십억원)	-208	-1,191	69	589
EPS(원)	-1,172	-6,824	396	3,374
BPS(원)	44,979	41,993	42,215	45,414
PER(배)			44.4	5.2
PBR(배)	0.9	0.4	0.4	0.4
ROE(%)	-2.5	-15.7	0.9	7.7
배당수익률(%)	1.6	3.7	3.7	3.7
EV/EBITDA(배)	11.0	41.1	9.2	7.2

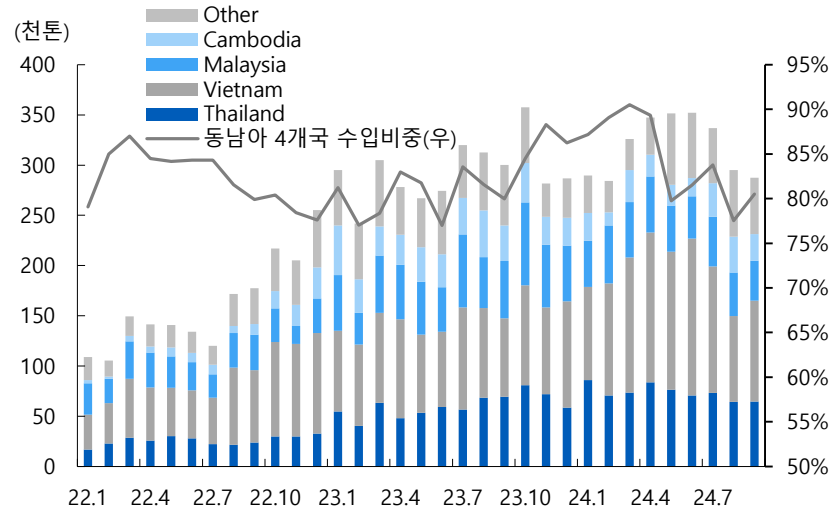
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	2,393	2,679	2,773	3,627	2,594	2,720	2,791	3,241	13,289	11,472	11,347
영업이익	-217	-108	-81	-26	19	79	159	264	605	-432	521
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	-0.7%	0.7%	2.9%	5.7%	8.1%	4.5%	-3.8%	4.6%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,223	1,246	1,228	1,218	1,202	5,097	4,857	4,894
영업이익	-19	-17	-31	-21	-14	5	15	18	60	-88	24
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-1.7%	-1.1%	0.4%	1.2%	1.5%	1.2%	-1.8%	0.5%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,001	951	1,077	1,148	1,613	6,543	4,897	4,789
영업이익	-185	-92	-41	-8	23	62	133	238	555	-326	456
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	-0.4%	2.5%	5.7%	11.6%	14.8%	8.5%	-6.6%	9.5%
IRA 예상 금액	97	147	122	165	113	126	151	239	211	530	628
IRA 제외 영업이익	-282	-239	-163	-173	-89	-64	-18	0	344	-856	-172
가공소재											
매출액	250	266	255	270	284	291	268	295	989	1,040	1,138
영업이익	11	9	6	4	11	12	12	10	64	30	44
영업이익률	4.2%	3.4%	2.4%	1.5%	3.8%	4.1%	4.3%	3.3%	6.5%	2.9%	3.9%
기타											
매출액	143	211	178	134	113	124	158	130	587	665	526
영업이익	-21	-8	-15	-2	-1	0	0	-2	-88	-46	-4
영업이익률	-14.9%	-3.6%	-8.5%	-1.5%	-1.1%	-0.3%	-0.1%	-1.6%	-14.9%	-6.9%	-0.7%

자료: iM증권 리서치본부

미국 모듈 수입량 추이



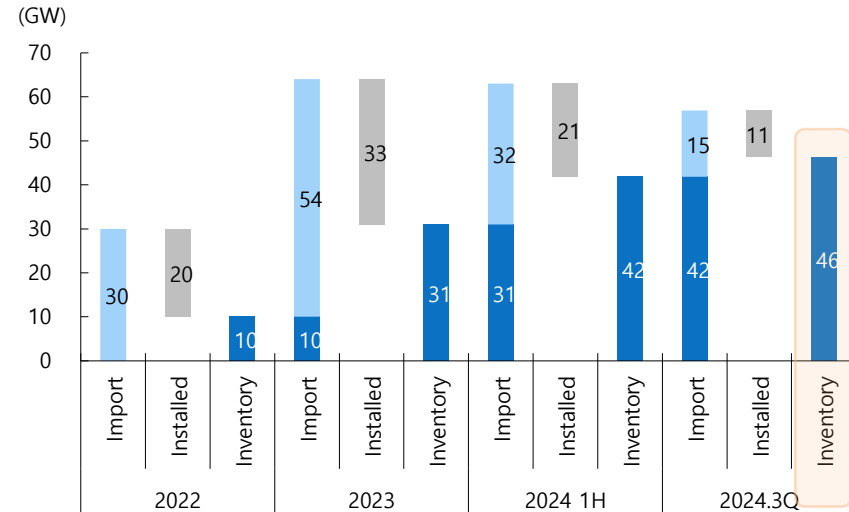
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

동남아시아 4개국 CVD 예비판정 조사(10/1 발표)

수입국	제조 업체명	관세율(%)
캄보디아	Solarspace New Energy	8.25
	Jintek Photovoltaic Technology	68.45
	ISC	8.25
	그 외 기타업체	8.25
말레이시아	Hanwha Q CELLS	14.72
	Jinko Solar	3.47
	Baojia New Energy	
	Pax Union Resources	123.94
	SunMax Energy	
	그 외 기타업체	9.13
태국	Trina Solar Science & Technology	0.14
	Taihua New Energy	34.52
	Sunshine Electrical Energy	
	그 외 기타업체	23.06
베트남	Boviet Solar Technology	0.81
	JA Solar	2.85
	GEP New Energy	
	HT Solar Vietnam	292.61
	Shengtian New Energy	
	Vietnam Green Energy Commercial Services	
	그 외 기타업체	2.85

자료 : 미국 상무부, iM증권 리서치본부

2022년 이후 미국 모듈 수입, 설치, 재고량 추정



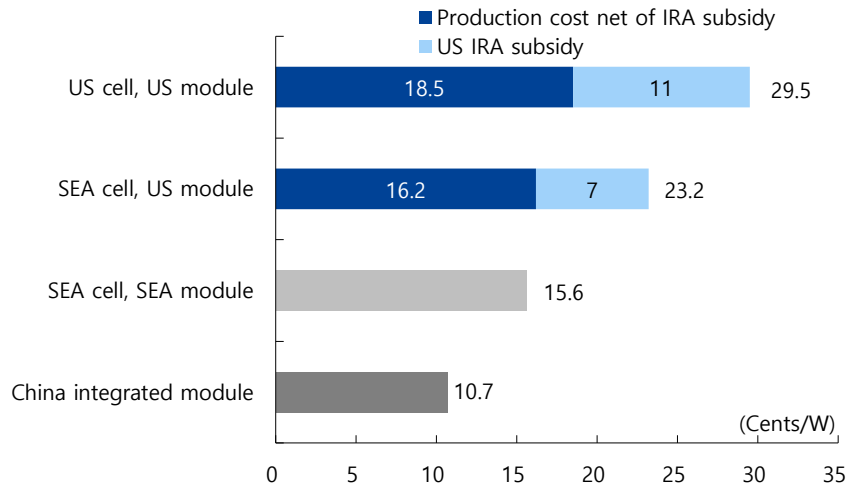
자료 : iM증권 리서치본부

미국의 동남아산 모듈 AD/CVD 판정 타임라인

내용	AD 판정 일정	CVD 판정 일정
Petitions Filed (조사 청원 접수)	2024.04.24	2024.04.24
Commerce Initiation Date (상무부 조사 개시)	2024.05.14	2024.05.14
ITC Preliminary Determinations (ITC 예비 판정)	2024.06.10	2024.06.10
Commerce Preliminary Determinations (상무부 예비 판정)	2024.10.01	2024.09.30
Commerce Final Determinations (상무부 최종 판정)	2024.12.16	2025.02.10
ITC Final Determinations (ITC 최종 판정)	2025.01.30	2025.03.27
Issuance of Orders (행정명령 발효)	2025.02.06	2025.04.03

자료 : 미국 상무부, iM증권 리서치본부

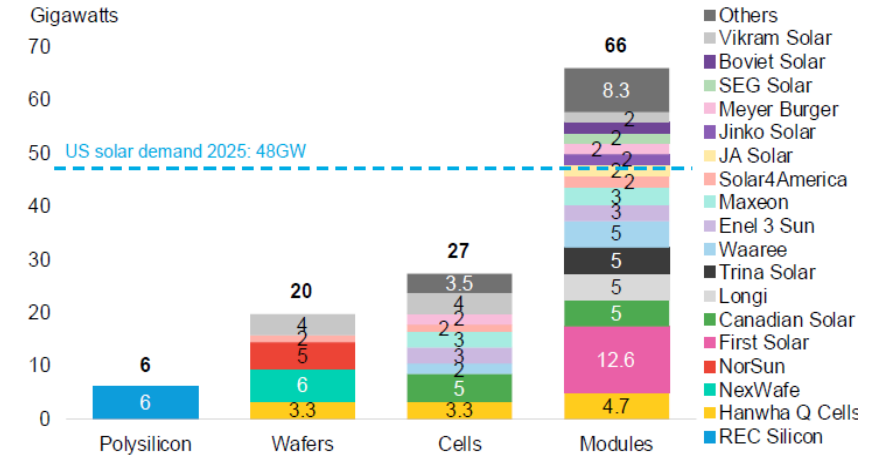
IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 제조비용 비교



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

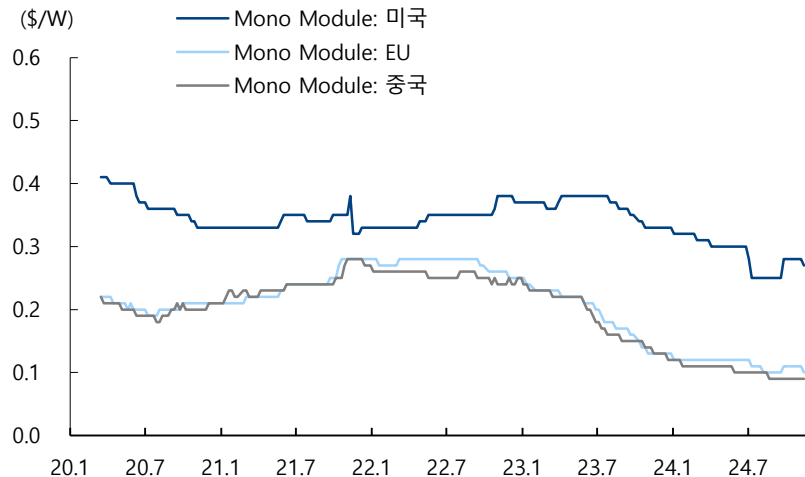
각 밸류체인별 미국 내 투자계획 발표한 업체 및 생산규모

US solar manufacturing announcements by component



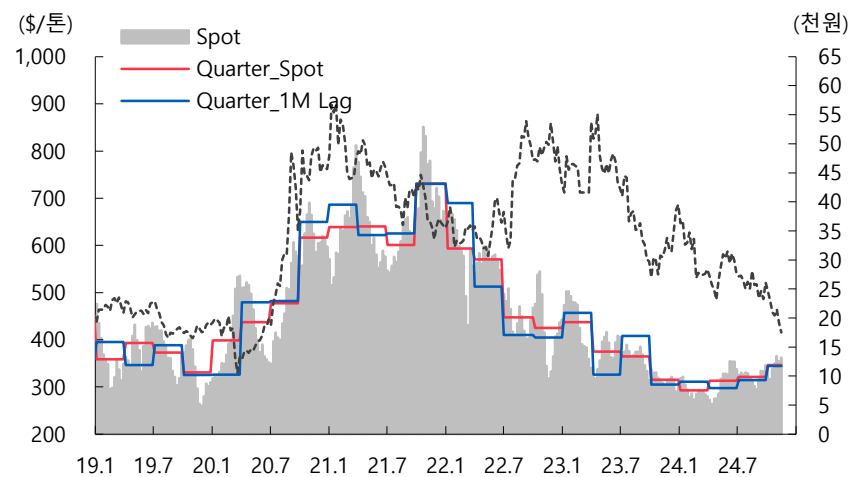
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

지역별 모듈 가격 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

한화솔루션 케미칼 부문 가중평균 스프레드 추이



자료 : iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		8,705	6,989	6,206	6,657
현금 및 현금성자산		1,958	1,682	913	1,343
단기금융자산		196	202	208	214
매출채권		2,823	1,944	1,923	1,917
재고자산		3,297	2,294	2,269	2,263
비유동자산		14,407	16,277	17,630	18,808
유형자산		7,046	9,017	9,972	10,553
무형자산		1,768	1,692	1,626	1,568
자산총계		24,493	24,647	25,216	26,846
유동부채		7,689	7,909	8,189	8,764
매입채무		1,837	1,586	1,569	1,564
단기차입금		2,947	3,247	3,347	3,697
유동성장기부채		841	841	841	841
비유동부채		6,598	7,048	7,298	7,798
사채		2,387	2,537	2,687	2,887
장기차입금		3,174	3,474	3,574	3,874
부채총계		15,482	16,152	16,683	17,757
지배주주지분		7,847	7,326	7,365	7,923
자본금		889	889	889	889
자본잉여금		1,497	1,497	1,497	1,497
이익잉여금		5,339	4,097	4,114	4,651
기타자본항목		123	144	165	186
비지배주주지분		1,163	1,168	1,168	1,165
자본총계		9,011	8,495	8,533	9,089

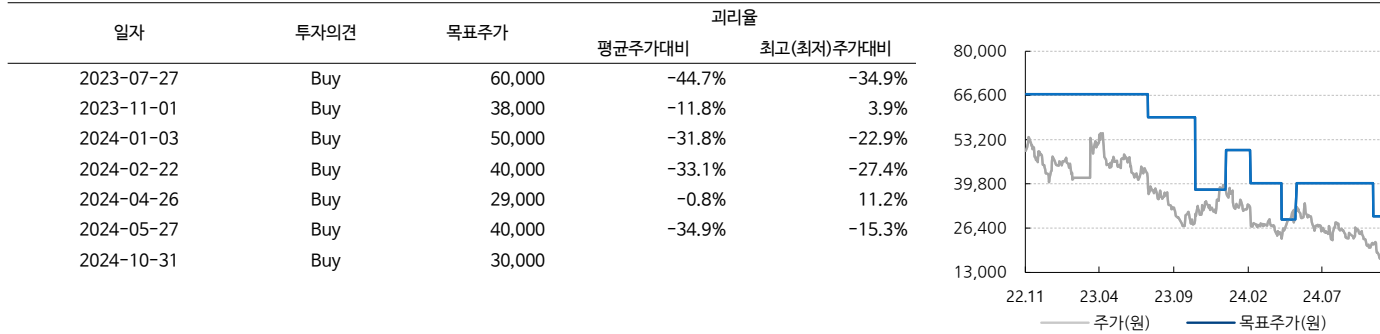
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		518	1,392	1,466	1,827
당기순이익		-155	-1,185	69	586
유형자산감가상각비		613	625	747	769
무형자산상각비		66	81	69	59
지분법관련손실(이익)		14	-252	-126	50
투자활동 현금흐름		-2,799	-3,384	-2,441	-2,104
유형자산의 처분(취득)		-2,349	-2,595	-1,703	-1,350
무형자산의 처분(취득)		-18	-5	-3	-1
금융상품의 증감		-311	-638	-589	-606
재무활동 현금흐름		1,609	215	-185	315
단기금융부채의증감		-	300	100	350
장기금융부채의증감		2,052	450	250	500
자본의증감		49	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-658	-276	-769	430
기초현금및현금성자산		2,616	1,958	1,682	913
기말현금및현금성자산		1,958	1,682	913	1,343

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		13,289	11,472	11,347	11,315
증가율(%)		1.2	-13.7	-1.1	-0.3
매출원가		11,050	10,468	9,454	8,945
매출총이익		2,239	1,005	1,893	2,370
판매비와관리비		1,634	1,436	1,372	1,413
연구개발비		129	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		605	-432	521	957
증가율(%)		-34.6	적전	흑전	83.7
영업이익률(%)		4.5	-3.8	4.6	8.5
이자수익		92	75	36	47
이자비용		416	396	345	349
지분법이익(손실)		14	-252	-126	50
기타영업외손익		-400	13	-1	43
세전계속사업이익		-102	-988	88	751
법인세비용		41	198	19	165
세전계속이익률(%)		-0.8	-8.6	0.8	6.6
당기순이익		-155	-1,185	69	586
순이익률(%)		-1.2	-10.3	0.6	5.2
지배주주귀속 순이익		-208	-1,191	69	589
기타포괄이익		21	21	21	21
총포괄이익		-134	-1,164	90	607
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-1,172	-6,824	396	3,374
BPS		44,979	41,993	42,215	45,414
CFPS		2,652	-2,780	5,076	8,122
DPS		650	650	650	650
Valuation(배)					
PER				44.4	5.2
PBR		0.9	0.4	0.4	0.4
PCR		14.9	-6.3	3.5	2.2
EV/EBITDA		11.0	41.1	9.2	7.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-2.5	-15.7	0.9	7.7
EBITDA이익률		9.7	2.4	11.8	15.8
부채비율		171.8	190.1	195.5	195.4
순부채비율		79.9	96.7	109.3	107.2
매출채권회전율(x)		5.2	4.8	5.9	5.9
재고자산회전율(x)		4.2	4.1	5.0	5.0

한화솔루션 투자이건 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.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 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 2024-09-30기준]

매수
92%

중립(보유)
7.3%

매도
0.7%