

한화솔루션(009830)

반신반의했던 것의 소멸과 그나마 확실했던 것마저 약화

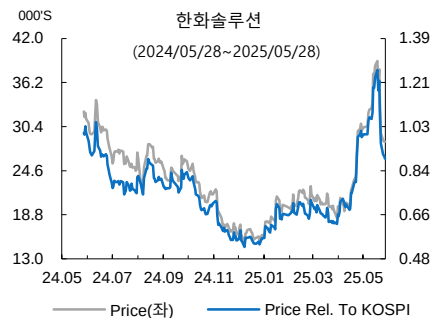
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	38,000원(유지)
증가(2025.05.28)	28,400원
상승여력	33.8 %

Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,882십억원
외국인지분율	14.5%
52주 주가	14,860~39,050원
60일평균거래량	2,816,557주
60일평균거래대금	78.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.6	32.1	66.2	-12.3
상대수익률	-10.4	26.7	59.6	-10.4



[투자포인트]

- 목표주가 3.8만원 및 투자의견 매수 유지
- 미국 하원에서 통과된 IRA 개정안에 따르면 더 이상 TPO 업체들은 세제혜택 수령 불가. 25년 1분기 기점으로 신사업 확대 및 그에 따른 이익 체력 향상의 모멘텀이 된 주택용 에너지 사업에 대한 기대감을 소멸시키는 요인이 될 수밖에 없음. 상원 논의가 남아있긴 하나, 현재로서는 반신반의했던 TPO 사업 이익이 지속되기 어려운 상황
- 다만, 상반기 실적에 미칠 영향은 제한적이고 상원에서 세부내용이 또 변화될 가능성이 남아 있는 만큼 최종 법안 통과된 이후에 실적 추정치 조정할 예정. 당사는 당초 동사의 TPO 이익이 반신반의한 것으로 판단하여 멀티플에 반영하지 않았기 때문에 이번 TPO 세제혜택 변경으로 인한 태양광 부문 멀티플 조정도 따로 하지 않았음
- 동남아 AD/CVD 고율관세 적용에 따른 25년 모듈 수입 및 재고 감소에 대한 기대감은 여전히 유효하며 FEOC 관련 기업 배제로 미국 내 가동 중인 중국 업체들의 생산 감축 및 퇴출 예상. 다만, 중장기 수요 기대치도 하향 조정돼 모듈 가격 상승 폭은 당초 예상 대비 크지 않을 전망
- 1분기 실적 이후 반신반의한 것(TPO)과 그나마 확실한 것(모듈 가격 반등) 두 가지가 공존하고 있었는데, 금번 개정안으로 TPO 기대는 소멸됐고 가격 반등 기대도 당초 대비 약화. 상원 논의 과정에서 추가 노이즈 불가피해 단기 불확실성 상존. 향후 주가 모멘텀은 모듈 가격 반등과 중국 업체들의 시장 퇴출 움직임 포착 등이 될 전망

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	15,292	15,851	17,100
영업이익(십억원)	-300	678	1,380	2,092
순이익(십억원)	-1,404	5	580	1,247
EPS(원)	-8,050	26	3,326	7,148
BPS(원)	54,163	66,077	81,098	99,941
PER(배)		1,090.3	8.5	4.0
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	-16.0	0.0	4.5	7.9
배당수익률(%)	1.9	1.1	1.8	1.8
EV/EBITDA(배)	31.4	10.1	5.8	3.6

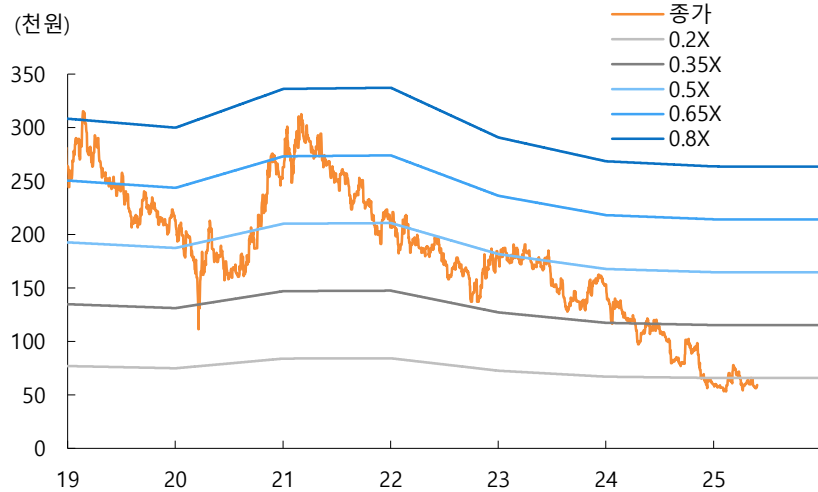
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

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	3,242	4,104	4,851	13,079	12,408	15,292
영업이익	-217	-108	-81	103	30	113	205	329	579	-302	678
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	3.5%	5.0%	6.8%	4.4%	-2.4%	4.4%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,165	1,168	1,159	5,097	4,817	4,567
영업이익	-19	-17	-31	-54	-91	-50	-27	-13	60	-122	-182
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-4.3%	-2.3%	-1.1%	1.2%	-2.5%	-4.0%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,869	1,599	1,666	2,516	3,274	6,543	5,766	9,055
모듈 및 기타	416	568	539	1,005	587	681	834	1,058		2,528	3,160
개발자산 매각/EPC	343	405	579	1,634	419	488	1,127	1,653		2,960	3,688
주택용 에너지 사업	6	7	35	230	594	496	555	562		278	2,207
영업이익	-185	-92	-41	61	136	165	234	344	555	-258	879
모듈 및 기타	-229	-212	-193	-323	-135	-116	-113	-91		-957	-454
개발자산 매각/EPC	-46	-17	31	121	-42	-15	34	58		89	35
주택용 에너지 사업	-7	-10	0	72	129	92	99	121		56	441
IRA	97	147	122	190	184	203	213	256		555	857
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.5%	9.9%	9.3%	10.5%	8.5%	-4.5%	9.7%
모듈 및 기타	-55.1%	-37.3%	-35.8%	-32.1%	-23.0%	-17.0%	-13.5%	-8.6%		-37.9%	-14.4%
개발자산 매각/EPC	-13.4%	-4.2%	5.3%	7.4%	-10.0%	-3.0%	3.0%	3.5%		3.0%	1.0%
주택용 에너지 사업	-123.6%	-129.7%	-0.8%	31.4%	21.8%	18.5%	17.9%	21.5%		19.9%	20.0%
IRA 제외 영업이익	-282	-239	-163	-130	-48	-39	20	88		-813	22
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%	1.5%	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

한화솔루션 12M Forward PBR 추이



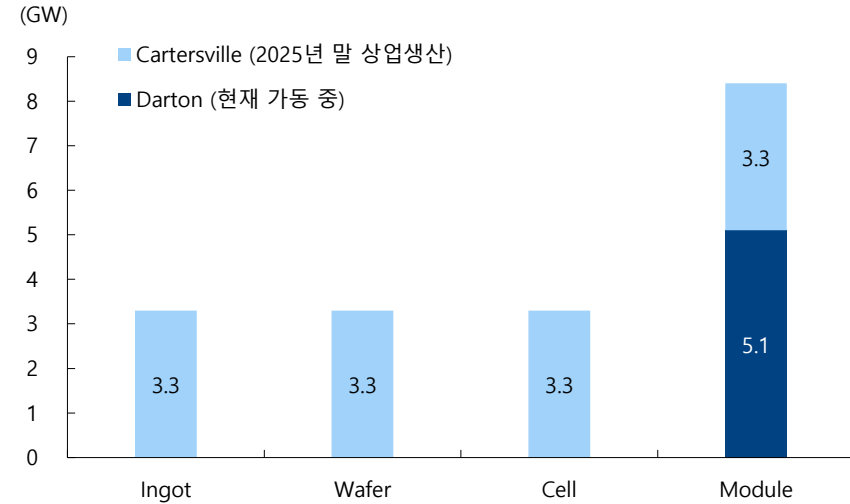
자료 : iM증권 리서치본부

미국 내 셀/모듈 투자 계획 or 진행 중인 주요 중국 업체들

업체명	위치	생산설비	규모(GW)	상업가동 시기
Trina Solar (미국 공장 Freyer에 매각)	미국, Texas	셀	5.0	2026년 초
		모듈	5.0	2024년 말
JA Solar	미국, Arizona	모듈	2.0	2024년 말
Canadian Solar	미국, Indiana	셀	5.0	2025년 말
	미국, Texas	모듈	5.0	2024년 3분기
Longi (JV w/Invenergy)	미국, Ohio	모듈	5.0	2024년 초
Jinko Solar	미국, Florida	모듈	1.0	2025년 초

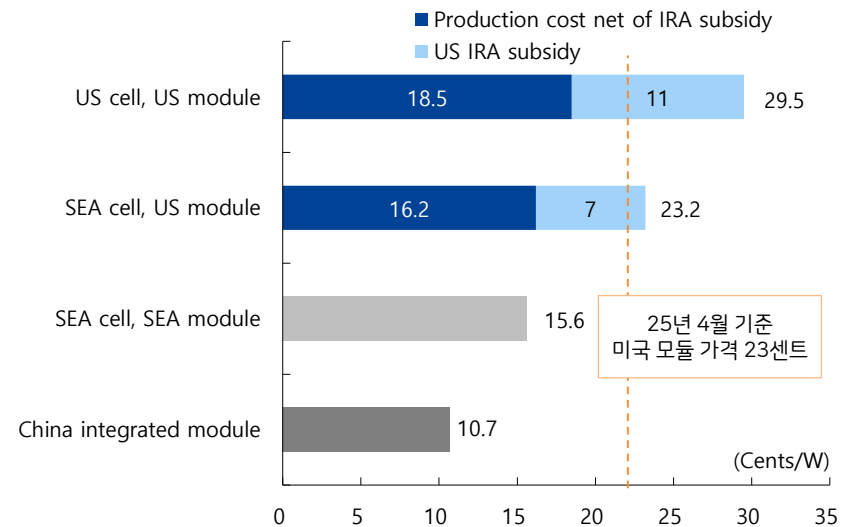
자료 : iM증권 리서치본부

한화솔루션 미국 내 생산설비 규모



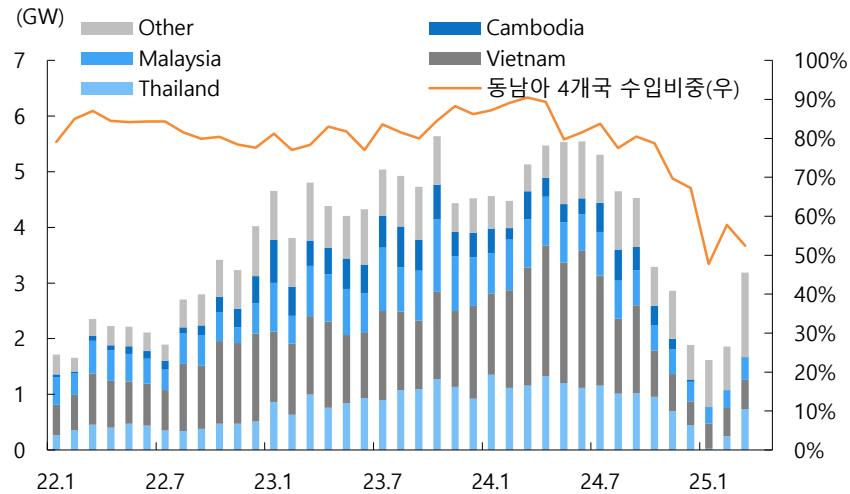
자료 : iM증권 리서치본부

IRA 보조금 수취 여부에 따른 미국 내 태양광 모듈 생산비용 비교



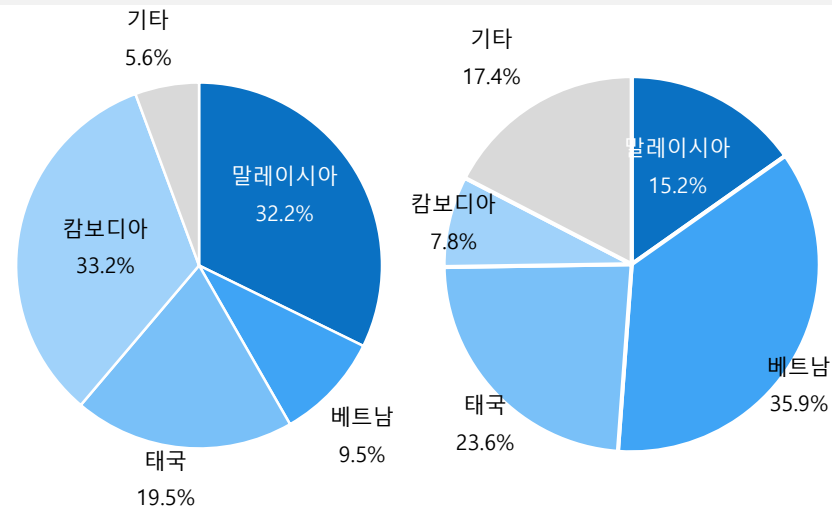
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미국 모듈 수입량 추이



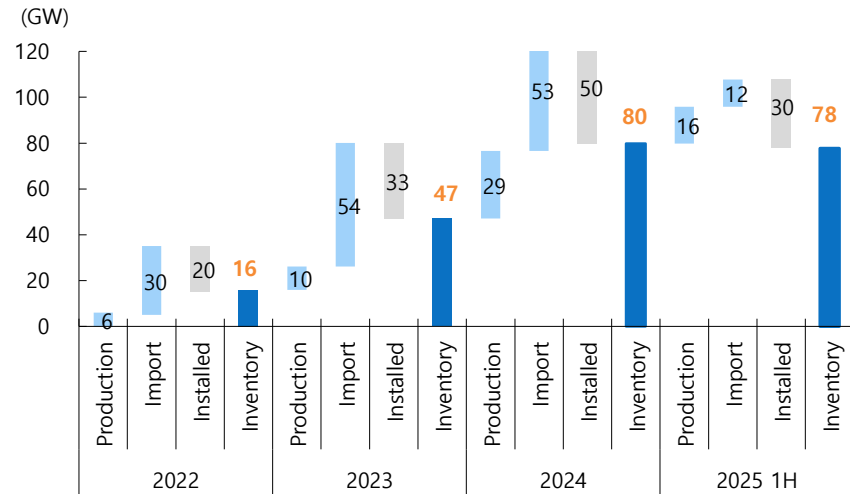
자료 : USITC, iM증권 리서치본부

2024년 미국 셀(좌) 및 모듈(우) 국가별 수입 비중



자료 : USITC, iM증권 리서치본부

2022년 이후 미국 모듈 재고 추정



자료 : iM증권 리서치본부

동남아시아 셀/모듈 AD/CVD 최종관세율

국가	업체명	AD	CVD	합계
캄보디아	Hounen Solar	125.4%	3,404.0%	3,529.3%
	Solar Long PV-Tech	125.4%	3,404.0%	3,529.3%
	그 외 기타업체	125.4%	534.7%	660.0%
말레이시아	Hanwha Q Cells	0.0%	14.6%	14.6%
	Jinko Solar	8.6%	38.4%	47.0%
	Baojia New Energy	81.2%	168.8%	250.0%
태국	SunMax Energy	-	168.8%	168.8%
	그 외 기타업체	8.6%	32.5%	41.1%
	Trina Solar Technology	111.5%	263.7%	375.2%
베트남	Sunshine Electrical, Taihua New Energy	202.9%	799.6%	1,002.5%
	그 외 기타업체	111.5%	263.7%	375.2%
	JA Solar	58.1%	68.2%	126.2%
베트남	Jinko Solar	125.9%	-	125.9%
	Boviet Solar	82.7%	230.7%	313.3%
	Trina Solar, Vietnery, Vietnam Sunergy	82.7%	-	82.7%
베트남	Vietnam Wide-Entity	271.3%	-	271.3%
	HT Solar	-	542.6%	542.6%
	그 외 기타업체	-	124.6%	124.6%

자료 : USITC, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		10,883	13,808	16,035	19,356
현금 및 현금성자산		2,184	3,290	5,679	8,301
단기금융자산		318	327	337	347
매출채권		3,114	3,840	3,975	4,277
재고자산		4,258	5,352	5,057	5,455
비유동자산		19,154	20,511	21,171	21,564
유형자산		10,727	12,180	12,821	13,121
무형자산		1,756	1,691	1,632	1,585
자산총계		30,037	34,318	37,206	40,920
유동부채		11,708	13,160	13,342	13,650
매입채무		2,610	3,221	3,339	3,601
단기차입금		5,110	5,810	5,930	5,930
유동성장기부채		1,189	1,289	1,189	1,189
비유동부채		7,722	8,472	8,572	8,722
사채		2,191	2,341	2,341	2,341
장기차입금		4,231	4,831	4,931	5,081
부채총계		19,430	21,633	21,914	22,372
지배주주지분		9,450	11,528	14,149	17,436
자본금		889	889	889	889
자본잉여금		1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금		4,132	4,085	4,580	5,742
기타자본항목		2,169	4,295	6,421	8,547
비지배주주지분		1,157	1,157	1,142	1,111
자본총계		10,607	12,685	15,291	18,547

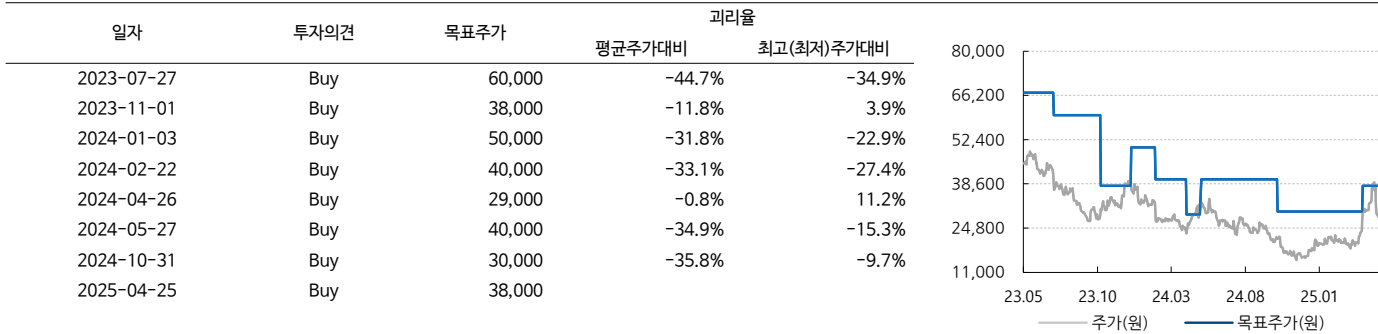
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		638	-87	1,892	1,783
당기순이익		-1,369	4	566	1,216
유형자산감가상각비		649	800	859	850
무형자산상각비		66	68	60	53
지분법관련손실(이익)		-327	-196	-107	-43
투자활동 현금흐름		-3,287	-1,314	-579	-234
유형자산의 처분(취득)		-3,344	-2,253	-1,500	-1,150
무형자산의 처분(취득)		-21	-3	-1	-5
금융상품의 증감		-1,040	-164	-184	-184
재무활동 현금흐름		2,676	1,625	195	191
단기금융부채의증감		-	800	20	-
장기금융부채의증감		2,688	750	100	150
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		226	1,105	2,389	2,622
기초현금및현금성자산		1,958	2,184	3,290	5,679
기말현금및현금성자산		2,184	3,290	5,679	8,301

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		12,394	15,292	15,851	17,100
증가율(%)		-5.2	23.4	3.7	7.9
매출원가		11,008	12,771	12,491	12,895
매출총이익		1,386	2,521	3,360	4,205
판매비와관리비		1,686	1,844	1,980	2,113
연구개발비		92	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-300	678	1,380	2,092
증가율(%)		적전	흑전	103.7	51.6
영업이익률(%)		-2.4	4.4	8.7	12.2
이자수익		103	119	211	259
이자비용		548	613	564	525
지분법이익(손실)		-327	-196	-107	-43
기타영업외손익		-357	13	-173	-172
세전계속사업이익		-1,424	6	752	1,617
법인세비용		-316	1	187	401
세전계속이익률(%)		-11.5	0.0	4.7	9.5
당기순이익		-1,369	4	566	1,216
순이익률(%)		-11.0	0.0	3.6	7.1
지배주주귀속 순이익		-1,404	5	580	1,247
기타포괄이익		2,126	2,126	2,126	2,126
총포괄이익		757	2,130	2,692	3,342
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-8,050	26	3,326	7,148
BPS		54,163	66,077	81,098	99,941
CFPS		-3,949	4,999	8,592	12,323
DPS		300	300	500	500
Valuation(배)					
PER			1,090.3	8.5	4.0
PBR		0.3	0.4	0.4	0.3
PCR		-4.1	5.7	3.3	2.3
EV/EBITDA		31.4	10.1	5.8	3.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-16.0	0.0	4.5	7.9
EBITDA이익률		3.4	10.1	14.5	17.5
부채비율		183.2	170.5	143.3	120.6
순부채비율		96.4	84.0	54.8	31.8
매출채권회전율(x)		3.5	4.4	4.1	4.1
재고자산회전율(x)		3.2	3.2	3.0	3.3

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 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)

[투자비용등급공시 2025-03-31 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%