

한화솔루션 (009830)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

37,000

유지

현재주가

19,570

(25.04.02)

화학업종

KOSPI	2505.86
시가총액	3,409십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	876십억원
52주 최고/최저	33,900원 / 14,860원
120일 평균거래대금	373억원
외국인지분율	13.84%
주요주주	한화 외 4 인 36.47% 국민연금공단 6.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	21.2	-21.1	-29.5
상대수익률	-8.0	16.0	-19.3	-22.5



시황 개선 기대감 점증

- 1Q25 예상 OP -888억원으로, 전년동기대비 +1,256억원 개선 전망
- 태양광 모듈 판가 상승은 동사의 주가에 주요한 모멘텀으로 작용 전망
- 중국 및 북미 판가 점진적 개선 지속, 북미 관세 정책 또한 우호적으로 강화

투자의견 매수, 목표주가 37,000원 유지

2H25 카터스빌 셀/웨이퍼 공장 가동에 따른 DCA 요건 부합 등 멀티플 상향 요소 예정된 가운데, 북미 지역 내 실적 개선으로 주가 상승 여력 증가.

1Q25 Preview: 예상 OP -888억원, YoY +1,256억원 전망

케미칼부문 예상 OP -600억원으로 QoQ 적자폭 확대 전망. 가성소다, TDI 제품 가격 상승에도 불구하고, LDPE 및 PVC 스프레드 약세 지속. PVC 1Q25 평균 스프레드 715달러/톤, QoQ -6.4% 감소. 이에 더해 정기보수에 따른 기회비용 발생.

태양광부문 예상 OP -225억원으로 전년동기대비 적자폭 축소, **모듈판매 및 기타 예상 손익 -2,346억원(QoQ +275억원, YoY +14억원)** 전망. 계절적 비수기 영향으로 모듈 판매량 QoQ -43.1%(당사추정 1.8GW) 감소 및 북미 외 지역 판매 비중 증가로 가중평균 판가 QoQ -4.5% 하락추정

동분기 **AMPC 예상금액 2,021억원(QoQ +6.3%)**. 달튼공장 풀가동 지속되는 가운데, 카터스빌 공장 가동률 및 환율상승(1,447.2달러, QoQ +3.5%). 동분기 **발전프로젝트 매출액 5,000억원(연간 가이던스 4조원), OPM 2%** 가정. 금융업(Enfin) 이익기여 500억원(4Q24 722억원) 가정.

태양광 모듈 판가 개선세 지속, 실적 개선에 대한 기대감 상승

태양광 모듈 판가 상승은 동사의 주가에 주요한 모멘텀으로 작용 전망. 중국 내 태양광 TOPCon 모듈 가격(0.097달러/W, YTD +26%) 연초대비 상승세 지속되는 가운데, 1Q25 북미 태양광 모듈 평균 판가는 0.26달러/W로 2H24 대비 약 +4% 상승. 관세 장벽에 따른 북미 지역 내 태양광 모듈 수급 개선은 판가 인상 요소로 작용. 지난해 미국 정부의 AD/CVD 예비판정 이후 25년 4월 기준 동남아 4개국에서 수입된 태양광 셀/모듈 수입 감소율은 평균 83.6%로 감소세 지속 (베트남 -91.5%, 태국 -90%, 말레이시아 -87%, 캄보디아 -66%)

25년 4월 동남아산 AD/CVD 최종 판정 결과를 앞두고 관세율이 추가적으로 높아지고 있는 점 역시 북미 판가에 우호적 환경 제공. 25년 3월 25일 미국 상무부는 중국이 베트남 공장에 시장 가격 대비 훨씬 저렴한 태양광 웨이퍼, 태양광 유리를 공급함으로써 불공정 보조금을 지급하고 있다고 판단. 이에 대한 조치로 미국의 최대 태양광 수입처인 베트남에 현지 생산거점을 두고 있는 중국 기업들에 대한 예비 상계 관세율을 대폭 상향 조정(Jinko Solar, Trina Solar 2.85% → 92.6%). 중국 업체들에 대해 수정된 예비 상계관세 81.03%~217.40%로 상향.

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)		2Q25					
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,393	4,563	2,839	2,764	15.5	-39.4	2,810	3,233	21.3	17.0
영업이익	-217	103	-115	-89	적지	적진	-54	21	흑전	흑전
순이익	-459	-178	-172	-155	적지	적지	-142	-79	적지	적지

자료: 한화솔루션, FrGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한화솔루션 분기별 이익추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	2,378.5	2,679.3	2,773.2	4,642.9	2,763.6	3,233.3	3,743.0	4,260.6	13,198.4	12,473.9	14,000.5
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,177.5	1,301.1	1,300.1	1,248.8	5,097.4	4,817.2	5,027.4
태양광	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,072.6	1,399.7	1,927.1	2,479.7	6,525.6	5,765.8	6,879.1
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	300.2	301.5	279.7	281.3	988.9	1,037.6	1,162.8
기타	142.5	210.8	177.6	322.5	213.4	231.1	236.1	250.8	586.5	853.4	931.3
영업이익	-214.4	-107.8	-81.0	107.0	-88.8	21.0	160.4	303.2	579.3	-296.2	395.8
영업이익률(%)	-9.0%	-4.0%	-2.9%	2.3%	-3.2%	0.7%	4.3%	7.1%	4.4%	-2.4%	2.8%
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	-60.0	-18.8	-9.8	-8.7	59.5	-121.3	-97.3
영업이익률(%)	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-5.1%	-1.4%	-0.8%	-0.7%	1.2%	-2.5%	-1.9%
태양광	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	-22.5	47.6	178.1	318.2	568.2	-257.5	521.3
영업이익률(%)	-15.2%	-7.5%	-3.4%	5.1%	-1.9%	3.7%	13.7%	25.5%	8.7%	-4.5%	7.6%
모듈 판매 및 기타	-236.0	-221.5	-193.1	-262.1	-234.6	-196.6	-162.4	-42.3	294.9	-912.7	-635.8
AMPC	96.6	146.8	121.6	190.1	202.1	203.9	281.5	283.8	209.6	555.1	971.3
발전프로젝트	-45.9	-17.1	30.8	121.0	10.0	40.3	58.9	76.7	93.7	88.8	185.9
첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	0.5	0.5	0.5	0.5	64.3	23.5	2.1
영업이익률(%)	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	6.5%	2.3%	0.2%
기타	-21.0	-7.6	-15.1	102.8	-5.2	-6.3	-6.0	-3.7	-87.5	59.1	-21.1
영업이익률(%)	9.8%	7.1%	18.6%	96.1%	5.9%	-29.8%	-3.7%	-1.2%	-14.9%	6.9%	-2.3%
자분법이익	-51.6	-49.5	-101.3	-124.3	-80.6	-79.0	-53.3	-26.2	83.5	-326.7	-239.0
세전이익	-379.4	-311.0	-370.4	-363.0	-270.3	-110.4	39.8	196.6	132.1	-1,419.6	-144.3
지배주주순이익	-458.7	-367.1	-400.5	-178.1	-210.3	-85.9	30.9	153.0	-141.0	-1,404.4	-112.3
% YoY											
매출액	-22.8	-20.4	-4.5	20.7	16.2	20.7	35.0	-8.2	0.5	-5.5	12.2
케미칼	-9.3	-8.9	-7.6	5.5	-3.7	6.4	9.4	5.5	-13.7	-5.5	4.4
태양광	-43.3	-38.7	-8.4	23.7	40.4	42.8	67.2	-13.6	17.2	-11.6	19.3
첨단소재	-1.5	0.6	8.2	13.4	20.3	13.4	9.9	5.2	-14.2	4.9	12.1
기타	7.1	33.0	42.5	89.4	49.7	9.6	33.0	-22.2	19.4	45.5	9.1
영업이익	적전	적전	적전	594.8	적지	흑전	흑전	183.4	-37.3	적전	흑전
케미칼	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	-89.9	적전	적지
태양광	적전	적전	적전	-59.7	적지	흑전	흑전	425.0	62.3	적전	흑전
첨단소재	-51.2	-57.5	-62.1	적전	-95.0	-94.1	-91.9	흑전	82.2	-63.5	-91.2
기타	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	흑전	적전
자분법이익	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
세전이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	-76.0	적전	적지
지배주주순이익	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지
% QoQ											
매출액	-38.2	12.6	3.5	67.4	-40.5	17.0	15.8	13.8			
케미칼	8.9	0.0	-2.8	-0.4	-0.5	10.5	-0.1	-3.9			
태양광	-67.0	28.3	17.6	148.9	-62.6	30.5	37.7	28.7			
첨단소재	5.9	6.5	-4.2	5.1	12.2	0.4	-7.2	0.6			
기타	-16.3	47.9	-15.7	81.6	-33.8	8.3	2.2	6.2			
영업이익	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	662.0	89.0			
케미칼	적지										
태양광	적전	적지	적지	흑전	적전	흑전	274.4	78.7			
첨단소재	100.0	-15.1	-32.2	적전	흑전	0.4	-7.2	0.6			
기타	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지			
자분법이익	적전	적지									
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	394.7			
지배주주순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	394.7			

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	13,949	14,089	14,001	15,075	0.4	7.0
판매비와 관리비	1,664	1,681	1,707	1,711	2.6	1.8
영업이익	339	342	396	1,007	16.8	194.3
영업이익률	2.4	2.4	2.8	6.7	0.4	4.3
영업외손익	-359	-338	-540	-658	적자유지	적자유지
세전순이익	-20	4	-144	349	적자유지	8,311.6
지배지분순이익	-15	2	-112	271	적자유지	11,144.2
순이익률	-0.1	0.0	-0.8	1.8	적자유지	1.8
EPS(지배지분순이익)	-96	9	-668	1,596	적자유지	17,667.5

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	14,001	15,075	15,377
영업이익	579	-300	396	1,007	1,027
세전순이익	132	-1,424	-144	349	277
총당기순이익	-88	-1,369	-115	277	220
지배지분순이익	-141	-1,404	-112	271	80
EPS	-823	-8,298	-668	1,596	466
PER	NA	NA	NA	12.0	41.2
BPS	45,740	54,163	159,500	1,116,503	9,711,605
PBR	0.9	0.3	0.1	0.0	0.0
ROE	-1.7	-16.0	-0.6	0.2	0.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

재무제표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	14,001	15,075	15,377
매출원가	10,913	11,008	11,898	12,357	12,604
매출총이익	2,165	1,386	2,103	2,718	2,772
판매비와관리비	1,586	1,686	1,707	1,711	1,745
영업이익	579	-300	396	1,007	1,027
영업이익률	4.4	-2.4	2.8	6.7	6.7
EBITDA	1,255	415	1,127	1,769	1,816
영업외손익	-447	-1,123	-540	-658	-751
관계기업손익	83	-327	-239	-122	-122
금융수익	92	108	108	108	108
외환관련이익	369	350	375	375	375
금융비용	-411	-548	-543	-549	-641
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-211	-357	134	-96	-96
법인세비용차감전순이익	132	-1,424	-144	349	277
법인세비용	-47	316	30	-72	-57
계속사업순이익	82	-1,109	-115	277	220
중단사업순이익	-170	-260	0	0	0
당기순이익	-88	-1,369	-115	277	220
당기순이익률	-0.7	-11.0	-0.8	1.8	1.4
비재배분순이익	53	35	-2	6	140
재배분순이익	-141	-1,404	-112	271	80
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	213	213	213	213
포괄순이익	-67	757	2,011	2,403	2,345
비재배분포괄이익	58	109	40	48	1,493
재배분포괄이익	-125	648	1,971	2,355	852

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-823	-8,298	-668	1,596	466
PER	NA	NA	NA	12.0	41.2
BPS	45,740	54,163	159,500	1,116,503	9,711,606
PBR	0.9	0.3	0.1	0.0	0.0
EBITDAPS	7,071	2,380	6,460	10,137	10,408
EV/EBITDA	12.3	35.3	-2.2	-95.4	-918.5
SPS	73,698	71,039	80,247	86,407	88,135
PSR	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	8,304	3,346	8,819	11,851	12,123
DPS	300	300	300	300	300

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-0.4	-5.2	13.0	7.7	2.0
영업이익 증가율	-37.3	적전	흑전	154.4	2.0
순이익 증가율	적전	적지	적지	흑전	-20.7
수익성					
ROC	3.2	-1.7	1.9	4.6	4.6
ROA	2.4	-1.1	0.9	0.7	0.1
ROE	-1.7	-16.0	-0.6	0.2	0.0
안정성					
부채비율	167.1	183.2	71.5	11.6	1.5
순차입금비율	80.3	100.9	-29.7	-89.6	-98.8
이자보상배율	1.4	-0.5	0.7	1.8	1.6

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,797	10,883	33,910	223,998	1,910,032
현금및현금성자산	1,958	2,184	24,686	214,140	1,899,940
매출채권 및 기타채권	3,188	2,968	3,266	3,466	3,522
재고자산	3,447	4,258	4,809	5,179	5,282
기타유동자산	1,204	1,473	1,148	1,212	1,287
비유동자산	14,993	19,154	19,674	20,008	20,316
유형자산	7,050	10,727	11,356	11,678	11,967
관계기업투자금	4,160	4,930	4,876	4,938	5,001
기타비유동자산	3,784	3,497	3,442	3,392	3,347
자산총계	24,790	30,037	53,583	244,006	1,930,347
유동부채	8,734	11,708	12,538	13,460	14,507
매입채무 및 기타채무	3,975	4,023	4,362	4,588	4,651
차입금	2,947	5,110	5,110	5,110	5,110
유동성채무	841	1,189	1,681	2,377	3,360
기타유동부채	971	1,385	1,385	1,385	1,385
비유동부채	6,776	7,722	9,810	11,898	13,985
차입금	5,566	6,423	8,510	10,598	12,686
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,210	1,300	1,300	1,300	1,300
부채총계	15,510	19,430	22,348	25,357	28,492
자배지분	8,117	9,450	27,828	194,794	1,694,363
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,609	4,132	3,968	4,188	4,216
기타지분변동	123	2,866	21,408	188,155	1,687,696
비재배지분	1,163	1,157	3,408	23,855	207,492
자본총계	9,280	10,607	31,235	218,648	1,901,855
순차입금	7,447	10,701	-9,278	-196,014	1,878,817

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	518	638	763	1,354	1,571
당기순이익	-88	-1,369	-115	277	220
비현금항목의 가감	1,562	1,953	1,653	1,791	1,895
감가상각비	676	715	731	762	789
외환손익	30	111	-127	-127	-127
지분법평가손익	-83	327	0	0	0
기타	940	800	1,049	1,156	1,234
자산부채의 증감	-499	84	-369	-199	47
기타현금흐름	-457	-29	-407	-514	-592
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,287	-882	-736	-746
투자자산	-689	-347	55	-63	-63
유형자산	-2,349	-3,344	-1,305	-1,034	-1,034
기타	239	404	368	360	350
재무활동 현금흐름	1,609	2,676	2,654	2,858	3,146
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-600	-600	-600
장기차입금	2,052	2,688	2,688	2,688	2,688
유상증자	-779	0	0	0	0
현금배당	-52	-138	-52	-52	-52
기타	388	126	618	822	1,110
현금의 증감	-668	226	22,502	189,454	1,685,800
기초 현금	2,616	1,958	2,184	24,686	214,140
기말 현금	1,958	2,184	24,686	214,140	1,899,940
NOPLAT	375	-234	314	800	816
FCF	-1,358	-2,937	-314	474	517

자료: 한화솔루션, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한화솔루션(009830) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.04.04	25.02.17	25.02.07	25.01.17	24.11.16	24.10.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균%)	(48.88)	(50.83)	(51.59)	(52.76)	(48.06)	
과리율(최대/최소%)	(39.05)	(40.14)	(40.14)	(40.14)	(40.14)	

제시일자	24.08.23	24.07.26	24.06.20	24.05.31	24.05.30	24.05.06
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
과리율(평균%)	(40.85)	(31.24)	(30.32)	(29.66)	(31.05)	(31.24)
과리율(최대/최소%)	(33.63)	(15.25)	(15.25)	(15.25)	(17.88)	(17.88)

제시일자	24.04.18	24.02.23	24.02.03	24.01.12	23.12.18	23.10.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	40,000	40,000	45,000	45,000	45,000	68,000
과리율(평균%)	(33.45)	(32.28)	(22.67)	(20.49)	(16.47)	(52.76)
과리율(최대/최소%)	(27.38)	(27.38)	(12.22)	(12.22)	(12.22)	(48.53)

제시일자	23.05.11	23.04.28
투자의견	Buy	Buy
목표주가	68,000	68,000
과리율(평균%)	(42.50)	(32.92)
과리율(최대/최소%)	(28.38)	(30.74)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250401)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.5%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상