2025.04.25

한화솔루션 (009830)

반신반의한 것과 그래도 확실한 것의 공존

목표주가 38,000원 상향, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 38,000원으로 상향하고, 투자의견 매수를 유지한다. 재생에너지 부문에서 오랫동안 기대해왔던 미국 모듈 수입량 감소와 재고 소진, 그리고 이에 따른 모듈 판가 상승이 현실화되고 있음을 확인했다. 또한 반신반의했던 미국 주택용 시장의 할부/리스 등 금융업 이익과 TPO(Third Party Ownership) 사업을 통해서도 매 분기 추가적인 이익 창출이 가능해질 것으로 예상된다.

이처럼 동사 신재생에너지 사업구조 변화와 이익 창출력 개선 잠재력을 반영해 25년 영업이익 추정치 변경했고, 이에 따라 목표주가도 3만원에서 3.8만원으로 상향한다. 향후 미국의 국가별 상호관세 부과여부 및 세율에 상관없이 동남아시아 4개국에 대한 AD/CVD 최종관세가 높게는 38~800%(CVD 기준 최대 3,400%) 수준으로 확정됐고, 심지어 소급적용되는 만큼 2분기 기점으로 미국의 모듈 수입량 감소와 그에 따른 추가 재고 소진 및 판가 상승을 기대할 수 있다. 대혼란의 트럼프 시대에서 동사는 미국 내 설비 확보 뿐 아니라 경쟁사들의 활동도 제한되는 만큼 상대적으로 편안한 선택지이다.

1Q25 Review: 영업이익 303억원(-71%QoQ) vs 컨센서스 -607억원

1분기 영업이익은 303억원(-71%QoQ)으로 컨센서스 -607억원을 대폭 상회하는 전혀 예상치 못한 규모의 서프라이즈였다. 참고로 전 분기 대비 실적 감소가 커 보이는 것은 울산부지 매각에 따른 약 1천억원의 일회성 이익이 소멸된 영향이다. 석유화학은 정기보수와 마진 약세로 -912억원으로 적자 확대됐는데, 역대 최대 규모의 손실이다.

태양광 영업이익은 1,362억원(+125%QoQ)으로 큰 폭 증가했다. AMPC(1,839억원) 반영 뿐만 아니라 금번 분기부터 새롭게 반영된 주택용 에너지 사업에서 1,292억원의 대규모 이익을 기록한 영향이다. 이는 주택용 고객에게 패널을 대신 설치한 후 전력을 판매하는 것과 이를 통해 향후 발생하는 현금흐름 기반의 자산 매각, 할부/리스 등의 금융서비스 제공과 그 관련된 ABS 유동화를 통해 발생하는 수익 등이 포함되어 있다.

반신반의한 것과 그래도 확실한 것의 공존

다만, 현실적으로 동사 TPO 사업 규모나 ABS 유동화 규모를 예측할 수 있는 데이터나 근거 자료가 없어 투자자 입장에서 관련 이익을 추정하는 것은 사실상 매우 어렵다. 따라서 회사 가이던스에 의존할 수밖에 없는데, 동사는 미국 주거용 태양광 수요 확대, 특히 고객들의 직접설치보다는 TPO 구조 통한 수요가 더 큰 폭 성장함에 따라 주택용 에너지 사업의 매출과 영업이익이 매 분기 성장할 것이라는 가이던스를 제시하고 있다. 그 방향성에 대해서는 충분히 동의할 수 있으나, 이익 창출에 대한 트랙 레코드는 아직 부족한 만큼 당사는 25년 관련 이익 규모를 회사 가이던스 대비 보수적으로 접근했다. 따라서 현재 당사의 추정치는 향후 동사 가이던스에 따라 추가 상향될 수도, 반대로 하향될 여지도 충분히 존재한다. 이익의 규모는 커졌으나 그 신뢰도와 합리적인 추정이 사실상 어렵다는 점에서 상당히 아쉽고, 이는 멀티플 상향의 걸림돌이기도 하다.

그래도 동남아 AD/CVD 최종관세 상향으로 인한 모듈 수입량 감소와 이에 따른 재고 감소, 판가 상승은 확실한 방향으로 볼 수 있다. 실제 동사는 컨콜에서 1분기 판가가 소폭 상승했다고 언급했는데, 이제 AD/CVD 최종관세가 확정돼 미국 모듈 수입량은 더 줄어들 수밖에 없고 24년 미국 태양광 수요도 생각보다 강했던 만큼 2~4분기는 추가 판가 상승도 충분히 가능할 것으로 판단된다. 반신반의하는 것과 확실한 것이 공존하는 현 상황에서 일단은 후자에 더 힘을 싣고, 시간을 두고 전자에 대한 관찰이 필요하다.

iM증권

Company Brief

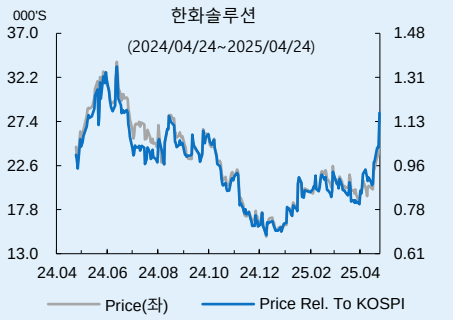
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	**38,000원(상향)**
종가(2025.04.24)	**27,100원**
상승여력	**40.2 %**

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,658십억원
외국인지분율	13.2%
52주 주가	14,860~33,900원
60일평균거래량	2,216,952주
60일평균거래대금	47.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.2	34.8	32.5	9.9
상대수익률	40.4	35.4	34.8	15.7

Price Trend



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	213	903	1,567
EPS(원)	-8,050	1,221	5,176	8,983
BPS(원)	54,163	67,272	84,142	104,820
PER(배)		22.2	5.2	3.0
PBR(배)	0.3	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	-16.0	2.0	6.8	9.5
배당수익률(%)	4.0	2.4	3.1	3.1
EV/EBITDA(배)	31.4	9.9	5.6	3.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]
전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(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%

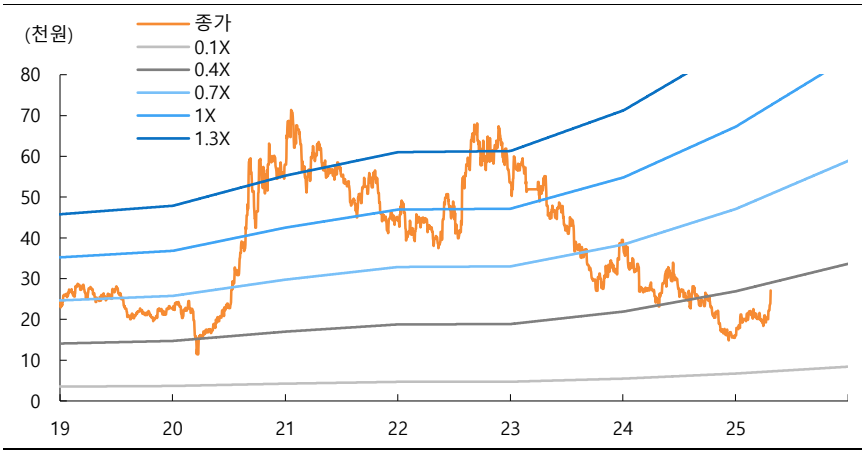
자료: iM증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기존 (2024.10.31)			변경 (2025.04.24)			참고내용
	2025F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2025F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			12,116			13,962	(A)= (a)+(b)+(c)
태양광	997	9.5	9,473	1,475	9.2	13,629	(a) First Solar, 중국 주요 업체들 평균 대비 +20% 할증
케미칼	215	6.8	1,460	28	4.2	118	(b) 한국 및 아시아 NCC 업체 EV/EBITDA 평균 적용
가공소재	75	6.1	456	43	5.0	215	(c) KOSPI200 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	5,244		3,671	5,307		3,715	(B): 2025년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			9,862			10,929	(C): 2025년 당사 예상치
우선주 시가총액			49.0			59.9	(D): 2025년 4월 24일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			5,149			6,688	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수		174,467,885			174,467,885		
적정주가 (원)			29,511			38,333	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			30,000			38,000	**이전 대비 +26.7% 상향 조정**
현재주가 (원)						27,100	2025년 4월 24일 종가 기준
상승여력(%)						40.2%	

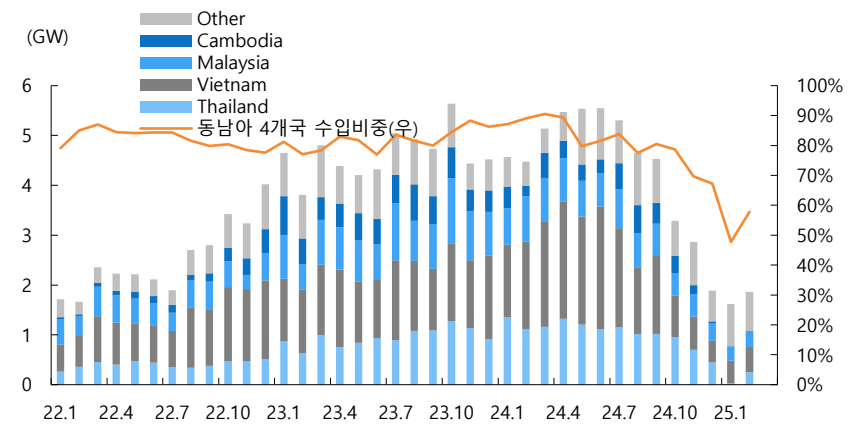
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 초이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. 2022년 이후 미국 모듈 총 수입량 및 동남아시아 4개 국가별 유입량 추이



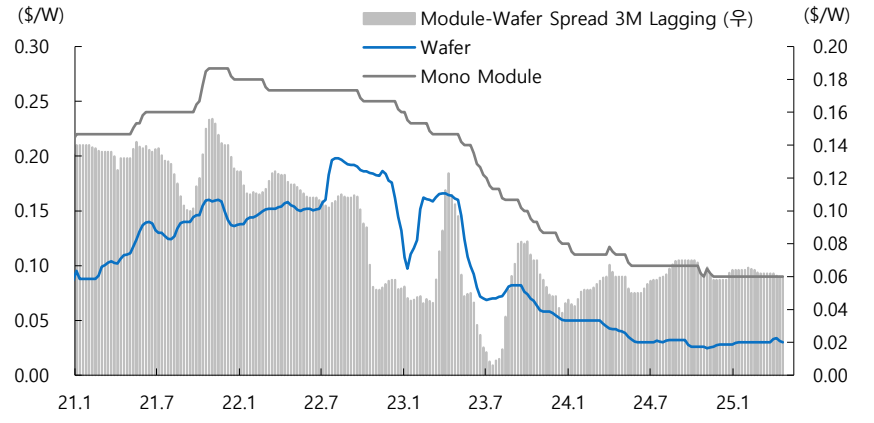
자료: ITC, iM증권 리서치본부

표3. 미국 상무부 동남아산 태양광 셀/모듈 AD/CVD 관세율 예비/최종 판정 현황

국가	업체명	예비 판정			최종 판정		
		AD	CVD	합계	AD	CVD	합계
캄보디아	Hounen Solar	125.4%	8.3%	133.6%	125.4%	3,404.0%	3,529.3%
	Solar Long PV-Tech	125.4%	8.3%	133.6%	125.4%	3,404.0%	3,529.3%
	Solarspace New Energy	-	8.3%	8.3%	-	534.7%	534.7%
	Jintek Photovoltaic Technology	-	68.5%	68.5%	-	3,404.0%	3,404.0%
	ISC	-	68.5%	68.5%	-	3,404.0%	3,404.0%
	그 외 기타업체	125.4%	8.3%	133.6%	125.4%	534.7%	660.0%
말레이시아	Hanwha Q Cells	0.0%	14.7%	14.7%	0.0%	14.6%	14.6%
	Jinko Solar	21.3%	3.5%	24.8%	8.6%	38.4%	47.0%
	Baojia New Energy	81.2%	123.9%	205.2%	81.2%	168.8%	250.0%
	CRC Solar Cell Joint Stock Company	81.2%	-	81.2%	81.2%	-	81.2%
	Lynter Enterprise	81.2%	-	81.2%	81.2%	-	81.2%
	Mega PP Sdn. Bhd.	81.2%	-	81.2%	81.2%	-	81.2%
	Pax Union Resources	-	123.9%	123.9%	-	168.8%	168.8%
	SunMax Energy	-	123.9%	123.9%	-	168.8%	168.8%
	그 외 기타업체	21.3%	9.1%	30.4%	8.6%	32.5%	41.1%
태국	Trina Solar Science & Technology	77.9%	0.1%	78.0%	111.5%	263.7%	375.2%
	Sunshine Electrical Energy	154.7%	34.5%	189.2%	202.9%	799.6%	1,002.5%
	Taihua New Energy	154.7%	34.5%	189.2%	202.9%	799.6%	1,002.5%
	그 외 기타업체	77.9%	23.1%	100.9%	111.5%	263.7%	375.2%
베트남	JA Solar	53.3%	2.9%	56.2%	58.1%	68.2%	126.2%
	Jinko Solar	56.5%	-	56.5%	125.9%	-	125.9%
	Blue Moon	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Boviet Solar	54.5%	0.8%	55.3%	82.7%	230.7%	313.3%
	Elite Solar	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Letsolar	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Mecen Solar	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Nexuns	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Trina Solar Energy Development	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Vietnergy Co., Ltd. and Tainergy Tech	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Vietnam Sunergy Joint Stock Company	54.5%	-	54.5%	82.7%	-	82.7%
	Vietnam Wide-Entity	271.3%	-	271.3%	271.3%	-	271.3%
	GEP New Energy	-	292.6%	292.6%	-	542.6%	542.6%
	HT Solar	-	292.6%	292.6%	-	542.6%	542.6%
	Shengtian New Energy	-	292.6%	292.6%	-	542.6%	542.6%
	Vietnam Green Energy Commercial Services	-	292.6%	292.6%	-	542.6%	542.6%
	그 외 기타업체	-	2.9%	2.9%	-	124.6%	124.6%

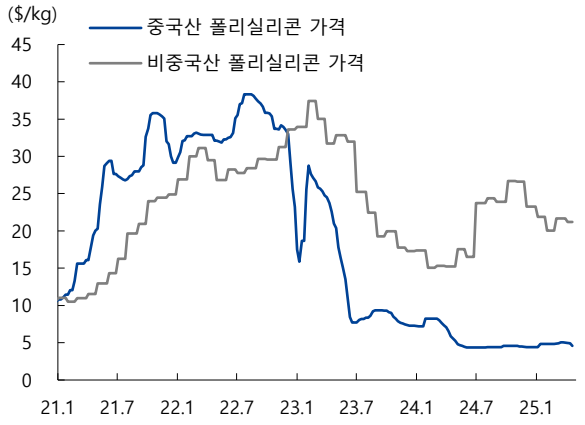
자료: 미국 상무부, iM증권 리서치본부

그림3. 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드



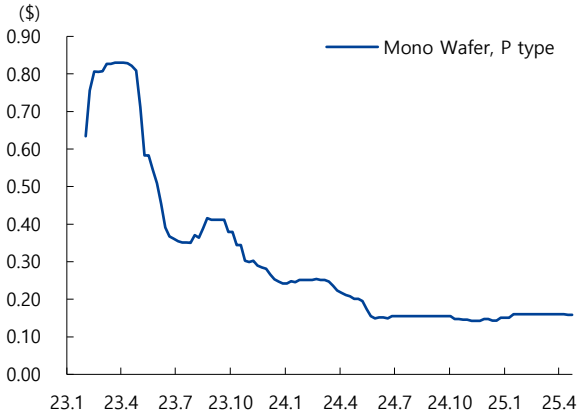
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 폴리실리콘 가격 추이



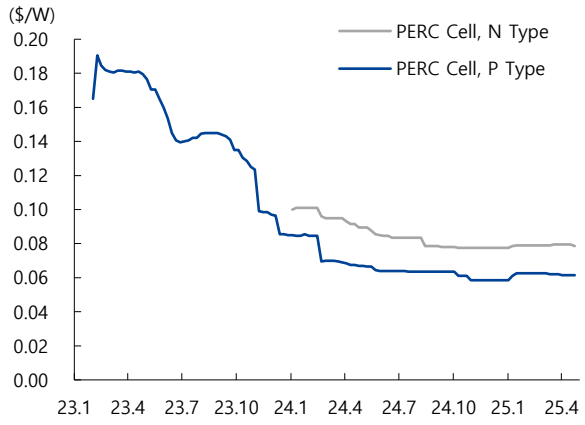
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 웨이퍼 가격 추이



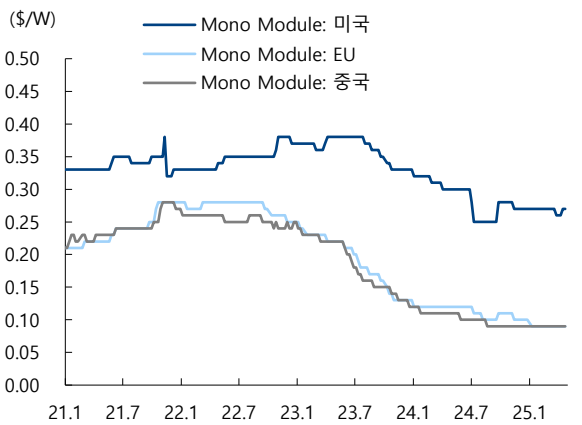
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림6. 셀 가격 추이



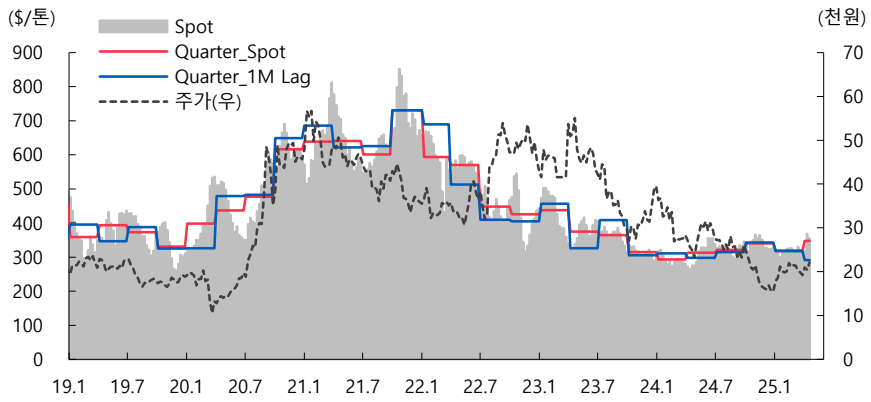
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림7. 주요 지역별 모듈 가격 추이



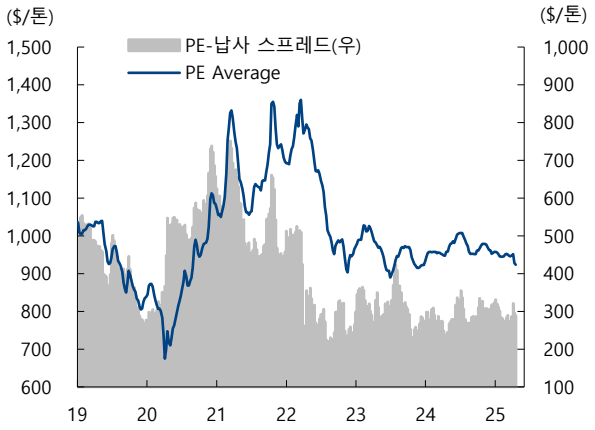
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림8. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



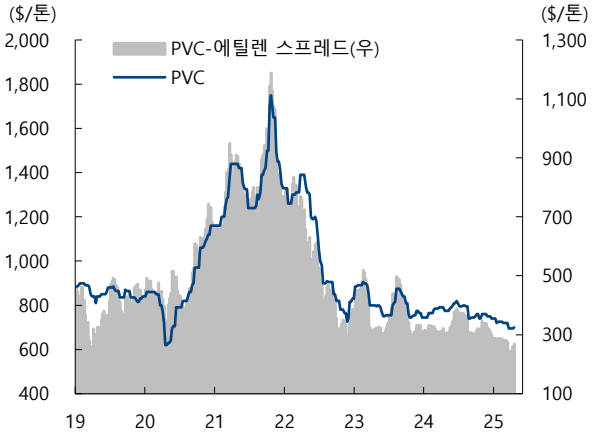
자료: iM증권 리서치본부

그림9. PE 가격 및 스프레드 추이



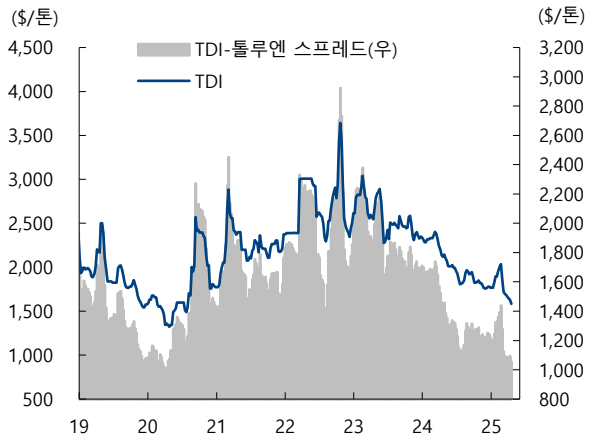
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림10. PVC 가격 및 스프레드 추이



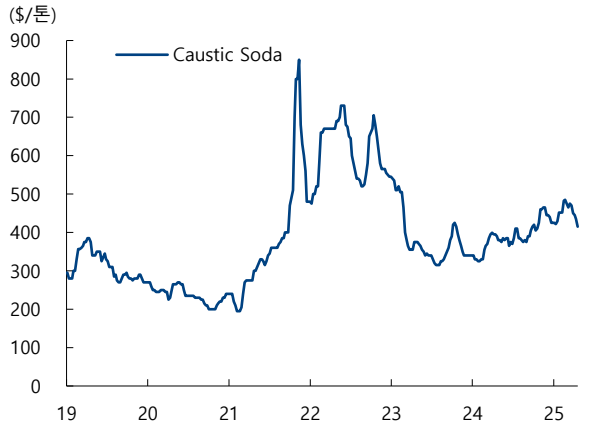
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림11. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림12. 가성소다 가격 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,883	13,861	16,103	19,415
현금 및 현금성자산	2,184	3,343	5,747	8,360
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	20,661	21,621	22,335
유형자산	10,727	12,330	13,271	13,892
무형자산	1,756	1,691	1,632	1,585
자산총계	30,037	34,521	37,723	41,749
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	11,737	14,680	18,288
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	4,132	4,294	5,111	6,593
기타자본항목	2,169	4,295	6,421	8,547
비지배주주지분	1,157	1,152	1,129	1,090
자본총계	10,607	12,889	15,809	19,377

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	121	183	261
이자비용	548	442	445	450
지분법이익(손실)	-327	-196	-107	-43
기타영업외손익	-357	110	155	166
세전계속사업이익	-1,424	276	1,171	2,031
법인세비용	-316	68	290	504
세전계속이익률(%)	-11.5	1.8	7.4	11.9
당기순이익	-1,369	208	880	1,528
순이익률(%)	-11.0	1.4	5.6	8.9
지배주주귀속 순이익	-1,404	213	903	1,567
기타포괄이익	2,126	2,126	2,126	2,126
총포괄이익	757	2,333	3,006	3,654
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	638	116	2,206	2,124
당기순이익	-1,369	208	880	1,528
유형자산감가상각비	649	800	859	879
무형자산상각비	66	68	60	53
지분법관련손실(이익)	-327	-196	-107	-43
투자활동 현금흐름	-3,287	-1,464	-879	-584
유형자산의 처분(취득)	-3,344	-2,403	-1,800	-1,500
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	1,159	2,404	2,613
기초현금및현금성자산	1,958	2,184	3,343	5,747
기말현금및현금성자산	2,184	3,343	5,747	8,360

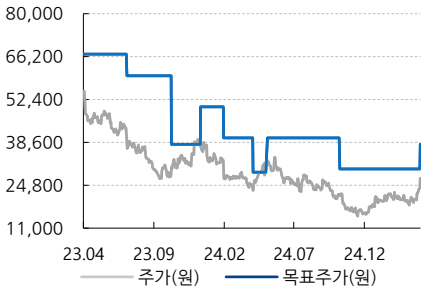
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	-8,050	1,221	5,176	8,983
BPS	54,163	67,272	84,142	104,820
CFPS	-3,949	6,193	10,441	14,325
DPS	650	650	850	850
Valuation(배)				
PER		22.2	5.2	3.0
PBR	0.3	0.4	0.3	0.3
PCR	-4.1	4.4	2.6	1.9
EV/EBITDA	31.4	9.9	5.6	3.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-16.0	2.0	6.8	9.5
EBITDA이익률	3.4	10.1	14.5	17.7
부채비율	183.2	167.8	138.6	115.5
순부채비율	96.4	82.3	52.6	30.1
매출채권회전율(x)	3.5	4.4	4.1	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		



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)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	5.8%	0.7%