IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 이동욱
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

한화솔루션 (009830)

미국 주택용 에너지 사업이 수익성 개선 주도

매수 (유지)

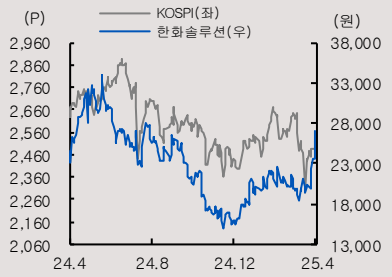
목표주가	37,000원
현재가 (4/24)	27,100원

KOSPI (4/24)	2,522.33pt
시가총액	4,718십억원
발행주식수	174,468천주
액면가	5,000원
52주 최고가	33,900원
최저가	14,860원
60일 일평균거래대금	48십억원
외국인 지분율	13.1%
배당수익률 (2025F)	1.1%
주주구성	
한화 외 4 인	36.47%
국민연금공단	6.83%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	42%	36%	17%
절대기준	36%	33%	10%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	37,000	32,000	▲
EPS(25)	306	273	▲
EPS(26)	3,669	1,801	▲

한화솔루션 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 크게 상회

한화솔루션의 올해 1분기 영업이익은 303억원으로, 시장 기대치(-607억원)를 크게 상회했다. 케미칼 및 첨단소재부문의 적자 지속에도 불구하고, 신재생에너지부문의 실적 개선이 주요 요인으로 작용했다.

1) 신재생에너지부문 영업이익은 1,362억원으로, 전 분기 대비 124.8% 증가하였다. 모듈 출하량은 전 분기 대비 감소하였지만, AMPC 1,839억원이 반영되었고, 주택용 에너지 사업의 높은 마진(21.8%)이 실적을 견인했다. 2) 케미칼부문은 912억원의 영업손실을 기록하며 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 가성소다, EVA, LDPE 등의 스프레드는 안정적이었으나, 전 분기에서 이월된 대규모 정기보수 진행으로 인해 물량이 감소하고 고정비가 증가한 영향이다. 3) 첨단소재부문 영업손실은 18억원으로, 전 분기 대비 적자가 소폭 축소되었다. 경량복합소재 원료 가격 상승에도 불구하고, 태양광 소재 신공장의 가동률 개선이 긍정적으로 작용했다. 4) 1분기 지분법이익은 1,369억원으로, 전분기 대비 대규모 흑자 전환했다. 여천NCC 실적이 소폭 개선되었으며, 한화오션 주가 상승에 따른 평가 이익이 주요 원인이다.

미국 관세율 상향으로 수혜 전망

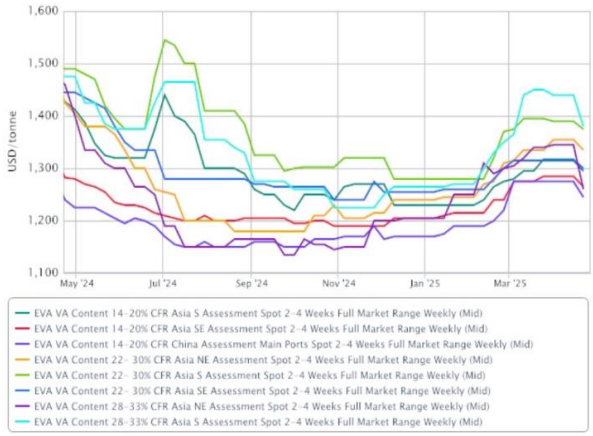
미국은 동남아시아 4개국을 통한 중국산 태양광 셀 및 패널의 우회 수출에 대해 반덤핑 관세와 상계관세를 최종 발표했다. 기존 예비 결정보다 관세율이 대폭 상향 조정되며, 미국 내 생산 거점을 보유한 동사와 First Solar 등 태양광 업체들의 반사 수혜가 기대된다. 특히 한화솔루션의 말레이시아 공장은 상계관세 14.64%, 반덤핑 관세 0%로 경쟁사 대비 낮은 관세율이 적용되어 미국 시장에서의 경쟁력이 강화될 전망이다.

또한, 한화솔루션은 미국 내 신규 잉곳, 웨이퍼, 셀 공장을 2025년 중반 완공하고, 연말부터 가동할 계획이다. 이를 통해 AMPC 수익이 추가로 개선될 것으로 예상된다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	13,658	14,854	16,270
영업이익	579	-300	445	1,012	1,251
세전이익	132	-1,424	68	821	1,109
지배주주순이익	-141	-1,404	53	640	865
EPS(원)	-795	-8,050	306	3,669	4,956
증가율(%)	-142.6	912.8	-103.8	1,098.9	35.1
영업이익률(%)	4.4	-2.4	3.3	6.8	7.7
순이익률(%)	-0.7	-11.0	0.4	4.3	5.3
ROE(%)	-1.7	-16.0	0.5	6.1	7.8
PER	-49.7	-2.0	88.6	7.4	5.5
PBR	0.8	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	12.2	35.2	13.0	8.6	7.5

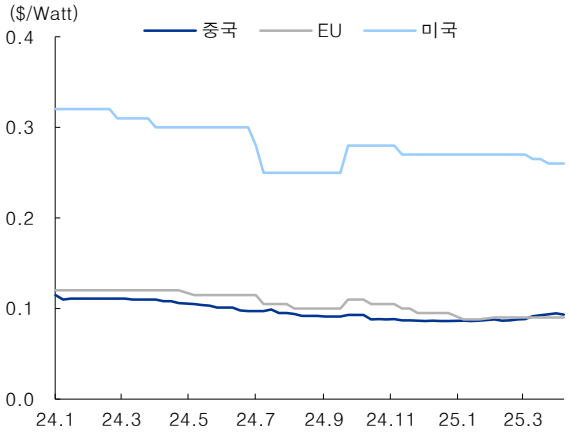
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 역내 EVA 가격 추이



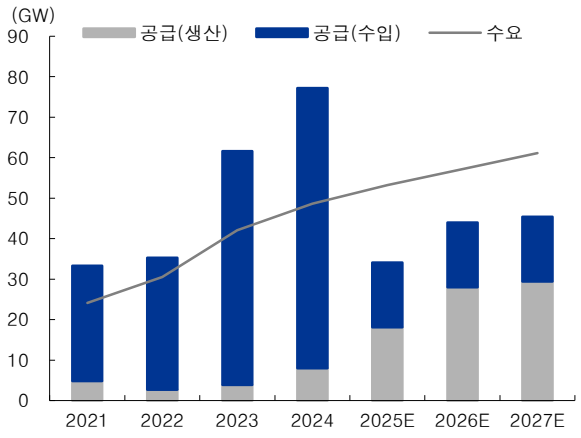
자료: ICIS, IBK투자증권

그림 2. 미국/중국/유럽 단결정 태양광 모듈 스팟 가격 추이



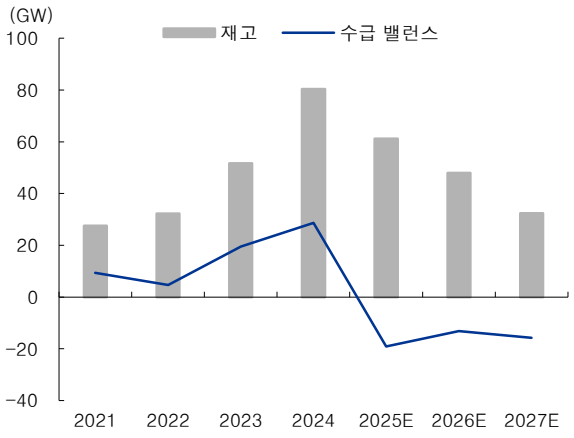
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 미국 태양광 모듈 공급/수요 추이/전망



자료: 각사, IBK투자증권

그림 4. 미국 태양광 모듈 재고/수급 밸런스 추이/전망



자료: 각사, IBK투자증권

표 1. 한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)		2024				2025				2022*	2023*	2024*	2025E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액		2,379	2,679	2,773	4,643	3,094	2,989	3,450	4,124	13,654	13,289	12,474	13,658
영업이익		-214	-108	-81	107	30	65	160	190	966	605	-296	445
영업이익률		-9.0	-4.0	-2.9	2.3	1.0	2.2	4.6	4.6	7.1	4.5	-2.4	3.3
매출액	케미칼	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,093	1,230	1,080	5,916	5,097	4,817	4,477
	첨단소재	250	266	255	268	274	295	302	317	1,152	989	1,038	1,187
	갤러리아									533			
	신재생에너지	764	980	1,153	2,869	1,599	1,453	1,771	2,579	5,569	6,616	5,766	7,403
	기타	143	211	178	323	148	148	148	148	484	586	853	592
영업이익	케미칼	-19	-17	-31	-54	-91	-11	47	21	589	60	-121	-34
	첨단소재	11	9	6	-2	-2	12	12	10	35	64	24	32
	갤러리아									37			
	신재생에너지	-185	-92	-41	61	136	65	101	159	350	568	-258	461
	기타	-21	-8	-15	103	-13				-45	-88	59	-13

자료: 한화솔루션, IBK투자증권

한화솔루션 (009830)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	13,658	14,854	16,270
증가율(%)	-0.4	-5.2	10.2	8.8	9.5
매출원가	10,913	11,008	11,152	11,536	12,473
매출총이익	2,165	1,386	2,506	3,318	3,797
매출총이익률 (%)	16.6	11.2	18.3	22.3	23.3
판관비	1,586	1,686	2,060	2,306	2,545
판관비율(%)	12.1	13.6	15.1	15.5	15.6
영업이익	579	-300	445	1,012	1,251
증가율(%)	-37.3	-151.8	-248.4	127.3	23.6
영업이익률(%)	4.4	-2.4	3.3	6.8	7.7
순금융손익	-319	-440	-260	-256	-247
이자손익	-323	-445	-260	-256	-247
기타	4	5	0	0	0
기타영업외손익	-211	-357	44	44	44
종속/관계기업손익	83	-327	-161	20	60
세전이익	132	-1,424	68	821	1,109
법인세	47	-316	15	181	244
법인세율	35.6	22.2	22.1	22.0	22.0
계속사업이익	82	-1,109	53	640	865
중단사업손익	-170	-260	0	0	0
당기순이익	-88	-1,369	53	640	865
증가율(%)	-124.1	1,451.7	-103.9	1,098.9	35.1
당기순이익률 (%)	-0.7	-11.0	0.4	4.3	5.3
지배주주당기순이익	-141	-1,404	53	640	865
기타포괄이익	21	2,126	0	0	0
총포괄이익	-67	757	53	640	865
EBITDA	1,255	415	1,249	1,894	2,168
증가율(%)	-21.5	-66.9	200.8	51.6	14.5
EBITDA마진율(%)	9.6	3.3	9.1	12.8	13.3

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,797	10,883	10,763	12,719	15,223
현금및현금성자산	1,958	2,184	2,989	4,158	5,469
유가증권	206	127	115	128	146
매출채권	2,023	2,305	2,083	2,335	2,661
재고자산	3,447	4,258	3,848	4,161	4,741
비유동자산	14,993	19,154	19,857	20,358	20,905
유형자산	7,050	10,727	11,973	12,335	12,656
무형자산	1,773	1,756	1,707	1,663	1,625
투자자산	4,653	5,434	5,237	5,306	5,423
자산총계	24,790	30,037	30,620	33,077	36,129
유동부채	8,734	11,708	10,696	11,846	13,331
매입채무및기타채무	1,837	2,610	2,359	2,645	3,013
단기차입금	2,947	5,110	4,619	5,177	5,899
유동성장기부채	841	1,189	1,189	1,189	1,189
비유동부채	6,776	7,722	8,619	9,337	10,089
사채	2,387	2,191	3,191	3,791	4,391
장기차입금	3,179	4,231	4,231	4,231	4,231
부채총계	15,510	19,430	19,315	21,183	23,420
지배주주지분	8,117	9,450	10,148	10,737	11,551
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
자본조정등	-135	546	546	546	546
기타포괄이익누계액	258	2,320	2,320	2,320	2,320
이익잉여금	5,609	4,132	4,134	4,723	5,537
비지배주주지분	1,163	1,157	1,157	1,157	1,157
자본총계	9,280	10,607	11,305	11,895	12,708
비이자부채	6008	6484	5861	6570	7485
총차입금	9,502	12,946	13,454	14,613	15,935
순차입금	7,338	10,634	10,351	10,327	10,320

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-795	-8,050	306	3,669	4,956
BPS	46,525	54,163	58,166	61,544	66,209
DPS	300	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	-49.7	-2.0	88.6	7.4	5.5
PBR	0.8	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	12.2	35.2	13.0	8.6	7.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.4	-5.2	10.2	8.8	9.5
EPS증가율	-142.6	912.8	-103.8	1,098.9	35.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.9	1.1	1.1	1.1
ROE	-1.7	-16.0	0.5	6.1	7.8
ROA	-0.4	-5.0	0.2	2.0	2.5
ROIC	-0.8	-10.2	0.3	3.9	5.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	167.1	183.2	170.8	178.1	184.3
순차입금 비율(%)	79.1	100.3	91.6	86.8	81.2
이자보상배율(배)	1.4	-0.5	1.2	2.7	3.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.4	5.7	6.2	6.7	6.5
재고자산회전율	4.0	3.2	3.4	3.7	3.7
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	518	638	1,302	1,238	1,218
당기순이익	-88	-1,369	53	640	865
비현금성 비용 및 수익	1,562	1,953	1,181	1,073	1,060
유형자산감가상각비	610	649	754	838	879
무형자산상각비	66	66	49	43	38
운전자본변동	-499	84	328	-220	-460
매출채권등의 감소	-544	-274	222	-252	-326
재고자산의 감소	-175	-474	409	-313	-580
매입채무등의 증가	290	688	-251	285	369
기타 영업현금흐름	-457	-30	-260	-255	-247
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,287	-1,357	-1,503	-1,604
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,390	-3,398	-2,000	-1,200	-1,200
유형자산의 감소	41	54	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-18	-21	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-689	-348	222	-29	-37
기타	257	426	421	-274	-367
재무활동 현금흐름	1,609	2,676	860	1,434	1,697
차입금의 증가(감소)	2,052	2,688	0	0	0
자본의 증가	49	0	0	0	0
기타	-492	-12	860	1434	1697
기타 및 조정	14	199	0	-1	0
현금의 증가	-658	226	805	1,168	1,311
기초현금	2,616	1,958	2,184	2,989	4,158
기말현금	1,958	2,184	2,989	4,158	5,469

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

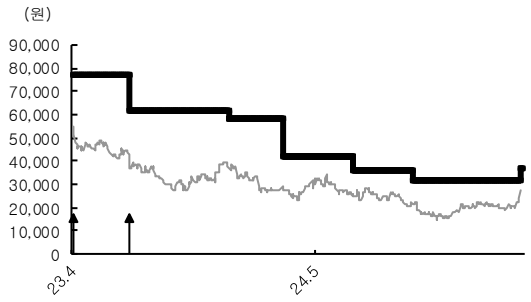
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.04.01~2025.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	90.7
Trading Buy (중립)	8	5.7
중립	5	3.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경



한화솔루션	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.02.16	적극매수	77,000	-40.97	-28.44
	2023.07.28	매수	62,000	-46.26	-36.29
	2024.01.05	매수	58,000	-46.78	-33.53
	2024.04.03	매수	42,000	-33.27	-19.29
	2024.07.26	매수	36,000	-32.46	-21.94
	2024.10.31	매수	32,000	-39.80	-15.31
	2025.04.25	매수	37,000		