

한화솔루션 (009830)

연말연초부터는 좀 더 다른 분위기 기대

목표주가 3만원 하향, 투자의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 4만원에서 3만원으로 하향한다. 전 부문 실적 기준을 24~25년 평균에서 25년으로 변경 적용하였고, 실적 추정치도 일부 조정됨에 따른 것이다.

투자의견 매수는 유지한다. 미국을 포함한 글로벌 태양광 시장은 여전히 공급과잉으로 가격 하락세 이어지고 있다. 그러나 24년 말과 25년 초 기점으로 조금 다른 분위기를 느낄 수 있을 것이라는 기대감은 여전히 유효하다. 태양광 수요는 미국 집권당을 떠나 꾸준히 우상향할 수밖에 없고, 7월부터 동남아시아 모듈 AD/CVD 소급적용도 실행되어 하반기 미국 수입량은 추세적 감소가 예상된다. 이는 40GW 달하는 미국 내 재고 점차 소진시키고, 연말부터는 가격 하락세 중단 및 연초 반등을 기대할 수 있다는 판단이다.

3Q24 Review: 영업손익 -810억원(적자축소QoQ)으로 전 분기 -1,078억원 대비 적자규모 축소됐지만, 시장 컨센서스 -540억원 대비로는 손실 폭이 컸다. 신재생에너지 부문의 적자는 예상치에서 크게 벗어나지 않았으나, 케미칼 부문이 환율하락과 해상운임 등의 부정적 외부요인으로 영업손실이 -310억원으로 지난 분기 대비 확대된 영향이다.

신재생에너지 부문 영업적자는 -410억원으로 전 분기 대비 손실 규모가 축소되었는데, 세부적으로는 모듈 -1,934억원(적자축소), 개발자산 및 EPC 매각 308억원(흑자전환), AMPC 1,216억원 등이 각각 반영된 수치이다. 3분기 적자규모 축소는 개발자산 매각이 흑자전환된 영향일 뿐, 모듈 판가와 출하량 측면에서는 전 분기와 크게 변동이 없었다.

4분기 동사 영업손익은 -228억원의 적자축소를 예상된다. 케미칼 부문에서 고가납사 투입효과 소멸과 해상운임 하락 등으로 3분기 대비 손실 폭을 줄이겠고, 신재생에너지 부문도 개발자산 매각 확대와 모듈 출하량 증가 등으로 적자축소 예상됨에 근거한다.

연말~연초부터는 좀 더 다른 분위기를 느낄 수 있을 듯

미국 내 태양광 모듈 재고부담은 여전히다. 특히 동남아시아 4개국의 반덤핑 수입관세 유예가 적용되던 6월까지 수입량이 급증하며 7월 미국 모듈 가격은 와트당 25센트로 -35%MoM 급락하며 연중 최저치를 기록했다. 가격 반등이 나타나려면 재고가 먼저 소진되어야 하고, 재고가 소진되기 위해서는 미국으로의 수입량 감소가 필수적이다.

10월 초 동남아시아 모듈 CVD 예비판정 중 JA Solar, Jinko Solar 등의 관세가 2~3% 그쳤던 점이 실망스러운 것은 사실이나, 동남아 4개국은 미국 수입량의 75% 차지하는 만큼 무조건적인 배제는 현실적으로 쉽지 않다. AD/CVD 관세 소급적용으로 지금까지 무분별하게 들어왔던 동남아시아 물량이 24년 하반기부터는 소수 업체 중심으로 선별 유입됨에 따라 미국의 전체적인 수입량은 감소할 것이라는 판단이다.

한편, 몇 일 남지 않은 미국 대선과 관련해 트럼프 재집권 시 태양광 업황 악화 우려가 크다. 그러나 재생에너지에 대한 트럼프의 부정적 입장에도 불구하고, 전력수요 급증과 공화당 지역의 IRA 수혜 등을 고려하면 미국의 태양광 수요가 훼손될 가능성은 낮다. 또한 그의 핵심 기조인 미국 우선주의와 중국 배제를 고려하면, 동남아시아(=중국)산 AD/CVD 최종판정에서 적용관세는 상향 및 제재가 오히려 더 강화될 수 있다. 공화당 집권 초반センチ멘털 악화로 태양광 전반 주가 충격 불가피하겠으나, 이는 단기에 그칠 뿐 중장기적으로는 미국 내 중국산 유입 제한에 따라 펀더멘털 개선에 무게를 둔다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	30,000원(하향)
증가(2024.10.30)	21,500원
상승여력	39.5%

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	3,696십억원
외국인지분율	19.7%
52주 주가	20,450~39,500원
60일평균거래량	1,047,486주
60일평균거래대금	25.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.8	-12.6	-16.0	-22.4
상대수익률	-16.8	-7.3	-12.4	-34.6

Price Trend



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)			54.2	6.4
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-2.5	-15.7	0.9	7.7
배당수익률(%)	1.6	3.0	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)	11.0	43.5	9.7	7.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

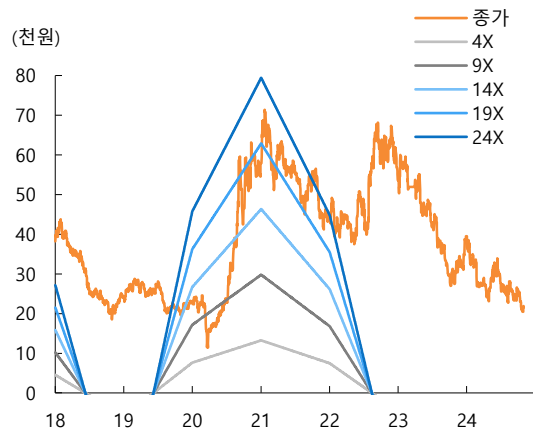
전유진 2122-9193 yujinjin@imfnsec.com

표1. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기존 (2024.05.27)			변경 (2024.10.31)			참고내용
	24~25F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2025F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			12,116			11,389	(A) = (a)+(b)+(c)
태양광	1,001	9.6	9,712	997	9.5	9,473	(a) First Solar, Jinko Solar, JA Solar EV/EBITDA 평균
케미칼	268	8.3	2,221	215	6.8	1,460	(b) 롯데케미칼, 대한유화, Petronas EV/EBITDA 평균 적용
가공소재	70	8.5	599	75	6.1	456	(c) KOSPI200 EV/EBITDA 적용
투자자산가치	5,051		3,536	5,244		3,671	(B): 2025년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			8,848			9,862	(C): 2025년 당사 예상치
우선주 시가총액			52.0			49.0	(D): 2024년 10월 30일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			7,168			5,149	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수			174,467,885				
적정주가 (원)			40,511			29,511	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			40,000			30,000	이전 대비 -25% 하향 조정
현재주가 (원)						21,500	2024년 10월 30일 종가 기준
상승여력(%)						39.5%	

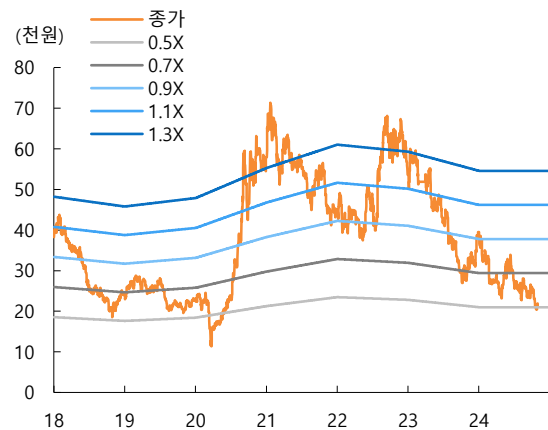
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward 기준 PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(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%

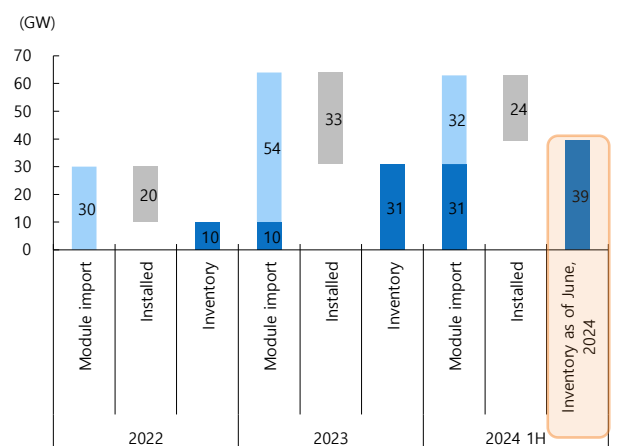
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 미국 및 글로벌 모듈 가격 추이



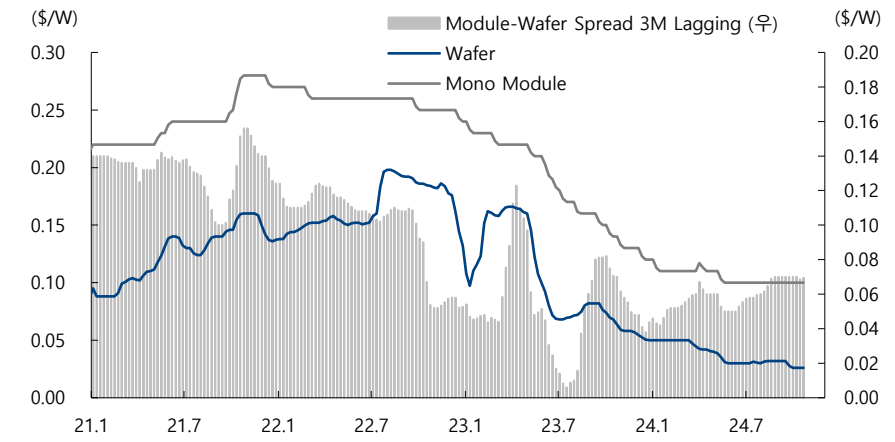
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. '22년 이후 미국 모듈 수입/설치량 및 '24년 6월 말 예상 재고



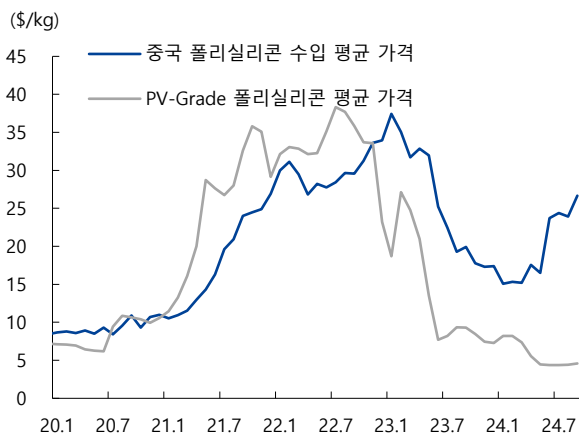
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 3개월 래깅 기준 모듈-웨이퍼 스프레드



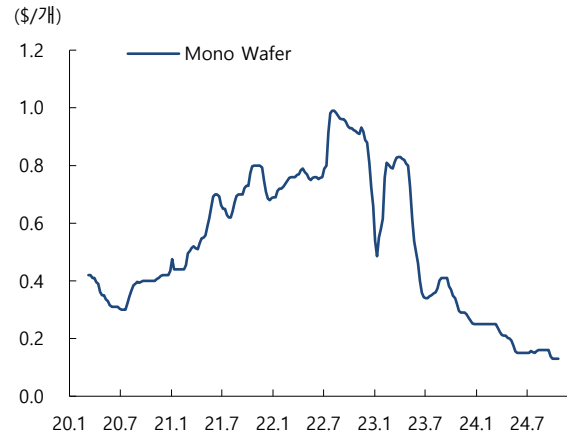
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 폴리실리콘 가격 추이



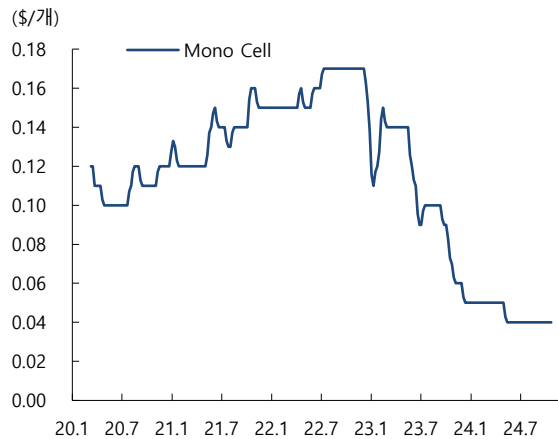
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 웨이퍼 가격 추이



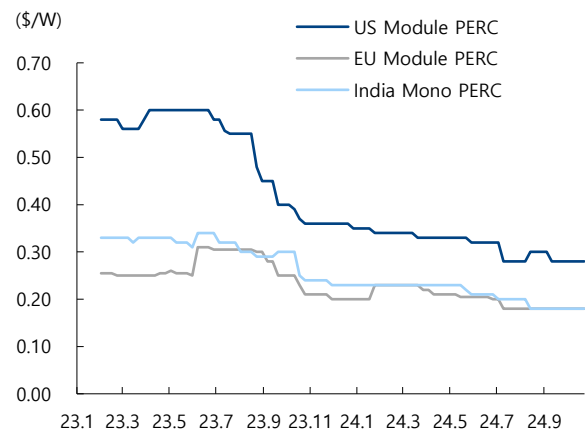
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 셀 가격 추이



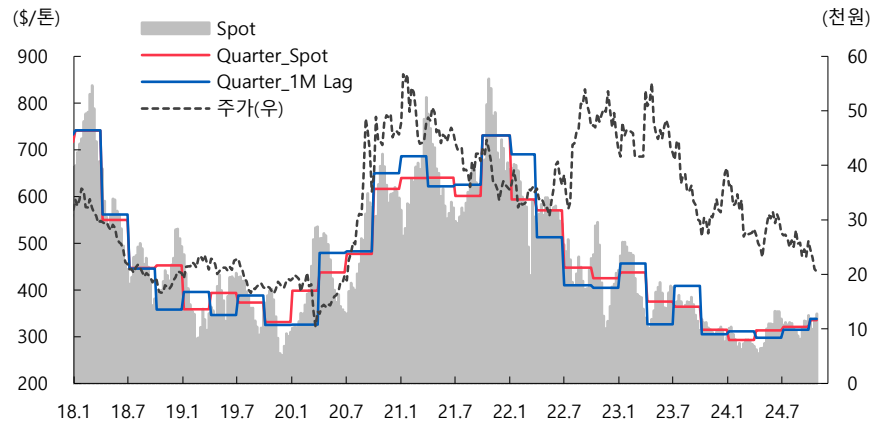
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 주요 지역별 모듈 가격 추이



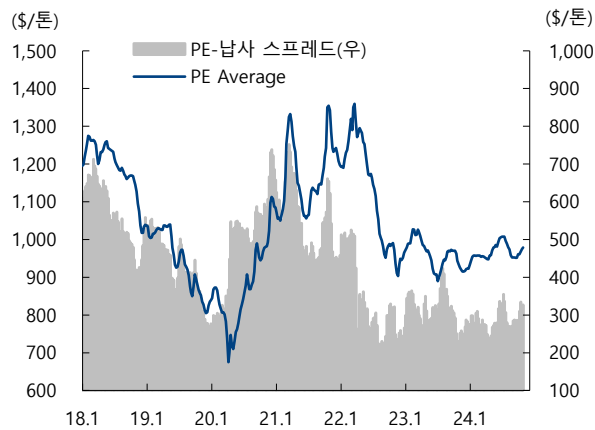
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



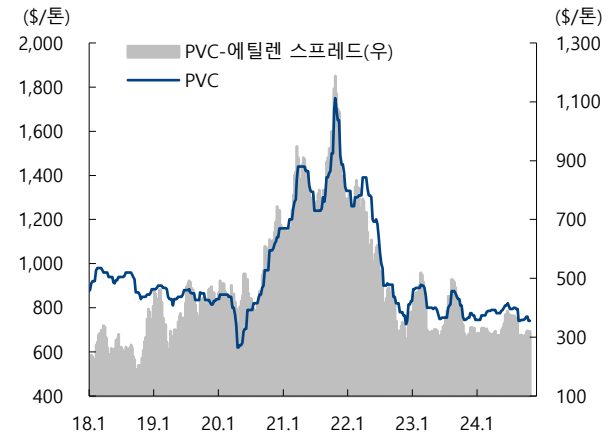
자료: iM증권 리서치본부

그림11. PE 가격 및 스프레드 추이



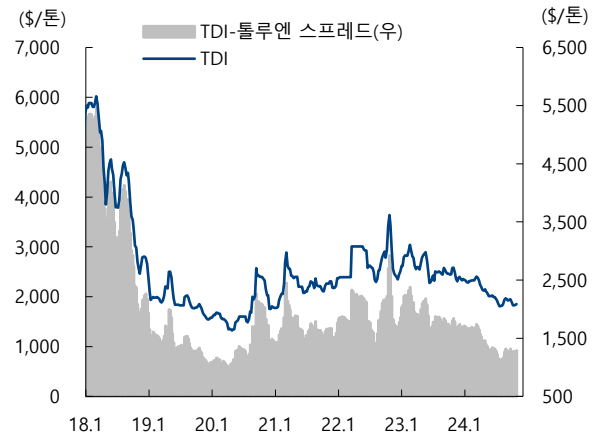
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림12. PVC 가격 및 스프레드 추이



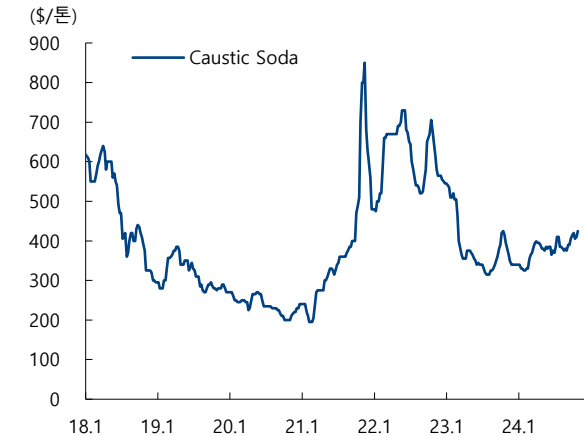
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림13. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림14. 가성소다 가격 추이



자료: Platts, iM증권 리서치본부

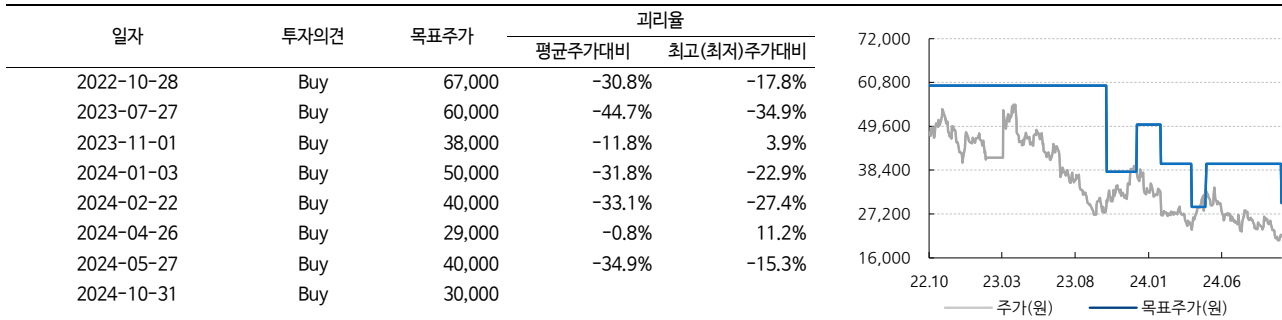
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,705	6,989	6,206	6,657	매출액	13,289	11,472	11,347	11,315
현금 및 현금성자산	1,958	1,682	913	1,343	증가율(%)	1.2	-13.7	-1.1	-0.3
단기금융자산	196	202	208	214	매출원가	11,050	10,468	9,454	8,945
매출채권	2,823	1,944	1,923	1,917	매출충이익	2,239	1,005	1,893	2,370
재고자산	3,297	2,294	2,269	2,263	판매비와관리비	1,634	1,436	1,372	1,413
비유동자산	14,407	16,277	17,630	18,808	연구개발비	129	-	-	-
유형자산	7,046	9,017	9,972	10,553	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,768	1,692	1,626	1,568	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	24,493	24,647	25,216	26,846	영업이익	605	-432	521	957
유동부채	7,689	7,909	8,189	8,764	증가율(%)	-34.6	적전	흑전	83.7
매입채무	1,837	1,586	1,569	1,564	영업이익률(%)	4.5	-3.8	4.6	8.5
단기차입금	2,947	3,247	3,347	3,697	이자수익	92	75	36	47
유동성장기부채	841	841	841	841	이자비용	416	396	345	349
비유동부채	6,598	7,048	7,298	7,798	지분법이익(손실)	14	-252	-126	50
사채	2,387	2,537	2,687	2,887	기타영업외손익	-400	13	-1	43
장기차입금	3,174	3,474	3,574	3,874	세전계속사업이익	-102	-988	88	751
부채총계	15,482	16,152	16,683	17,757	법인세비용	41	198	19	165
지배주주지분	7,847	7,326	7,365	7,923	세전계속이익률(%)	-0.8	-8.6	0.8	6.6
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-155	-1,185	69	586
자본잉여금	1,497	1,497	1,497	1,497	순이익률(%)	-1.2	-10.3	0.6	5.2
이익잉여금	5,339	4,097	4,114	4,651	지배주주귀속 순이익	-208	-1,191	69	589
기타자본항목	123	144	165	186	기타포괄이익	21	21	21	21
비지배주주지분	1,163	1,168	1,168	1,165	총포괄이익	-134	-1,164	90	607
자본총계	9,011	8,495	8,533	9,089	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	518	1,392	1,466	1,827	주당지표(원)				
당기순이익	-155	-1,185	69	586	EPS	-1,172	-6,824	396	3,374
유형자산감가상각비	613	625	747	769	BPS	44,979	41,993	42,215	45,414
무형자산상각비	66	81	69	59	CFPS	2,652	-2,780	5,076	8,122
지분법관련손실(이익)	14	-252	-126	50	DPS	650	650	650	650
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,384	-2,441	-2,104	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-2,349	-2,595	-1,703	-1,350	PER			54.2	6.4
무형자산의 처분(취득)	-18	-5	-3	-1	PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-311	-638	-589	-606	PCR	14.9	-7.7	4.2	2.6
재무활동 현금흐름	1,609	215	-185	315	EV/EBITDA	11.0	43.5	9.7	7.5
단기금융부채의증감	-	300	100	350	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,052	450	250	500	ROE	-2.5	-15.7	0.9	7.7
자본의증감	49	-	-	-	EBITDA이익률	9.7	2.4	11.8	15.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	171.8	190.1	195.5	195.4
현금및현금성자산의증감	-658	-276	-769	430	순부채비율	79.9	96.7	109.3	107.2
기초현금및현금성자산	2,616	1,958	1,682	913	매출채권회전율(x)	5.2	4.8	5.9	5.9
기말현금및현금성자산	1,958	1,682	913	1,343	재고자산회전율(x)	4.2	4.1	5.0	5.0

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자이전 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 기관투자자 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%