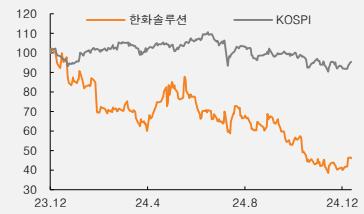


| 투자 의견(유지) | 매수 |
|--------------|-----------|
| 목표주가(하향) | ▼ 23,000원 |
| 현재주가(25/1/7) | 17,770원 |
| 상승여력 | 29.4% |

| | |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(24F,십억원) | -323 |
| Consensus 영업이익(24F,십억원) | -389 |
| EPS 성장률(24F,%) | 적지 |
| MKT EPS 성장률(24F,%) | 71.4 |
| P/E(24F,x) | - |
| MKT P/E(24F,x) | 10.4 |
| KOSPI | 2,492.10 |
| 시가총액(십억원) | 3,055 |
| 발행주식수(백만주) | 172 |
| 유동주식비율(%) | 61.1 |
| 외국인 보유비중(%) | 16.0 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 1.19 |
| 52주 최저가(원) | 14,860 |
| 52주 최고가(원) | 38,550 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | 11.8 | -34.5 | -51.0 |
| 상대주가 | 9.0 | -24.8 | -49.4 |



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

한화솔루션

25년 반등 기대감과 트럼프의 불확실성

투자 의견: 목표주가 2.3만원으로 하향. 매수 의견 유지

한화솔루션의 목표주가를 2.8만원에서 2.3만원으로 하향하며, 매수 의견은 유지한다. 목표주가 하향 요인은 1) 정치적 불확실성을 반영해 25년 실적 전망치 하향, 그리고 2) 피어들의 밸류에이션 하향 조정이다. 신재생에너지 부문의 25년 영업이익 전망치는 1.5조원에서 8천억원 수준으로 하향 조정했다. 밸류에이션은 화학과 첨단 소재를 소폭 하향 조정했다.

동사의 실적과 주가 방향성은 트럼프 취임 이후, 중국 태양광 물량이 얼마나 수입될 지에 달려있을 것으로 예상된다. 현재 미국에서 중국없이 생산 가능한 태양광 물량은 15~20GW(한화솔루션 신규 셀/웨이퍼 공장 포함)에 불과하며, 24년 수요 45GW 대비 턱없이 부족하다. 이를 트럼프가 중국으로라도 메울 것인지, 아니면 강하게 제재를 할 것인지에 귀추가 주목된다.

4Q24 Preview: 시장 기대치는 상회할 4분기

동사의 4Q24 영업이익은 803억원으로 컨센서스(103억원)를 상회하며 흑자전환을 전망한다. 신재생에너지 부문 영업이익 1,519억원이 시장 기대치 대비 높을 것으로 예상하기 때문이다. 주 요인은 1) 성수기 물량 회복(+60% QoQ)을 통한 고정비 효과 감소, 2) 발전자산 프로젝트 매각이다. 발전자산 매각 매출액은 6,000억원에 영업이익률 10%를 가정해 600억원을 산출했다. 신재생에너지 부문을 나눠보면, 모듈 및 기타 -922억원, AMPC 1,541억원, 발전자산 및 EPC 900억원을 전망한다.

리스크는 존재하나, 전년보다는 나아질 25년

25년 동사는 미국 모듈 가격 상승 및 셀/웨이퍼 신규 공장 가동을 통한 실적 개선을 기대한다. 미국 모듈 가격은 24년말 기준 약 24c/w로 추정하는데, 25년말에는 30c/w 수준까지 상승할 전망이다. 이유는 1) 미국 태양광 모듈 가격에 AD/CVD 관세 포함 효과, 2) 미국 천연가스 가격 상승으로 인한 반사이익이다. 셀/웨이퍼 신규 공장 가동은 DCA를 통한 판가 상승 효과, 추가 AMPC 수취로 수익성을 개선할 전망이다.

하지만 트럼프 재취임 이후 AMPC 불확실성, 10조원이 넘는 순차입금으로 인한 이자 부담, 중국 기업들의 미국 진출 가능성은 리스크로 남아있다.

| 결산기 (12월) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 13,131 | 13,289 | 11,814 | 14,297 | 15,291 |
| 영업이익 (십억원) | 924 | 605 | -323 | 758 | 1,291 |
| 영업이익률 (%) | 7.0 | 4.6 | -2.7 | 5.3 | 8.4 |
| 순이익 (십억원) | 359 | -208 | -1,292 | 166 | 587 |
| EPS (원) | 1,864 | -1,172 | -7,406 | 951 | 3,366 |
| ROE (%) | 4.2 | -2.5 | -15.5 | 1.9 | 6.4 |
| P/E (배) | 23.1 | - | - | 18.7 | 5.3 |
| P/B (배) | 0.9 | 0.9 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 배당수익률 (%) | 0.0 | 0.8 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

| | | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 합계 | 2,392.9 | 2,679.3 | 2,773.3 | 3,982.7 | 3,142.5 | 3,453.7 | 3,805.4 | 3,895.8 | 13,288.7 | 11,828.2 | 14,297.4 |
| | 신재생에너지 | 778.5 | 980.2 | 1,152.5 | 2,371.9 | 1,499.6 | 1,797.9 | 2,149.2 | 2,263.7 | 6,615.9 | 5,283.1 | 7,710.5 |
| | 케미칼 | 1,222.3 | 1,222.4 | 1,188.6 | 1,225.0 | 1,243.3 | 1,239.9 | 1,251.6 | 1,246.3 | 5,097.4 | 4,858.3 | 4,981.1 |
| | 첨단소재 | 249.6 | 265.9 | 254.6 | 235.8 | 249.6 | 265.9 | 254.6 | 235.8 | 988.9 | 1,005.9 | 1,005.9 |
| | 기타 | 142.5 | 210.8 | 177.6 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 586.5 | 680.9 | 600.0 |
| 영업이익 | 합계 | -216.6 | -107.8 | -81.0 | 80.3 | 65.6 | 184.7 | 289.7 | 217.6 | 604.5 | -325.1 | 757.6 |
| | 신재생에너지 | -187.1 | -91.8 | -41.0 | 151.9 | 65.4 | 176.2 | 258.6 | 307.0 | 568.2 | -168.0 | 807.3 |
| | 케미칼 | -18.9 | -17.4 | -31.0 | -39.2 | 2.7 | 10.2 | 33.4 | -57.0 | 59.5 | -106.5 | -10.8 |
| | 첨단소재 | 10.6 | 9.0 | 6.1 | -2.4 | 12.5 | 13.3 | 12.7 | -2.4 | 64.3 | 23.3 | 36.1 |
| | 기타 | -21.2 | -7.6 | -15.1 | -30.0 | -15.0 | -15.0 | -15.0 | -30.0 | -87.5 | -73.9 | -75.0 |
| 세전이익 | | -517.5 | -172.9 | -370.4 | -79.6 | -67.6 | 49.1 | 146.2 | 78.1 | -102.0 | -1,140.4 | 205.8 |
| 당기순이익(지배) | | -459.1 | -366.7 | -400.5 | -65.8 | -54.5 | 39.5 | 117.9 | 62.9 | -208.1 | -1,292.1 | 165.8 |

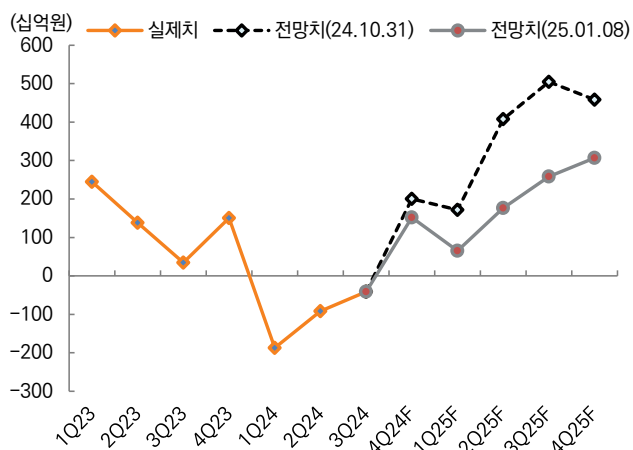
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

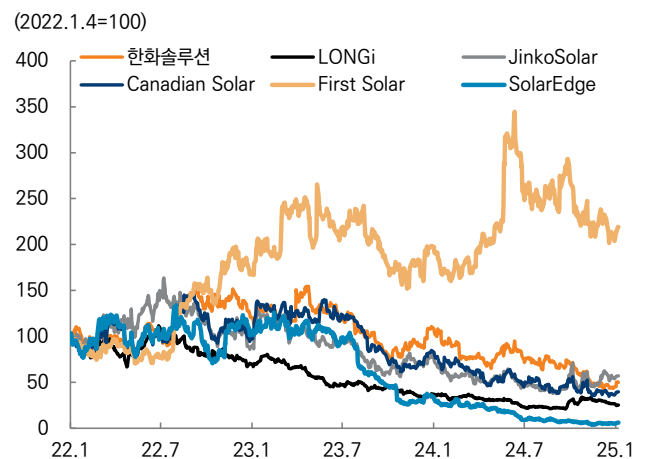
| | 12MF EBITDA | target EV/EBITDA(x) | FV | |
|----------|-------------|---------------------|----------|--|
| 신재생에너지 | 1,658.5 | 6.8 | 11,327.4 | First Solar 12MF EV/EBITDA |
| 케미칼 | 382.1 | 6.0 | 2,292.6 | 국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균 |
| 첨단소재 | 101.6 | 7.0 | 711.4 | 국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균 |
| 관계기업 | | | 110.3 | 주요 비상장사 장부가액 30% 할인 |
| 계 | | | 14,441.6 | |
| 순차입금 | | | 10,500.0 | 차입금 12.5조 - 현금 2조(4Q25 전망) |
| 우선주 시가총액 | | | 43.3 | |
| EV | | | 3,898.3 | |
| 주식수(백만주) | | | 171.9 | |
| 목표가 | | | 22,679 | 목표주가 2.3만원 산출 |

그림 1. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익의 전망



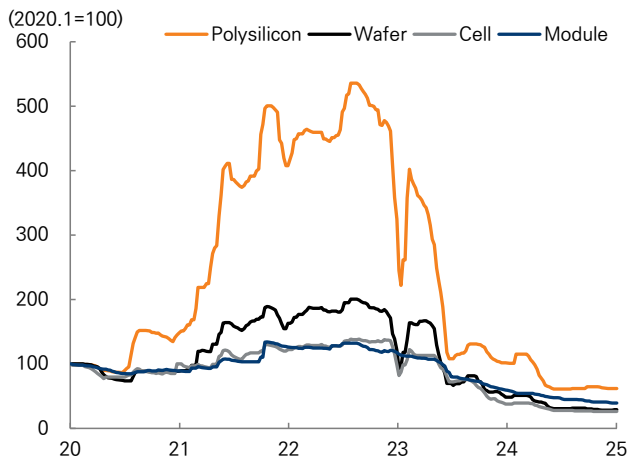
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이



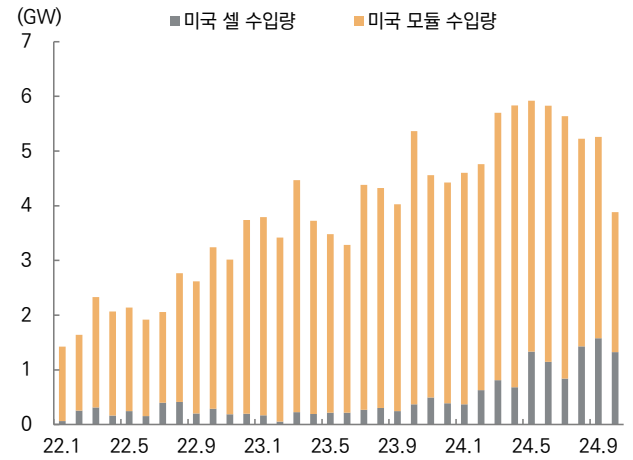
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



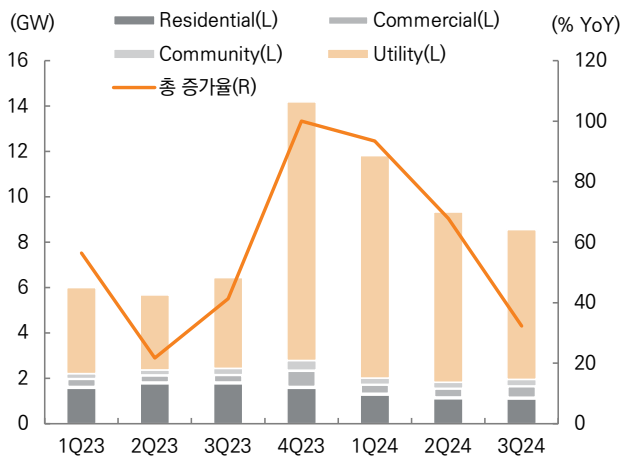
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 셀/모듈 수입량 추이



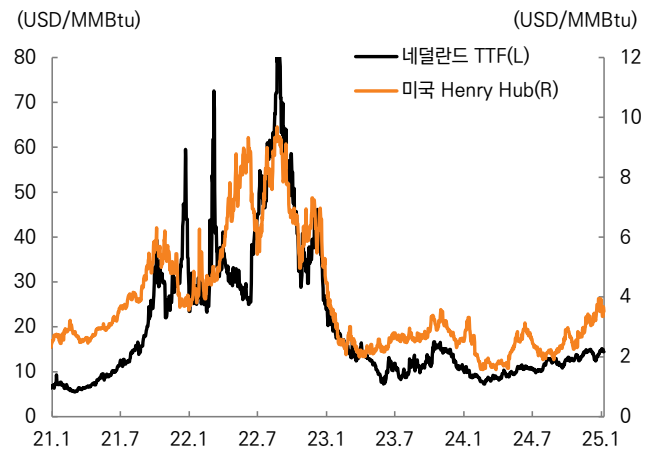
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 천연가스 가격 추이



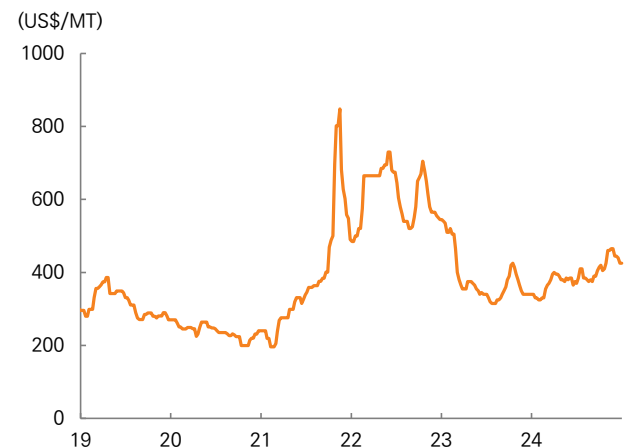
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 13,289 | 11,814 | 14,297 | 15,291 |
| 매출원가 | 11,050 | 10,436 | 11,754 | 12,124 |
| 매출총이익 | 2,239 | 1,378 | 2,543 | 3,167 |
| 판매비와관리비 | 1,634 | 1,701 | 1,786 | 1,875 |
| 조정영업이익 | 605 | -323 | 758 | 1,291 |
| 영업이익 | 605 | -323 | 758 | 1,291 |
| 비영업손익 | -707 | -817 | -552 | -562 |
| 금융손익 | -325 | -512 | -552 | -563 |
| 관계기업등 투자손익 | 14 | -228 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | -102 | -1,140 | 206 | 729 |
| 계속사업법인세비용 | 41 | -161 | 45 | 160 |
| 계속사업이익 | -147 | -980 | 161 | 568 |
| 중단사업이익 | -8 | -249 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -155 | -1,229 | 161 | 568 |
| 지배주주 | -208 | -1,292 | 166 | 587 |
| 비지배주주 | 53 | 63 | -5 | -19 |
| 총포괄이익 | -134 | 115 | 161 | 568 |
| 지배주주 | -192 | 13 | 161 | 569 |
| 비지배주주 | 58 | 101 | 0 | -1 |
| EBITDA | 1,283 | 399 | 1,622 | 2,204 |
| FCF | -1,873 | -3,412 | 791 | 844 |
| EBITDA 마진율 (%) | 9.7 | 3.4 | 11.3 | 14.4 |
| 영업이익률 (%) | 4.6 | -2.7 | 5.3 | 8.4 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | -1.6 | -10.9 | 1.2 | 3.8 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 518 | -220 | 2,391 | 2,044 |
| 당기순이익 | -155 | -1,229 | 161 | 568 |
| 비현금수익비용가감 | 1,583 | 1,758 | 1,461 | 1,636 |
| 유형자산감가상각비 | 613 | 657 | 806 | 860 |
| 무형자산상각비 | 66 | 65 | 58 | 52 |
| 기타 | 904 | 1,036 | 597 | 724 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -499 | -750 | 819 | 10 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -544 | -648 | 59 | 26 |
| 재고자산 감소(증가) | -175 | -496 | 866 | 30 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 290 | 858 | -61 | -26 |
| 법인세납부 | -498 | -38 | -45 | -160 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -2,799 | -3,301 | -1,552 | -1,162 |
| 유형자산처분(취득) | -2,349 | -3,177 | -1,600 | -1,200 |
| 무형자산감소(증가) | -18 | -13 | 0 | 0 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | 160 | -12 | 9 | 4 |
| 기타투자활동 | -592 | -99 | 39 | 34 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | 1,609 | 3,324 | -642 | -640 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 1,784 | 3,250 | -4 | -2 |
| 자본의 증가(감소) | -913 | 43 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | -128 | -52 | -52 |
| 기타재무활동 | 738 | 159 | -586 | -586 |
| 현금의 증가 | -658 | 239 | 288 | 281 |
| 기초현금 | 2,616 | 1,958 | 2,197 | 2,485 |
| 기말현금 | 1,958 | 2,197 | 2,485 | 2,766 |

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

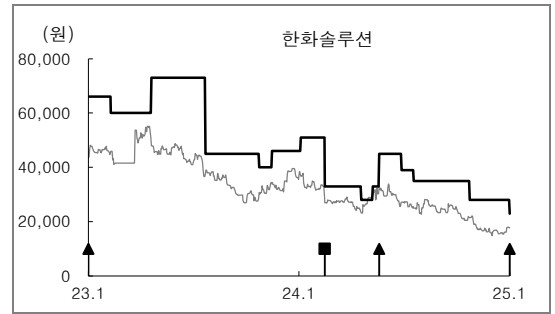
| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 8,705 | 10,319 | 9,668 | 9,887 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,956 | 2,197 | 2,485 | 2,766 |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,403 | 3,083 | 3,016 | 2,987 |
| 재고자산 | 3,297 | 3,983 | 3,117 | 3,086 |
| 기타유동자산 | 1,049 | 1,056 | 1,050 | 1,048 |
| 비유동자산 | 14,407 | 17,702 | 18,343 | 18,589 |
| 관계기업투자등 | 4,077 | 4,196 | 4,105 | 4,065 |
| 유형자산 | 7,046 | 10,328 | 11,122 | 11,461 |
| 무형자산 | 1,768 | 1,763 | 1,705 | 1,653 |
| 자산총계 | 24,493 | 30,278 | 30,268 | 30,733 |
| 유동부채 | 7,689 | 11,547 | 11,447 | 11,403 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,108 | 3,047 | 2,986 | 2,960 |
| 단기금융부채 | 3,967 | 6,840 | 6,836 | 6,834 |
| 기타유동부채 | 1,614 | 1,660 | 1,625 | 1,609 |
| 비유동부채 | 6,598 | 6,998 | 6,980 | 6,973 |
| 장기금융부채 | 5,802 | 6,179 | 6,179 | 6,179 |
| 기타비유동부채 | 796 | 819 | 801 | 794 |
| 부채총계 | 15,482 | 20,339 | 20,221 | 20,169 |
| 지배주주지분 | 7,848 | 8,773 | 8,887 | 9,423 |
| 자본금 | 889 | 889 | 889 | 889 |
| 자본잉여금 | 1,497 | 1,540 | 1,540 | 1,540 |
| 이익잉여금 | 5,339 | 4,266 | 4,381 | 4,916 |
| 비지배주주지분 | 1,163 | 1,166 | 1,161 | 1,142 |
| 자본총계 | 9,011 | 9,939 | 10,048 | 10,565 |

예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x) | - | - | 18.7 | 5.3 |
| P/CF (x) | 4.9 | 5.3 | 1.9 | 1.4 |
| P/B (x) | 0.9 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA (x) | 12.1 | 36.4 | 9.0 | 6.5 |
| EPS (원) | -1,172 | -7,406 | 951 | 3,366 |
| CFPS (원) | 8,048 | 3,033 | 9,295 | 12,633 |
| BPS (원) | 45,611 | 50,914 | 51,568 | 54,638 |
| DPS (원) | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 배당성향 (%) | -32.7 | -4.1 | 31.7 | 8.9 |
| 배당수익률 (%) | 0.8 | 1.9 | 1.7 | 1.7 |
| 매출액증가율 (%) | 1.2 | -11.1 | 21.0 | 6.9 |
| EBITDA증가율 (%) | -19.8 | -68.9 | 306.3 | 35.9 |
| 조정영업이익증가율 (%) | -34.6 | 적전 | 흑전 | 70.5 |
| EPS증가율 (%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 254.1 |
| 매출채권 회전율 (회) | 6.5 | 5.0 | 5.4 | 5.8 |
| 재고자산 회전율 (회) | 4.2 | 3.2 | 4.0 | 4.9 |
| 매입채무 회전율 (회) | 6.0 | 4.5 | 4.3 | 4.5 |
| ROA (%) | -0.6 | -4.5 | 0.5 | 1.9 |
| ROE (%) | -2.5 | -15.5 | 1.9 | 6.4 |
| ROIC (%) | 7.1 | -2.0 | 3.7 | 6.3 |
| 부채비율 (%) | 171.8 | 204.6 | 201.2 | 190.9 |
| 유동비율 (%) | 113.2 | 89.4 | 84.5 | 86.7 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 84.0 | 106.3 | 102.3 | 94.7 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 1.5 | -0.5 | 1.2 | 2.0 |

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | |
|----------------|-------------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 한화솔루션 (009830) | | | | |
| 2025.01.08 | 매수 | 23,000 | - | - |
| 2024.10.31 | 매수 | 28,000 | -38.39 | -20.89 |
| 2024.07.26 | 매수 | 35,000 | -30.53 | -19.71 |
| 2024.07.05 | 매수 | 39,000 | -32.71 | -29.87 |
| 2024.05.27 | 매수 | 45,000 | -33.55 | -24.67 |
| 2024.05.16 | Trading Buy | 33,000 | -8.03 | -2.27 |
| 2024.04.26 | Trading Buy | 28,000 | -1.05 | 4.46 |
| 2024.02.23 | Trading Buy | 33,000 | -18.93 | -11.97 |
| 2024.01.12 | 매수 | 51,000 | -34.94 | -25.98 |
| 2023.11.23 | 매수 | 46,000 | -24.03 | -14.13 |
| 2023.11.01 | 매수 | 40,000 | -19.93 | -14.25 |
| 2023.07.31 | 매수 | 45,000 | -26.61 | -13.22 |
| 2023.04.28 | 매수 | 73,000 | -38.71 | -33.29 |
| 2023.02.17 | 매수 | 60,000 | -23.15 | -8.17 |
| 2022.10.07 | 매수 | 66,000 | -27.74 | -18.18 |



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

| 기업 | 산업 |
|---|--|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화 |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상 | |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 82.38% | 10.23% | 7.39% | 0% |

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.