

한화솔루션 (009830)

태양전지 공급과잉에 시간이 더 필요해!

2025년 금융비용 부담으로 순손실 지속 전망

2025년 순손익이 3개년 연속 적자가 전망된다. 2025년 예상 실적은 '매출액 16.8조원, 영업이익 1,978억원(영업이익률 1.2%), 지배주주 순손실 △2,218억원' 등이다. 영업손익은 전년 △3,002억원에서 흑자 전환되지만, 미국의 태양전지 과잉설비가 부담 요인이다. 차입금 13조원에 따른 이자비용 △6,800억원으로, 순손익 흑자가 쉽지 않다. 부문별 예상 영업이익은 '기초소재 △2,014억원(전년 △ 1,214억원), 신재생에너지 4,714억원(=제조 △1.2조원 + AMPC 7,640억원 + 발전소매각/가정용에너지 8,913억원, 전년 △2,593억원)' 등이다.

미국 태양전지 모듈시장 공급과잉으로 전환

최근 3개년 동안 한화솔루션(주)은 미국 내 태양전지 소재 설비 확대에 집중했다. 미국 태양전지 모듈 생산캐파를 1.7GW에서 2024년 말 8.4GW로 늘렸다. 미국 정부의 IRA(인플레이션방지법)에 따라 watt당 7센트의 생산/판매 보조금을 확보하기 위해서이다. 그런데, 2024년 말을 기점으로 미국의 태양전지 모듈시장이 공급과잉으로 바뀌고 있다. 1) 미국의 태양전지 모듈 생산캐파는 2024년 말 52GW에 도달했으며, 2025년 공사중인 23GW가 완공되면 75GW에 달한다. 반면, 2) 미국 태양전지 설치 수요는 2024년과 유사한 50GW 전후로 예상되고 있다. 2025년 미국내 태양전지 모듈업체 사이에 가격 경쟁 경쟁이 나타날 수 있다.

목표주가 2.6만원 유지, Hold 유지

2025년 미국 태양전지 Over-Capa와 재무부담을 반영해, 목표주가를 2.6만원과 Hold 의견을 유지한다. 2025년 Capex 규모는 2조원(미국 잉곳/웨이퍼 3.3GW 1.6조원 + 케미칼 0.4조원)인 반면, 영업활동에서 창출할 수 있는 현금 규모는 0.5조원으로, 여전히 현금이 부족하다. 총 차입금 규모가 13조원에서 1.5조원 추가로 늘어날 수 있다. 여기에, 2025년 하반기 미국 IRA 보조금 축소 법안 통과 여부도 아직 넘어야 할 장애물이다. 좀 더 지켜보자!



황규원 화학/정유
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

HOLD (M)

목표주가	26,000원 (M)
직전 목표주가	26,000원
현재주가 (04/24)	27,100원
상승여력	-4%

시가총액	46,583억원
총발행주식수	174,467,885주
60일 평균 거래대금	479억원
60일 평균 거래량	2,216,952주
52주 고/저	33,900원 / 14,860원
외인지분율	13.17%
배당수익률	1.86%
주요주주	한화 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	36.2	34.8	9.9
상대	42.1	35.6	16.6
절대 (달러환산)	39.3	34.5	4.9

Quarterly earning Forecasts

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	30,945	29.3	-32.2	27,555	12.3
영업이익	303	흑전	-70.6	-607	150.0
세전계속사업이익	-681	적지	적지	-1,681	59.5
지배순이익	-445	적지	적지	-1,525	70.8
영업이익률 (%)	1.0	흑전	-1.3 %pt	-2.2	+3.2 %pt
지배순이익률 (%)	-1.4	적지	적지	-5.5	+4.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액		130,785	123,940	168,644	153,911
영업이익		5,792	-3,002	1,978	5,530
지배순이익		-1,410	-14,044	-2,218	1,099
PER		-49.7	-3.2	-20.9	42.7
PBR		0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA		12.6	39.5	19.4	13.9
ROE		-1.7	-16.0	-2.4	1.2

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

표 1. 한화솔루션(주)의 실적 추정치 : 2024년 연간 영업손실 △3,002억원 → (2024년 4분기 1,029억원 → 2025년 1분기 잠정 303억원) → 2025년 연간 1,978억원(e)

	2024				2025				연간실적												
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	
생산capa																					
PVC(한국+중국) (만톤)	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3	100	100	100	100	100	110	113	113	113	113	113	113	
LDPE/LLDPE/EVA (만톤)	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	83	
가성소다 (만톤)	22.3	22.3	22.3	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	87	86	89	89	89	89	89	89	89	96	116	116	
석유수지 (만톤)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3						3	5	5	5	5	5	5	
태양전지 모듈(한화큐셀+큐셀코리아) (MW)	3,075	3,900	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150	3,150	3,171	4,150	8,000	8,500	10,150	10,850	11,575	12,400	11,525	13,275	12,600	12,600	
폴리실리콘 (만톤)									1.5	1.5	1.5	1.5	1.5							2024년 미국 5.3GW 확장	
TDI (만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
NCC(여천NCC+한화토탈) (만톤)	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	92.3	304	304	304	304	320	335	369	369	369	369	369	369	
TPA(한화종합화학) (만톤)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	
FX(한화토탈) (만톤)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	105	105	105	200	200	200	200	200	200	200	200	200	
주요제품 가격																					
LDPE(범용필름, EVA필름 등) \$/MT	1,060	1,112	1,173	1,174	1,159	1,098	1,123	1,087	1,248	1,280	1,293	1,299	1,158	1,101	1,441	1,324	1,009	1,130	1,117	1,072	
PVC(창호 등 건자재) \$/MT	781	801	800	767	719	708	753	717	834	818	904	922	861	879	1,369	1,081	828	787	724	792	
가성소다(알루미늄 세정제) \$/MT	357	387	396	442	465	430	400	400	296	310	495	482	314	239	390	617	385	395	424	370	
TDI(인조가죽 등 우레탄) \$/MT	1,869	1,855	1,729	1,730	1,755	1,678	1,753	1,717	1,690	2,133	3,574	3,484	1,648	1,580	2,215	2,518	2,194	1,796	1,726	1,692	
태양전지 모듈(단결정, 다결정 평균) \$/Watt	0.102	0.092	0.085	0.076	0.076	0.080	0.085	0.085	0.620	0.528	0.385	0.315	0.250	0.204	0.233	0.294	0.194	0.089	0.081	0.080	
가성소다 - 230S(소금+전력비 등) \$/MT	896	845	837	835	853	808	823	787	811	753	835	989	833	640	859	1,010	838	853	817	772	
웨이퍼(태양광모듈 원재료) \$/Watt	0.133	0.094	0.084	0.080	0.088	0.084	0.085	0.085	0.841	0.678	0.643	0.414	0.248	0.183	0.275	0.318	0.227	0.098	0.086	0.080	
나프타 가격(참고) \$/톤	699	696	676	660	663	578	553	517	497	406	497	616	527	363	651	769	654	683	578	492	
Dubai 원유가격(참고) \$/배럴	81	85	78	74	76	68	65	63	52	40	53	69	63	43	70	101	82	80	68	60	
주요제품 스프레드	196	252	269	269	246	231	245	241	350	354	477	396	284	375	576	440	251	247	241	259	
LDPE - 25%에틸렌-75%나프타(300) \$/MT	164	267	336	339	307	290	300	300	437	528	458	310	325	460	582	314	161	276	299	300	
PVC - 0.5에틸렌 \$/MT	333	378	382	350	293	304	341	323	428	442	487	427	445	559	940	576	409	361	315	406	
가성소다 - 230S(소금+전력비 등) \$/MT	127	157	166	212	235	200	170	170	56	80	265	252	84	9	160	387	155	165	194	140	
TDI - 블루엔 -1200S \$/MT	-239	-220	-347	-280	-353	-397	-200	-150	1,053	371	1,787	1,532	-216	730	283	426	130	-271	-275	-150	
태양전지 - 0.315\$웨이퍼가격 \$/Watt	0.060	0.062	0.059	0.051	0.048	0.053	0.058	0.058	0.355	0.314	0.182	0.184	0.172	0.147	0.146	0.194	0.122	0.058	0.054	0.055	
매출액	역원	23,929	26,650	27,732	45,629	30,945	35,257	40,354	62,088	80,370	92,588	93,418	90,460	94,574	91,950	107,252	131,308	132,887	123,940	168,844	153,911
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지) 역원	12,223	12,224	11,886	11,839	10,736	11,199	12,044	11,934	37,854	38,718	43,276	43,722	35,265	33,301	53,640	59,164	50,974	48,172	45,913	48,377	
신재생에너지(태양전지+발전소매각) 역원	7,785	9,802	11,525	28,690	15,992	18,472	24,157	44,513	26,794	36,484	24,633	25,217	35,533	37,022	35,685	55,685	66,159	57,802	103,134	85,828	
유통(갤러리아/타임월드) 역원									5,853	6,734	7,124	7,042	5,938	4,921	5,147	5,327					
첨단소재/기타(한화L&C) 역원	3,921	4,624	4,321	5,100	4,217	5,586	4,153	5,641	9,869	10,652	18,385	14,479	17,820	16,706	12,780	11,132	15,754	17,966	19,597	19,706	
영업이익	역원	-2,166	-1,055	-810	1,029	303	401	437	837	3,370	7,792	7,564	3,543	4,592	5,942	7,383	9,237	6,045	-3,002	1,978	5,530
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지) 역원	-188	-174	-310	-542	-912	-455	-250	-397	1,665	4,710	6,311	3,672	1,749	3,755	10,468	5,799	883	-1,214	-2,014	2,695	
신재생에너지(태양전지+발전소매각) 역원	-1,871	-918	-410	606	1,362	958	820	1,574	784	2,125	143	-107	2,235	1,867	-3,285	3,501	5,682	-2,593	4,714	3,576	
유통(미국 IFA, 보조금) 역원	966	1,468	1,216	1,901	1,839	1,969	1,761	2,072									2,086	5,551	7,641	8,961	
유통(갤러리아/타임월드) 역원									174	-10	229	191	76	28	289	263					
첨단소재/기타(한화L&C) 역원	-107	37	-90	965	-147	-102	-133	-340	366	412	881	-213	532	292	-89	-326	-520	805	-722	-741	
영업이익률	%	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	4.2%	8.4%	8.1%	3.9%	4.9%	6.5%	6.9%	7.0%	4.5%	-2.4%	1.2%	3.6%
케미칼(PE,PVC,TDI, 석유수지) %	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-4.1%	-2.1%	-3.3%	4.4%	12.2%	14.6%	8.4%	5.0%	11.3%	19.5%	9.8%	1.7%	-2.5%	-4.4%	5.6%	
신재생에너지(태양전지+발전소매각) %	-24.0%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.5%	5.2%	3.4%	3.5%	2.9%	5.8%	0.6%	-0.4%	6.3%	5.0%	-9.2%	6.3%	8.6%	-4.5%	4.6%	4.2%	
유통(갤러리아/타임월드) %									3.0%	-0.1%	3.2%	2.7%	1.3%	0.6%	5.6%	4.9%					
첨단소재/기타(한화L&C) %	-2.7%	0.8%	-2.1%	18.9%	-3.5%	-1.8%	-3.2%	-6.0%	3.7%	3.9%	4.8%	-1.5%	3.0%	1.7%	-0.7%	-2.9%	-3.3%	4.5%	-3.7%	-3.8%	
지분법손익(여천NCC 등)	역원	-345	-516	-1,013	-1,243	1,346	-382	287	30	1,662	4,106	5,905	4,178	2,138	1,602	2,629	1,019	141	-3,117	1,281	1,387
지배주주 손익	역원	-4,591	-3,667	-4,005	-1,781	-445	-970	-380	-423	1,882	7,553	8,247	1,867	-2,376	3,091	6,191	3,592	-2,081	-14,044	-2,218	1,099
주당손익 원/주									1,161	4,593	5,001	4,508	-1,469	1,855	3,325	1,878	-1,194	-8,175	-1,296	634	
주당순자산 원/주									28,415	32,179	36,625	40,637	35,228	35,557	42,563	46,957	47,144	54,974	53,201	53,539	
주당EBITDA 원/주									4,840	7,400	7,183	6,007	5,762	7,365	7,406	8,533	7,272	2,380	5,612	7,535	
주당배당액 원/주									150	350	350	200	200	-	-	-	300	300	300	300	
자기자본이익률	%									4.1%	14.3%	13.7%	11.1%	-4.2%	5.2%	7.8%	4.0%	-2.5%	-14.9%	-2.4%	1.2%

자료 : 유안타증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E	1Q25E	2025E	2026E
매출액	31,719	162,172	151,385	30,945	168,644	153,911	△2.4%	4.0%	1.7%
영업이익	△388	△379	3,588	303	1,978	5,530	178.1%	621.9%	54.1%
OPM	△1.2%	△0.2%	2.4%	1.0%	1.2%	3.6%	2.2%	1.4%	1.2%
세전이익	△2,156	△5,307	△965	△681	△2,743	1,325	68.4%	48.3%	237.3%
지배순이익	△1,687	△3,501	△779	△445	△2,218	1,099	73.6%	36.6%	241.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 한화솔루션주의 미국 태양광부문 IRA(인플레이션방지법) 보조금 현재 가치 : 4.7 조원

		2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	합계
[AMPC 대상 미국 Capex]												
미국 달튼 공장(모듈)	GW	1.7	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
미국 카티스빌 공장(모듈)	GW		3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
영국/웨이퍼/셀	GW			3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
[생산요율]												
수율	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
모듈 가동율	%	90%	80%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
영국/웨이퍼/셀 가동률	%			25%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
[미국 생산량]												
미국 달튼 공장(모듈)	GW	1.4	3.7	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
미국 카티스빌 공장(모듈)	GW		2.4	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
영국/웨이퍼/셀	GW			0.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
[IRA 보조금 기준]												
모듈	센트/와트	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
영국/웨이퍼/셀	센트/와트	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9
원/달러 환율		1308	1,365	1,396	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
[한화솔루션주 IRA보조금]												
모듈	억원	2,096	5,551	6,707	5,954	5,954	5,954	5,954	5,954	5,954	5,954	5,954
영국/웨이퍼/셀	억원			933	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007	3,007
보조금 합계	억원	2,096	5,551	7,640	8,961	8,961	8,961	8,961	8,961	8,961	8,961	78,011
현재가치 할인율(한화솔루션 WACC)		9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
현재가치 합계				6,964	7,446	6,788	6,187	5,640	5,142	4,687	4,273	47,127

자료: 유안타증권 리서치센터

표 4. 2026 ~ 2032년 태양전지 IRA 보조금이 변경될 경우, 한화솔루션주의 보조금 가치 변화

구 분	2026 ~ 2032년 미국 생산/판매보조금 적용율					
	(2025년 기준 : 모듈 7센트/와트 + 잉곳/웨이퍼/셀 9센트/와트)					
	100%(삭감 無)	80%	70%	50%	30%	20% 0%(전면폐기)
보조금합계(2023~2032년) 억원	78,011	65,466	59,194	46,649	34,104	15,287
현재가치(2025~2032년) 억원	47,127	39,094	35,078	27,046	19,013	6,964
	현재기준					최악 가정

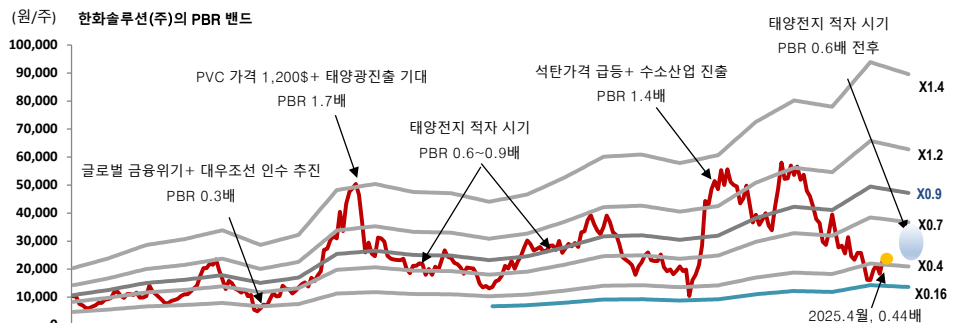
자료: 유안타증권 리서치센터

표5. 한화솔루션(주) 적정주가: 2.6만원 유지 (AMPC 가치 4.7조원, 순차입금 부담 13조원 반영)

구분	기준일 (2025.4월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	16조 678억원	① 원료부문 EBITDA 6,324억원 x EV/EBITDA 5.3배 = 3조 3,517억원 ② 태양광부문 EBITDA 8,447억원 x EV/EBITDA 4.5배 = 3조 8,012억원 ③ 태양광발전소 부문 연간 영업이익 2,200억원을 현재가치로 환산 = 7,200억원 ④ IRA 보조금 10년 누계 7.8조원/WACC 9.7%로 할인한 현재 가치 = 4조 7,127억원 ⑤ 가공소재부문 EBITDA 686억원 x EV/EBITDA 4.5배 x 지분율 50% = 1,544억원 ⑥ 여천NCC(주) EBITDA 5,700억원 x EV/EBITDA 6.5배 x 비상장적용 80% x 지분율 50% = 1조 3,680억원 ⑦ 한화임팩트(주) EBITDA 7,034억원 x EV/EBITDA 6.5배 x 비상장적용 80% x 지분율 48% = 1조 6,071억원 ⑧ 기타(도시개발 등) EBITDA 441억원 x EV/EBITDA 10.0배 x 비상장적용 80% = 3,528억원 ※ 부문별 사업가치는 '평균업황에서 얻을 수 있는 EBITDA X 사이클 위치별 EV/EBITDA'로 계산함 ※ 석화부문 사이클과 EV/EBITDA 관계는 불황기 4.5배, 평균 업황 6.5배, 호황기 7.5배 등임 ※ 원료부문(LDPE, TDI, PVC, 가성소다 등) EV/EBITDA 5.3배로, 평균 업황 이하로 가정 ※ 태양광부문 EV/EBITDA 4.5배는 불황을 가정함. 참고로, 불황 4.5 ~ 평균 10.0 ~ 호황 13.0배 등 ※ 미국 IRA 보조금 효과(모듈 7센트/와트 + 인곳/웨이퍼/셀 9센트/와트)를 현재가치로 환산했음 ※ 여천NCC(주) EV/EBITDA 6.5배는 평균 업황 회복을 가정함 ※ 한화종합화학(주) EV/EBITDA 6.0배는 평균업황 회복을 가정함 ※ 본사 이외의 비상장 연결회사 가치는 20%(처분시 과세율) 할인했음
(+) 투자자산가치	1조 3,842억원	한화호텔앤리조트(49.6%) 2,369억원(장부가 4,738억원), Hanwha Futureproof(50%) 3,177억원(장부가 6,354억원), 한화오션(4.27%) 2,704억원(장부가 2,704억원) 기타 유가증권 5,592억원(장부가 1조 1,183억원) 투자부동산 1,965억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 x PBR 0.5배로 계산함. 한화오션(주) 및 투자부동산은 PBR 1.0배를 적용했음
(-) 순차입금	13조 471억원	
(+) 총차입금	14조 2,516억원	※ 한화케이칼(주) 연결 차입금 12.8조원 + 우선주 515억원 + 여천NCC(주) 차입금 9,163억원 + 한화임팩트(주) 4,623억원 ※ 우선주 2,575,349주 x 주당 20,000원 = 515억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 차입금 = 총차입금 X 한화케이칼(주) 지분율
(-) 현금성자산	2조 8,077억원	※ 한화케이칼(주) 연결 현금 2.2조원 + 여천NCC(주) 현금성자산 111억원 + 한화임팩트(주) 5,855억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 현금성자산 = 현금성자산 X 한화케이칼(주) 보유 지분율
(+) 탄소배출비용	1조 6,032억원	※연간 탄소배출 사회적비용 = 연결 배출량 4,873,619톤 x 탄소가격 25달러 x 1,250원/달러 = 1,523억원 ※탄소배출 잠재비용 = 연간 배출비용 1,523억원 / WACC 9.5% = 1조 6,032억원
순자산 가치	4조 4,049억원	
발행주식수	1억 6,935만주	※총발행주식수 171,892,536주 - 자사주 2,548,257주
적정 주당순자산	2.6만원	
(직전 목표가)	(2.6만원)	

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 한화솔루션(주) PBR 밴드 : 석화약세 + 태양전지 불황 + 차입금 부담 증가 = PBR 0.4 ~ 0.6 배



자료: 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	130,785	123,940	168,644	153,911	154,004
매출원가	109,132	110,082	143,101	127,470	125,678
매출충이익	21,653	13,859	25,543	26,440	28,326
판매비	15,861	16,861	23,565	20,911	20,923
영업이익	5,792	-3,002	1,978	5,530	7,402
EBITDA	12,549	4,152	9,791	13,147	14,493
영업외손익	-4,472	-11,235	-4,722	-4,205	-5,625
외환관련손익	128	-761	645	771	-10
이자손익	-3,231	-4,450	-5,964	-6,393	-6,156
관계기업관련손익	835	-3,267	568	1,387	511
기타	-2,203	-2,757	29	31	30
법인세비용차감전순손익	1,321	-14,237	-2,743	1,325	1,778
법인세비용	466	-3,156	-756	288	416
계속사업순손익	817	-11,092	-1,988	1,036	1,361
중단사업순손익	-1,700	-2,598	0	0	0
당기순이익	-882	-13,690	-1,988	1,036	1,361
지배지분순이익	-1,410	-14,044	-2,218	1,099	1,422
포괄순이익	-670	7,569	-1,988	1,036	1,361
지배지분포괄이익	-1,249	6,480	-2,218	1,099	1,422

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	5,180	6,385	-13,968	16,759	4,370
당기순이익	-882	-13,690	-1,988	1,036	1,361
감가상각비	6,098	6,494	7,189	7,064	6,600
외환손익	298	1,111	-645	-771	10
중속, 관계기업관련손익	-835	3,267	-568	-1,387	-511
자산부채의 증감	-4,988	838	-18,351	10,550	-3,341
기타현금흐름	5,488	8,365	395	266	250
투자활동 현금흐름	-27,991	-32,874	-11,249	-5,684	-4,856
투자자산	-6,891	-3,471	3,054	553	-160
유형자산 증가 (CAPEX)	-23,905	-33,976	-20,000	-8,000	-6,000
유형자산 감소	413	537	0	0	0
기타현금흐름	2,391	4,036	5,697	1,763	1,304
재무활동 현금흐름	16,087	26,759	-3,981	-6,164	-4,167
단기차입금	4,867	21,103	2,290	-1,321	411
사채 및 장기차입금	13,021	13,747	850	2,328	2,715
자본	-9,134	661	0	0	0
현금배당	-522	-1,380	-517	-517	-517
기타현금흐름	7,856	-7,373	-6,605	-6,654	-6,776
연결범위변동 등 기타	144	1,993	12,120	2,922	7,600
현금의 증감	-6,581	2,263	-17,078	7,833	2,948
기초 현금	26,162	19,581	21,844	4,765	12,598
기말 현금	19,581	21,844	4,765	12,598	15,546
NOPLAT	5,792	-3,002	1,978	5,530	7,402
FCF	-18,725	-27,591	-33,968	8,759	-1,630

자료: 유안타증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	97,974	108,827	115,123	104,157	112,808
현금및현금성자산	19,581	21,844	4,765	12,598	15,546
매출채권 및 기타채권	31,877	29,676	37,460	29,702	32,258
재고자산	34,475	42,575	57,938	49,216	51,692
비유동자산	149,931	191,542	200,674	200,504	199,574
유형자산	70,498	107,270	120,080	121,016	120,416
관계기업 등 자본관련 자산	41,597	49,304	45,304	45,304	45,304
기타투자자산	4,935	5,035	5,981	5,428	5,588
자산총계	247,904	300,368	315,798	304,662	312,382
유동부채	87,341	117,076	135,558	118,397	126,357
매입채무 및 기타채무	39,749	40,232	47,588	39,457	41,896
단기차입금	29,471	51,099	52,934	51,879	52,213
유동성장기부채	8,411	11,892	16,185	11,133	15,474
비유동부채	67,761	77,224	76,988	82,493	81,410
장기차입금	31,786	42,314	41,687	43,629	43,330
사채	23,875	21,914	19,099	24,538	23,210
부채총계	155,102	194,300	212,546	200,891	207,767
지배지분	81,172	94,497	91,449	92,030	92,935
자본금	8,886	8,886	8,886	8,886	8,886
자본잉여금	14,963	15,624	15,624	15,624	15,624
이익잉여금	56,094	41,324	38,589	39,171	40,075
비지배지분	11,631	11,572	11,803	11,741	11,680
자본총계	92,802	106,069	103,252	103,771	104,616
순차입금	74,474	107,006	130,963	124,137	124,316
총차입금	97,736	132,587	135,728	136,735	139,861

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-811	-8,175	-1,296	634	822
BPS	47,225	54,974	53,201	53,539	54,066
EBITDAPS	7,071	2,380	5,612	7,535	8,307
SPS	73,698	71,039	96,662	88,217	88,271
DPS	300	300	300	300	300
PER	-49.7	-3.2	-20.9	42.7	33.0
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.6	39.5	19.4	13.9	12.6
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-0.4	-5.2	36.1	-8.7	0.1
영업이익 증가율 (%)	-37.3	적전	흑전	179.5	33.9
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	29.4
매출총이익률 (%)	16.6	11.2	15.1	17.2	18.4
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	1.2	3.6	4.8
지배순이익률 (%)	-1.1	-11.3	-1.3	0.7	0.9
EBITDA 마진 (%)	9.6	3.4	5.8	8.5	9.4
ROIC	3.4	-1.7	1.3	2.1	3.3
ROA	-0.6	-5.1	-0.7	0.4	0.5
ROE	-1.7	-16.0	-2.4	1.2	1.5
부채비율 (%)	167.1	183.2	205.9	193.6	198.6
순차입금/자기자본 (%)	91.7	113.2	143.2	134.9	133.8
영업이익/금융비용 (배)	1.4	-0.5	0.3	0.8	1.0

Key Chart

연간 영업손익 소폭 회복 :

2022년 9,237억원

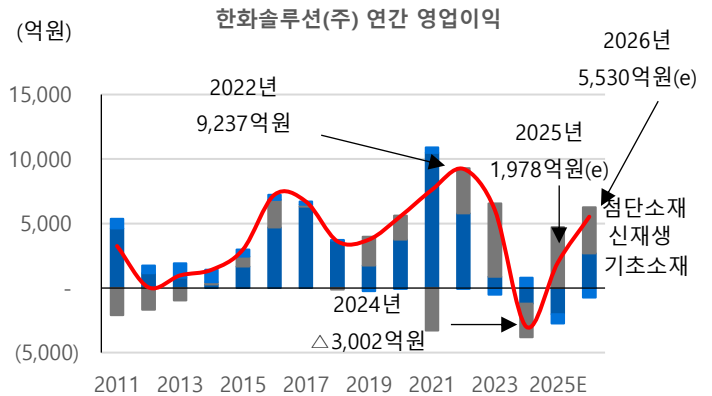
2023년 6,045억원,

2024년 △3,002억원

2025년 1,978억원(e, 상반기 704억원,

하반기 1,274억원)

2026년 5,530원(e)



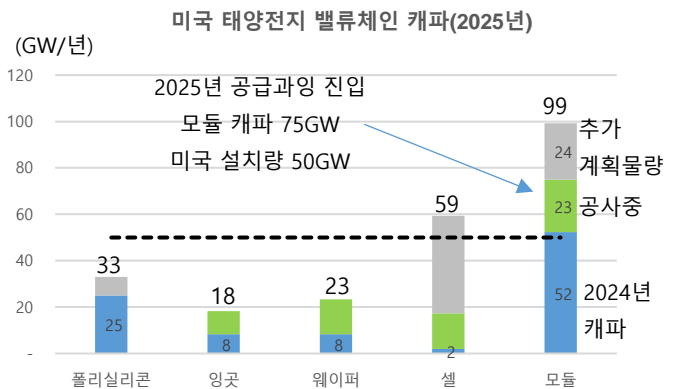
자료: 유안타증권 리서치센터

미국 태양전지 공급과잉 전환 :

2025년 모듈 캐파 75GW

vs

2025년 설치량 50GW



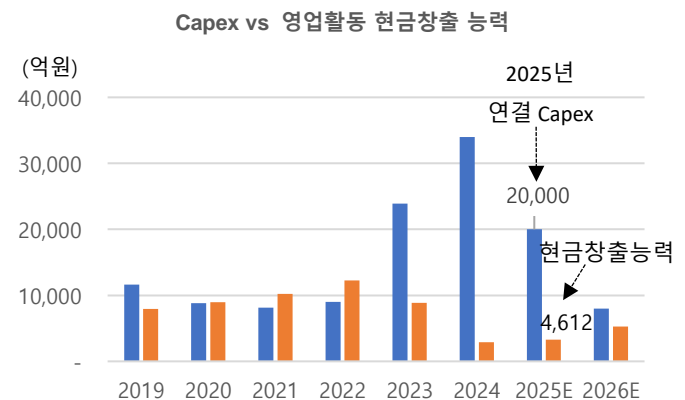
자료: SEIA, 유안타증권 리서치센터

잉여현금 부족 지속 :

2025년 Capex 2조원

vs

영업현금 창출능력 0.5조원



주: 영업활동 현금창출능력 = 영업이익 + 감가상각비 - 법인세 - 순이자비용

자료: 유안타증권 리서치센터

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	33위 (73개 기업 중)
Total ESG 점수	+1점
E (Environment)	+2점
S (Social)	-1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+1점

ESG 평가 기업	한화솔루션
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	009830 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
한화솔루션	2	-1	-1	0
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 한화솔루션 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

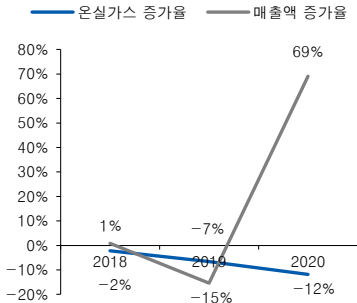
+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 A
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments 사업구조 재편이 너무 많이 발생되고 있다는 것이 약점임 기업승계를 위해, 한화솔루션이 자금 창구 역할을 하고 있음(유상증자, 자산양수도 등)

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용: +1	무사용: 0	전년대비 증가: +2	2년 연속 증가: +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다: +1	높다: -1	2년 연속 낮다: +2	2년 연속 높다: -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다: -1	낮다: +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다: +1	낮다: -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직: -1	별도: +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

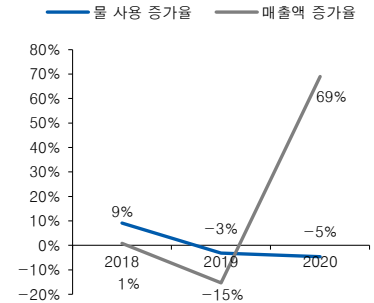


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

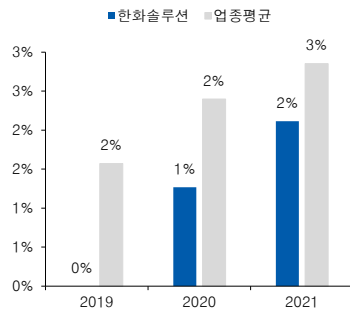
물 사용량 vs. 매출액 증가율



주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

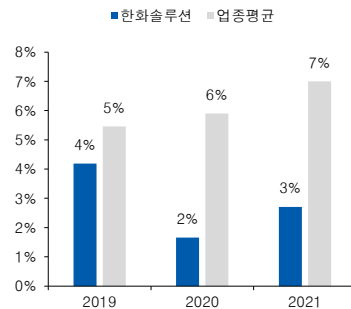
Social

여성임원비율 vs. 업종 평균



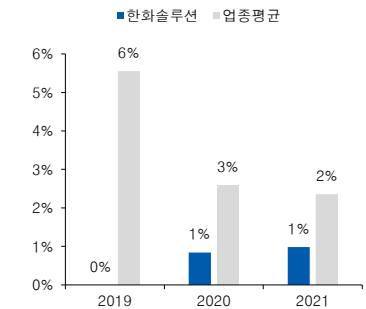
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

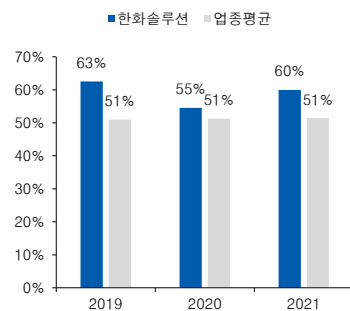
사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



주: 2019년 당기순손실 발생
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

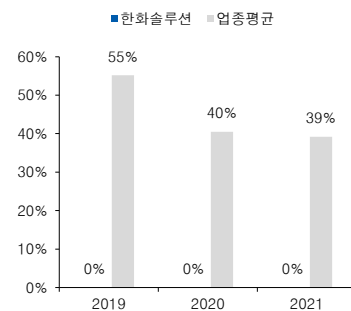
Governance

사외이사 비율 vs. 업종 평균



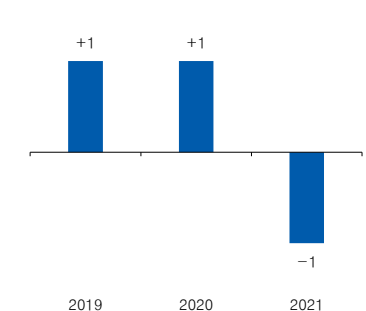
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 2019년 당기순손실 발생
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

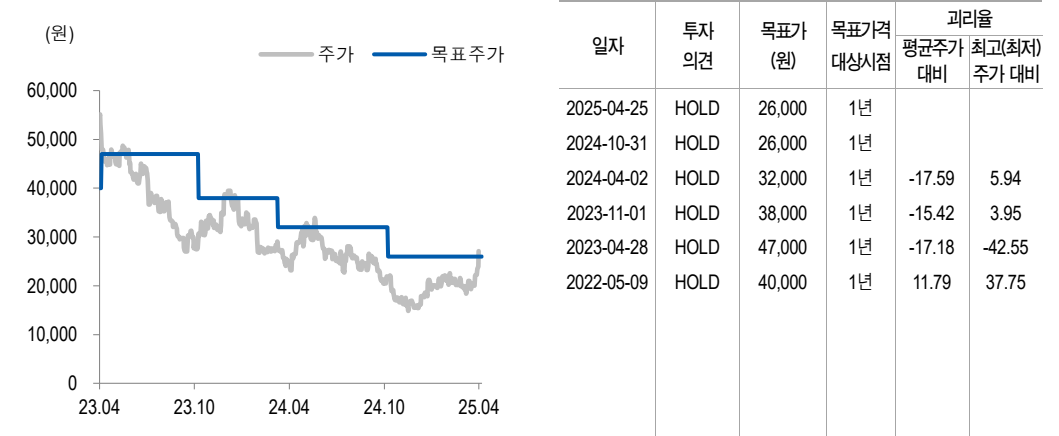
대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 없을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사사 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-04-24

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함: (작성자 : **황규원**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.