

한화솔루션 (009830)

또다시 실망스러운 가이드نس



▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

Buy (유지)

목표주가(하향): 33,000원

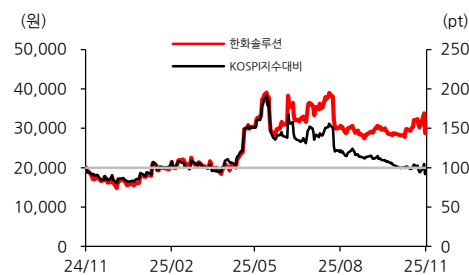
현재 주가(11/5)	28,750원
상승여력	▲14.8%
시가총액	49,419억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	39,050 / 14,860원
90 일 일평균 거래대금	421.21억원
외국인 지분율	10.9%
주주 구성	
한화 (외 5 인)	36.5%
국민연금공단 (외 1 인)	5.8%
자사주 (외 1 인)	1.5%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.2	-4.6	-5.1	31.3
상대수익률(KOSPI)	-13.0	-29.9	-61.6	-24.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	12,394	13,217	14,232	16,290
영업이익	-300	0	748	1,498
EBITDA	415	812	1,691	2,517
지배주주순이익	-1,404	-548	-179	456
EPS	-8,175	-3,239	-1,064	2,687
순차입금	10,701	11,718	12,690	12,663
PER	-2.0	-8.9	-27.0	10.7
PBR	0.3	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	32.5	20.6	10.5	7.0
배당수익률	1.9	1.0	1.0	1.0
ROE	-16.2	-5.9	-2.0	5.1

주가 추이



한화솔루션은 4 분기에도 실망스러운 가이드نس를 제시했습니다. 미국 통관 이슈로 4 분기에도 부진한 실적이 예상되고, 카터스빌 공장 가동 시점도 지연됐습니다. 여전히 미국 태양광 수요에 대한 기대감은 있으나, 데이터가 개선되는 것을 확인하고 접근할 것을 추천합니다.

3분기: 실적은 기대치 상회

동사의 3분기 실적은 매출액 3.4조 원, 영업적자 74억 원으로 컨센서스(영업적자 1,557억 원)를 상회했다. 태양광 부문은 미국 공장 통관 지연 이슈로 모듈 판매량이 QoQ 10% 하락했고, 가동률 하락에 따라 AMPC도 QoQ 1,138억 원 하락했다. 그럼에도 주택용 모듈 판가가 예상보다 강세를 보이며 감익 폭은 우려보다는 양호했다. 화학 부문은 LDPE/TDI 등의 제품 스프레드가 개선되며 적자 폭이 축소됐으나, 첨단소재 부문은 주요 고객향 판매가 축소되며 실적이 하락했다.

4분기: 태양광 부문 다시 적자전환

동사의 4분기 실적으로 매출액 3.6조 원, 영업적자 1,246억 원을 전망한다. 태양광 부문에서 미국 통관 이슈는 4분기까지 영향을 미치고 있다. 동사는 4분기 모듈 판매량은 QoQ 50% 하락, AMPC도 400억 원으로 크게 축소될 것으로 가이드نس를 제시했다. 고정비 부담에 따라 적자 폭은 대폭 확대될 것으로 예상된다. 미국 카터스빌 공장은 유틸리티 설비 문제로 인해 양산 시점이 기존 4Q25에서 2026년 중으로 연기됐으며, 미국 정부 셧다운으로 인해 라오스-인도-인도네시아산 수입 물량에 대한 미국의 AD/CVD 예비 판정도 지체되는 것으로 보인다.

목표주가 33,000원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

태양광 부문의 회복 시점 지연을 감안하여 목표주가를 하향한다. 전력 수요 증가와 미국의 탈중국 정책으로 미국 태양광 산업의 중장기 성장 가능성은 여전히 높다고 판단한다. 중국산 우회 수입 물량에 대한 제재 조치도 지연되고 있으나, 2026년 중 시행되면 모듈 가격의 반등도 기대할 수 있다. 다만 미국 통관 이슈와 카터스빌 공장 가동 지연 등 실적 정상화에 대한 불확실성도 높다. 단순한 기대감만으로 접근하기에는 리스크가 크다고 판단하며, 1) 미국 태양광 설치량 증가 및 2) 모듈 가격 상승 등의 데이터 개선을 확인한 후 접근하는 것을 추천한다.

[표1] 한화솔루션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,094	3,117	3,364	3,641	3,109	3,041	3,726	4,356	12,421	13,217	14,232	16,290
QoQ/YoY(%)	-33%	1%	8%	8%	-15%	-2%	23%	17%	-6%	6%	8%	14%
영업이익	30	102	-7	-125	15	47	277	408	-300	0	748	1,498
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-3.4%	0.5%	1.5%	7.4%	9.4%	-2.4%	0.0%	5.3%	9.2%
EBITDA	223	292	187	77	230	265	498	632	415	778	1,625	2,454
EBITDAM(%)	7.2%	9.4%	5.5%	2.1%	7.4%	8.7%	13.4%	14.5%	3.3%	5.9%	11.4%	15.1%
케미칼												
매출액	1,074	1,239	1,160	1,088	1,226	1,260	1,289	1,173	4,817	4,561	4,949	5,313
영업이익	-91	-47	-9	-26	-14	-5	-11	5	-121	-173	-24	25
영업이익률(%)	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-2.4%	-1.1%	-0.4%	-0.8%	0.5%	-2.5%	-3.8%	-0.5%	0.5%
태양광												
매출액	1,599	1,446	1,752	2,071	1,476	1,355	1,998	2,646	5,780	6,868	7,476	9,137
모듈 & 주택 사업 등	1,180	1,052	933	764	1,015	922	1,098	1,209	2,820	3,929	4,243	5,420
개발권자산 매각/EPC	419	394	819	1,307	461	434	900	1,438	2,960	2,939	3,233	3,717
영업이익	136	156	8	-97	27	48	290	414	-258	203	779	1,476
영업이익률(%)	8.5%	10.8%	0.5%	-4.7%	1.8%	3.5%	14.5%	15.7%	-4.5%	3.0%	10.4%	16.2%
모듈 & 주택 사업 등	-6	36	-79	-202	-48	-41	57	71	-901	-252	39	324
개발권자산 매각/EPC	-42	-61	19	65	-46	-43	24	101	89	-19	36	149
AMPC	184	182	68	40	121	132	208	243	555	474	704	1,003
첨단소재												
매출액	274	308	258	318	278	286	273	310	1,038	1,157	1,148	1,147
영업이익	-2	10	4	10	11	14	10	5	24	21	39	46
영업이익률(%)	-0.7%	3.2%	1.4%	3.0%	4.0%	4.9%	3.5%	1.5%	2.3%	1.8%	3.4%	4.0%
기타												
매출액	148	124	195	165	128	140	166	227	786	631	660	692
영업이익	-13	-17	-10	-12	-9	-10	-12	-16	55	-51	-46	-48
영업이익률(%)	-4.7%	-5.6%	-3.8%	-3.6%	-3.2%	-3.4%	-4.2%	-5.1%	5.3%	-4.4%	-4.0%	-4.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

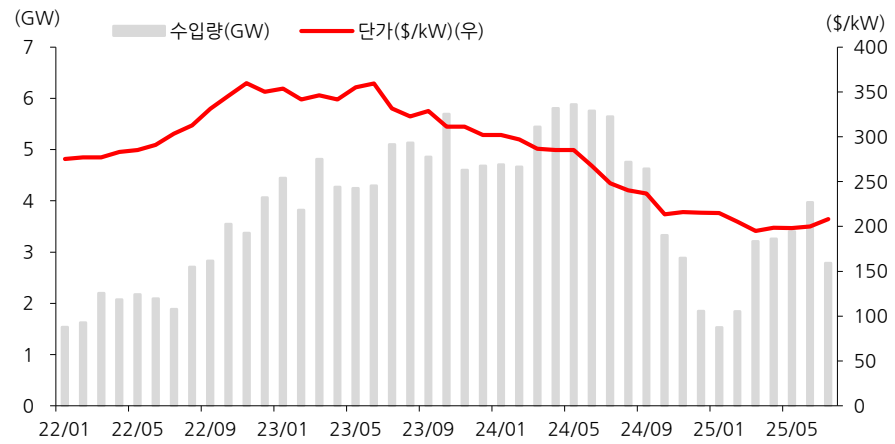
[표2] 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	EBITDA	배수	가치	비고
영업가치(십억 원)			17,181	
태양광	2,060	7.0	14,502	- 2026년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
케미칼/첨단소재	352	7.6	2,679	- 2025년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
비영업가치(십억 원)			1,174	장부가액 70% 할인
YNCC/IMPACT			3,055	YNCC(50%) / 한화임팩트(47.93%)
기타			859	장부가치, 30% 할인을 적용
순차입금(십억 원)			12,690	2026년 기준
우선주 시가총액(십억 원)			58	
총 기업가치(십억 원)			5,607	
총주식 수(백만 주)			172	
적정 주가			32,621	
목표주가(원)			33,000	
현재주가			28,750	
상승여력			14.8%	

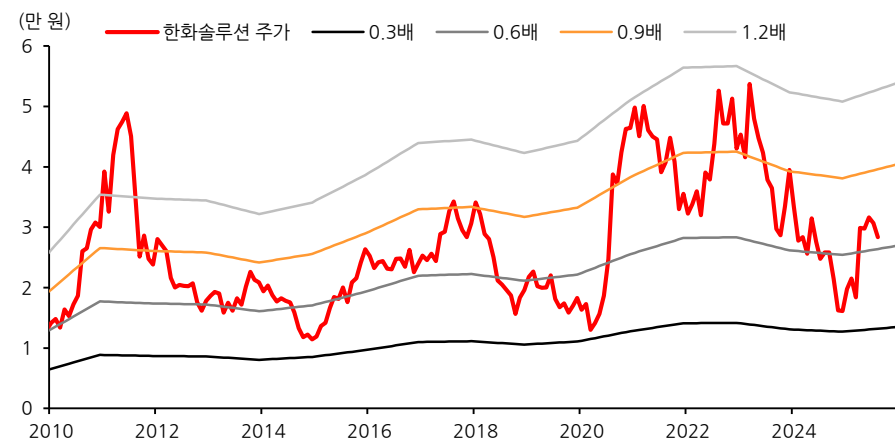
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 미국 태양광 모듈 수입량 및 수입 가격 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화솔루션 12m Fwd PBR Band



자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	13,289	12,394	13,217	14,232	16,290
매출총이익	2,239	1,386	1,874	2,792	3,838
영업이익	605	-300	0	748	1,498
EBITDA	1,283	415	812	1,691	2,517
순이자손익	-322	-442	-99	-156	-166
외화관련손익	16	-76	0	0	0
지분법손익	11	-424	208	-68	-62
세전계속사업손익	-102	-1,424	-623	-227	577
당기순이익	-155	-1,369	-494	-179	456
지배주주순이익	-208	-1,404	-548	-179	456
증가율(%)					
매출액	1.2	-6.7	6.6	7.7	14.5
영업이익	-34.6	적전	흑전	220,734.9	100.4
EBITDA	-19.8	-67.6	95.5	108.2	48.9
순이익	적전	적지	적지	적지	흑전
이익률(%)					
매출총이익률	16.8	11.2	14.2	19.6	23.6
영업이익률	4.5	-2.4	0.0	5.3	9.2
EBITDA 이익률	9.7	3.4	6.1	11.9	15.5
세전이익률	-0.8	-11.5	-4.7	-1.6	3.5
순이익률	-1.2	-11.0	-3.7	-1.3	2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	518	638	455	-217	914
당기순이익	-155	-1,369	-494	-179	456
자산상각비	679	715	812	943	1,018
운전자본증감	-499	84	-664	-1,082	-657
매출채권 감소(증가)	-544	-274	229	-104	-449
재고자산 감소(증가)	-175	-474	-646	-463	-759
매입채무 증가(감소)	290	688	813	-514	552
투자현금흐름	-2,799	-3,287	-2,241	-716	-774
유형자산처분(취득)	-2,349	-3,344	-2,019	-1,373	-977
무형자산 감소(증가)	-18	-21	1	-7	-7
투자자산 감소(증가)	0	1	33	-14	62
재무현금흐름	1,609	2,676	1,037	-52	-52
차입금의 증가(감소)	1,989	2,612	454	0	0
자본의 증가(감소)	40	-138	-52	-52	-52
배당금의 지급	0	-138	-52	-52	-52
총현금흐름	1,428	584	1,155	864	1,571
(-)운전자본증감(감소)	623	260	436	1,082	657
(-)설비투자	2,390	3,398	2,051	1,373	977
(+)자산매각	23	32	33	-7	-7
Free Cash Flow	-1,562	-3,042	-1,298	-1,597	-70
(-)기타투자	308	-421	485	-678	-148
잉여현금	-1,869	-2,621	-1,783	-920	78
NOPLAT	438	-218	0	542	1,184
(+) Dep	679	715	812	943	1,018
(-)운전자본투자	623	260	436	1,082	657
(-)Capex	2,390	3,398	2,051	1,373	977
OpFCF	-1,896	-3,160	-1,675	-970	568

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,705	10,883	10,718	10,364	11,652
현금성자산	2,201	2,558	1,668	696	723
매출채권	2,409	2,968	2,999	3,103	3,552
재고자산	3,297	4,258	4,788	5,251	6,010
비유동자산	14,407	19,154	20,087	19,779	19,534
투자자산	5,593	6,671	6,722	5,976	5,766
유형자산	7,046	10,727	11,608	12,104	12,126
무형자산	1,768	1,756	1,758	1,699	1,643
자산총계	24,493	30,037	30,805	30,144	31,186
유동부채	7,689	11,708	11,103	10,639	11,244
매입채무	2,934	4,023	4,333	3,819	4,371
유동성이자부채	3,967	6,425	5,531	5,531	5,531
비유동부채	6,598	7,722	8,769	8,801	8,836
비유동이자부채	5,802	6,833	7,855	7,855	7,855
부채총계	15,482	19,430	19,871	19,441	20,079
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,562	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	5,339	4,132	3,498	3,267	3,672
자본조정	123	2,866	2,173	2,173	2,173
자기주식	-110	-110	-110	-110	-110
자본총계	9,011	10,607	10,934	10,703	11,107

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-1,216	-8,175	-3,239	-1,064	2,687
BPS	44,979	54,163	51,581	50,257	52,574
DPS	300	300	300	300	300
CFPS	8,186	3,346	6,621	4,953	9,002
ROA(%)	-0.9	-5.2	-1.8	-0.6	1.5
ROE(%)	-2.5	-16.2	-5.9	-2.0	5.1
ROIC(%)	3.8	-1.5	0.0	3.0	6.3
Multiples(x, %)					
PER	-32.5	-2.0	-8.9	-27.0	10.7
PBR	0.9	0.3	0.6	0.6	0.5
PSR	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3
PCR	4.8	4.8	4.3	5.8	3.2
EV/EBITDA	11.2	32.5	20.6	10.5	7.0
배당수익률	0.8	1.9	1.0	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	171.8	183.2	181.7	181.6	180.8
Net debt/Equity	84.0	100.9	107.2	118.6	114.0
Net debt/EBITDA	589.8	2,577.1	1,443.2	750.6	503.1
유동비율	113.2	93.0	96.5	97.4	103.6
이자보상배율(배)	1.5	n/a	0.0	3.9	7.5
자산구조(%)					
투하자본	60.9	63.6	67.4	73.5	74.5
현금+투자자산	39.1	36.4	32.6	26.5	25.5
자본구조(%)					
차입금	52.0	55.6	55.0	55.6	54.7
자기자본	48.0	44.4	45.0	44.4	45.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 11월 06일)

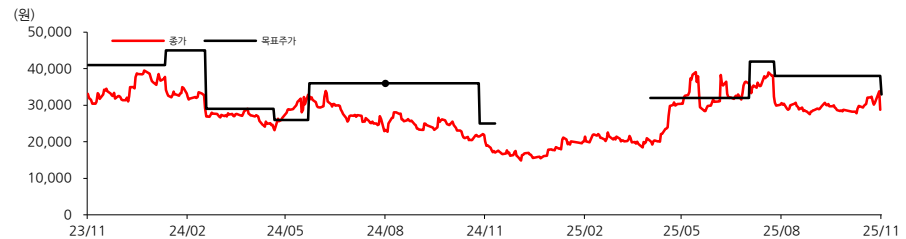
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용육)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한화솔루션 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.11.27	2024.01.05	2024.01.17	2024.02.23	2024.04.16
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
목표가격		41,000	41,000	45,000	29,000	29,000
일 시	2024.04.26	2024.05.28	2024.11.01	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.25
투자의견	Hold	Hold	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격	26,000	36,000	25,000	이용육	32,000	32,000
일 시	2025.05.30	2025.07.08	2025.07.31	2025.10.20	2025.11.06	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	32,000	42,000	38,000	38,000	33,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.17	Buy	45,000	-27.03	-22.22
2024.02.23	Hold	29,000	-7.73	-17.93
2024.04.26	Hold	26,000	10.35	26.35
2024.05.28	Hold	36,000	-27.73	-5.83
2024.11.01	Buy	25,000	-24.23	-9.80
2025.04.07	Buy	32,000	-5.21	22.03
2025.07.08	Buy	42,000	-13.96	-7.14
2025.07.31	Buy	38,000	-22.00	-11.05
2025.11.06	Buy	33,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%