

한화솔루션 (009830)

2026년 글로벌 태양광 시장 흐름!

2025년 3분기 영업적자 △74억원으로 적자전환

2025년 3분기 잠정 실적(11/5일 발표)은 '매출액 3.4조원, 영업손실 △74억원(영업이익률 △0.2%), 지배주주 순손실 △121억원' 등으로 부진했다. 영업손익은 상반기 1,324억원에서 다시 적자로 전환된 것이다. 7~8월 자회사인 한화큐셀(주)의 태양전지 모듈설비 생산차질로 인해, 판매물량이 10% 줄어들었기 때문이다. 4분기에는 통관 문제와 설비 차질 문제로, 판매량이 50% 급감할 전망이다. 부문별 실적은 '기초소재 △90억원, 신재생에너지 79억원(=제조 △1,586억원 + AMPC 682억원 + 발전소매각/가정용에너지 983억원, 전분기 1,562억원)' 등이다.

2026년 글로벌 및 미국 태양전지 수요 정체 국면

2026년 글로벌 태양전지 시장 여건은 녹록치 않다. 1) 글로벌 태양전지 연간 설치 수요량은 700GW에서 정체 국면에 접어들 전망이다. 최근 5개년 글로벌 설치규모는 2020년 144GW에서 2025년 694GW로, 4.8배 급성장했다. 중국이 14차 5개년 동안 태양광 발전량 비중을 4%에서 19%로 높였기 때문이다. 중국발 수혜는 2025년으로 마무리 되었다. 2) 미국의 경우 태양전지 공급망 재편 성과가 나타나면서, 2026년 공급과잉이 심해질 전망이다. 트럼프 행정부의 예산 축소 등으로, 태양전지 모듈 수요량은 2025년 49GW에서 2026년 40GW 정도로 낮아지는 반면, 모듈 캐파는 60GW에서 '73GW +α' 로 늘어나게 된다.

2026년 목표주가 3.0만원으로 소폭 상향

실적 부진에도 불구하고, 2026년 적정주가를 3.0만원(기존 2.6만원)로 높인다. 2025년 하반기 한국 주식시장 상승으로, 보유하고 있는 투자유가증권 지분가치(특히, 한화오션(주) 4.7%)를 1.4조원에서 2.8조원으로 높여 잡았다. 여기에, 미국 태양광 잉곳/웨이퍼/모듈 투자가 마무리되면서, Capex 부담이 줄어드는 것도 긍정적이다.(최근 3개년 평균 2.6조원 → 2026년 1조원 이하) 다만, 태양광 업황 부진과 13조원의 순차입금 부담이 이어진다는 점에 주의가 필요하다!

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	33,644	21.3	7.9	32,673	3.0
영업이익	-74	적지	적전	-1,557	95.2
세전계속사업이익	-397	적지	적지	-3,577	88.9
지배순이익	-121	적지	적지	-3,163	96.2
영업이익률 (%)	-0.2	적지	적전	-4.8	+4.6 %pt
지배순이익률 (%)	-0.4	적지	적지	-9.7	+9.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	130,785	123,940	133,996	142,383
영업이익	5,792	-3,002	135	2,149
지배순이익	-1,410	-14,044	-5,182	-2,237
PER	-49.7	-3.2	-9.5	-22.0
PBR	0.9	0.5	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.6	39.5	23.8	20.1
ROE	-1.7	-16.0	-5.7	-2.6

자료: 유안타증권



황규원 정유/화학

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

서석준 Research Assistant

seokjun.seo@yuantakorea.com

HOLD (M)
목표주가 30,000원 (U)
직전 목표주가 26,000원
현재주가 (11/05) 28,750원
상승여력 4%

시가총액	49,419억원
총발행주식수	174,467,885주
60일 평균 거래대금	421억원
60일 평균 거래량	1,390,861주
52주 고/저	39,050원 / 14,860원
외인지분율	12.45%
배당수익률	1.86%
주요주주	한화 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.2)	(4.6)	31.3
상대	(11.5)	(23.8)	(15.5)
절대 (달러환산)	(2.8)	(7.9)	25.9

표 1. 한화솔루션주의 실적 추정치 : 2024년 영업손실 △3,002억원 → (2025년 2분기 1,021억원 → 3분기 잠정 △74억원) → 2025년 136억원(e) → 2026년 2,149억원(e)

	[석화업]																				점진적 변동기	
	태양광 회복기		태양광 모듈 경쟁기		태양광 미국 수요 호조		태양광 원가부담 증가		미국 태양전지 공급량 확대		글로벌 수요 정체 국면											
	[태양광업]		[태양광업]		[태양광업]		[태양광업]		[태양광업]		[태양광업]											
[한화솔루션 캐피탈]																						
연간실적																						
2020년 여천NCC중심																						
2024~2025년 미국 태양전지 확장																						
2026년 이후NCC중심																						
2027년 이후NCC중심																						
2028년 이후NCC중심																						
2029년 이후NCC중심																						
2030년 이후NCC중심																						
2031년 이후NCC중심																						
2032년 이후NCC중심																						
2033년 이후NCC중심																						
2034년 이후NCC중심																						
2035년 이후NCC중심																						
2036년 이후NCC중심																						
2037년 이후NCC중심																						
2038년 이후NCC중심																						
2039년 이후NCC중심																						
2040년 이후NCC중심																						
2041년 이후NCC중심																						
2042년 이후NCC중심																						
2043년 이후NCC중심																						
2044년 이후NCC중심																						
2045년 이후NCC중심																						
2046년 이후NCC중심																						
2047년 이후NCC중심																						
2048년 이후NCC중심																						
2049년 이후NCC중심																						
2050년 이후NCC중심																						
2051년 이후NCC중심																						
2052년 이후NCC중심																						
2053년 이후NCC중심																						
2054년 이후NCC중심																						
2055년 이후NCC중심																						
2056년 이후NCC중심																						
2057년 이후NCC중심																						
2058년 이후NCC중심																						
2059년 이후NCC중심																						
2060년 이후NCC중심																						
2061년 이후NCC중심																						
2062년 이후NCC중심																						
2063년 이후NCC중심																						
2064년 이후NCC중심																						
2065년 이후NCC중심																						
2066년 이후NCC중심																						
2067년 이후NCC중심																						
2068년 이후NCC중심																						
2069년 이후NCC중심																						
2070년 이후NCC중심																						
2071년 이후NCC중심																						
2072년 이후NCC중심																						
2073년 이후NCC중심																						
2074년 이후NCC중심																						
2075년 이후NCC중심																						
2076년 이후NCC중심																						
2077년 이후NCC중심																						
2078년 이후NCC중심																						
2079년 이후NCC중심																						
2080년 이후NCC중심																						
2081년 이후NCC중심																						
2082년 이후NCC중심																						
2083년 이후NCC중심																						
2084년 이후NCC중심																						
2085년 이후NCC중심																						
2086년 이후NCC중심																						
2087년 이후NCC중심																						
2088년 이후NCC중심																						
2089년 이후NCC중심																						
2090년 이후NCC중심																						
2091년 이후NCC중심																						
2092년 이후NCC중심																						
2093년 이후NCC중심																						
2094년 이후NCC중심																						
2095년 이후NCC중심																						
2096년 이후NCC중심																						
2097년 이후NCC중심																						
2098년 이후NCC중심																						
2099년 이후NCC중심																						
2100년 이후NCC중심																						
2101년 이후NCC중심																						
2102년 이후NCC중심																						
2103년 이후NCC중심																						
2104년 이후NCC중심																						
2105년 이후NCC중심																						
2106년 이후NCC중심																						
2107년 이후NCC중심																						
2108년 이후NCC중심																						
2109년 이후NCC중심																						
2110년 이후NCC중심																						
2111년 이후NCC중심																						
2112년 이후NCC중심																						
2113년 이후NCC중심																						
2114년 이후NCC중심																						
2115년 이후NCC중심																						
2116년 이후NCC중심																						
2117년 이후NCC중심																						
2118년 이후NCC중심																						
2119년 이후NCC중심																						
2120년 이후NCC중심																						
2121년 이후NCC중심																						
2122년 이후NCC중심																						
2123년 이후NCC중심																						
2124년 이후NCC중심																						
2125년 이후NCC중심																						
2126년 이후NCC중심																						
2127년 이후NCC중심																						
2128년 이후NCC중심																						
2129년 이후NCC중심																						
2130년 이후NCC중심																						
2131년 이후NCC중심																						
2132년 이후NCC중심																						
2133년 이후NCC중심																						
2134년 이후NCC중심																						
2135년 이후NCC중심																						
2136년 이후NCC중심																						
2137년 이후NCC중심																						
2138년 이후NCC중심																						
2139년 이후NCC중심																						
2140년 이후NCC중심																						
2141년 이후NCC중심																						
2142년 이후NCC중심																						
2143년 이후NCC중심																						
2144년 이후NCC중심																						
2145년 이후NCC중심																						
2146년 이후NCC중심																						
2147년 이후NCC중심																						
2148년 이후NCC중심																						
2149년 이후NCC중심																						
2150년 이후NCC중심																						
2151년 이후NCC중심																						
2152년 이후NCC중심																						
2153년 이후NCC중심																						
2154년 이후NCC중심																						
2155년 이후NCC중심																						
2156년 이후NCC중심																						
2157년 이후NCC중심																						
2158년 이후NCC중심																						
2159년 이후NCC중심																						
2160년 이후NCC중심																						
2161년 이후NCC중심																						
2162년 이후NCC중심																						
2163년 이후NCC중심																						
2164년 이후NCC중심																						
2165년 이후NCC중심																						
2166년 이후NCC중심																						
2167년 이후NCC중심																						
2168년 이후NCC중심																						
2169년 이후NCC중심																						
2170년 이후NCC중심																						
2171년 이후NCC중심																						
2172년 이후NCC중심																						
2173년 이후NCC중심																						
2174년 이후NCC중심																						
2175년 이후NCC중심																						
2176년 이후NCC중심																						
2177년 이후NCC중심																						
2178년 이후NCC중심																						
2179년 이후NCC중심																						
2180년 이후NCC중심																						
2181년 이후NCC중심																						
2182년 이후NCC중심																						
2183년 이후NCC중심																						
2184년 이후NCC중심																						
2185년 이후NCC중심																						
2186년 이후NCC중심																						
2187년 이후NCC중심																						
2188년 이후NCC중심																						
2189년 이후NCC중심																						
2190년 이후NCC중심																						
2191년 이후NCC중심																						
2192년 이후NCC중심																						
2193년 이후NCC중심																						
2194년 이후NCC중심																						
2195년 이후NCC중심																						
2196년 이후NCC중심																						
2197년 이후NCC중심																						
2198년 이후NCC중심																						
2199년 이후NCC중심																						
2200년 이후NCC중심																						
2201년 이후NCC중심																						
2202년 이후NCC중심																						
2203년 이후NCC중심																						
2204년 이후NCC중심																						
2205년 이후NCC중심																						
2206년 이후NCC중심																						
2207년 이후NCC중심																						
2208년 이후NCC중심																						
2209년 이후NCC중심																						
2210년 이후NCC중심																						
2211년 이후NCC중심																						
2212년 이후NCC중심																						
2213년 이후NCC중심																						
2214년 이후NCC중심																						
2215년 이후NCC중심																						
2216년 이후NCC중심																						
2217년 이후NCC중심																						
2218년 이후NCC중심																						
2219년 이후NCC중심																						
2220년 이후NCC중심																						
2221년 이후NCC중심																						
2222년 이후NCC중심																						
2223년 이후NCC중심																						
2224년 이후NCC중심																						
2225년 이후NCC중심																						
2226년 이후NCC중심																						
2227년 이후NCC중심																						
2228년 이후NCC중심																						
2229년 이후NCC중심																						
2230년 이후NCC중심																						
2231년 이후NCC중심																						
2232년 이후NCC중심																						
2233년 이후NCC중심																						
2234년 이후NCC중심																						
2235년 이후NCC중심																						
2236년 이후NCC중심																						
2237년 이후NCC중심																						
2238년 이후NCC중심																						
2239년 이후NCC중심																						
2240년 이후NCC중심																						
2241년 이후NCC중심																						
2242년 이후NCC중심																						
2243년 이후NCC중심																						
2244년 이후NCC중심																						
2245년 이후NCC중심																						
2246년 이후NCC중심																						
2247년 이후NCC중심																						
2248년 이후NCC중심																						
2249년 이후NCC중심																						
2250년 이후NCC중심																						
2251년 이후NCC중심																						
2252년 이후NCC중심																						
2253년 이후NCC중심																						
2254년 이후NCC중심																						
2255년 이후NCC중심																						
2256년 이후NCC중심																						
2257년 이후NCC중심																						
2258년 이후NCC중심																						
2259년 이후NCC중심																						
2260년 이후NCC중심																						
2261년 이후NCC중심																						
2262년 이후NCC중심																						
2263년 이후NCC중심																						
2264년 이후NCC중심																						
2265년 이후NCC중심																						
2266년 이후NCC중심																						
2267년 이후NCC중심																						
2268년 이후NCC중심																						
2269년 이후NCC중심																						
2270년 이후NCC중심																						
2271년 이후NCC중심																						
2272년 이후NCC중심																						
2273년 이후NCC중심																						
2274년 이후NCC중심																						
2275년 이후NCC중심																						
2276년 이후NCC중심																						
2277년 이후NCC중심																						
2278년 이후NCC중심																						
2279년 이후NCC중심																						
2280년 이후NCC중심																						
2281년 이후NCC중심																						
2282년 이후NCC중심																						
2283년 이후NCC중심																						
2284년 이후NCC중심																						
2285년 이후NCC중심																						
2286년 이후NCC중심																						
2287년 이후NCC중심																						
2288년 이후NCC중심																						
2289년 이후NCC중심																						
2290년 이후NCC중심																						
2291년 이후NCC중심																						
2292년 이후NCC중심																						
2293년 이후NCC중심																						
2294년 이후NCC중심																						
2295년 이후NCC중심																						
2296년 이후NCC중심																						
2297년 이후NCC중심																						
2298년 이후NCC중심																						
2299년 이후NCC중심																						
2300년 이후NCC중심																						
2301년 이후NCC중심																						
2302년 이후NCC중심																						
2303년 이후NCC중심																						
2304년 이후NCC중심																						
2305년 이후NCC중심																						
2306년 이후NCC중심																						
2307년 이후NCC중심																						
2308년 이후NCC중심																						
2309년 이후NCC중심																						
2310년 이후NCC중심																						
2311년 이후NCC중심																						
2312년 이후NCC중심																						
2313년 이후NCC중심																						
2314년 이후NCC중심																						
2315년 이후NCC중심																						
2316년 이후NCC중심																						
2317년 이후NCC중심																						
2318년 이후NCC중심																						
2319년 이후NCC중심																						
2320년 이후NCC중심																						
2321년 이후NCC중심																						
2322년 이후NCC중심																						
2323년 이후NCC중심																						
2324년 이후NCC중심																						
2325년 이후NCC중심																						
2326년 이후NCC중심																						
2327년 이후NCC중심																						
2328년 이후NCC중심																						
2329년 이후NCC중심																						
2330년 이후NCC중심																						
2331년 이후NCC중심																						
2332년 이후NCC중심																						
2333년 이후NCC중심																						
2334년 이후NCC중심																						
2335년 이후NCC중심																						
2336년 이후NCC중심																						
2337년 이후NCC중심																						
2338년 이후NCC중심																						
2339년 이후NCC중심																						
2340년 이후NCC중심																						
2341년 이후NCC중심																						
2342년 이후NCC중심																						
2343년 이후NCC중심																						
2344년 이후NCC중심																						
2345년 이후NCC중심																						
2346년 이후NCC중심																						
2347년 이후NCC중심																						
2348년 이후NCC중심																						
2349년 이후NCC중심																						
2350년 이후NCC중심																						
2351년 이후NCC중심																						
2352년 이후NCC중심																						
2353년 이후NCC중심																						
2354년 이후NCC중심																						
2355년 이후NCC중심																						
2356년 이후NCC중심																						
2357년 이후NCC중심																						
2358년 이후NCC중심																						
2359년 이후NCC중심																						
2360년 이후NCC중심																						
2361년 이후NCC중심																						
2362년 이후NCC중심																						
2363년 이후NCC중심																						
2364년 이후NCC중심																						
2365년 이후NCC중심																						
2366년 이후NCC중심																						
2367년 이후NCC중심																						
2368년 이후NCC중심																						
2369년 이후NCC중심																						
2370년 이후NCC중심																						
2371년 이후NCC중심																						
2372년 이후NCC중심																						
2373년 이후NCC중심																						
2374년 이후NCC중심																						
2375년 이후NCC중심																						
2376년 이후NCC중심																						
2377년 이후NCC중심																						
2378년 이후NCC중심																						
2379년 이후NCC중심																						
2380년 이후NCC중심																						
2381년 이후NCC중심																						
2382년 이후NCC중심																						
2383년 이후NCC중심																						
2384년 이후NCC중심																						
2385년 이후NCC중심																						
2386년 이후NCC중심																						
2387년 이후NCC중심																						
2388년 이후NCC중심																						
2389년 이후NCC중심																						
2390년 이후NCC중심																						
2391년 이후NCC중심																						
2392년 이후NCC중심																						
2393년 이후NCC중심																						
2394년 이후NCC중심																						
2395년 이후NCC중심																						
2396년 이후NCC중심																						
2397년 이후NCC중심																						
2398년 이후NCC중심																						
2399년 이후NCC중심																						
2400년 이후NCC중심																						
2401년 이후NCC중심																						
2402년 이후NCC중심																						
2403년 이후NCC중심																						
2404년 이후NCC중심																						
2405년 이후NCC중심																						
2406년 이후NCC중심																						
2407년 이후NCC중심																						
2408년 이후NCC중심																						
2409년 이후NCC중심																						
2410년 이후NCC중심																						
2411년 이후NCC중심																						
2412년 이후NCC중심																						
2413년 이후NCC중심																						
2414년 이후NCC중심																						
2415년 이후NCC중심																						
2416년 이후NCC중심																						
2417년 이후NCC중심																						
2418년 이후NCC중심																						
2419년 이후NCC중심																						
2420년 이후NCC중심																						
2421년 이후NCC중심																						
2422년 이후NCC중심																						
2423년 이후NCC중심																						
2424년 이후NCC중심																						
2425년 이후NCC중심																						
2426년 이후NCC중심																						
2427년 이후NCC중심																						
2428년 이후NCC중심																						
2429년 이후NCC중심																						
2430년 이후NCC중심																						
2431년 이후NCC중심																						
2432년 이후NCC중심																						
2433년 이후NCC중심																						
2434년 이후NCC중심																						
2435년 이후NCC중심																						
2436년 이후NCC중심																						
2437년 이후NCC중심																						
2438년 이후NCC중심																						
2439년 이후NCC중심																						
2440년 이후NCC중심																						
2441년 이후NCC중심																						
2442년 이후NCC중심																						
2443년 이후NCC중심																						
2444년 이후NCC중심																						
2445년 이후NCC중심																						
2446년 이후NCC중심																						
2447년 이후NCC중심																						
2448년 이후NCC중심																						
2449년 이후NCC중심																						
2450년 이후NCC중심																						
2451년 이후NCC중심																						
2452년 이후NCC중심																						
2453년 이후NCC중심																						
2454년 이후NCC중심																						
2455년 이후NCC중심																						
2456년 이후NCC중심																						
2457년 이후NCC중심																						
2458년 이후NCC중심																						
2459년 이후NCC중심																						
2460년 이후NCC중심																						
2461년 이후NCC중심																						
2462년 이후NCC중심																						
2463년 이후NCC중심																						
2464년 이후NCC중심																						
2465년 이후NCC중심																						
2466년 이후NCC중심																						
2467년 이후NCC중심																						
2468년 이후NCC중심																						
2469년 이후NCC중심																						
2470년 이후NCC중심																						
2471년 이후NCC중심																						
2472년 이후NCC중심																						
2473년 이후NCC중심																						
2474년 이후NCC중심																						
2475년 이후NCC중심																						
2476년 이후NCC중심																						
2477년 이후NCC중심																						
2478년 이후NCC중심																						
2479년 이후NCC중심																						
2480년 이후NCC중심																						
2481년 이후NCC중심																						
2482년 이후NCC중심																						
2483년 이후NCC중심																						
2484년 이후NCC중심																						
2485년 이후NCC중심																						
2486년 이후NCC중심																						
2487년 이후NCC중심																						
2488년 이후NCC중심																						
2489년 이후NCC중심																						
2490년 이후NCC중심																						
2491년 이후NCC중심																						
2492년 이후NCC중심																						
2493년 이후NCC중심																						
2494년 이후NCC중심																						
2495년 이후NCC중심																						
2496년 이후NCC중심																						
2497년 이후NCC중심																						
2498년 이후NCC중심																						
2499년 이후NCC중심																						
2500년 이후NCC중심																						
2501년 이후NCC중심																						
2502년 이후NCC중심																						
2503년 이후NCC중심																						
2504년 이후NCC중심																						
2505년 이후NCC중심																						
2506년 이후NCC중심																						
2507년 이후NCC중심																						
2508년 이후NCC중심																						
2509년 이후NCC중심																						
2510년 이후NCC중심																						
2511년 이후NCC중심																						
2512년 이후NCC중심																						
2513년 이후NCC중심																						
2514년 이후NCC중심																						
2515년 이후NCC중심																						
2516년 이후NCC중심																						
2517년 이후NCC중심																						
2518년 이후NCC중심																						
2519년 이후NCC중심																						
2520년 이후NCC중심																						
2521년 이후NCC중심																						
2522년 이후NCC중심																						
2523년 이후NCC중심																						
2524년 이후NCC중심																						
2525년 이후NCC중심																						
2526년 이후NCC중심																						
2527년 이후NCC중심																						
2528년 이후NCC중심																						
2529년 이후NCC중심																						
2530년 이후NCC중심																						
2531년 이후NCC중심																						
2532년 이후NCC중심																						
2533년 이후NCC중심																						
2534년 이후NCC중심																						
2535년 이후NCC중심																						
2536년 이후NCC중심																						
2537년 이후NCC중심																						
2538년 이후NCC중심																						
2539년 이후NCC중심																						
2540년 이후NCC중심																						
2541년 이후NCC중심																						
2542년 이후NCC중심																						
2543년 이후NCC중심																						
2544년 이후NCC중심																						
2545년 이후NCC중심																						
2546년 이후NCC중심																						
2547년 이후NCC중심																						
2548년 이후NCC중심																						
2549년 이후NCC중심																						
2550년 이후NCC중심																						

자료 : 유안타증권 리서치센터

표2. 한화솔루션(주) 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	3Q25E	2025E	2026E	3Q25P	2025E	2026E	3Q25P	2025E	2026E
매출액	35,135	145,348	139,453	33,644	133,996	142,383	△4.2%	△7.8%	2.1%
영업이익	△1,428	587	1,441	△74	136	2,149	94.8%	△76.8%	49.1%
OPM	△4.1%	0.4%	1.0%	△0.2%	0.1%	1.5%	3.8%	△0.3%	0.5%
세전이익	△1,944	△4,602	△2,481	△397	△5,511	△2,130	79.6%	△19.8%	14.2%
지배순이익	△998	△3,798	△1,827	△121	△5,182	△2,237	87.9%	△36.4%	△22.4%

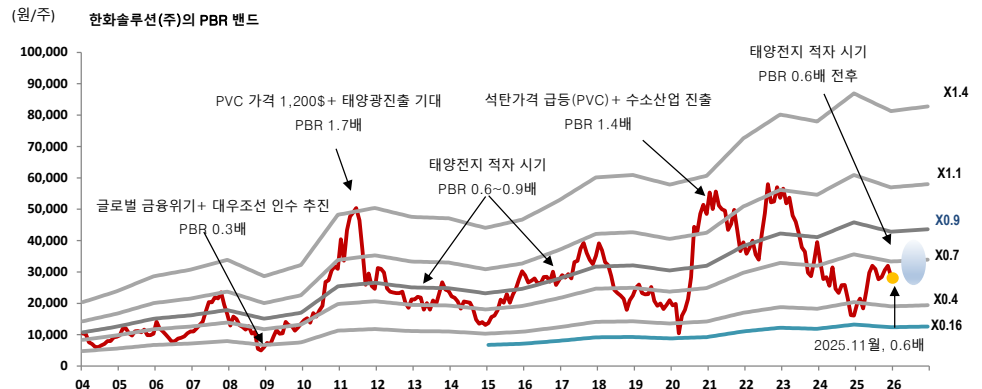
자료: 유안타증권 리서치센터

표3. 한화솔루션(주) 적정주가 : 2026년 3.0만원 상향 (기존 2.6만원, 이유 : 업황보다 투자유가증권 주가 상승분 반영함)

구 분	기준일 (2025.11월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	16조 678억원	① 원료부문 EBITDA 6,324억원 × EV/EBITDA 5.3배 = 3조 3,517억원 ② 태양광부문 EBITDA 8,447억원 × 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 × EV/EBITDA 4.5배 × 지분율 50% = 1,544억원 ⑥ 여천NCC㈜ EBITDA 5,700억원×EV/EBITDA 6.0배 × 비상장적용 80% × 지분율 50% = 1조 3,680억원 ⑦ 한화임팩트㈜ EBITDA 7,034억원×EV/EBITDA 6.0배 × 비상장적용 80% × 지분율 47.6%=1조 6,071억원 ⑧ 기타(도시개발 등) EBITDA 441억원 × EV/EBITDA 10.0배 × 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 + 잉곳/웨이퍼/셀 9센트/와트)를 현재가치로 환산했음 ※ 여천NCC㈜ EV/EBITDA 6.5배는 평균 업황 회복을 가정함 ※ 한화임팩트㈜ EV/EBITDA 6.0배는 평균업황 회복을 가정함 ※ 본사 이외의 비상장 연결자회사 가치는 20%(차분시 과세율) 할인했음
(+) 투자자산가치	2조 8,746억원	한화호텔앤리조트(49.6%) 4,653억원(장부가 4,653억원), Hanwha Futureproof(50%) 5,586억원(장부가 5,586억원), 한화오션(4.27%) 1조원(장부가 2,229억원) 기타 유가증권 6,236억원(장부가 1조 2,471억원) 투자부동산 1,965억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 × PBR 1.0배로 높임. 한화오션(주) 주가상승을 반영해 (시가총액×2 + 장부가 ×1)/3으로 계산함
(-) 순차입금	13조 8,429억원	
(+)총차입금	15조 7,888억원	※ 한화케미칼(주) 연결 차입금 14.4조원 + 우선주 509억원 + 여천NCC(주) 차입금 8,756억원 + 한화임팩트(주) 4,623억원 ※ 우선주 (2,575,349주 - 자사주 30,733주)× 주당 20,000원 = 509억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 차입금 = 각사 총차입금 X 한화케미칼(주) 지분율
(-)현금성자산	2조 6,384억원	※ 한화케미칼(주) 연결 현금 1.8조원 + 여천NCC(주) 현금성자산 2,568억원 + 한화임팩트(주) 5,855억원 ※ 여천NCC(주)/한화임팩트(주) 현금성자산 = 현금성자산 X 한화케미칼(주) 보유 지분율
(+)탄소배출비용	6,926억원	※연간 탄소배출 사회적비용= 연결 배출량 4,873,619톤 × 탄소가격 10달러 × 1,350원/달러 = 658억원 ※탄소배출 잠재비용 = 연간 배출비용 658억원 / WACC 9.5% = 6,926억원
순자산 가치 발행주식수	5조 996억원 1억 6,935만주	※총발행주식수 171,892,536주 - 자사주 2,548,257주
적정 주당순자산 (적전 목표가)	3.0만원 (2.6만원)	※ 적정주가 상향(2.6만원 → 3.1만원) 배경 : ① 2025년 투자 계열사(특히, 한화오션(주)) 주가 상승분 반영 ② 탄소배출권 부담에 적용되는 탄소가격을 25\$→10\$로 하향

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 한화솔루션(주) PBR 밴드 : 2026년 석화 회복 + 태양전지 업황부진 + 차입금 부담 지속 = PBR 0.6~0.9 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	133,996	142,383	145,562
매출원가	109,132	110,082	114,887	120,890	122,836
매출총이익	21,653	13,859	19,109	21,493	22,726
판매비	15,861	16,861	18,974	19,345	19,777
영업이익	5,792	-3,002	135	2,149	2,949
EBITDA	12,549	4,152	7,790	9,533	9,814
영업외손익	-4,472	-11,235	-5,647	-4,279	-4,062
외환관련손익	128	-761	-312	346	-10
이자손익	-3,231	-4,450	-2,491	-5,128	-5,192
관계기업관련손익	835	-3,267	2,013	481	1,123
기타	-2,203	-2,757	-4,856	22	16
법인세비용차감전순손익	1,321	-14,237	-5,511	-2,130	-1,113
법인세비용	466	-3,156	-1,147	-562	-232
계속사업순손익	817	-11,092	-4,364	-1,569	-881
중단사업순손익	-1,700	-2,598	-24	0	0
당기순이익	-882	-13,690	-4,388	-1,569	-881
지배지분순이익	-1,410	-14,044	-5,182	-2,237	-1,156
포괄순이익	-670	-7,569	-8,625	-1,569	-881
지배지분포괄이익	-1,249	6,480	-9,172	-2,237	-1,156

주: 영업이익의 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	-1,661	566	1,730
당기순이익	-882	-13,690	-4,388	-1,569	-881
감가상각비	6,098	6,494	7,025	6,815	6,358
외환손익	298	1,111	203	-346	10
중속, 관계기업관련손익	-835	3,267	-2,013	-481	-1,123
자산부채의 증감	-4,988	838	-9,202	-4,161	-2,876
기타현금흐름	5,488	8,365	6,715	308	243
투자활동 현금흐름	-27,991	-32,874	-22,420	-3,493	-5,293
투자자산	-6,891	-3,471	425	-338	-139
유형자산 증가 (CAPEX)	-23,905	-33,976	-20,000	-8,000	-6,000
유형자산 감소	413	537	321	0	0
기타현금흐름	2,391	4,036	-3,166	4,845	846
재무활동 현금흐름	16,087	26,759	7,218	-3,172	-3,127
단기차입금	4,867	21,103	-5,105	579	354
사채 및 장기차입금	13,021	13,747	6,101	2,328	2,715
자본	-9,134	661	1,805	0	0
현금배당	-522	-1,380	-1,119	-517	-517
기타현금흐름	7,856	-7,373	5,537	-5,562	-5,680
연결범위변동 등 기타	144	1,993	9,433	7,284	7,407
현금의 증감	-6,581	2,263	-7,430	1,185	717
기초 현금	26,162	19,581	21,844	14,414	15,599
기말 현금	19,581	21,844	14,414	15,599	16,316
NOPLAT	5,792	-3,002	135	2,149	2,949
FCF	-18,725	-27,591	-21,661	-7,434	-4,270

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 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	86,083	92,602	98,242
현금및현금성자산	19,581	21,844	14,414	15,599	16,316
매출채권 및 기타채권	31,877	29,676	23,068	24,980	27,172
재고자산	34,475	42,575	35,678	41,391	43,541
비유동자산	149,931	191,542	200,547	201,501	200,775
유형자산	70,498	107,270	116,006	117,192	116,834
관계기업 등 자본관련 자산	41,597	49,304	48,698	48,698	48,698
기타투자자산	4,935	5,035	6,785	7,124	7,262
자산총계	247,904	300,368	286,630	294,103	299,017
유동부채	87,341	117,076	99,767	100,797	105,789
매입채무 및 기타채무	39,749	40,232	29,305	33,184	35,289
단기차입금	29,471	51,099	46,199	46,615	46,903
유동성장기부채	8,411	11,892	12,655	7,602	9,468
비유동부채	67,761	77,224	81,121	89,649	90,969
장기차입금	31,786	42,314	51,587	53,529	53,230
사채	23,875	21,914	18,237	23,676	24,823
부채총계	155,102	194,300	180,888	190,446	196,758
지배지분	81,172	94,497	85,977	83,223	81,550
자본금	8,886	8,886	8,886	8,886	8,886
자본잉여금	14,963	15,624	17,429	17,429	17,429
이익잉여금	56,094	41,324	35,280	32,526	30,853
비지배지분	11,631	11,572	19,766	20,434	20,709
자본총계	92,802	106,069	105,743	103,657	102,259
순차입금	74,474	107,006	115,459	120,891	123,244
총차입금	97,736	132,587	133,583	136,491	139,560

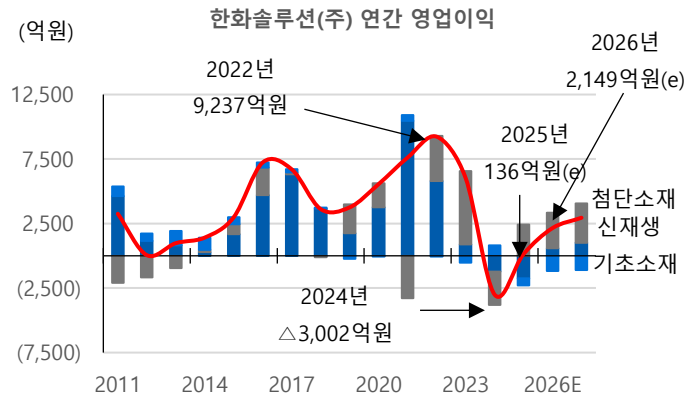
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-811	-8,175	-3,020	-1,306	-678
BPS	47,225	54,974	50,018	48,416	47,442
EBITDAPS	7,071	2,380	4,465	5,464	5,625
SPS	73,698	71,039	76,802	81,610	83,432
DPS	300	300	300	300	300
PER	-49.7	-3.2	-9.5	-22.0	-42.4
PBR	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	12.6	39.5	23.8	20.1	19.8
PSR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-0.4	-5.2	8.1	6.3	2.2
영업이익 증가율 (%)	-37.3	적전	흑전	1,487.4	37.2
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	16.6	11.2	14.3	15.1	15.6
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	0.1	1.5	2.0
지배순이익률 (%)	-1.1	-11.3	-3.9	-1.6	-0.8
EBITDA 마진 (%)	9.6	3.4	5.8	6.7	6.7
ROIC	3.4	-1.7	-0.6	1.1	1.5
ROA	-0.6	-5.1	-1.8	-0.8	-0.4
ROE	-1.7	-16.0	-5.7	-2.6	-1.4
부채비율 (%)	167.1	183.2	171.1	183.7	192.4
순차입금/자기자본 (%)	91.7	113.2	134.3	145.3	151.1
영업이익/금융비용 (배)	1.4	-0.5	0.0	0.4	0.5

Key Chart

연간 영업손익 전망 :

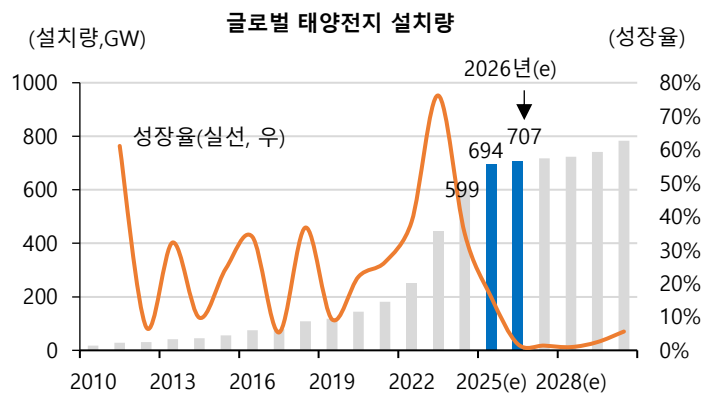
2022년 9,237억원
2023년 6,045억원,
2024년 △3,002억원
2025년 136억원(e)
2026년 2,149억원(e)



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 태양전지 설치 전망 :

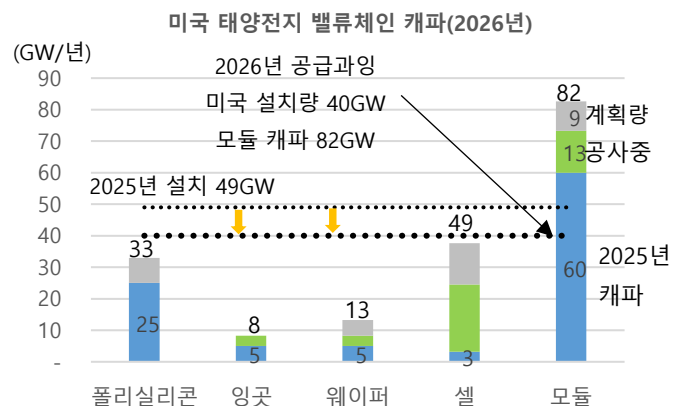
2024년 599GW
2025년 694GW
2026년 707GW(성장 정체)



자료: BNEF(2025.10 월), 유안타증권 리서치센터

미국 태양전지 모듈 수급 :

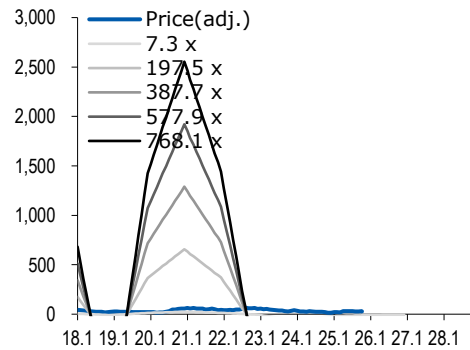
2026년 수요량 40GW
vs
모듈 캐파 73GW + α



자료: SEIA(2025.11 월)

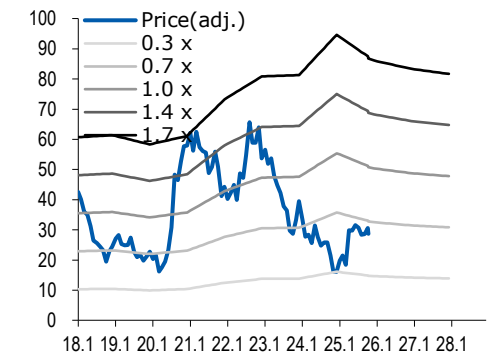
P/E band chart

(천원)

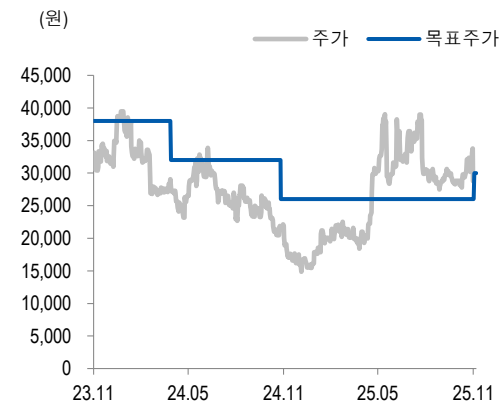


P/B band chart

(천원)



한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-06	HOLD	30,000	1년		
2025-10-31	1년 경과 이후		1년	22.63	10.58
2024-10-31	HOLD	26,000	1년	-1.27	50.19
2024-04-02	HOLD	32,000	1년	-17.59	5.94
2023-11-01	HOLD	38,000	1년	-15.42	3.95

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)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-05

※ 해외 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.