

한화솔루션 (009830)

25년에 이어 26년도 눈높이 하향 조정 필요

목표주가 32,000원 하향, 투자 의견 Hold 유지

동사의 목표주가를 34,000원에서 32,000원으로 하향하고 투자 의견은 Hold 유지한다. 금번 목표주가 변경은 25~26년 신재생에너지 부문 실적 추정치 변경에 근거한다. 케미칼 부문 영업적자가 2년 만에 최저치로 축소되었고, 신재생에너지 부문에서 미국 주택용 에너지 사업 이익이 견조한 흐름을 보이고 있음은 고무적이다. 그러나 모듈에서 업황 개선 조짐이 좀처럼 나타나지 않고 있고, 오히려 적자는 점점 더 확대되고 있다.

25~26년 연간으로 태양광 사업에 대한 눈높이 하향조정이 필요하다. 연말까지 미국의 통관 지연으로 가동률 하락 및 판매량 감소함에 따라 AMPC 제외한 모듈 영업적자가 -1,800억원까지 확대될 것으로 전망한다. EPC 및 주택용 에너지 사업은 QoQ 외형이 확대되고 전 분기와 유사한 규모의 이익 예상하나, 매 분기 변동성이 컸고 가이던스에 온전히 의존할 수밖에 없다는 점에서 신뢰성을 갖기엔 다소 조심스럽다.

3Q25 Review: -74억원(적자전환QoQ), 컨센서스 -1,557억원

동사 3분기 영업손익은 -74억원으로 지난 분기 대비 적자전환하였으나, 시장 컨센서스 -1,557억원 대비로는 적자 규모가 크게 축소되었다. 신재생에너지가 주택용 에너지 및 개발자산 매각/EPC 부문 이익 개선으로 79억원의 흑자 기록했고, 케미칼 부문도 납사 가격 하락에 따른 스프레드 개선으로 적자가 -90억원으로 QoQ 대폭 감소한 영향이다.

신재생에너지 사업의 이익 절대규모 측면에서는 기대치 이상일 수 있으나, 각 부문별로 이를 세분화하면 다소 실망스럽다. 매 분기마다 변동성 크고 투자자들의 합리적 추정이 사실상 쉽지 않은 개발자산 매각/EPC 사업 및 TPO 등을 포함한 미국 주택용 에너지 사업에서는 각각 187억원(OPM 2.3%), 796억원(OPM 15.9%)의 이익을 창출하였지만, 모듈은 가동률 하락과 스프레드 약세 지속으로 적자규모가 -1,586억원으로 오히려 더 확대되었다. 미국 내 모듈 판매량 감소로 AMPC도 682억원으로 지난 분기 1,820억원 대비 대폭 축소된 점은 이번 분기 실적에서 아쉬운 부분이다.

4분기도 신재생에너지 부문에 대한 눈높이 조정은 불가피하다. 미국 내 동사 셀 통관 지연으로 가동률 하향됨에 따라 고정비 부담이 높아질 수밖에 없고, 이는 결국 모듈의 수익성 악화로 연결된다. 미국 내 판매량 감소로 AMPC 반영금 축소도 피하긴 어렵다. 이에 근거해 4분기 동사 신재생에너지 부문은 -452억원으로 적자전환을 예상한다.

여전히 불편한 기색의 미국 태양광 시장

미국 태양광 시장에 대한 불편함은 여전하다. 연초 이후 라오스/인도네시아/인도 등의 모듈 수입량 증가세 지속으로 재고 레벨은 부담스럽고, OBBB 법안 최종 통과 이후에도 트럼프는 번번히 신재생에너지 관련 보조금 축소 행정명령 검토를 언급하는 등 여전히 불확실성이 남아 있다. 이 같은 대외적인 환경에서 최근 동사의 미국 셀 통관 지연으로 연말까지 모듈 생산 감소가 불가피하고, 당초 25년 말 가동할 예정이었던 Cartersville 공장도 유틸리티 차질로 양산 시점이 26년으로 지연되고 있어 25~26년 신재생에너지 부문에 대한 눈높이 레벨다운이 필요하다.

그나마 26년 기회로 기대해볼 수 있는 것은 FEOC 제재 본격화에 따른 반사수혜인데, 동사는 내년 초부터 미국 내에서 잉곳/웨이퍼/셀/모듈 모두 통합 생산이 이뤄지는 만큼 Non-FEOC 제품으로서 점유율 확대 및 판가 상승 기회를 기대해볼 수 있다. 또한 지난 7월 미국 상무부에 제출되었던 인도/인도네시아/라오스산 모듈에 대한 AD/CVD 최종결정이 26년 2분기 중 발표될 것으로 예상되는데, 이들에 대한 규제까지 강화되면 최근 높아진 재고 부담도 조금은 완화될 수 있겠다.

Company Brief

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	32,000원(하향)
증가(2025.11.05)	28,750원
상승여력	11.3 %

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,942십억원
외국인지분율	12.5%
52주 주가	14,860~39,050원
60일평균거래량	1,390,861주
60일평균거래대금	42.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.2	-4.6	-5.1	31.3
상대수익률	-13.0	-29.9	-61.6	-24.1

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	13,408	14,091	14,741
영업이익(십억원)	-300	59	456	781
순이익(십억원)	-1,404	-738	-241	49
EPS(원)	-8,050	-4,233	-1,384	281
BPS(원)	54,163	61,819	72,129	84,104
PER(배)				102.3
PBR(배)	0.3	0.5	0.4	0.3
ROE(%)	-16.0	-7.3	-2.1	0.4
배당수익률(%)	1.9	1.0	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	31.4	17.6	11.4	8.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
합계											
매출액	2,393	2,679	2,773	4,563	3,095	3,117	3,364	3,832	12,408	13,408	14,091
영업이익	-217	-108	-81	103	30	102	-7	-66	-302	59	456
영업이익률	-9.1%	-4.0%	-2.9%	2.3%	1.0%	3.3%	-0.2%	-1.7%	-2.4%	0.4%	3.2%
케미칼											
매출액	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,239	1,160	1,096	4,817	4,568	4,372
영업이익	-19	-17	-31	-54	-91	-47	-9	-20	-122	-167	41
영업이익률	-1.5%	-1.4%	-2.6%	-4.6%	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-1.9%	-2.5%	-3.7%	0.9%
신재생에너지											
매출액	764	980	1,153	2,869	1,599	1,446	1,752	2,312	5,766	7,110	7,966
모듈 및 기타	416	568	539	1,005	587	574	432	419	2,528	2,012	2,786
개발자산 매각/EPC	343	405	579	1,634	419	394	819	1,360	2,960	2,992	3,251
주택용 에너지 사업	6	7	35	230	594	478	501	534	278	2,106	1,929
영업이익	-185	-92	-41	61	136	156	8	-45	-258	255	417
모듈 및 기타	-229	-212	-193	-323	-135	-20	-159	-180	-957	-493	-467
개발자산 매각/EPC	-46	-17	31	121	-42	-61	19	24	89	-60	49
주택용 에너지 사업	-7	-10	0	72	129	55	80	76	56	340	260
IRA	97	147	122	190	184	182	68	35	555	469	576
영업이익률	-24.3%	-9.4%	-3.6%	2.1%	8.5%	10.8%	0.5%	-2.0%	-4.5%	3.6%	5.2%
모듈 및 기타	-55.1%	-37.3%	-35.8%	-32.1%	-23.0%	-3.4%	-36.7%	-43.0%	-37.9%	-24.5%	-16.8%
개발자산 매각/EPC	-13.4%	-4.2%	5.3%	7.4%	-10.0%	-15.6%	2.3%	1.8%	3.0%	-2.0%	1.5%
주택용 에너지 사업	-123.6%	-129.7%	-0.8%	31.4%	21.8%	11.5%	15.9%	14.2%	19.9%	16.1%	13.5%
IRA 제외 영업이익	-282	-239	-163	-130	-48	-26	-60	-80	-813	-214	-159
첨단소재											
매출액	250	266	255	268	274	308	258	294	1,038	1,133	1,227
영업이익	11	9	6	-2	-2	10	4	2	24	14	19
영업이익률	4.2%	3.4%	2.4%	-0.8%	-0.7%	3.2%	1.4%	0.8%	2.3%	1.2%	1.5%
기타											
매출액	157	211	178	243	148	124	195	130	788	597	526
영업이익	-23	-8	-15	99	-13	-17	-10	-3	53	-43	-21
영업이익률	-14.7%	-3.6%	-8.5%	40.7%	-8.7%	-13.8%	-5.1%	-2.2%	6.7%	-7.2%	-3.9%

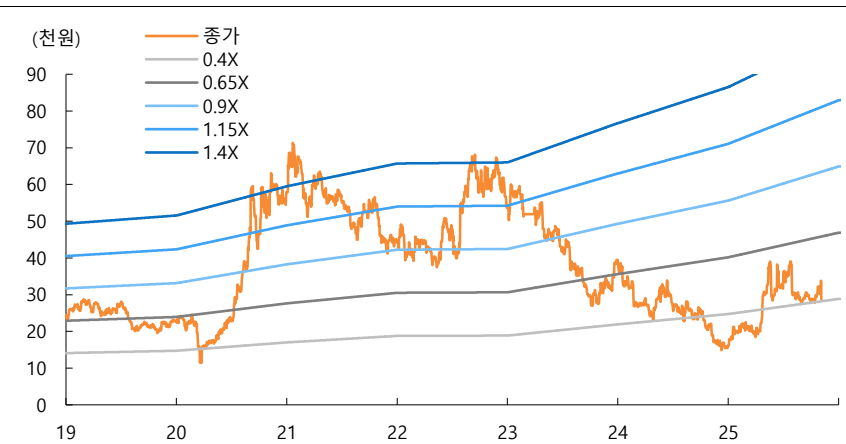
자료: iM증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기준 (2025.07.31)			변경 (2025.11.06)			참고내용
	25F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	25~26F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			13,107			12,584	(A) = (a)+(b)+(c)
태양광	966	13.0	12,556	924	12.2	11,267	(a) First Solar, 중국 주요 업체들 평균 적용
케미칼	47	7.0	328	157	6.7	1,052	(b) 대한유화, Westlake, Petronas 평균 적용
가공소재	34	6.5	222	41	6.5	265	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	5,307		3,715	5,384		3,769	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			10,814			10,709	(C): 2026년 당사 예상치
우선주 시가총액			66.3			57.8	(D): 2025년 11월 05일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			5,941			5,587	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수		174,467,885			174,467,885		
적정주가 (원)			34,051			32,021	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			34,000			32,000	이전 대비 -5.9% 하향 조정
현재주가 (원)						28,750	2025년 11월 05일 종가 기준
상승여력 (%)						11.3%	

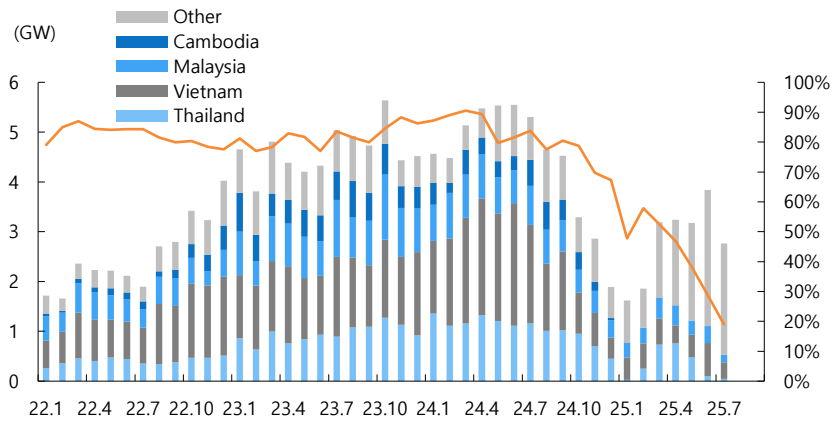
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 추이



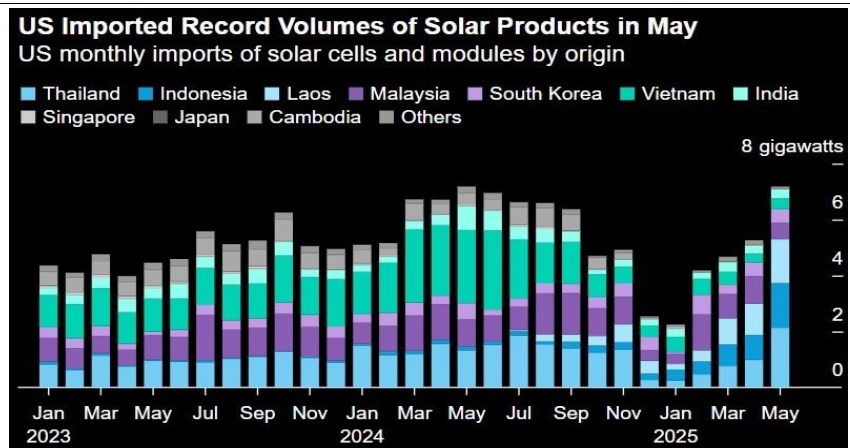
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 2022년 이후 미국 모듈 총 수입량 및 동남아시아 4개 국가별 유입량 추이



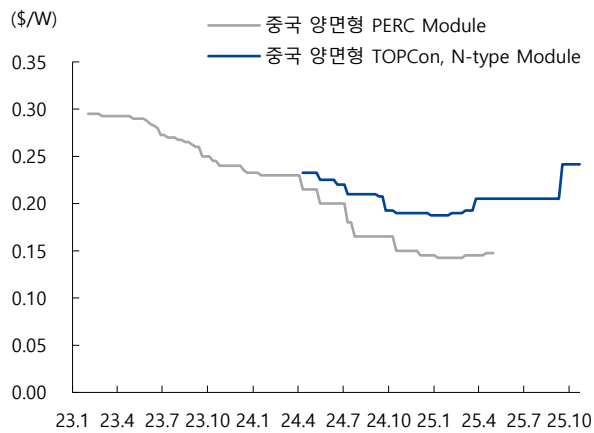
자료: ITC, iM증권 리서치본부

그림3. 미국 태양광 셀/모듈 국가별 수입량 추이



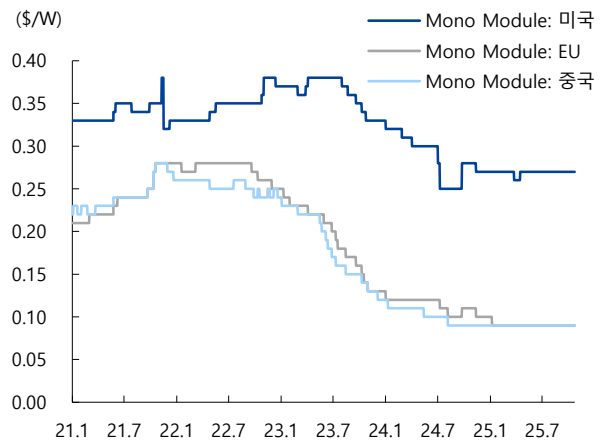
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 중국산 PV 모듈 가격 추이



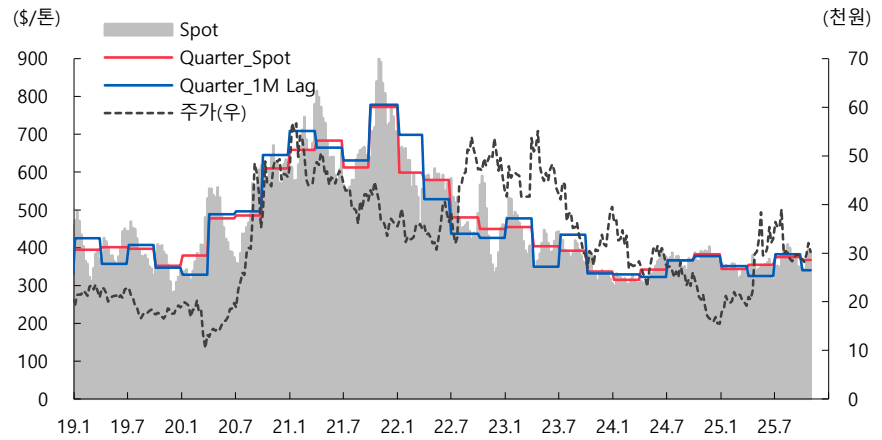
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림5. 주요 지역별 PV 모듈 가격 추이



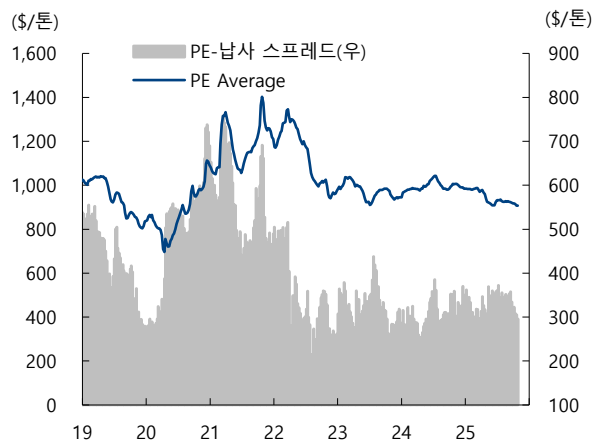
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



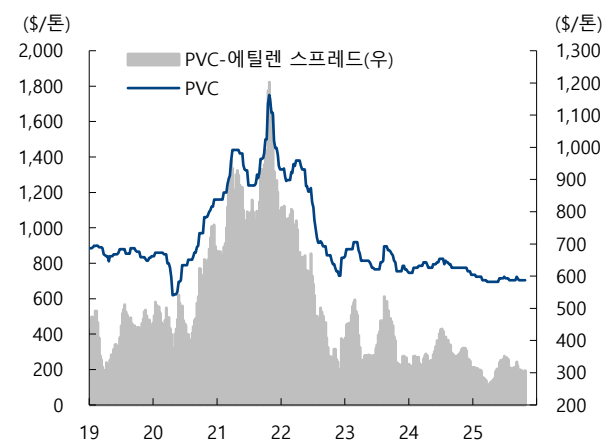
자료: iM증권 리서치본부

그림7. PE 가격 및 스프레드 추이



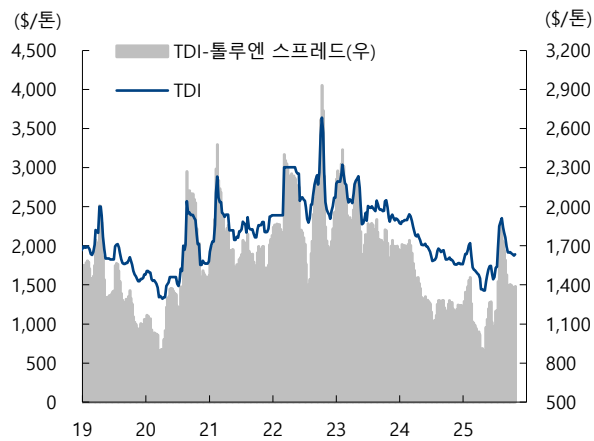
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림8. PVC 가격 및 스프레드 추이



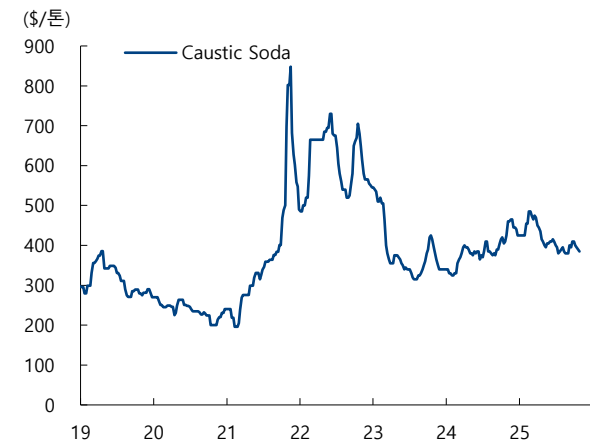
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림9. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림10. 가성소다 가격 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

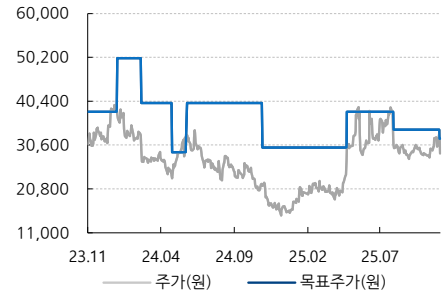
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,883	12,293	13,756	15,109	매출액	12,394	13,408	14,091	14,741
현금 및 현금성자산	2,184	2,760	3,963	4,926	증가율(%)	-5.2	8.2	5.1	4.6
단기금융자산	318	321	324	327	매출원가	11,008	11,728	11,874	12,139
매출채권	3,114	3,498	3,528	3,730	매출총이익	1,386	1,680	2,217	2,602
재고자산	4,258	4,693	4,932	5,128	판매비와관리비	1,686	1,622	1,761	1,822
비유동자산	19,154	20,511	21,350	22,103	연구개발비	92	-	-	-
유형자산	10,727	12,180	13,000	13,661	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,756	1,691	1,632	1,585	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,037	32,803	35,106	37,212	영업이익	-300	59	456	781
유동부채	11,708	11,838	12,142	12,009	증가율(%)	적전	흑전	676.9	71.2
매입채무	2,610	2,413	2,536	2,508	영업이익률(%)	-2.4	0.4	3.2	5.3
단기차입금	5,110	5,460	5,560	5,410	이자수익	103	102	129	158
유동성장기부채	1,189	1,289	1,189	1,189	이자비용	548	621	575	529
비유동부채	7,722	9,022	9,222	9,372	지분법이익(손실)	-327	-196	-107	-43
사채	2,191	2,991	3,091	3,091	기타영업외손익	-357	-330	-229	-305
장기차입금	4,231	4,731	4,831	4,981	세전계속사업이익	-1,424	-982	-321	65
부채총계	19,430	20,861	21,364	21,382	법인세비용	-316	-243	-80	16
지배주주지분	9,450	10,785	12,584	14,674	세전계속이익률(%)	-11.5	-7.3	-2.3	0.4
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-1,369	-738	-241	49
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562	순이익률(%)	-11.0	-5.5	-1.7	0.3
이익잉여금	4,132	3,342	3,015	2,979	지배주주귀속 순이익	-1,404	-738	-241	49
기타자본항목	2,169	4,295	6,421	8,547	기타포괄이익	2,126	2,126	2,126	2,126
비지배주주지분	1,157	1,157	1,157	1,157	총포괄이익	757	1,387	1,884	2,175
자본총계	10,607	11,943	13,741	15,831	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	638	-824	770	617	주당지표 (원)				
당기순이익	-1,369	-738	-241	49	EPS	-8,050	-4,233	-1,384	281
유형자산감가상각비	649	800	830	840	BPS	54,163	61,819	72,129	84,104
무형자산감각비	66	68	60	53	CFPS	-3,949	740	3,713	5,396
지분법관련손실(이익)	-327	-196	-107	-43	DPS	300	300	500	500
투자활동 현금흐름	-3,287	-1,307	-723	-577	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,344	-2,253	-1,650	-1,500	PER				102.3
무형자산의 처분(취득)	-21	-3	-1	-5	PBR	0.3	0.5	0.4	0.3
금융상품의 증감	-1,040	-164	-184	-184	PCR	-4.1	38.8	7.7	5.3
재무활동 현금흐름	2,676	1,825	275	41	EV/EBITDA	31.4	17.6	11.4	8.6
단기금융부채의증감	-	450	-	-150	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,688	1,300	200	150	ROE	-16.0	-7.3	-2.1	0.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.4	6.9	9.5	11.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	183.2	174.7	155.5	135.1
현금및현금성자산의증감	226	575	1,203	963	순부채비율	96.4	95.4	75.6	59.5
기초현금및현금성자산	1,958	2,184	2,760	3,963	매출채권회전율(x)	3.5	4.1	4.0	4.1
기말현금및현금성자산	2,184	2,760	3,963	4,926	재고자산회전율(x)	3.2	3.0	2.9	2.9

자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-03	Buy	50,000	-31.8%	-22.9%
2024-02-22	Buy	40,000	-33.1%	-27.4%
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000	-34.9%	-15.3%
2024-10-31	Buy	30,000	-35.8%	-9.7%
2025-04-25	Buy	38,000	-13.0%	2.8%
2025-07-10	Hold	38,000	-3.9%	2.6%
2025-07-31	Hold	34,000	-12.8%	-0.6%
2025-11-05	Hold	32,000		



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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%