

한화솔루션 (009830)

가이던스 하향 조정

투자의견

HOLD (하향)

목표주가

25,000 원(하향)

현재주가

32,350 원(7/30)

시가총액

5,561 (십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgs2009@eugenefn.com

- EPS 적자 지속 반영해 목표주가를 25,000원(25F BPS 0.8배)으로 -24% 하향하며, 상승 여력 축소로 투자의견도 HOLD로 수정. 2Q25 매출액 3.1조원(+0%qoq, +18%yoy), 영업이익 1,021억원(+237%qoq, 흑전yoy), 당기순손실 1,784억원(적지qoq, 적지yoy)으로 당사 추정에 부합하는 실적. 신재생에너지(모듈, EPC, TPO) 사업 영업이익은 1,562억원으로 선방했으나, 셀 품질 이슈로 인한 3Q 가동 중단과 이로 인한 연간 AMPC 가이던스 하향, 출하 물량 감소 전망 등으로 향후 실적 추정에 수정 불가피. 또한 미국 카터스빌 공장도 공기 지연으로 연말 가동 가능할 전망. 2025년 가이던스는 판매량 7.5GW(-17%), 발전소 매각 매출액 4조원(유지), AMPC 7천억원(-30%)
- 3Q25 매출액 3.3조원, 영업손실 1,131억원으로 적자 전환 전망. 공장 가동 중단으로 재고 소진에 주력 전망. 판매량 1.5GW(+2%), 판가(-7%), AMPC 1,200억원을 가정해 모듈 영업이익률 -28%, 신재생에너지 사업부 전체 영업손실 규모를 -880억원으로 전망. 금융비용 부담으로 EPS는 장기간 적자가 예상되며 주가도 횡보할 것이라 판단

주가(원,7/30)	32,350
시가총액(십억원)	5,561

발행주식수	171,893천주
52주 최고가	40,750원
최저가	14,860원
52주 일간 Beta	1.30
60일 일평균거래대금	1,476억원
외국인 지분율	14.4%
배당수익률(2025E)	0.0%

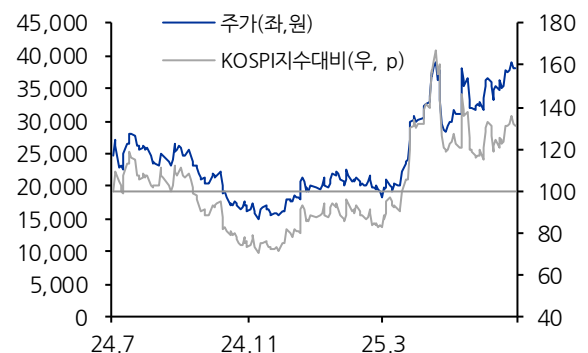
주주구성(%)	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	6.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.6	32.7	12.6
절대기준	2.4	60.9	31.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	▼
목표주가	25,000	33,000	▼
영업이익(25)	302	838	▼
영업이익(26)	531	872	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	13,079	12,394	15,097	13,614
영업이익	579	-300	302	531
세전손익	132	-1,424	-785	-241
당기순이익	-88	-1,369	-732	-185
EPS(원)	-821	-8,170	-4,484	-1,066
증감률(%)	적전	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-1.7	-16.0	-10.3	-3.4
PBR(배)	0.8	0.3	1.0	1.1
EV/EBITDA(배)	11.4	32.5	14.5	12.1

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 중국산 품목 조달 이슈 해결 전략

- 비중국 폴리실리콘 업체와 거래 확대 추진
- 카터스빌 공장 완공 시 부품 내재화(잉곳, 웨이퍼, 셀)로 해결 가능할 것이라 판단

Q. TPO 연간 가이드نس

- 주택용 에너지 사업 OBBBA 발표 후 관망세 지속 중이며, 하반기 공식 가이드نس는 없음
- 주택용 보조금 조항 변경으로 2028년까지 전체 시장 감소 전망

Q. IRA 규정 변화에 의한 모듈, EPC 사업 영향

- 중국 업체들 가격 경쟁력 악화로 반사 수혜 기대
- 보조금 수령을 위한 발주가 하반기에 집중되며 수요 증가 예상

Q. 모듈 가이드نس 7.5GW 하향 조정 이유

- 카터스빌 가동 지연으로 인한 고출력 모듈 출하량 감소 때문

Q. 신재생에너지 적자 가이드نس

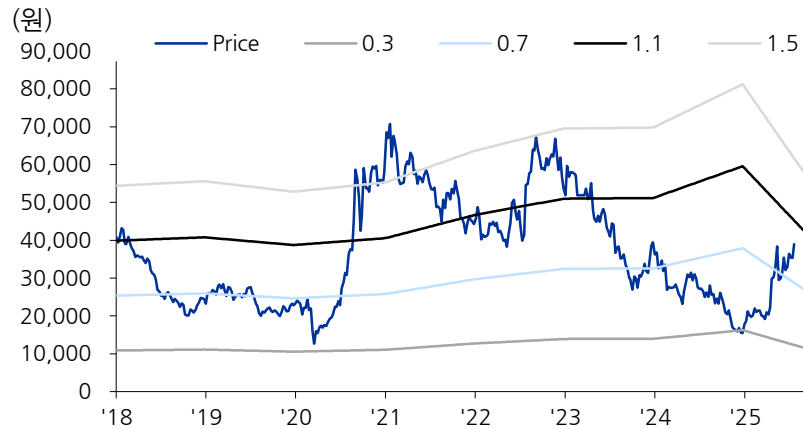
- 영업손실 1천억원 수준 전망
- 9월부터 모듈 물량 정상화 가능할 것

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	14,891	15,204	15,097	13,614	1.4	(10.5)
영업이익	838	872	302	531	(64.0)	(39.1)
영업이익률(%)	5.6	5.7	2.0	3.9	(3.6)	(1.8)
EBITDA	1,879	2,003	1,377	1,662	(26.7)	(17.0)
EBITDA 이익률(%)	12.6	13.2	9.1	12.2	(3.5)	(1.0)
순이익	91	124	-732	-185	적전	적전

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
매출액	2,353	2,652	2,746	4,563	3,094	3,117	3,283	5,602	13,079	12,394	15,097
신재생에너지	764	980	1,153	2,869	1,599	1,446	1,656	3,891	6,572	5,766	8,593
케미칼	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,239	1,181	1,280	5,097	4,817	4,774
첨단소재	250	266	255	268	274	308	322	307	989	1,038	1,210
영업이익	(214)	(112)	(80)	103	30	102	(113)	283	579	(300)	302
신재생에너지	(185)	(92)	(41)	61	136	156	(88)	282	567	(258)	486
케미칼	(19)	(17)	(31)	(54)	(91)	(47)	(13)	12	60	(121)	(139)
첨단소재	11	9	6	(2)	(2)	10	5	6	64	24	19
OPM(%)	(9.1)	(4.2)	(2.9)	2.3	1.0	3.3	(3.4)	5.0	4.4	(2.4)	2.0
신재생에너지	(24.3)	(9.4)	(3.6)	2.1	8.5	10.8	(5.3)	7.2	8.6	(4.5)	5.7
케미칼	(1.5)	(1.4)	(2.6)	(4.6)	(8.5)	(3.8)	(1.1)	0.9	1.2	(2.5)	(2.9)
첨단소재	4.2	3.4	2.4	(0.8)	(0.7)	3.2	1.6	2.0	6.5	2.3	1.6

주: 연결조정은 생략

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

한화솔루션(009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	24,790	30,037	29,830	29,266	30,245
유동자산	9,797	10,883	9,420	8,763	8,942
현금성자산	2,283	2,558	1,776	1,631	1,545
매출채권	3,188	2,968	3,824	3,517	3,668
재고자산	3,447	4,258	2,688	2,449	2,528
비유동자산	14,993	19,154	20,410	20,503	21,302
투자자산	6,171	6,671	5,780	5,212	5,329
유형자산	7,050	10,727	12,910	13,608	14,326
기타	1,773	1,756	1,719	1,683	1,647
부채총계	15,510	19,430	23,172	22,792	23,921
유동부채	8,734	11,708	12,610	12,222	12,422
매입채무	3,975	4,023	4,920	4,525	4,719
유동성이자부채	3,967	6,425	6,425	6,425	6,425
기타	792	1,259	1,265	1,272	1,278
비유동부채	6,776	7,722	10,561	10,569	11,498
비유동이자부채	5,807	6,833	9,664	9,664	10,585
기타	969	889	897	905	913
자본총계	9,280	10,607	6,658	6,475	6,324
자배지분	8,117	9,450	5,501	5,317	5,167
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,609	4,132	3,310	3,127	2,976
기타	123	2,866	(260)	(260)	(260)
비자배지분	1,163	1,157	1,157	1,157	1,157
자본총계	9,280	10,607	6,658	6,475	6,324
총차입금	9,774	13,259	16,090	16,090	17,011
순차입금	7,491	10,701	14,314	14,459	15,466

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	975	668	14	1,248	1,078
당기순이익	(88)	(1,369)	(732)	(185)	(152)
자산상각비	676	715	1,076	1,131	1,187
기타비현금성손익	456	940	(2,555)	(632)	(754)
운전자본증감	(499)	84	1,583	124	(65)
매출채권감소(증가)	(544)	(274)	(856)	307	(150)
재고자산감소(증가)	(175)	(474)	1,569	240	(80)
매입채무증가(감소)	290	688	897	(394)	194
기타	(70)	144	(27)	(28)	(29)
투자현금	(2,799)	(3,287)	(3,580)	(1,396)	(2,089)
단기투자자산감소	(0)	1	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소	(606)	(184)	(353)	399	(215)
설비투자	(2,390)	(3,398)	(3,201)	(1,770)	(1,848)
유형자산처분	41	54	0	0	0
무형자산처분	(18)	(21)	(22)	(22)	(22)
재무현금	1,609	2,676	2,779	0	921
차입금증가	1,989	2,612	2,831	0	921
자본증가	(13)	(138)	(52)	0	0
배당금지급	(52)	(138)	52	0	0
현금 증감	(658)	226	(786)	(148)	(90)
기초현금	2,616	1,958	2,184	1,398	1,250
기말현금	1,958	2,184	1,398	1,250	1,160
Gross Cash flow	1,474	584	(1,569)	1,124	1,143
Gross Investment	3,298	3,204	1,993	1,268	2,151
Free Cash Flow	(1,824)	(2,621)	(3,562)	(144)	(1,007)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	15,097	13,614	13,918
증가율(%)	(0.4)	(5.2)	21.8	(9.8)	2.2
매출원가	10,913	11,008	13,081	11,336	11,533
매출총이익	2,165	1,386	2,015	2,278	2,385
판매 및 일반관리비	1,586	1,686	1,713	1,748	1,800
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	579	(300)	302	531	585
증가율(%)	(37.3)	적전	흑전	76.0	10.2
EBITDA	1,255	415	1,377	1,662	1,773
증가율(%)	(21.5)	(66.9)	231.7	20.6	6.7
영업외손익	(447)	(470)	(1,087)	(772)	(784)
이자수익	91	107	89	86	84
이자비용	411	548	678	692	718
지분법손익	8	(35)	(198)	(124)	(108)
기타영업외손익	(134)	7	(299)	(42)	(43)
세전순이익	132	(1,424)	(785)	(241)	(199)
증가율(%)	(76.0)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	47	(316)	(53)	(56)	(47)
당기순이익	(88)	(1,369)	(732)	(185)	(152)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지
지배주주지분	(141)	(1,404)	(771)	(183)	(151)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지
비지배지분	53	35	39	(2)	(1)
EPS(원)	(821)	(8,170)	(4,484)	(1,066)	(878)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지
수정EPS(원)	(821)	(8,170)	(4,484)	(1,066)	(878)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(821)	(8,170)	(4,484)	(1,066)	(878)
BPS	46,525	54,163	31,528	30,478	29,613
DPS	300	300	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	0.8	0.3	1.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	11.4	32.5	15.2	12.7	12.5
배당수익률	0.8	1.9	-	-	-
PCR	4.7	4.8	-	5.9	5.8
수익성(%)					
영업이익률	4.4	(2.4)	2.0	3.9	4.2
EBITDA이익률	9.6	3.4	9.1	12.2	12.7
순이익률	(0.7)	(11.0)	(4.8)	(1.4)	(1.1)
ROE	(1.7)	(16.0)	(10.3)	(3.4)	(2.9)
ROIC	3.2	(1.5)	1.4	2.4	2.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	80.7	100.9	215.0	223.3	244.6
유동비율	112.2	93.0	74.7	71.7	72.0
이자보상배율	1.4	(0.5)	0.4	0.8	0.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.8	4.0	4.4	3.7	3.9
재고자산회전율	4.0	3.2	4.3	5.3	5.6
매입채무회전율	3.9	3.1	3.4	2.9	3.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

