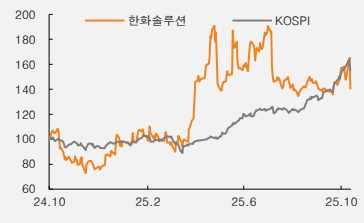


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 35,000원
현재주가(25/11/5)	28,750원
상승여력	21.7%

영업이익(25F,십억원)	-23
Consensus 영업이익(25F,십억원)	63
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	-
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	14.6
KOSPI	4,004.42
시가총액(십억원)	4,942
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	61.2
외국인 보유비중(%)	12.5
벤투(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	14,860
52주 최고가(원)	39,050

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.2	-5.1	31.3
상대주가	-11.5	-39.3	-15.5



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

009830 · 화학

한화솔루션

쏟아진 악재와 가이드언스 하향, 그리고...

목표주가 3.5만원으로 하향. 투자 의견 매수 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.8만원에서 3.5만원으로 하향하며, 투자 의견은 매수로 유지한다. 목표주가 하향은 미국 통관 강화로 인한 4분기 실적 부진 및 셀 공장 가동 계획 지연에 기인한다. 미국 셀(중간재) 수입 어려움으로 인한 저율 가동이 언제 해소될 수 있는지가 관건이다. 하지만 미국 PFE(Prohibited Foreign Entity) 규정이 적용되는 26년 이전에, 해당 문제는 해소될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

많은 악재들이 쏟아져나와 2분기 연속 가이드언스는 하향 조정되었으며, 주가 역시 크게 하락했다. 이제 악재의 대부분이 드러났다고 판단한다. **결국 반등의 실마리는 모둘 가격 상승이 될 것으로 예상하며, 1Q26부터 실적의 점진적 회복을 기대한다.**

3Q25 Review: 가이드언스보다는 좋았던 실적

동사의 3Q25 영업이익은 -74억원으로 컨센서스인 -1,557억원을 크게 상회했다. 컨센서스 상회는 신재생에너지 부분의 수익성 방어에 기인한다. 2분기 신재생에너지 부문에서만 1,000억원 이상의 적자 가이드언스가 주어졌으나, 실제로는 79억원의 흑자를 기록했다. 이유는 모듈 ASP 상승 효과, 그리고 주택용 에너지 사업의 선전으로 추정한다. 실제로는 AMPC 금액이 가이드언스였던 1,200억원의 절반 수준인 682억원을 기록했기에, 기존 셀 불량 이슈에 미국 통관 강화까지 겹쳐 가동률은 더 낮았을 것으로 추정한다.

4Q25 Preview: 미국 통관 강화로 가이드언스 대폭 하향

동사의 25년 가이드언스 변화는 다음과 같다. 1) AMPC 가이드언스 하향(7,000억원 → 4,000억원 후반), 2) 판매량 가이드언스 하향(7.5GW → 6GW), 3) 미국 셀 공장 양산(4Q25 → 26년), 4) 개발자산매각 및 EPC(4조원 → 2.6~3조원). 1, 2번은 미국 통관 강화, 3번은 유틸리티 장비 결함, 4번은 매각 일정 지연에 기인한다.

이에 따라 동사의 4Q25 영업이익은 -1,481억원으로 전분기 대비 대폭 감소할 전망이다. 4분기 AMPC 가이드언스는 400억원으로 미국 내 공장 가동률은 대략 20% 수준일 것으로 추정되며, 이로 인한 고정비 부담 및 공급망 다변화 비용 증가가 영향을 미칠 전망이다. 주택용 에너지 사업 역시 고수익성 위주의 프로젝트로 선별 작업을 진행하면서 약 -450억원 수준의 적자를 기록할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	13,013	16,144	17,544
영업이익 (십억원)	579	-300	-23	789	1,399
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	-0.2	4.9	8.0
순이익 (십억원)	-141	-1,404	-483	267	812
EPS (원)	-795	-8,050	-2,770	1,533	4,653
ROE (%)	-1.7	-16.0	-5.3	3.1	8.8
P/E (배)	-	-	-	18.8	6.2
P/B (배)	0.8	0.3	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.8	1.9	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	2,353.4	2,651.8	2,745.9	4,642.9	3,094.5	3,117.2	3,364.4	3,437.1	12,394.0	13,013.2	16,143.6
	신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,446.4	1,751.5	1,842.4	5,765.8	6,639.5	9,717.0
	케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,177.2	4,817.2	4,650.1	4,719.5
	첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	273.8	307.9	257.9	267.5	1,037.6	1,107.1	1,107.1
	기타	117.4	183.3	150.2	322.5	147.9	123.9	194.7	150.0	773.4	616.5	600.0
영업이익	합계	-214.8	-112.3	-80.3	107.0	30.3	102.1	-7.4	-148.1	-300.4	-23.1	789.2
	신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	136.2	156.2	7.9	-78.1	-257.5	222.2	912.0
	케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-46.8	-9.0	-49.7	-121.5	-196.7	-74.3
	첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	9.8	3.6	-5.4	23.5	6.3	11.4
	기타	-21.2	-12.1	-14.4	102.8	-12.9	-17.1	-9.9	-15.0	55.1	-54.9	-60.0
세전이익		-517.5	-172.9	-370.4	-363.0	-68.1	-148.4	-48.6	-276.3	-1,423.7	-541.5	303.4
당기순이익(지배)		-459.1	-366.7	-400.5	-178.1	-44.5	-201.6	6.2	-243.5	-1,404.4	-483.4	267.4

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,860.7	7.5	13,955.2	First Solar 12MF EV/EBITDA * 20% Discount
케미칼	363.6	6.5	2,363.5	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	84.4	7.0	591.0	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			17,019.9	
순차입금			11,000.0	4Q26 전망
우선주 시가총액			66.3	
Equity Value			5,953.6	
주식수(백만주)			171.9	
적정주가			34,635	목표주가 3.5만원 산출

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	14,669	17,053	12,969	16,144	-11.6	-5.3
영업이익	141	1,193	-23	789	적전	-33.9
당기순이익(지배)	-579	768	-483	268	적지	-65.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

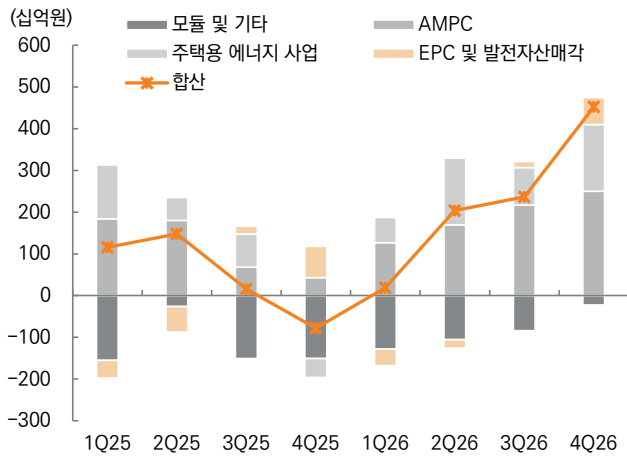
표 4. 신재생에너지 부문 영업이익 구분

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
모듈 및 기타	-135	-18	-158	-151
AMPC	184	180	68	43
주택용 에너지 사업	129	55	80	-45
EPC 및 발전자산매각	-42	-61	19	75
합산	136	156	8	-78

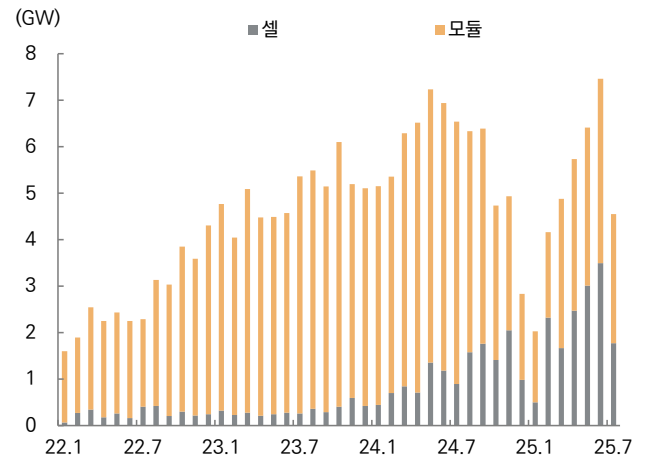
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 신재생에너지 부문 영업이익 세부 사항 추정



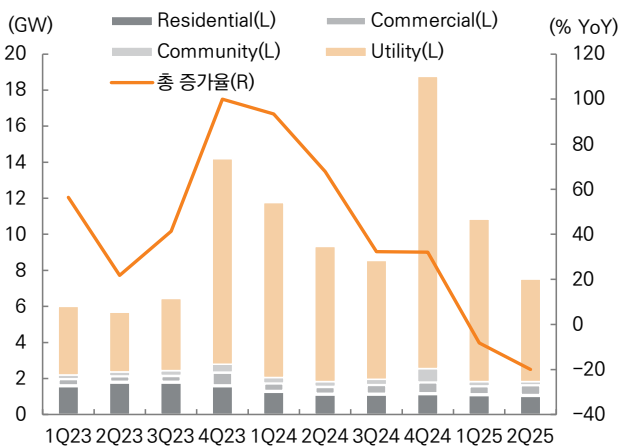
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미국 셀/모듈 수입량 추이



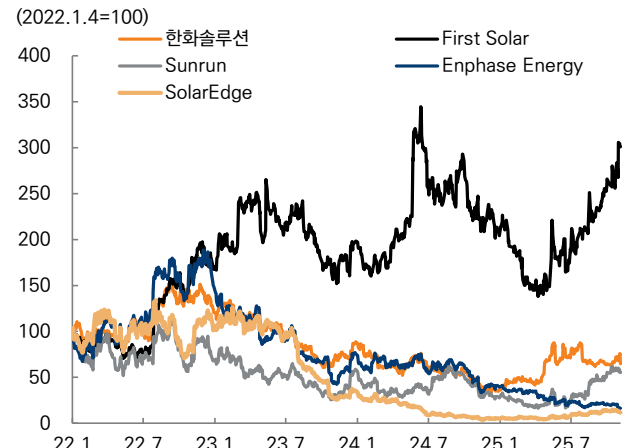
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



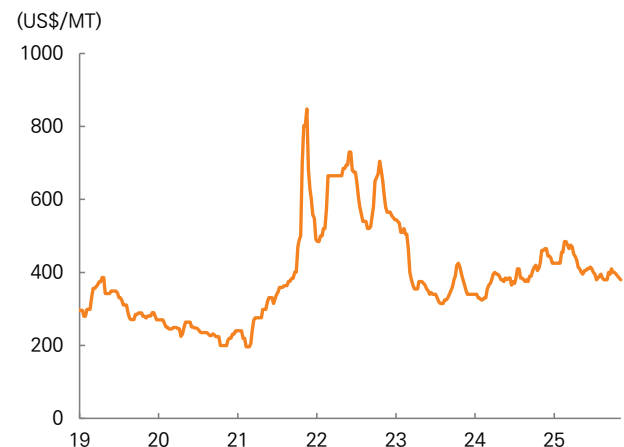
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	12,394	13,013	16,144	17,544
매출원가	11,008	11,284	13,514	14,305
매출총이익	1,386	1,729	2,630	3,239
판매비와관리비	1,686	1,752	1,840	1,840
조정영업이익	-300	-23	789	1,399
영업이익	-300	-23	789	1,399
비영업손익	-1,124	-518	-486	-478
금융손익	-445	-227	-457	-442
관계기업등 투자손익	-327	222	-24	-30
세전계속사업손익	-1,424	-541	303	921
계속사업법인세비용	-316	-125	67	203
계속사업이익	-1,109	-416	237	719
중단사업이익	-260	-2	0	0
당기순이익	-1,369	-419	237	719
지배주주	-1,404	-483	267	812
비지배주주	35	65	-31	-93
총포괄이익	757	-842	237	719
지배주주	648	-854	235	713
비지배주주	109	11	2	5
EBITDA	415	759	1,586	2,172
FCF	-2,759	-31	2,225	1,188
EBITDA 마진율 (%)	3.3	5.8	9.8	12.4
영업이익률 (%)	-2.4	-0.2	4.9	8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.3	-3.7	1.7	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,883	10,778	11,702	12,128
현금 및 현금성자산	2,184	3,894	4,179	4,140
매출채권 및 기타채권	2,722	2,050	2,340	2,439
재고자산	4,258	3,207	3,528	3,881
기타유동자산	1,719	1,627	1,655	1,668
비유동자산	19,154	18,766	20,017	20,071
관계기업투자등	4,930	3,714	5,088	5,304
유형자산	10,727	11,490	11,351	11,228
무형자산	1,756	1,757	1,700	1,650
자산총계	30,037	29,545	31,719	32,198
유동부채	11,708	10,426	12,167	11,941
매입채무 및 기타채무	2,923	3,148	4,196	4,361
단기금융부채	6,425	5,501	5,536	5,042
기타유동부채	2,360	1,777	2,435	2,538
비유동부채	7,722	8,525	8,772	8,811
장기금융부채	6,833	7,855	7,855	7,855
기타비유동부채	889	670	917	956
부채총계	19,430	18,950	20,939	20,752
지배주주지분	9,450	8,632	8,848	9,608
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	4,132	3,563	3,778	4,539
비지배주주지분	1,157	1,962	1,931	1,838
자본총계	10,607	10,594	10,779	11,446

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	638	1,876	2,825	1,788
당기순이익	-1,369	-419	237	719
비현금수익비용가감	1,953	1,319	1,335	1,440
유형자산감가상각비	649	719	740	723
무형자산상각비	66	63	57	51
기타	1,238	537	538	666
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	84	908	1,343	-145
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-274	315	-174	-81
재고자산 감소(증가)	-474	935	-321	-353
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	688	345	1,049	165
법인세납부	-72	83	-67	-203
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,287	-2,017	-617	-537
유형자산처분(취득)	-3,344	-1,874	-600	-600
무형자산감소(증가)	-21	5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	157	-101	-25
기타투자활동	185	-305	84	88
재무활동으로 인한 현금흐름	2,676	753	-526	-1,044
장단기금융부채의 증가(감소)	3,485	97	35	-494
자본의 증가(감소)	66	180	0	0
배당금의 지급	-138	-112	-52	-52
기타재무활동	-737	588	-509	-498
현금의 증가	226	1,710	285	-40
기초현금	1,958	2,184	3,894	4,179
기말현금	2,184	3,894	4,179	4,140

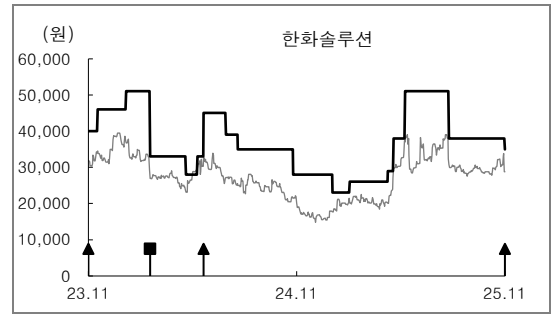
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	18.8	6.2
P/CF (x)	4.8	5.6	3.2	2.3
P/B (x)	0.3	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	35.3	21.3	10.0	7.0
EPS (원)	-8,050	-2,770	1,533	4,653
CFPS (원)	3,346	5,160	9,008	12,371
BPS (원)	54,793	50,109	51,345	55,702
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-3.7	-12.1	21.5	7.1
배당수익률 (%)	1.9	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	-5.2	5.0	24.1	8.7
EBITDA증가율 (%)	-66.9	82.8	108.9	37.0
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	77.3
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	203.6
매출채권 회전율 (회)	5.7	6.4	8.9	9.0
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.5	4.8	4.7
매입채무 회전율 (회)	5.0	4.1	4.0	3.6
ROA (%)	-5.0	-1.4	0.8	2.2
ROE (%)	-16.0	-5.3	3.1	8.8
ROIC (%)	-1.6	-0.9	4.6	7.7
부채비율 (%)	183.2	178.9	194.3	181.3
유동비율 (%)	93.0	103.4	96.2	101.6
순차입금/자기자본 (%)	100.9	86.7	82.6	73.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	-0.1	1.5	2.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2025.11.06	매수	35,000	-	
2025.07.31	매수	38,000	-22.04	-11.05
2025.05.15	매수	51,000	-33.08	-23.43
2025.04.25	매수	38,000	-15.72	-1.71
2025.04.15	매수	29,000	-19.93	-6.55
2025.02.07	매수	26,000	-20.95	-13.27
2025.01.08	매수	23,000	-15.02	-6.74
2024.10.31	매수	28,000	-38.39	-20.89
2024.07.26	매수	35,000	-30.53	-19.71
2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98
2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13
2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.