

한화솔루션 (009830)

시간이 필요

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

25,000 원(유지)

현재주가

28,750 원(11/05)

시가총액

4,942(십억원)

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

- EPS 적자 지속 전망하며 투자의견 HOLD, 목표주가 25,000원 유지. 실적 및 주가 회복에 상당 시간 소요 전망
- 3Q25 매출액 3.4조원(+8%qoq, +23%yoy), 영업손실 74억원(적전qoq, 적지yoy)으로 당사 추정을 상회했으나 세부 내용은 부정적이었음. 신재생에너지(모듈, EPC, 가정용 태양광) 영업이익은 79억원으로 흑자 유지했으나 영업이익 95% 감소. EPC/가정용 사업 영업이익 990억원 달성에도 미 세관 공급망 점검으로 가동률 하락하며 AMPC가 682억원(-66%)에 그쳤으며, 모듈 마진 스프레드도 지난 분기 대비 25% 축소되며 적자가 1,586억원으로 확대됨. 2025년 판매량 가이드는 6GW(-20%), 발전소 매각 매출 2.6~3조원(최대 -35%), AMPC 약 5천억원(-29%)
- 4Q25 매출액 3.2조원, 영업손실 697억원으로 적자 지속 전망. 카터스빌 공장 가동은 내년 중으로 예상되며 판매량 급감으로 적자 전환 예상. 판매량 0.7GW(-50%), 판가(+3%), AMPC 400억원을 가정했으며 신재생에너지 전체 영업손실 규모를 -778억원으로 전망. 늘어나는 차입금과 재무구조 악화를 고려하면 주가는 부진한 흐름 예상

주가(원,11/05)	28,750
시가총액(십억원)	4,942

발행주식수	171,893천주
52주 최고가	40,750원
최저가	14,860원
52주 일간 Beta	1.12
60일 일평균거래대금	421억원
외국인 지분율	12.5%
배당수익률(2025E)	0.0%

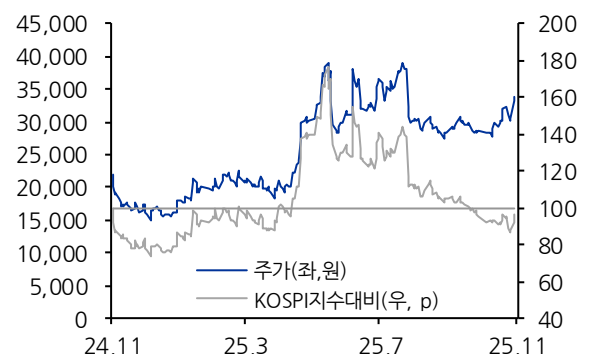
주주구성(%)	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-13.0	-61.6	-24.1
절대기준	-0.2	-5.1	31.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	25,000	25,000	-
영업이익(25)	55	302	▼
영업이익(26)	257	531	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	13,079	12,394	12,816	15,195
영업이익	579	-300	55	257
세전손익	132	-1,424	-614	-469
당기순이익	-88	-1,369	-561	-360
EPS(원)	-821	-8,170	-3,435	-2,076
증감률(%)	적전	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-1.7	-16.0	-7.8	-6.5
PBR(배)	0.8	0.3	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	11.4	32.5	16.6	15.3

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 3분기 AMPC 금액 및 4분기 모듈 수익성 가이드نس

- 미 세관 통관 지연으로 3Q 저율 가동 및 수익성 악화
- 판매량 전분기 대비 10% 감소했으며, AMPC 682 억원 반영
- 4Q 가이드نس: 판매량 50% 감소, AMPC 400 억원

Q. 미국 태양광 시장 및 주택용 에너지 시장 성장 전망

- OBBBA 도입 전 시장 관망 영향으로 시차를 두고 4Q 매출액에 영향 줄 전망
- 자산 리밸런싱 진행으로 일회성 비용도 반영될 것
- 주택용 시장 TPO는 섹션 48E 적용이 가능해 '27년까지는 성장 이어질 전망
- AD/CVD 부과로 인도, 인도네시아, 라오스산 수입량 증가 중
 - 해당 국가에 대해서 미국 정부의 신규 조사 요청 존재
 - ITC 최종 결정은 '26년 CVD 2월, AD 4월 예정이나 미뤄질 가능성 있음

Q. 미국 통관 지연에 대한 자세한 설명

- 중국산 제품에 대한 미국 통관 규제 강화, 서플라이 체인 점검으로 지연이 장기화되고 있음
- 당사는 세관 규제 위반 사실이 없고 단순 공급망 점검에 의한 지연이라 연내 마무리 예상
- 다른 업체들은 공급망 점검으로 이미 통관 지연을 겪음
- 미국 세관이 모든 업체를 동시에 조사를 할 수 없어서 순차적으로 진행

Q. 미국 모듈 가격 및 공급망 재편 전략

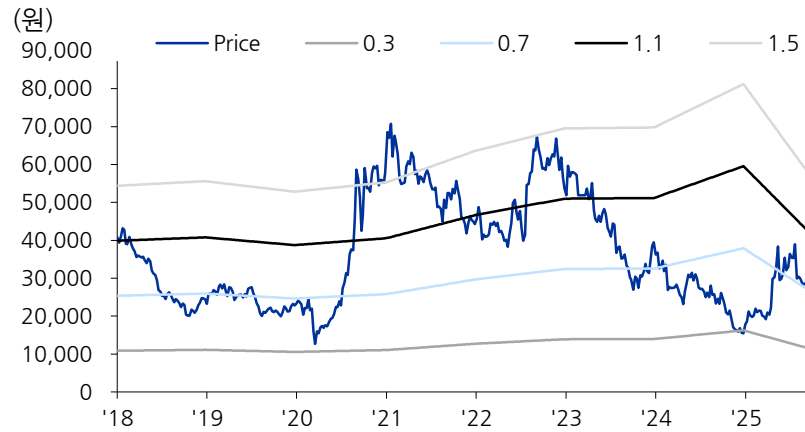
- FEOC 가이드라인이 확정되지 않아 물량이 급증하지는 않고 있으며 완만히 가격 상승 중
- 현재 보유한 말레이시아, 한국, 미국 설비를 활용 계획이고 추가 설비 증설 계획 없음

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경을	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	15,097	13,614	12,816	15,195	(15.1)	11.6
영업이익	302	531	55	257	(81.7)	(51.7)
영업이익률(%)	2.0	3.9	0.4	1.7	(1.6)	(2.2)
EBITDA	1,377	1,662	1,131	1,369	(17.9)	(17.6)
EBITDA 이익률(%)	9.1	12.2	8.8	9.0	(0.3)	(3.2)
순이익	-732	-185	-561	-360	-	-

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	3,364	3,240	13,079	12,394	12,816
신재생에너지	764	980	1,153	2,869	1,599	1,446	1,752	1,612	6,572	5,766	6,409
케미칼	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,239	1,160	1,188	5,097	4,817	4,661
첨단소재	250	266	255	268	274	308	258	246	989	1,038	1,085
영업이익	(214)	(112)	(80)	103	30	102	(7)	(70)	579	(300)	55
신재생에너지	(185)	(92)	(41)	61	136	156	8	(78)	567	(258)	222
케미칼	(19)	(17)	(31)	(54)	(91)	(47)	(9)	12	60	(121)	(135)
첨단소재	11	9	6	(2)	(2)	10	4	6	64	24	18
OPM(%)	(9.1)	(4.2)	(2.9)	2.3	1.0	3.3	(0.2)	(2.2)	4.4	(2.4)	0.4
신재생에너지	(24.3)	(9.4)	(3.6)	2.1	8.5	10.8	0.5	(4.8)	8.6	(4.5)	3.5
케미칼	(1.5)	(1.4)	(2.6)	(4.6)	(8.5)	(3.8)	(0.8)	1.0	1.2	(2.5)	(2.9)
첨단소재	4.2	3.4	2.4	(0.8)	(0.7)	3.2	1.4	2.4	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	28,867	31,499	31,618
유동자산	9,797	10,883	8,526	9,670	9,594
현금성자산	2,283	2,558	1,865	1,845	1,818
매출채권	3,188	2,968	3,246	3,925	3,892
재고자산	3,447	4,258	2,282	2,733	2,683
비유동자산	14,993	19,154	20,341	21,830	22,025
투자자산	6,171	6,671	5,711	6,771	6,581
유형자산	7,050	10,727	12,910	13,376	13,796
기타	1,773	1,756	1,719	1,683	1,647
부채총계	15,510	19,430	22,029	25,018	25,301
유동부채	8,734	11,708	11,867	12,748	12,710
매입채무	3,975	4,023	4,177	5,051	5,007
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	10,161	12,270	12,590
비유동이자부채	5,807	6,833	9,264	11,365	11,677
기타	969	889	897	905	913
자본총계	9,280	10,607	6,838	6,481	6,317
자배지분	8,117	9,450	5,681	5,324	5,160
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,609	4,132	3,490	3,133	2,970
기타	123	2,866	(260)	(260)	(260)
비자배지분	1,163	1,157	1,157	1,157	1,157
자본총계	9,280	10,607	6,838	6,481	6,317
총차입금	9,774	13,259	15,690	17,791	18,103
순차입금	7,491	10,701	13,825	15,946	16,285

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	975	668	90	477	1,032
당기순이익	(88)	(1,369)	(561)	(360)	(165)
자산상각비	676	715	1,076	1,112	1,146
기타비현금성손익	456	940	(3,716)	(914)	(1,002)
운전자본증감	(499)	84	1,823	(283)	12
매출채권감소(증가)	(544)	(274)	(279)	(679)	34
재고자산감소(증가)	(175)	(474)	1,975	(451)	50
매입채무증가(감소)	290	688	154	874	(44)
기타	(70)	144	(27)	(28)	(29)
투자현금	(2,799)	(3,287)	(3,167)	(2,602)	(1,375)
단기투자자산감소	(0)	1	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소	(606)	(184)	60	(1,056)	159
설비투자	(2,390)	(3,398)	(3,201)	(1,519)	(1,508)
유형자산처분	41	54	0	0	0
무형자산처분	(18)	(21)	(22)	(22)	(22)
재무현금	1,609	2,676	2,379	2,101	312
차입금증가	1,989	2,612	2,431	2,101	312
자본증가	(13)	(138)	(52)	0	0
배당금지급	(52)	(138)	52	0	0
현금 증감	(658)	226	(697)	(24)	(31)
기초현금	2,616	1,958	2,184	1,487	1,464
기말현금	1,958	2,184	1,487	1,464	1,433
Gross Cash flow	1,474	584	(1,733)	760	1,021
Gross Investment	3,298	3,204	1,340	2,881	1,359
Free Cash Flow	(1,824)	(2,621)	(3,073)	(2,121)	(339)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	12,816	15,195	14,768
증가율(%)	(0.4)	(5.2)	3.4	18.6	(2.8)
매출원가	10,913	11,008	10,980	13,038	12,288
매출총이익	2,165	1,386	1,836	2,157	2,480
판매 및 일반관리비	1,586	1,686	1,781	1,900	1,957
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	579	(300)	55	257	523
증가율(%)	(37.3)	적전	흑전	364.6	103.7
EBITDA	1,255	415	1,131	1,369	1,668
증가율(%)	(21.5)	(66.9)	172.4	21.1	21.9
영업외손익	(447)	(470)	(669)	(725)	(739)
이자수익	91	107	88	87	85
이자비용	411	548	673	702	763
지분법손익	8	(35)	215	(68)	(18)
기타영업외손익	(134)	7	(299)	(42)	(43)
세전순이익	132	(1,424)	(614)	(469)	(216)
증가율(%)	(76.0)	적전	적지	적지	적지
법인세비용	47	(316)	(53)	(108)	(51)
당기순이익	(88)	(1,369)	(561)	(360)	(165)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지
지배주주지분	(141)	(1,404)	(590)	(357)	(164)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지
비지배지분	53	35	30	(4)	(1)
EPS(원)	(821)	(8,170)	(3,435)	(2,076)	(954)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지
수정EPS(원)	(821)	(8,170)	(3,435)	(2,076)	(954)
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	적지

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(821)	(8,170)	(3,435)	(2,076)	(954)
BPS	46,525	54,163	32,562	30,517	29,577
DPS	300	300	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	-	-	-
PBR	0.8	0.3	0.9	0.9	1.0
EV/EBITDA	11.4	32.5	16.6	15.3	12.8
배당수익률	0.8	1.9	-	-	-
PCR	4.7	4.8	-	6.6	4.9
수익성(%)					
영업이익률	4.4	(2.4)	0.4	1.7	3.5
EBITDA이익률	9.6	3.4	8.8	9.0	11.3
순이익률	(0.7)	(11.0)	(4.4)	(2.4)	(1.1)
ROE	(1.7)	(16.0)	(7.8)	(6.5)	(3.1)
ROIC	3.2	(1.5)	0.3	1.2	2.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	80.7	100.9	202.2	246.0	257.8
유동비율	112.2	93.0	71.8	75.9	75.5
이자보상배율	1.4	(0.5)	0.1	0.4	0.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	4.8	4.0	4.1	4.2	3.8
재고자산회전율	4.0	3.2	3.9	6.1	5.5
매입채무회전율	3.9	3.1	3.1	3.3	2.9

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 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 당사에게 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 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

(2025.09.30 기준)

Eugene Research Center_5