

2025. 11. 6.

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

종목 정보

BUY		
목표주가	36,000원	25.2%
현재주가	28,750원	
시가총액	4.9조원	
주식수 (유동주식 비중)	171,892,536주 (61.2%)	
52주 최저/최고	14,860원/39,050원	
60일-평균거래대금	420.9억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
한화솔루션 (%)	-0.2	-5.1	31.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-11.5	-39.3	-15.5

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	36,000	39,000	-7.7%
2025E EPS	-2,283	-796	nm
2026E EPS	2,377	3,420	-30.5%

컨센서스

커버 증권사 수	8
목표주가	36,500
추천 점수	3.8

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

한화솔루션 (009830)

3Q25 review - 미국 상황 회복에도 누리지 못할 온기

- 3Q 영업이익은 -74억원(-1,095억원QoQ)으로 컨센서스(-1,557억원) 상회. 이는 예상보다 높았던 태양광 이익 개선에 기인.
- 4Q 영업이익은 -1,574억원(-1,500억원QoQ)으로 컨센서스(1,227억원) 대폭 하회 예상. 이는 미국 태양광 모듈 공장 저위 가동 지속 영향에 기인.
- SOTP 밸류에이션상 태양광 수익성 하향을 반영하여 목표주가 8% 하향 (3.9→3.6만원). 단기 실적 부진하겠으나, 2026년부터 회복 가능할 전망.

WHAT'S THE STORY?

3Q25 review, 컨센서스 상회: 영업이익은 -74억원(-1,095억원QoQ)으로 컨센서스(-1,557억원, FnGuide) 및 당사 추정치(-1,303억원) 상회. 당사 추정 대비 가장 큰 차이는 신재생 부문(79억원 vs 당사 추정 -952억원)에서 발생.

- 케미칼:** 영업이익 -90억원(+378억원QoQ) 기록했는데, 이는 원가 하락에도 불구하고, 주요 제품 판가가 견조하여 스프레드 개선되었기 때문. 3Q25 PVC-나프타 스프레드 및 가성소다 가격은 각각 1% 및 5% 하락했지만, TDI-톨루엔 스프레드는 38%QoQ 상승.
- 첨단소재:** 영업이익은 36억원(-63%QoQ)으로, 경량복합소재 고객의 하계 운휴로 매출 감소했으나, 태양광소재 저수익 시장 판매 조정 및 미국 공장 원가 개선으로 흑자 유지.
- 신재생에너지:** 매출 및 영업이익은 각각 1.75조원(+21%QoQ) 및 79억원(영업이익률 0.5%; AMPC 제외 시 -3.4%)으로, 당사 추정(매출 1.90조원 및 영업이익 -952억원)을 상회. 당사 추정 대비 IRA AMPC(682억원 vs 삼성 1,223억원)는 하회했으나, 모듈 제조 사업(-1,586억원 vs 삼성 -2,115억원), 발전 사업(187억원 vs 삼성 -640억원), 주택용 에너지 사업(796억원 vs 삼성 580억원)은 모두 상회. 모듈 제조 및 IRA AMPC는 미국 공장 저율 가동으로 전분기 대비 크게 감소하였으며, 발전 사업 및 주택용 에너지 사업은 예상보다 양호한 매출 및 수익성 시현. 미국의 원재료 통관 지연 이슈가 3Q 및 4Q까지 지속되는 상황.

(다음 페이지에 계속)

분기 실적

(십억원)	3Q25	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스 추정
매출액	3,364.3	19.1	7.9	-6.5	3.0
영업이익	-7.4	적지	적전	nm	nm
세전이익	-39.7	적지	적지	nm	nm
순이익	4.5	흑전	흑전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	-0.2				
세전이익	-1.2				
순이익	0.1				

자료: 한화솔루션, FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2024	2025E	2026E
Valuation (배)			
P/E	n/a	n/a	12.1
P/B	0.3	0.6	0.5
EV/EBITDA	35.3	26.3	10.1
Div yield (%)	1.9	1.0	1.0
EPS 증가율 (%)	적지	적지	흑전
ROE (%)	-16.0	-4.3	4.5
주당지표 (원)			
EPS	-8,050	-2,283	2,377
BVPS	54,974	52,174	54,286
DPS	300	300	300

4Q25 preview, 컨센서스 하회 전망: 영업이익은 -1,574억원(-1,500억원QoQ)으로 컨센서스(1,227억원, FnGuide) 대폭 하회 전망되는데, 이는 미국 태양광 모듈 제조에 있어 원재료 통관 지연에 따른 모듈 생산 차질에 기인. 당사는 현재 한국 및 말레이시아에서 자사 셀을 수입하여 미국에서 주로 태양광 모듈 제조하는데, UFLPA(위구르 강제노동 방지법)에 저촉되는 폴리실리콘 사용 여부 조사를 명목으로 미국 관세국경보호청(CBP)은 당사 셀을 다량 억류 중. 이에 따라 3Q에 이어 4Q까지 모듈 생산 감소하여 IRA AMPC 급감 및 저위 가동에 따른 고정비 부담 확대에 따른 태양광 수익성 악화 불가피. 신재생에너지 매출 및 영업이익은 각각 1.78조원(+2%QoQ) 및 -1,099억원(-1,178억원QoQ; OPM -6.2%) 예상. 신재생에너지 영업이익은 모듈제조 사업 -1,624억원(-38억원QoQ; OPM -81.7%), 발전 사업 -83억원(-270억원QoQ; OPM -0.7%), 주택용 에너지 사업 207억원(-74%QoQ; OPM 5.9%) 및 IRA AMPC 401억원(-41%QoQ)으로 구성 예상.

View, 실적은 2026년부터 회복 가능: 태양광 수익성 하향을 반영하여 SOTP 밸류에이션상 목표주가를 8% 하향(3.9만원→3.6만원). 최근 미국 태양광 시장은 7월 IRA 개정 후 관망세 유지하다가 주택용 시장에서 수급 타이트 및 ASP 상승 추세. 당사는 4Q25까진 미국 통관 이슈로 이러한 수혜를 누리기 어려운 점이 아쉬우나, 최근 중국산(신장 위구르 외 생산분)에서 비중국산(OCI홀딩스)으로 원재료 전환하여 통관 이슈는 점차 해소될 것으로 예상. 당사의 태양광 사업 수익성은 현재 미국 내 모듈 현지 생산 가능여부가 중요하기에, 향후 통관 이슈 해결 시 수익성 빠르게 회복 가능할 전망. 이에 따라 단기 이익 부진에도 2026년 회복 가능성을 감안하여 BUY 투자의견 유지.

한화솔루션: SOTP Valuation

(십억원)	12M FBITDA	Multiples (x)	EV	설명
영업 가치 (A)				
케미칼	270	8.0	2,154	Peers (국내외 화학업체*)
첨단소재	97	8.3	805	Peers (효성첨단소재, Nitto Denko, Sumitomo)
신재생에너지	362	9.6	3,465	Peers (국내외 태양광 장비업체**); 상향(9.1배→9.6배)
기타	139	8.0	1,109	리테일과 동일 Multiple 적용
합계	868	8.7	7,532	12M FBITDA 7% 하향(9,310억원→8,680억원)
자산 가치 (B)			3,916	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			5,272	2025년 말 당사 추정 기준; 상향(3.73→5.16조원) 주택용 에너지 이익*** 및 AMPC**** 세제 혜택의 현재가치100% 반영
우선주 시가총액 (D)			58	11/5일 종가 기준
적정 시가총액 (E=A+B-C-D)			6,118	
총 주식 수 (천주)			171,893	
적정 주가 (원)			35,593	
목표주가 (원)			36,000	목표주가 8% 하향(3.9만원→3.6만원)
현재 주가 (원)			28,750	11/5일 종가 기준
상승 여력 (%)			25.2	
2026 implied P/E (x)			12.4	
2027 implied P/E (x)			4.9	
2026 implied P/B (x)			0.7	
2027 implied P/B (x)			0.6	

참고: * LG화학, 롯데케미칼, BASF, LyondellBasell, Westlake, Wanhua Chemical

** 현대에너지솔루션, Canadian Solar, Jinko Solar 및 First Solar

*** IRA ITC 기여가 절대적일 주택용 에너지 이익은 ITC 조기 폐지(2027년 말)를 감안하여

2028년까지 유동화될 현금흐름을 2025년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 1.3조원(기준 1.4조원에서 하향)의 현금 유입 기대.

**** IRA AMPC로 유입될 현금흐름을 2025년 초 기준으로 현재가치 계산(할인율 5%). 현재가치 기준 총 5.1조원(기준 5.4조원에서 하향)의 현금 유입 기대.

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

한화솔루션 3Q25 실적 요약

(십억원)	3Q25	2Q25	3Q24 Consensus	Samsung	증감 (%)				
					QoQ	YoY	Consensus	Samsung	
매출액	3,364	3,117	2,773	3,267	3,597	7.9	21.3	3.0	-6.5
영업이익	-7	102	-81	-156	-130	BR	RR	RR	RR
세전이익	-40	-148	-370	-358	-262	RR	RR	RR	RR
순이익	5	-178	-388	-284	-204	RB	RB	RB	RB
지배주주순이익	-12	-202	-401	-316	-200	RR	RR	RR	RR
이익률 (%)									
영업이익	-0.2	3.3	-2.9	-4.8	-3.6				
세전이익	-1.2	-4.8	-13.4	-10.9	-7.3				
순이익	0.1	-5.7	-14.0	-8.7	-5.7				
지배주주순이익	-0.4	-6.5	-14.4	-9.7	-5.6				

자료: 한화솔루션, FnGuide, 삼성증권 추정

한화솔루션: 3Q25 사업부별 실적

(십억원)	3Q25	2Q25	3Q24	성장률 (% q-q)	성장률 (% y-y)
매출액	3,364	3,117	2,773	7.9	21.3
케미칼	1,160	1,239	1,189	-6.4	-2.4
첨단소재	258	308	255	-16.2	1.3
신재생에너지	1,752	1,446	1,153	21.1	52.0
기타	195	124	150	57.1	29.6
영업이익	-7	102	-81	BR	RR
케미칼	-9	-47	-31	RR	RR
첨단소재	4	10	6	-63.3	-41.0
신재생에너지	8	156	-41	-94.9	RB
기타	-10	-17	-14	RR	RR
세전이익	-40	-148	-370	RR	RR
당기순이익	5	-178	-388	RB	RB
이익률 (%)					
영업이익	-0.2	3.3	-2.9		
케미칼	-0.8	-3.8	-2.6		
첨단소재	1.4	3.2	2.4		
신재생에너지	0.5	10.8	-3.6		
기타	-5.1	-13.8	-9.6		
세전이익	-1.2	-4.8	-13.4		
당기순이익	0.1	-5.7	-14.0		

자료: 한화솔루션, 삼성증권

한화솔루션: IRA 정책 시행에 따른 세제 혜택 분석

(GW)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Total
IRA 첨단 제조 생산세액공제 혜택													
폴리실리콘 (센트/Watt)			0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.60	0.40	0.20	
웨이퍼 (센트/Watt)			4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	4.70	3.52	2.35	1.17	
셀 (센트/Watt)			4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	3.00	2.00	1.00	
모듈 (센트/Watt)			7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	5.25	3.50	1.75	
한화솔루션 미국 태양광 생산 능력													
웨이퍼					3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
셀					3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
모듈	1.7	1.7	3.1	5.1	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	
Georgia #1	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	
Georgia #2			1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	
Georgia #3				2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
Georgia #4					3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
한화솔루션 미국 태양광 설비 가동률													
웨이퍼					0%	36%	86%	100%	100%	100%	100%	100%	
셀					0%	21%	86%	100%	100%	100%	100%	100%	
모듈	100%	100%	51%	87%	57%	81%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	
Georgia #1	100%	100%	78%	90%	57%	81%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	
Georgia #2			19%	86%	57%	81%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	
Georgia #3				84%	57%	81%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	
Georgia #4					56%	81%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	
한화솔루션 미국 태양광 생산 실적													
웨이퍼					0.0	1.2	2.8	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
셀					0.0	0.7	2.8	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
모듈	1.7	1.7	1.6	4.4	4.8	6.8	7.5	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	
Georgia #1	1.7	1.7	1.3	1.5	1.0	1.4	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	
Georgia #2			0.3	1.2	0.8	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	
Georgia #3				1.7	1.1	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
Georgia #4					1.9	2.7	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
한화솔루션 IRA 세제 혜택 (백만달러)													
합계			160	405	335	560	775	875	875	656	438	219	5,296
웨이퍼					0	56	134	155	155	116	78	39	733
셀					0	28	114	132	132	99	66	33	604
모듈			160	405	335	476	527	588	588	441	294	147	3,960
한화솔루션 IRA 세제 혜택 (십억원)													
합계			210	555	474	747	1,015	1,138	1,138	853	569	284	6,982
웨이퍼					0	75	175	202	202	151	101	50	956
셀					0	38	149	172	172	129	86	43	787
모듈			210	555	471	637	690	764	764	573	382	191	5,239
한화솔루션 현재까지 할인 기준* IRA 세제 혜택 (십억원)													
합계			210	555	448	680	877	936	891	637	404	192	5,831
웨이퍼					0	68	151	166	158	113	72	34	762
셀					0	34	129	141	134	96	61	29	625
모듈			210	555	448	578	596	629	599	428	272	129	4,444

참고: * 2025년 초 기준이며, 할인율은 5% 적용

자료: 삼성증권 추정

한화큐셀: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,390	1,370	1,350	1,330	1,310	1,306	1,365	1,408	1,340
매출액	1,599	1,446	1,752	1,777.1	1,665	1,721	1,608	1,774	6,616	5,780	6,574	6,768
성장률 (%q-q)	-44.3	-9.6	21.1	1.5	-6.3	3.4	-6.5	10.3				
성장률 (%y-y)	105.4	47.6	52.0	-38.1	4.1	19.0	-8.2	-0.2	18.8	-12.6	13.7	2.9
모듈 제조 / 기타	587	573.9	432	198.8	576.4	590	465	604	4,566	2,542	1,792	2,235
성장률 (%q-q)	-41.7	-2.2	-24.7	-54.0	189.9	2.4	-21.2	30.0				
성장률 (%y-y)	36.3	1.1	-19.8	-80.2	-1.7	2.8	7.5	203.9	-8.3	-44.3	-29.5	24.8
발전사업 / EPC	419	394.2	819	1,227.9	607.7	626	613	613	2,050	2,960	2,860	2,460
성장률 (%q-q)	-74.4	-5.9	107.7	50.0	-50.5	3.0	-2.0	0.0				
성장률 (%y-y)	22.3	-2.7	41.5	-24.8	45.0	58.8	-25.1	-50.0	247.4	44.4	-3.4	-14.0
주택용 에너지	594	478.3	501	350.4	480.7	505	530	557		278	1,923	2,072
성장률 (%q-q)	158.1	-19.4	4.7	-30.0	37.2	5.0	5.0	5.0				
성장률 (%y-y)	10,583.6	6,363.5	1,318.1	52.4	-19.0	5.5	5.9	58.8			591.1	7.8
영업이익	136	156	8	-110	119	247	321	363	568	-259	190	1,050
성장률 (%q-q)	124.8	14.7	-94.9	BR	RB	108.2	30.1	13.1				
성장률 (%y-y)	RB	RB	RB	BR	-12.9	58.1	3,965.8	RB	62.3	BR	RB	451.7
모듈 제조 / 기타	-135	-20	-159	-162	-96	-51	-3	8	265	-959	-476	-143
성장률 (%q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB				
성장률 (%y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	-5.4	BR	RR	RR
발전사업 / EPC	-42	-61	19	-8	18	25	15	21	94	89	-93	80
성장률 (%q-q)	BR	RR	RB	BR	RB	37.3	-38.8	40.0				
성장률 (%y-y)	RR	RR	-39.3	BR	RB	RB	-18.0	RB	33.9	-5.2	BR	RB
주택용 에너지	129	55	80	21	71	90	100	105		56	285	365
성장률 (%q-q)	78.9	-57.3	44.2	-74.0	244.2	26.3	10.9	5.0				
성장률 (%y-y)	RB	RB	RB	-71.4	-44.9	62.8	25.2	406.1			412.9	28.3
IRA AMPC	184	182	68	40	125	183	209	229	210	555	474	747
성장률 (%q-q)	-3.3	-1.0	-62.5	-41.2	212.8	46.1	14.3	9.5				
성장률 (%y-y)	90.4	24.0	-43.9	-78.9	-31.8	0.7	207.0	472.2	0.0	164.8	-14.6	57.6
이익률 (%)												
영업이익	8.5	10.8	0.5	-6.2	7.1	14.3	20.0	20.5	8.6	-4.5	2.9	15.5
모듈 제조 / 기타	-23.0	-3.4	-36.7	-81.7	-16.7	-8.7	-0.7	1.3	5.8	-37.7	-26.6	-6.4
발전사업 / EPC	-10.0	-15.6	2.3	-0.7	3.0	4.0	2.5	3.5	4.6	3.0	-3.2	3.3
주택용 에너지	21.8	11.5	15.9	5.9	14.8	17.8	18.8	18.8		19.9	14.8	17.6

자료: 한화큐셀, 삼성증권 추정

한화솔루션: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,390	1,370	1,350	1,330	1,310	1,306	1,365	1,408	1,340
매출액	3,094	3,117	3,364	3,407	3,285	3,278	3,212	3,341	13,079	12,394	12,983	13,116
성장률 (% q-q)	-32.2	0.7	7.9	1.3	-3.6	-0.2	-2.0	4.0				
성장률 (% y-y)	31.5	17.6	21.3	-25.3	6.1	5.2	-4.5	-1.9	-0.4	-5.2	4.7	1.0
기초소재	1,074	1,239	1,160	1,169	1,155	1,132	1,121	1,110	5,097	4,817	4,642	4,518
가공소재	274	308	258	270	313	283	286	278	989	1,038	1,110	1,160
태양광	1,599	1,446	1,752	1,777	1,665	1,721	1,608	1,774	6,616	5,780	6,574	6,768
기타	148	124	195	191	152	143	197	179	587	773	657	671
영업이익	30	102	-7	-157	98	247	333	368	579	-300	-32	1,046
성장률 (% q-q)	-70.5	236.7	BR	RR	RB	151.3	34.6	10.8				
성장률 (% y-y)	RB	RB	RR	BR	224.4	142.1	RB	RB	-37.3	BR	RR	RB
기초소재	-91	-47	-9	-44	-16	-1	13	7	60	-122	-191	3
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	-46.6				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	RB	-89.9	BR	RR	RB
가공소재	-2	10	4	9	8	13	11	10	64	24	20	43
성장률 (% q-q)	RR	RB	-63.3	139.7	-2.1	57.1	-20.5	-2.7				
성장률 (% y-y)	BR	8.9	-41.0	RB	RB	35.4	193.2	19.1	82.2	-63.5	-13.9	110.4
태양광	136	156	8	-110	119	247	321	363	568	-259	190	1,050
성장률 (% q-q)	124.8	14.7	-94.9	BR	RB	108.2	30.1	13.1				
성장률 (% y-y)	RB	RB	RB	BR	-12.9	58.1	3,965.8	RB	62.3	BR	RB	451.7
기타	-13	-17	-10	-12	-12	-12	-12	-12	-88	55	-52	-49
성장률 (% q-q)	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RB	BR	RR
연결조정	0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-25	2	-0	-0
성장률 (% q-q)	RB	BR	RR	RR	RR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	-99.3	BR	RR	RR	BR	RR	RR	RR	RR	RB	BR	RR
지분법이익	135	3	99	-51	-29	-27	-29	-58	83	-327	186	-143
성장률 (% q-q)	RB	-97.7	3,044.0	BR	BR	RR	RR	RR				
성장률 (% y-y)	RB	RB	RB	RR	BR	BR	BR	RR	RB	BR	RB	BR
세전이익	-68	-148	-40	-309	-22	128	212	219	132	-1,424	-566	538
성장률 (% q-q)	RR	RR	RR	RR	RR	RB	65.1	3.5				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RR	RR	RR	RB	RB	RB	-76.0	BR	RR	RB
순이익	-30	-178	5	-131	-9	105	174	180	-88	-1,369	-336	450
성장률 (% q-q)	RR	RR	RB	BR	RR	RB	65.1	3.5				
성장률 (% y-y)	RR	RR	RB	RR	RR	RB	3,748.6	RB	BR	RR	RR	RB
지배주주순이익	-44	-202	-12	-140	-18	97	165	171	-141	-1,404	-398	415
이익률 (%)												
영업이익	1.0	3.3	-0.2	-4.6	3.0	7.5	10.4	11.0	4.4	-2.4	-0.3	8.0
기초소재	-8.5	-3.8	-0.8	-3.8	-1.4	-0.1	1.2	0.6	1.2	-2.5	-4.1	0.1
가공소재	-0.7	3.2	1.4	3.2	2.7	4.7	3.7	3.7	6.5	2.3	1.8	3.7
태양광	8.5	10.8	0.5	-6.2	7.1	14.3	20.0	20.5	8.6	-4.5	2.9	15.5
기타	-8.7	-13.8	-5.1	-6.2	-8.2	-8.7	-6.3	-6.9	-14.9	7.1	-7.9	-7.4
세전이익	-2.2	-4.8	-1.2	-9.1	-0.7	3.9	6.6	6.6	1.0	-11.5	-4.4	4.1
순이익	-1.0	-5.7	0.1	-3.9	-0.3	3.2	5.4	5.4	-0.7	-11.0	-2.6	3.4

자료: 한화솔루션, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	13,079	12,394	12,983	13,116	13,394
매출원가	10,913	11,008	11,219	10,270	9,793
매출총이익	2,165	1,386	1,764	2,846	3,601
(매출총이익률, %)	16.6	11.2	13.6	21.7	26.9
판매 및 일반관리비	1,586	1,686	1,796	1,799	1,845
영업이익	579	-300	-32	1,046	1,755
(영업이익률, %)	4.4	-2.4	-0.3	8.0	13.1
영업외손익	-616	-1,352	-534	-509	-383
금융수익	92	108	207	292	328
금융비용	411	548	638	660	646
지분법손익	83	-327	186	-143	-54
기타	-380	-585	-290	2	-11
세전이익	-37	-1,652	-566	538	1,372
법인세	47	-316	-232	88	246
(법인세율, %)	-127.0	19.1	41.0	16.3	17.9
계속사업이익	82	-1,109	-333	450	1,126
종단사업이익	-170	-260	-2	0	0
순이익	-88	-1,369	-336	450	1,126
(순이익률, %)	-0.7	-11.0	-2.6	3.4	8.4
지배주주순이익	-141	-1,404	-398	415	1,091
비지배주주순이익	53	35	63	35	35
EBITDA	1,255	415	681	1,767	2,482
(EBITDA 이익률, %)	9.6	3.4	5.2	13.5	18.5
EPS (지배주주)	-795	-8,050	-2,283	2,377	6,251
EPS (연결기준)	-497	-7,847	-1,923	2,580	6,454
수정 EPS (원)*	-795	-8,050	-2,283	2,377	6,251

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,797	10,883	10,568	11,396	11,314
현금 및 현금등가물	1,958	2,184	1,457	2,191	1,914
매출채권	2,023	2,305	2,414	2,439	2,491
재고자산	3,447	4,258	4,460	4,505	4,601
기타	2,369	2,136	2,237	2,260	2,308
비유동자산	14,993	19,154	19,601	19,935	19,925
투자자산	4,653	5,434	5,594	5,749	5,866
유형자산	7,050	10,727	11,072	11,304	11,224
무형자산	1,773	1,756	1,697	1,644	1,597
기타	1,517	1,238	1,238	1,238	1,238
자산총계	24,790	30,037	30,169	31,331	31,239
유동부채	8,734	11,708	11,622	11,764	10,955
매입채무	1,837	2,610	2,734	2,762	2,821
단기차입금	2,947	5,110	5,110	5,110	5,110
기타 유동부채	3,950	3,987	3,777	3,892	3,024
비유동부채	6,776	7,722	8,359	8,980	8,623
사채 및 장기차입금	5,566	6,423	7,017	7,628	7,252
기타 비유동부채	1,210	1,300	1,342	1,351	1,371
부채총계	15,510	19,430	19,981	20,744	19,578
지배주주지분	8,117	9,450	8,968	9,331	10,370
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,609	4,132	3,682	4,045	5,084
기타	123	2,866	2,835	2,835	2,835
비지배주주지분	1,163	1,157	1,220	1,255	1,291
자본총계	9,280	10,607	10,188	10,587	11,661
순부채	7,491	10,701	11,668	11,627	10,591

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	518	638	565	1,758	2,321
당기순이익	-88	-1,369	-336	450	1,126
현금유출입이없는 비용 및 수익	1,562	1,953	797	1,446	1,511
유형자산 감가상각비	610	649	655	668	680
무형자산 상각비	66	66	59	53	47
기타	886	1,237	83	725	784
영업활동 자산부채 변동	-499	84	-102	-23	-48
투자활동에서의 현금흐름	-2,799	-3,287	-933	-781	-496
유형자산 증감	-2,349	-3,344	-1,000	-900	-600
장단기금융자산의 증감	28	-107	-30	-7	-14
기타	-478	163	97	126	118
재무활동에서의 현금흐름	1,609	2,676	-367	52	-1,936
차입금의 증가(감소)	1,789	3,485	258	697	-1,304
자본금의 증가(감소)	-913	66	0	0	0
배당금	-52	-138	-52	-52	-52
기타	786	-737	-573	-593	-580
현금증감	-658	226	-728	734	-276
기초현금	2,616	1,958	2,184	1,457	2,191
기말현금	1,958	2,184	1,457	2,191	1,914
Gross cash flow	1,474	584	462	1,896	2,637
Free cash flow	-1,873	-2,759	-435	858	1,721

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 한화솔루션, 삼성증권 추정

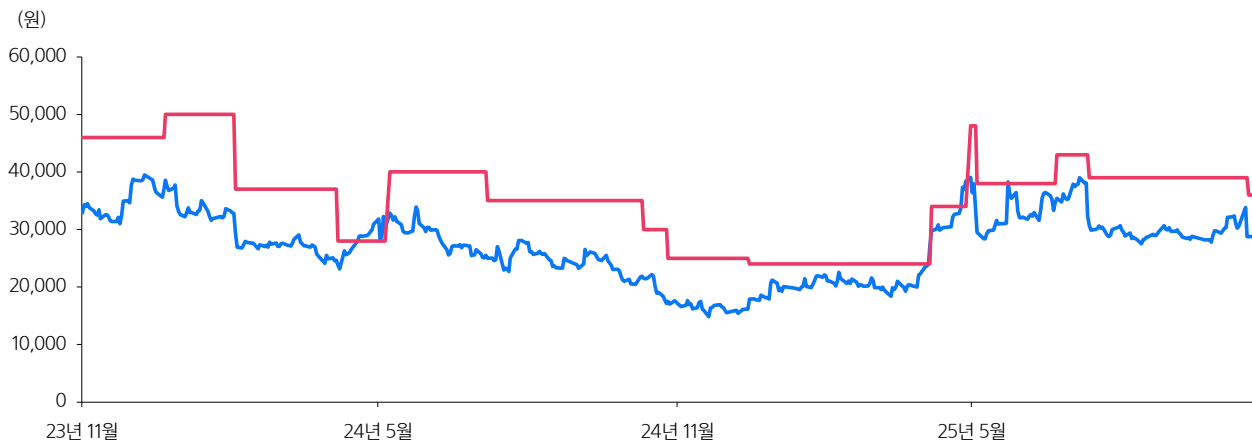
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-0.4	-5.2	4.7	1.0	2.1
영업이익	-37.3	적전	적지	흑전	67.7
순이익	적전	적지	적지	흑전	150.1
수정 EPS**	적전	적지	적지	흑전	163.0
주당지표					
EPS (지배주주)	-795	-8,050	-2,283	2,377	6,251
EPS (연결기준)	-497	-7,847	-1,923	2,580	6,454
수정 EPS**	-795	-8,050	-2,283	2,377	6,251
BPS	47,223	54,974	52,174	54,286	60,330
DPS (보통주)	300	300	300	300	300
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	12.1	4.6
P/B***	0.8	0.3	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	12.4	35.3	26.3	10.1	6.8
비율					
ROE (%)	-1.7	-16.0	-4.3	4.5	11.1
ROA (%)	-0.4	-5.0	-1.1	1.5	3.6
ROIC (%)	3.1	-1.6	-0.1	5.2	8.5
배당성향 (%)	-36.0	-3.6	-12.8	12.3	4.7
배당수익률 (보통주, %)	0.8	1.9	1.0	1.0	1.0
순부채비율 (%)	80.7	100.9	114.5	109.8	90.8
이자보상배율 (배)	1.4	-0.5	-0.1	1.6	2.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2023/10/31	2024/1/10	2/22	4/25	5/27	7/26	10/30	11/14	2025/1/3	4/25	5/19	5/23
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	46000	50000	37000	28000	40000	35000	30000	25000	24000	34000	48000	38000
과리율 (평균)	-26.55	-32.80	-27.49	1.65	-28.46	-30.39	-33.88	-33.96	-14.79	-3.03	-25.24	-13.71
과리율 (최대or최소)	-14.13	-24.50	-21.49	15.18	-15.25	-19.71	-26.17	-29.32	12.92	12.94	-20.94	0.66

일 자	7/11	7/31	11/6
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	43000	39000	36000
과리율 (평균)	-14.92	-24.01	
과리율 (최대or최소)	-9.30	-13.33	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.9.30 기준

매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA