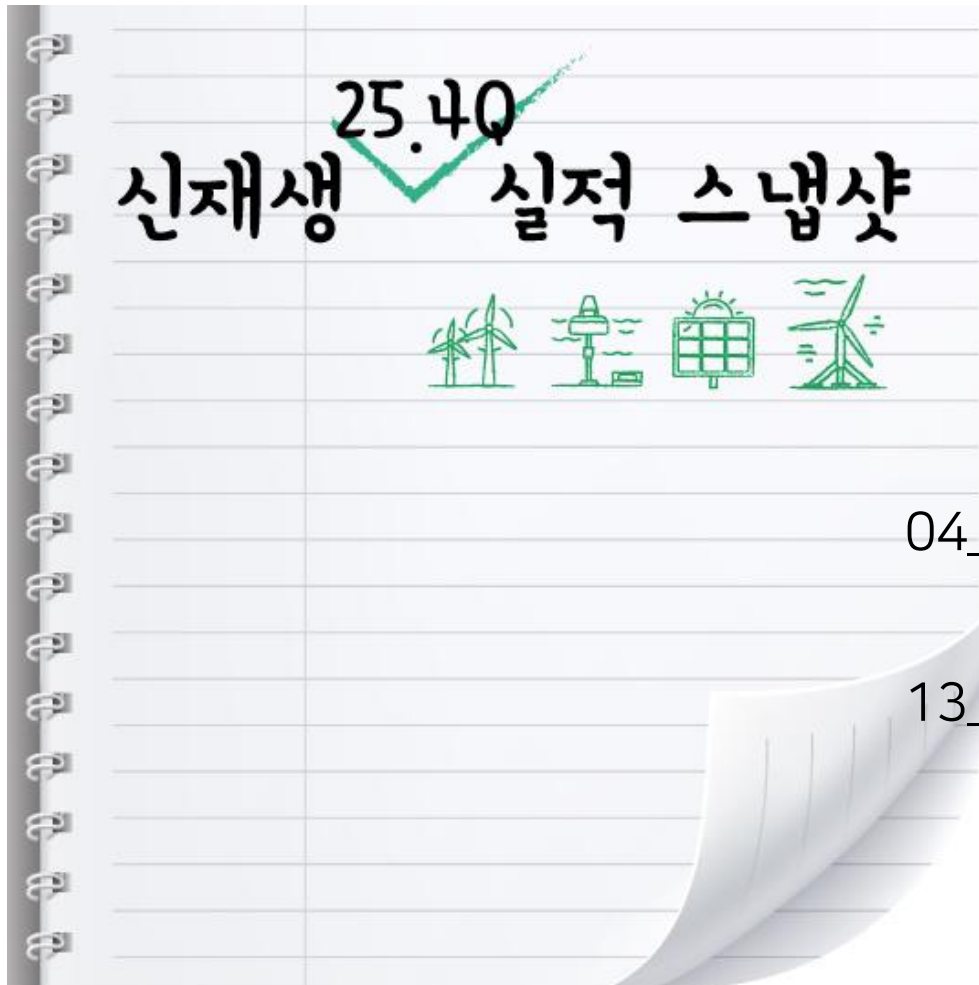


2026.01.13

Industry Report

신재생 25.4Q 실적 스냅샷





04_ 업황 주요 이슈 점검

13_ 기업분석

두산퓨얼셀 [336260] / 한화솔루션 [009830]

HD현대에너지솔루션 [322000] / 씨에스윈드 [112610]

SK오션플랜트 [100090] / SK이터닉스 [475150]

4Q25 실적 프리뷰 핵심요약

[재생에너지] 신재생 25.4Q 실적 스냅샷

■ 두산퓨얼셀 영업적자 폭 확대

- 매출액 감소 및 신규 공장 고정비 부담 증가, SOFC 공급지연 배상금 등이 반영될 예정

■ 한화솔루션 태양광 및 케미칼 부문 모두 적자

- 태양광은 미국 셀 통관 이슈가 11월까지 이어졌으며 12월부터 수출 재개. 케미칼은 부진한 시황 이어지는 가운데 정비보수 영향

■ HD현대에너지솔루션 건조한 실적 이어질 것

- 수익성 좋은 국내 매출액 받쳐주고 미국 향 판매 지속 늘어나면서 4분기에도 좋은 성과 보여줄 예정

■ 씨에스윈드 영업이익 추정치 부합 예상

- 매출액과 영업이익에서 예상되는 큰 이슈는 없음. 영업 외 손익에서 하부구조물 공장 가동 중단에 따른 손상차손 인식 예정

■ SK오션플랜트 무난한 실적 전망

- 안마해상풍력 프로젝트 공사 2026년 시작, 2025년은 실적/수주 모두 견조

■ SK이터닉스 분기 최대 실적

- 연료전지 프로젝트 인도 완료 및 군위풍백 공사 매출 인식, 개발용역 매출액 반영 등에 따른 호실적 예상

4Q25 주요 기업 실적 프리뷰

(십억원)	DS 추정치					컨센서스			주요내용
	매출액	영업이익	순이익	OPM	NPM	매출액	영업이익	순이익	
두산퓨얼셀	118.0	-21.6	-22.8	-18.3%	-19.3%	208.2	-9.4	-13.7	예견된 영업적자, 매출 감소와 SOFC 고정비 부담
한화솔루션	3,764.9	-128.1	-344.1	-3.4%	-9.1%	3,520.7	-104.2	-171.2	셀 수출 12월부터 재개, 최악은 지나가는 상황
HD현대에너지솔루션	127.1	13.9	11.7	10.9%	9.2%	-	-	-	국내 건조, 미국향 판매 증가로 호실적 예상
씨에스윈드	786.0	63.4	-43.2	8.1%	-5.5%	718.3	54.3	-8.3	매출액과 영업이익 견조. 하부구조물 손상차손 인식 예정
SK오션플랜트	193.5	10.3	4.7	5.3%	2.4%	279.2	18.7	12.3	안마해상풍력 26년 공사 시작 영향으로 컨센서스 하회
SK이터닉스	262.7	40.7	31.4	15.5%	11.9%	258.3	44.6	27.5	분기 최고 실적 달성 전망

자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

[재생에너지]

업황 주요 이슈 점검

신재생 25.40 실적 스냅샷



안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

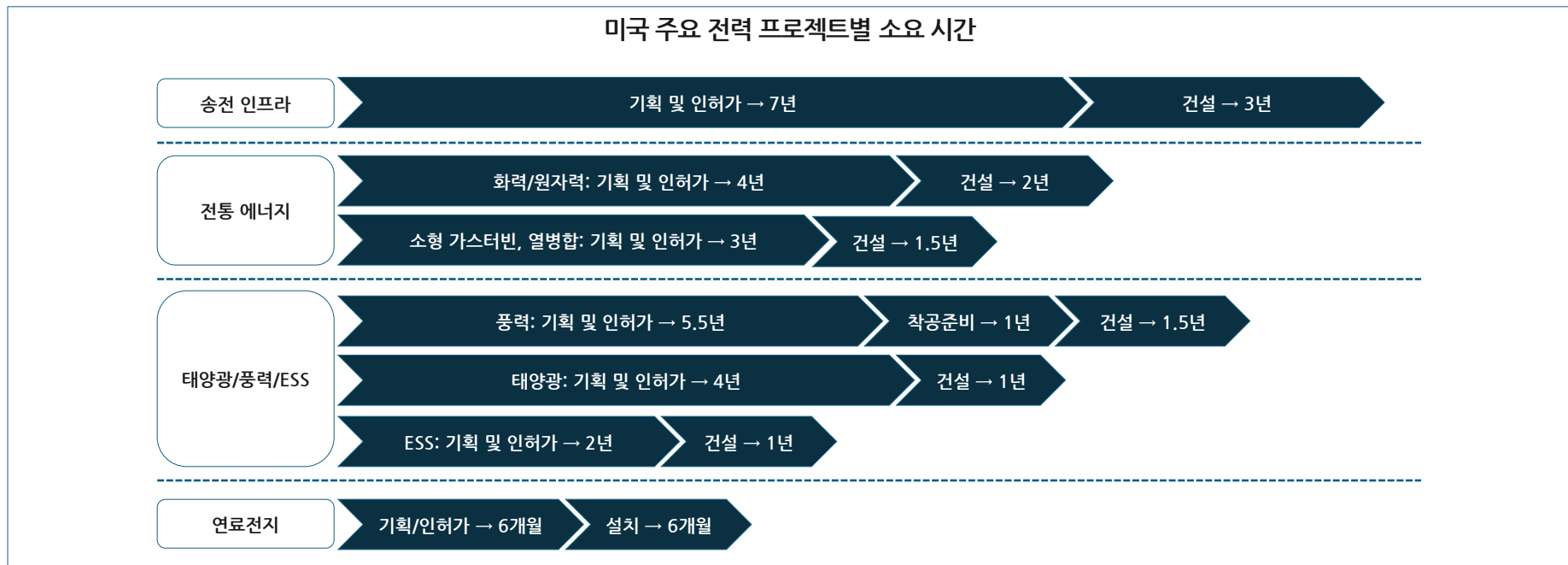
연료전지: 현시점 가장 매력적인 발전원

■ 보조금, 빠른 속도, 연속적인 전력 공급 등 막강한 경쟁력

- OBBBA 법안 통과로 연료전지 발전시설은 2033년까지 건설 시작하는 프로젝트에 대해 ITC 30% 혜택 부여
- 또한 탄소 배출 관계 없이 세제혜택 받을 수 있어 데이터센터, 제조업 등에서 선호되는 발전원
- 연료전지는 대형 터빈이나 보일러가 필요하지 않은 전기화학 발전 설비. 이에 따라 인허가 절차도 짧음
- 또한 분산형 전원으로 송전망 의존도가 낮음. 공장에서의 완성도가 높아 실제 현장에서는 가스/전기/통신 연결 정도만 필요

■ 블룸에너지가 보여주고 있는 연료전지의 성장

- 블룸에너지는 2025년 하반기부터 본격적으로 데이터센터 시장에서 두각 나타냄
- 최근에는 AEP와 900MW 규모의 장기 발전시설 공급 계약 체결했으며 이후 주가는 전 고점 수준까지 반등
- 보조금 통한 투자비 회수, 계통연계 병목 리스크 회피, 규제 리스크 최소화 등이 선호되고 있는 점 확인



자료: GridLAB, DS투자증권 리서치센터

연료전지: 현시점 가장 매력적인 발전원

ITC(투자세액공제) 발전원별 혜택 요건 정리

구분	내용
태양광 육상풍력	~2026년.7.4 착공 + 국내 조달 비율 40~50% (상업운전개시 2030~2031년까지 허용)
해상풍력	~2026년.7.4 착공 + 국내 조달 비율 20~35% (상업운전개시 2030~2031년까지 허용)
연료전지	착공 기준만 존재하며 Safe Harbor 및 FEOC 규정 충족 시 2033년까지 건설 시작하는 프로젝트에 대해 ITC 30% 혜택 적용

자료: DS투자증권 리서치센터

연료전지 발전량 우수성

구분	내용	비고
설치비 (\$/Kw)	연료전지	3,171
	태양광	691
	육상풍력	1,041
설비 이용률	연료전지	90%
	태양광	17%
	육상풍력	34%
발전량 (Mwh)	연료전지	7,884
	태양광	1,524
	육상풍력	2,978

Bloom Energy ASP 기준이며
실제 설치비용은 더 높을 것으로 추정

1MW 기준. 연간 총 시간 8,760시간
(365*24시간) x 설비이용률

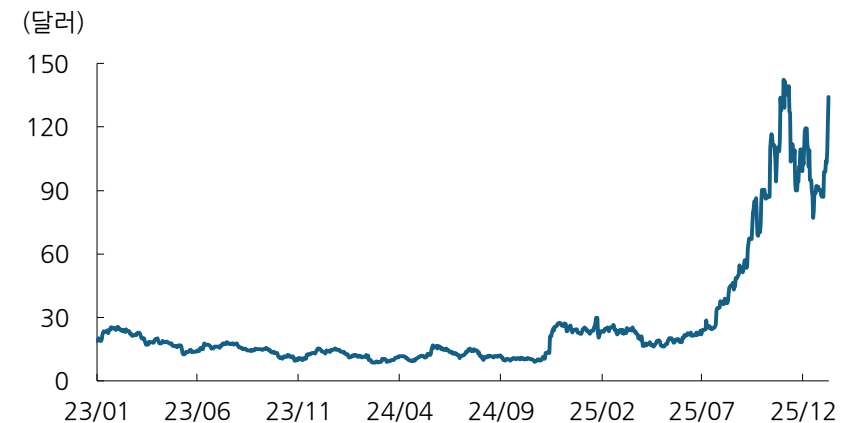
자료: IRNEA, DS투자증권 리서치센터

블룸에너지 실적 추이 및 전망

(백만달러, GAAP)	20	21	22	23	24	25F	26F
매출액	794.2	972.2	1,199.1	1,333.5	1,473.9	1,898.4	2,438.1
제품	518.6	663.5	880.7	975.2	1,085.2	-	-
설치	101.9	96.1	92.1	92.8	122.3	-	-
서비스	109.6	144.2	151.0	183.1	213.5	-	-
전력	64.1	68.4	75.4	82.4	52.8	-	-
영업이익	-80.8	-114.5	-261.0	-208.9	22.9	153.6	305.4
당기순이익	-157.6	-164.4	-301.4	-302.1	-29.2	-33.7	145.6

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

블룸에너지 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

태양광: 미국에서 국내로 옮겨가는 기대감

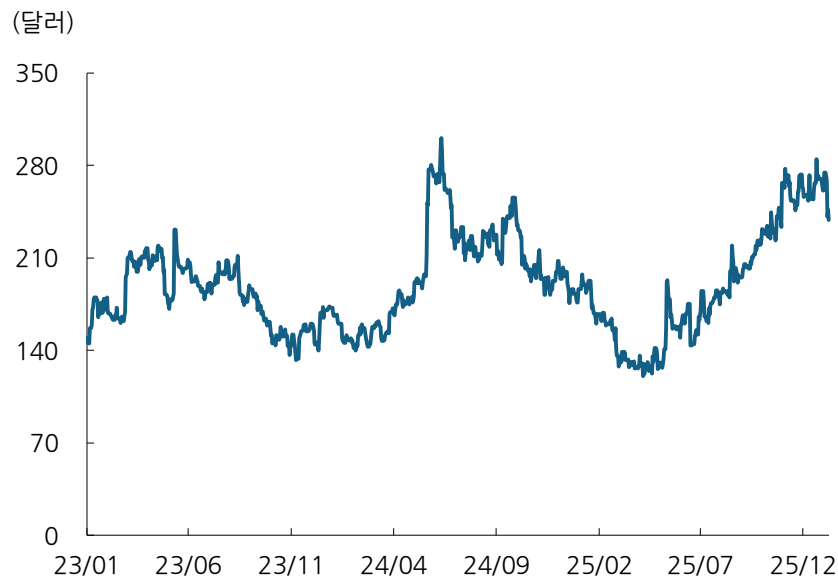
■ 폴리실리콘 Section 232(국가안보 조사)에 대한 정책 수혜 강도 낮아지는 중

- 미국은 현재 폴리실리콘에 대해 수입 의존도, 특정 국가 집중도 및 국내 산업 유지 가능성 등에 대한 조사 진행 중
- 올 상반기 중 조사 결과 나올 것으로 예상하며 국가 안보에 미치는 영향이 크면 관세 부과할 수 있음
- 다만 최근 관세 부과 유예 가능성이 높아지면서 Firstsolar 등 미국 내 생산시설 갖추고 있는 기업들의 정책 수혜 강도 약해짐
- 폴리실리콘은 중국산 공급 비중이 92%로 절대적으로 중국 외 대체할 수 있는 루트가 제한적인 점 때문인 것으로 판단

■ 반면 인도/인도네시아/라오스 AD/CVD 부과는 그대로 갈 것으로 예상

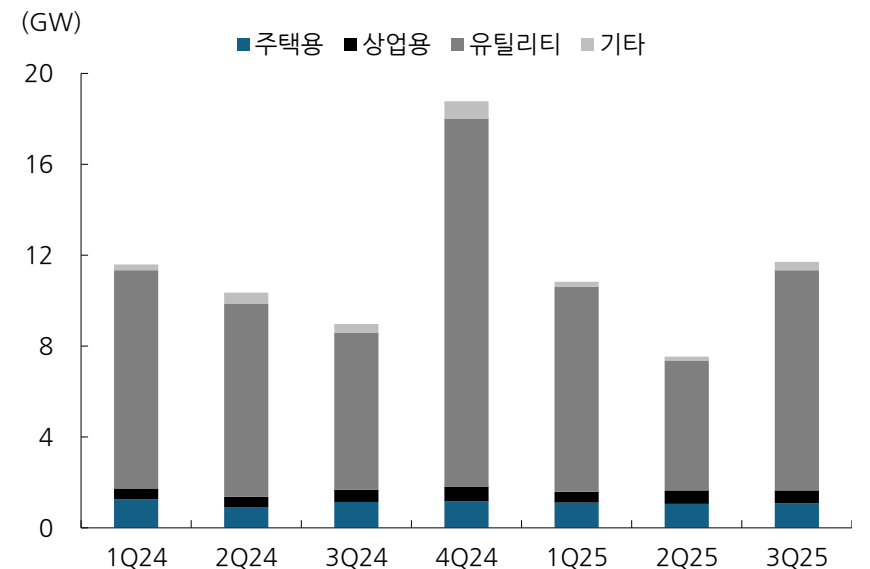
- 불공정무역의 일환으로 조사가 진행 중이며 중국 기업들의 우회 수출에 대한 AD(반덤핑)/CVD(상계관세) 부과 될 것으로 예상
- 모듈은 Firstsolar, 한화솔루션 등 생산 규모를 확대하고 있어 폴리실리콘 만큼 병목 심하지 않음
- 두 이슈 모두 태양광 밸류체인 조달과 직접적인 영향이 있어 결과가 나오기 전까지 미국 시장 모멘텀 약할 것으로 전망

First Solar 주가 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 태양광 설치 규모 추이



자료: SEIA, DS투자증권 리서치센터

태양광: 미국에서 국내로 옮겨가는 기대감

■ 2030년 재생에너지 100GW 보급 달성을 위한 태양광의 역할 확대

- 정부는 2030년까지 재생에너지 설비를 100GW(현재 34GW)로 늘리고 이를 실행하기 위한 정책 수립 중
- 지금부터 약 5년 동안 매년 13GW의 신규 설비가 설치되어야 하며 발전원별로 태양광 비중이 절대적으로 높을 예정
- 발전원별로는 2030년까지 육상풍력 6GW, 해상풍력 3GW, 태양광 57GW이며 태양광은 당장 올해부터 매년 약 11GW씩 깔려야 하는 상황
- 과거 4개년 연평균 국내 태양광 신규 보급 규모가 3GW였던 점을 감안하면 국내 태양광 시장의 고성장이 예측됨

■ 이격거리 규제 완화, RE100산단 조성, 생산촉진세제 도입 추진

- 먼저 태양광 보급 규모 확대를 위해 태양광 설비 이격거리 적용 금지하는 법안 발의. 현재 지역별 기준이 100m~1,000m로 상이하며 이러한 입지 규제 해소 목표
- 연초에 발표된 2026년 경제성장전략에서는 RE100 산단조성을 위한 제도적 지원과 국내생산촉진세 도입(7월 발표 예정)
- 국내생산촉진세 지원대상에 태양광 셀이 포함되어 있으며 시장 확대와 함께 국내 공급망 강화도 같이 확보될 것으로 예상

국내 신재생 보급 규모 전망			
(GW)	25	30F	25-30F
태양광	30.4	87.0	56.6
육상풍력	2.0	6.0	4.0
해상풍력	0.4	3.0	2.6
기타	1.2	4.0	2.8
합계	34.0	100.0	66.0

자료: 기후에너지부, DS투자증권 리서치센터

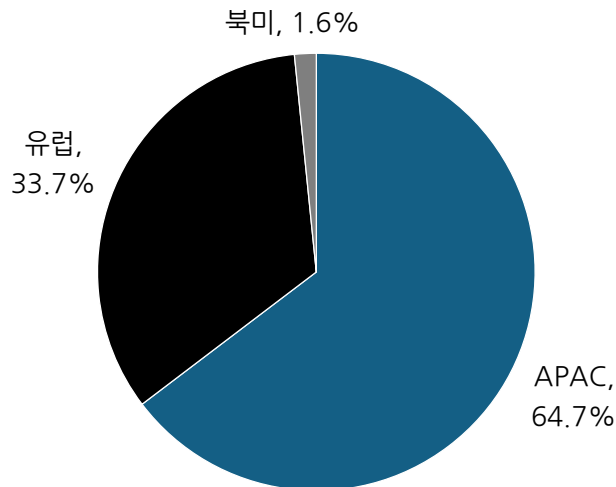
2026년 경제성장전략 에너지 관련 주요 내용	
구분	내용
국내생산 촉진세제 도입	국내생산촉진세제 도입을 추진하되 지원대상, 방식 등은 효과성/형평성/재정여건 및 체리피킹 방지방안 등 검토해 발표(26.7월) 지원대상: (미국)이차전지, 태양광셀, 풍력 블레이드 등, (일본)전기차, 반도체, 그린스틸, 그린 케미컬 등
RE100 산단조성 등 지방 인프라 확충	특별법 제정으로 규제.경주지원, 산단 중 최고수준 재정, 세제지원 등 산단 조성 본격 착수 (시범단지 선정/조성계획 발표 26년 하반기) 예) 인허가 간소화, 재생e 조달비용 인하, 산단 인근 임대주택 우선 공급, 외국교육기관 유치 등 예) RE100 산단 입주 시 지방투자촉진보조금 한도 및 국고 보조비율 상향, 산단 내 창업기업에 소득/법인세 10년간 100% + 5년간 50%감면 등

자료: 재정경제부, DS투자증권 리서치센터

풍력: 기업별 차별화 극명, 유럽 해상풍력 경매 활성화 가능성

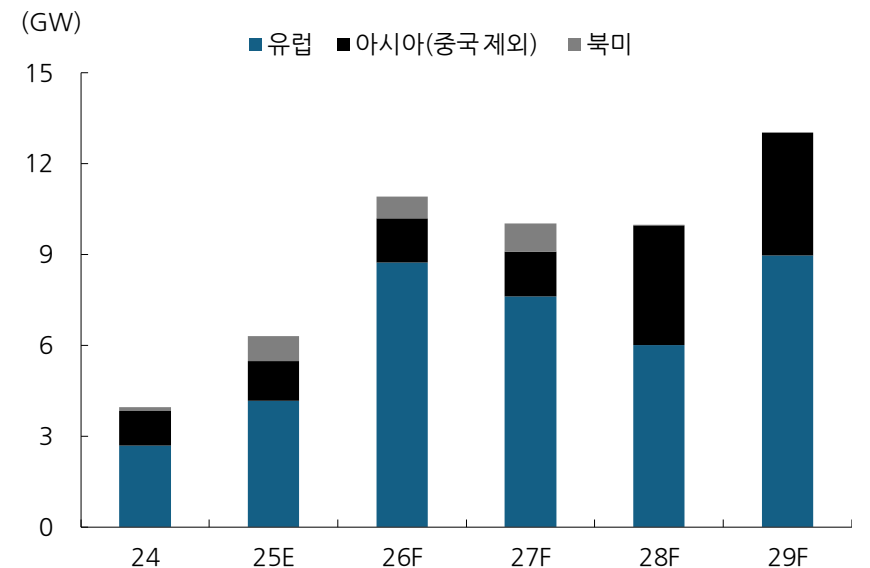
- 풍력업계 재편에 따른 기업별 명암이 뚜렷하게 나타날 전망
- 최근 미국 풍력 기업들의 어려움을 들여다보면 공통적으로 GEV 의존도가 높음
- 반면 Vestas를 주축으로 Nordex 등 유럽 터빈사들은 수주, 실적 등 좋아지고 있는 중
- 유럽은 보조금을 지급하는 방식으로 경매제도를 변경 및 보완 중에 있으며 이에 따른 긍정적 효과 기대
 - 2025년 독일, 네덜란드, 덴마크 등에서 진행된 경매에서 무응찰 사례 다수 발생(6~7GW로 추정)
 - 이유는 보조금이 없는 구조로 개발사들의 수익성이 보장되지 않기 때문. 특히 풍력은 금리/기자재 가격 급등에 영향을 많이 받고 있어 보조금 필요성 지속 증대
 - 이에 주요 국가 정부에서 보조금을 없앤 경매로 전환 발표, 아직 구체적인 조건이나 바뀐 경매 진행에 대해 확인된 부분은 없으나 정책 방향 전환은 명확
- 국내는 신안우이 해상풍력 착공 시작했으며 안마해상풍력도 공사 앞두고 있는 등 조 단위의 사업들 순차적으로 진행

지역별 해상풍력 신규 설치 비중(2024년 기준)



자료: GWEC, DS투자증권 리서치센터

글로벌 해상풍력 시장 규모 전망



자료: GWEC, DS투자증권 리서치센터

[기업분석]

25.4Q 실적 Preview

두산퓨얼셀 [336260] / 한화솔루션 [009830]

HD현대에너지솔루션 [322000] / 씨에스윈드 [112610]

SK오션플랜트 [100090] / SK이터닉스 [475150]

신재생 25.4Q 실적 스냅샷



안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

두산퓨얼셀 [336260] _ 예견된 적자, 해외사업 확장이 중요

안주원 재생에너지·미드스몰캡
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(하향)	47,000원
현재주가(01/09)	31,100원
상승여력	51.1%

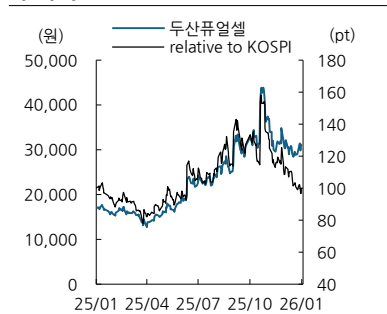
Stock Data

KOSPI	4,586.3pt
시가총액(보통주)	2,037십억원
발행주식수	65,494천주
액면가	100원
자본금	8십억원
60일 평균거래량	1,491천주
60일 평균거래대금	54,000백만원
외국인 지분율	17.5%
52주 최고가	46,300원
52주 최저가	12,500원
주요주주	
두산에너지빌리티(외17인)	37.9%
국민연금공단(외1인)	7.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-1.6	-12.3
3M	1.3	-27.9
6M	36.7	-9.6

주가차트



25.4Q Preview: 영업적자 확대

- 2025년 4분기 실적은 매출액 1,180억원(-54.9% YoY)과 영업적자 216억원으로 예상
- 2024년 CHPS 낙찰분에 대한 수주 일부(71MW)가 2026년으로 이연되며 매출액 감소로 이어짐
- SOFC 국내 프로젝트(하이창원퓨얼셀) 공급 12월부터 시작. 당초 11월 공급에서 늦어지면서 지연배상금 반영 예정
- 이와 함께 SOFC 수율 잡는 과정에서의 비용 발생 이어지면서 전반적인 실적은 저조

2025년 연간 매출액 4,370억원(+6.1% YoY)과 영업적자 507억원 전망

- 2025년 영업적자는 예견되었던 상황으로 현재 SOFC 신 공장 관련 비용 부담이 주된 요인
- 2025년 말 기준 SOFC 수율은 70%를 상회했으며 2026년 말까지 85% 목표

투자의견 매수, 목표주가 47,000원으로 하향

- 2026년 연간 매출액 5,100억원(+16.7% YoY)과 영업적자 112억원 전망
- 2026년 국내외 주기기 신규 수주 규모는 187MW로 추정(국내 156MW+해외 30MW)
- 국내는 지난해 이연된 물량과 2025년 CHPS낙찰분에 대한 수주 80% 유입 가정
- 해외는 2025년 12월에 공시한 해외계열사인 HyAxiom과 체결한 PAFC 제조공급계약에 기반해 예상
- 국내 오더 증가와 미국향 매출액이 처음 발생하면서 의미 있는 외형 성장 나타날 것
- SOFC는 연말까지 수율을 끌어올리면서 적자 폭 많이 축소될 것으로 전망하며 분기별로는 4분기 흑자전환 추정

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	0	412	437	510	672
영업이익	0	-2	-51	-11	61
영업이익률(%)		-0.4	-11.6	-2.2	9.1
세전이익	0	-10	-66	-27	45
지배주주지분순이익	0	-10	-53	-20	45
EPS(원)	0	-160	-810	-302	683
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
ROE(%)	n/a	n/a	-11.2	-4.5	10.0
PER(배)	n/a	-99.8	-38.4	-102.8	45.5
PBR(배)	n/a	2.6	5.7	6.0	5.4
EV/EBITDA(배)	n/a	87.8	-187.4	93.7	24.9

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

두산퓨얼셀 [336260] _ 예견된 적자, 해외사업 확장이 중요

■ 2026년 미국 향으로만 30MW 규모의 PAFC 수주 예상

- 미국 계열사 Hyaxiom의 발주는 순차적으로 진행될 예정이며 상업용, 발전용, 데이터센터 등 다양한 분야에 공급될 것으로 예상
- 수주 건 별 정확한 용량과 금액은 향후 P/O를 통해 확인될 것으로 보이나 전체 발주 규모는 약 1,000억원으로 추정
- 첫 P/O는 1월 중 발생할 것으로 예상하며 PAFC 수출의 신호탄이 되면서 해외 사업에 대한 기대감 올라갈 것

■ 미국 내 연료전지 수요 데이터센터에 국한되어 있지 않아

- 현재 미국에서의 연료전지 수요처는 데이터센터가 가장 크며 사실 상 블룸에너지가 유일한 연료전지 발전 사업자로 공급 중
- 두산퓨얼셀도 데이터센터 공급 추진 중. 단 연료전지가 가지고 있는 설치 속도 경쟁력, 연속적인 전력 생산 등의 강점이 부각되며 상업용, 산업용으로도 수요 증가
- 블룸에너지도 안정적인 전력 공급이 필요한 병원, 통신시설, 대형 제조공장 등에서의 연료전지 필요성 증대 언급

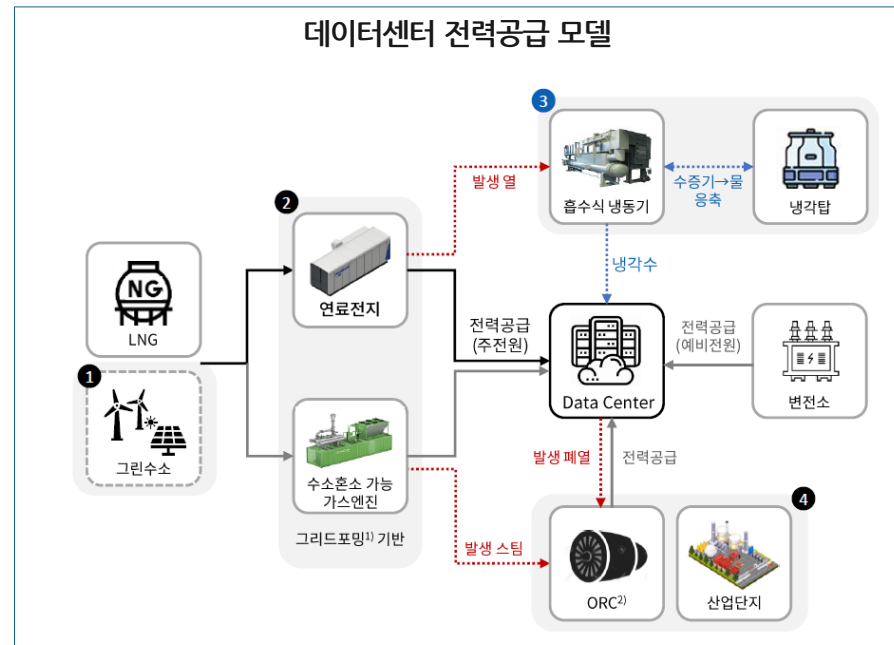
■ 두산퓨얼셀은 블룸에너지와 함께 글로벌 발전용 연료전지 기업으로 희소성 부각될 것

국내외 주요 연료전지 기업

기업명	연료전지 타입	주요 사업분야
Bloom Energy	SOFC	발전용
Plug Power	PEMFC	모빌리티
FuelCell Energy	MCFC	발전용
Ceres Power	SOFC(스틸셀)	발전용
Power Cell	PEMFC	모빌리티
두산퓨얼셀	PAFC, SOFC	건물/발전용
에스퓨얼셀	PEMFC	건물/발전(보조전원)
범한퓨얼셀	PEMFC	모빌리티(선박)

자료: 각 사 종합, DS투자증권 리서치센터
주: 시스템 기업만 조사

데이터센터 전력공급 모델



자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

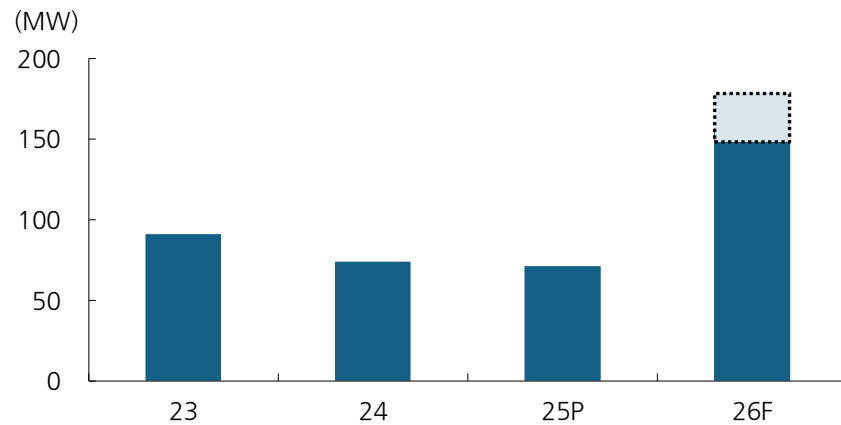
두산퓨얼셀 [336260] _ 예견된 적자, 해외사업 확장이 중요

두산퓨얼셀 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	25F	26F	27F
매출액	99.8	128.5	90.8	118.0	109.6	128.5	110.2	161.7	437.0	510.0	672.1
증가율	214.8%	48.5%	183.6%	-54.9%	9.9%	0.0%	21.3%	37.0%	6.1%	16.7%	31.8%
주기기	75.0	102.3	68.2	93.5	84.0	101.6	82.4	132.8	338.9	400.8	541.1
유지보수	24.8	26.2	22.6	24.5	25.6	26.9	27.8	28.9	98.1	109.2	131.0
영업이익	-11.6	-1.9	-15.6	-21.6	-13.0	-13.9	-10.7	26.4	-50.7	-11.2	61.2
영업이익률	-11.6%	-1.5%	-17.2%	-18.3%	-11.9%	-10.8%	-9.7%	16.3%	-11.6%	-2.2%	9.1%
지배주주 순이익	-10.1	-2.6	-17.5	-22.8	-12.9	-15.2	-12.2	20.4	-53.0	-19.8	44.7
순이익률	-10.1%	-2.0%	-19.3%	-19.3%	-11.7%	-11.8%	-11.1%	12.6%	-12.1%	-3.9%	6.7%

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터 추정

주기기 신규수주 규모 추이 및 전망



자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

두산퓨얼셀 목표주가 산출 테이블

(십억원, 원, 배)	내용	비고
영업가치	3,546.4	
EBITDA	99.8	
Target EV/EBITDA	35.5	블룸에너지 2027년 EBITDA에 수주 기대감 컸던 2025년 최고 시가총액 적용
순차입금	327.9	
우선주 시가총액	120.9	
목표시가총액	3,097.6	
주식 수(천주)	65,493.7	보통주
목표주가	47,296.2	
현재주가	31,100.0	1/9 종가 기준
상승여력	51%	

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터

두산퓨얼셀 [336260] _ 예견된 적자, 해외사업 확장이 중요

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	0	661	768	798	870	매출액	0	412	437	510	672
현금 및 현금성자산	0	138	224	220	269	매출원가	0	376	442	470	552
매출채권 및 기타채권	0	100	110	126	136	매출총이익	0	36	-5	40	120
재고자산	0	380	391	410	423	판매비 및 관리비	0	38	46	52	59
기타	0	43	43	43	43	영업이익	0	-2	-51	-11	61
비유동자산	0	519	526	532	537	(EBITDA)	0	16	-13	27	100
관계기업투자등	0	12	12	12	12	금융손익	0	-11	-22	-23	-24
유형자산	0	335	341	346	351	이자비용	0	20	32	34	35
무형자산	0	33	33	33	34	관계기업등 투자손익	0	1	1	1	1
자산총계	0	1,180	1,294	1,330	1,408	기타영업외손익	0	2	5	7	8
유동부채	0	366	510	553	574	세전계속사업이익	0	-10	-66	-27	45
매입채무 및 기타채무	0	78	82	86	91	계속사업법인세비용	0	0	-13	-7	1
단기금융부채	0	227	308	338	348	계속사업이익	0	-10	-53	-20	45
기타유동부채	0	60	121	130	136	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	0	315	339	351	363	당기순이익	0	-10	-53	-20	45
장기금융부채	0	231	241	251	261	지배주주	0	-10	-53	-20	45
기타비유동부채	0	84	98	100	102	총포괄이익	0	-10	-53	-20	45
부채총계	0	681	849	905	937	매출총이익률 (%)	n/a	8.8	-1.1	7.9	17.9
지배주주지분	0	499	446	426	471	영업이익률 (%)	n/a	-0.4	-11.6	-2.2	9.1
자본금	0	8	8	8	8	EBITDA마진률 (%)	n/a	4.0	-3.0	5.3	14.8
자본잉여금	0	476	476	476	476	당기순이익률 (%)	n/a	-2.5	-12.1	-3.9	6.7
이익잉여금	0	14	-39	-59	-14	ROA (%)	n/a	n/a	-4.3	-1.5	3.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	n/a	n/a	-11.2	-4.5	10.0
자본총계	0	499	446	426	471	ROIC (%)	n/a	n/a	-4.8	-1.1	7.7
현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F		2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	0	101	49	9	82	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	-10	-53	-20	45	P/E	n/a	-99.8	-38.4	-102.8	45.5
비현금수익비용가감	0	89	60	50	50	P/B	n/a	2.6	5.7	6.0	5.4
유형자산감가상각비	0	15	34	35	35	P/S	n/a	3.2	5.8	5.0	3.8
무형자산상각비	0	3	3	3	3	EV/EBITDA	n/a	87.8	-187.4	93.7	24.9
기타현금수익비용	0	71	2	-10	-10	P/CF	n/a	16.6	372.6	85.7	26.9
영업활동 자산부채변동	0	47	43	-21	-12	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	0	-25	-10	-15	-10	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	70	-11	-19	-13	매출액	n/a	n/a	6.1	16.7	31.8
매입채무 증가(감소)	0	7	3	4	5	영업이익	n/a	n/a	적지	적지	확전
기타자산, 부채변동	0	-5	60	9	6	세전이익	n/a	n/a	적지	적지	확전
투자활동 현금	0	-83	-43	-43	-43	당기순이익	n/a	n/a	적지	적지	확전
유형자산처분(취득)	0	-68	-41	-41	-41	EPS	n/a	n/a	적지	적지	확전
무형자산 감소(증가)	0	-3	-3	-3	-3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	-9	1	1	1	부채비율	n/a	136.5	190.5	212.4	199.2
기타투자활동	0	-2	0	0	0	유동비율	n/a	180.5	150.7	144.2	151.6
재무활동 현금	0	69	80	30	10	순차입금/자기자본(x)	n/a	61.9	70.2	83.8	69.7
차입금의 증가(감소)	0	69	80	30	10	영업이익/금융비용(x)	n/a	-0.1	-1.6	-0.3	1.7
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	0	458	549	589	609
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	0	309	313	357	328
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	0	87	86	-4	49	EPS	0	-160	-810	-302	683
기초현금	0	50	138	224	220	BPS	0	6,096	5,444	5,202	5,749
기말현금	0	138	224	220	269	SPS	0	5,031	5,340	6,231	8,212
NOPLAT	0	-1	-37	-8	60	CFPS	0	961	83	363	1,154
FCF	0	43	6	-34	39	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 두산퓨얼셀, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화솔루션[009830] _ 하나씩 해결해 가는 중

안주원 재생에너지·미드스몰캡
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지)	47,000원
현재주가(01/09)	26,100원
상승여력	80.1%

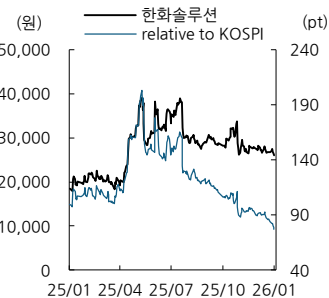
Stock Data

KOSPI	4,586.3pt
시가총액(보통주)	4,486십억원
발행주식수	171,893천주
액면가	5,000원
자본금	889십억원
60일 평균거래량	1,189천주
60일 평균거래대금	34,928백만원
외국인 지분율	10.4%
52주 최고가	40,750원
52주 최저가	17,680원
주요주주	
한화(외5인)	36.5%
국민연금공단(외1인)	5.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.9	-15.6
3M	-9.4	-38.6
6M	-21.7	-68.1

주가차트



4Q25 Preview: 영업적자 1,281억원 추정

- 2025년 4분기 매출액 3.8조원(-18.9% YoY)과 영업적자 1,281억원으로 예상
- 적자의 주된 요인은 태양광과 케미칼로 각각 영업적자 908억원, 309억원 추정
- 태양광은 모듈 판매 급감(-50%, QoQ)영향이며 케미칼은 시황 부진 영향 속 정기보수 진행

2025년 연간 매출액 13.3조원(+7.6% YoY)과 영업적자 31억원 예상

- 태양광 연간 영업이익 2,095억원으로 예상하며 4분기 부진한 실적에도 상반기 호실적 영향에 기인
- 다행히 셀 통관 이슈는 2025년 11월에 해소되었으며 12월부터 미국으로 정상 수출 진행 중
- 반면 케미칼 연간 영업적자는 1,779억원으로 전망하며 석화 업황의 의미 있는 반등이 있기 전까지 적자는 이어질 것

투자의견 매수, 목표주가 47,000원 유지

- 2026년 연간 매출액 13.5조원(+1.4% YoY)과 영업이익 5,991억원 전망
- 태양광 부문 실적은 매출액 7.1조원(2.7% YoY)과 영업이익 7,339억원(+250.3% YoY)으로 추정
- 셀 수출 정상화로 미국에서의 모듈 판매 급증할 것으로 예상. 이에 AMPC도 동반 증대될 전망
- 발전과 주택용 에너지는 2025년과 유사한 수준으로 추정했으며 올해 태양광은 모듈에서의 실적 개선이 주요
- 현재 미국 카터스빌 완공 시점 불투명. 따라서 미국 공장의 양산 시기가 정해지면 실적 기대감 다시 올라가면서 주가도 반등할 것

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,131	13,079	12,394	13,341	13,530
영업이익	924	579	-300	-3	599
영업이익률(%)	7.0	4.4	-2.4	0.0	4.4
세전이익	549	132	-1,424	-603	44
지배주주지분순이익	359	-141	-1,404	-602	31
EPS(원)	1,878	-826	-8,175	-3,562	181
증감률(%)	-42.0	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	4.2	-1.7	-16.0	-6.9	0.4
PER(배)	22.9	-47.8	-2.0	-7.3	144.4
PBR(배)	0.9	0.8	0.3	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	8.4	11.4	32.5	18.1	11.1

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

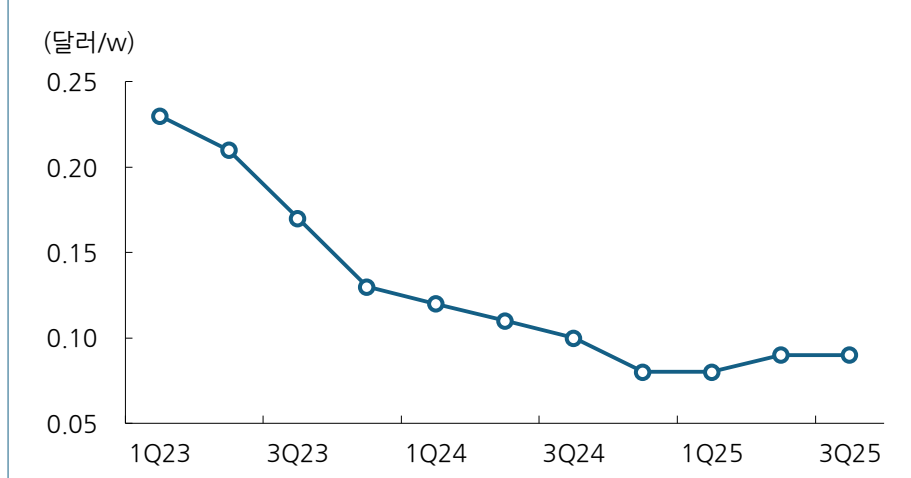
한화솔루션[009830] _ 하나씩 해결해 가는 중

한화솔루션 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	3,094.5	3,117.3	3,364.3	3,764.9	3,187.3	3,344.6	3,491.6	3,506.5	12,394.0	13,341.0	13,530.0
증가율	31.5%	17.6%	22.5%	-18.9%	3.0%	7.3%	3.8%	-6.9%	-5.2%	7.6%	1.4%
태양광	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,130.1	1,583.9	1,714.1	1,871.2	1,947.9	5,765.8	6,927.2	7,117.0
케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,127.5	1,150.1	1,169.2	1,151.8	1,078.7	4,817.2	4,600.4	4,549.8
첨단소재	273.8	307.9	257.9	310.1	287.4	290.8	286.5	301.0	1,037.6	1,149.7	1,165.8
기타	147.9	123.9	194.7	197.2	165.9	170.4	182.1	178.9	773.4	663.7	697.4
영업이익	30.3	102.1	-7.4	-128.1	120.0	137.7	167.3	174.1	-300.2	-3.1	599.1
영업이익률	1.0%	3.3%	-0.2%	-3.4%	3.8%	4.1%	4.8%	5.0%	-2.4%	0.0%	4.4%
태양광	136.2	156.2	7.9	-90.8	152.9	165.9	196.3	218.8	-257.5	209.5	733.9
케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-30.9	-26.2	-20.6	-23.0	-37.8	-121.3	-177.9	-107.5
첨단소재	-1.8	9.8	3.6	7.1	6.6	5.8	6.3	6.5	23.5	18.7	25.2
기타	-12.9	-17.1	-9.9	-13.5	-13.3	-13.5	-12.2	-13.4	55.1	-53.4	-52.5
지배주주 순이익	-44.5	-201.6	-12.1	-344.1	-7.0	11.1	15.1	7.7	-1,404.4	-602.3	31.5
순이익률	-1.4%	-6.5%	-0.4%	-9.1%	-0.2%	0.3%	0.4%	0.2%	-11.3%	-4.5%	0.2%

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정

분기별 모듈-웨이퍼 스프레드 추이



자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터

한화솔루션 목표주가 테이블

(십억원, 원, 배)	26년 영업이익	배수	적정가치	비고
첨단소재	25.2	11.2	287.2	국내 경쟁사 26년 PER
태양광	733.9	22.7	16,656.7	국내 경쟁사 26년 P/E 30% 할증
영업가치			16,943.9	
자산가치			3,942.9	관계기업 등 주요 투자자산
순차입금			12,847.1	2026년 추정치
적정 시가총액			8,039.8	
총 주식수(천주)			174,468	
자기주식 수(천주)			2,544	
수정주식 수(천주)			171,924	
적정주가			46,763.6	
현재주가			26,100.0	1/9 종가 기준
상승여력			80%	

자료: DS투자증권 리서치센터

한화솔루션[009830] _ 하나씩 해결해 가는 중

재무상태표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	8,573	9,797	10,883	11,278	11,841
현금 및 현금성자산	2,548	1,958	2,184	2,019	2,201
매출채권 및 기타채권	2,280	3,188	2,968	3,000	3,012
재고자산	3,060	3,447	4,258	4,786	5,156
기타	685	1,204	1,473	1,473	1,473
비유동자산	13,634	14,993	19,154	19,599	19,905
관계기업투자등	3,896	4,449	5,172	5,172	5,172
유형자산	6,879	7,050	10,727	11,056	11,361
무형자산	1,644	1,773	1,756	1,757	1,758
자산총계	23,832	24,790	30,037	30,877	31,747
유동부채	6,808	8,734	11,708	13,083	14,003
매입채무 및 기타채무	2,781	3,975	4,023	4,099	4,188
단기금융부채	3,199	3,967	6,425	7,426	7,926
기타유동부채	829	792	1,259	1,558	1,890
비유동부채	5,685	6,776	7,722	8,538	8,507
장기금융부채	4,786	5,807	6,833	7,434	7,496
기타비유동부채	899	969	889	1,103	1,011
부채총계	13,935	15,510	19,430	21,621	22,511
지배주주지분	8,921	8,117	9,450	8,099	8,079
자본금	978	889	889	889	889
자본잉여금	2,320	1,496	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,561	5,609	4,132	3,478	3,458
비지배주주지분(연결)	976	1,163	1,157	1,157	1,157
자본총계	9,897	9,280	10,607	9,256	9,236

현금흐름표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	638	223	1,072
당기순이익(손실)	366	-88	-1,369	-573	30
비현금수익비용가감	1,340	1,562	1,953	982	1,003
유형자산감가상각비	637	610	649	871	895
무형자산상각비	38	66	66	69	69
기타현금수익비용	664	886	1,237	-624	-608
영업활동 자산부채변동	-1,626	-499	84	-186	39
매출채권 감소(증가)	-400	-544	-274	-33	-11
재고자산 감소(증가)	-35	-175	-474	-528	-370
매입채무 증가(감소)	-812	290	688	76	88
기타자산, 부채변동	-379	-70	144	299	332
투자활동 현금	-1,477	-2,799	-3,287	-1,338	-1,338
유형자산처분(취득)	-889	-2,349	-3,344	-1,201	-1,200
무형자산 감소(증가)	-37	-18	-21	-70	-70
투자자산 감소(증가)	-463	-607	-184	-67	-67
기타투자활동	-87	175	261	0	0
재무활동 현금	2,322	1,609	2,676	949	448
차입금의 증가(감소)	1,207	1,989	2,612	1,000	500
자본의 증가(감소)	-91	-13	-138	-52	-52
배당금의 지급	0	52	138	52	52
기타재무활동	1,206	-367	202	0	0
현금의 증가	965	-658	226	-166	182
기초현금	1,652	2,616	1,958	2,184	2,019
기말현금	2,616	1,958	2,184	2,019	2,201
NOPLAT	584	375	-218	-2	410
FCF	-1,397	-1,824	-2,620	-1,115	-266

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

손익계산서

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,131	13,079	12,394	13,341	13,530
매출원가	10,732	10,913	11,008	11,637	11,189
매출총이익	2,399	2,165	1,386	1,704	2,341
판매비 및 관리비	1,475	1,586	1,686	1,707	1,742
영업이익	924	579	-300	-3	599
(EBITDA)	1,599	1,255	415	937	1,563
금융손익	-224	-308	-518	-556	-599
이자비용	201	411	548	551	572
관계기업등 투자손익	-116	80	-424	-67	-67
기타영업외손익	-34	-219	-182	24	111
세전계속사업이익	549	132	-1,424	-603	44
계속사업법인세비용	202	47	-316	-30	14
계속사업이익	347	82	-1,109	-573	30
중단사업이익	19	-170	-260	0	0
당기순이익	366	-88	-1,369	-573	30
지배주주	359	-141	-1,404	-602	31
총포괄이익	430	-45	693	-573	30
매출총이익률(%)	18.3	16.6	11.2	12.8	17.3
영업이익률(%)	7.0	4.4	-2.4	0.0	4.4
EBITDA마진률(%)	12.2	9.6	3.4	7.0	11.6
당기순이익률(%)	2.8	-0.7	-11.0	-4.3	0.2
ROA(%)	1.6	-0.6	-5.1	-2.0	0.1
ROE(%)	4.2	-1.7	-16.0	-6.9	0.4
ROIC(%)	5.8	3.2	-1.5	0.0	2.5

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	22.9	-47.8	-2.0	-7.3	144.4
P/B	0.9	0.8	0.3	0.6	0.6
P/S	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.4	11.4	32.5	18.1	11.1
P/CF	4.9	4.7	4.8	11.1	4.4
배당수익률(%)	n/a	0.8	1.9	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	22.4	-0.4	-5.2	7.6	1.4
영업이익	25.1	-37.3	적전	적지	흑전
세전이익	-35.8	-76.0	적전	적지	흑전
당기순이익	-40.6	적전	적지	적지	흑전
EPS	-42.0	적전	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	140.8	167.1	183.2	233.6	243.7
유동비율	125.9	112.2	93.0	86.2	84.6
순차입금/자기자본(x)	52.3	80.7	100.9	134.7	139.1
영업이익/금융비용(x)	4.6	1.4	-0.5	0.0	1.0
총차입금 (십억원)	7,985	9,774	13,259	14,860	15,422
순차입금 (십억원)	5,180	7,491	10,701	12,468	12,847
주당지표(원)					
EPS	1,878	-826	-8,175	-3,562	181
BPS	46,364	46,525	54,163	46,420	46,304
SPS	68,162	74,962	71,039	76,467	77,550
CFPS	8,854	8,446	3,346	2,345	5,919
DPS	n/a	300	300	300	300

HD현대에너지솔루션[322000] _ 가장 편안한 기업

안주원 재생에너지·미드스몰캡

02-709-2655

joowonahn@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지)	65,000원
현재주가(01/09)	53,900원
상승여력	20.6%

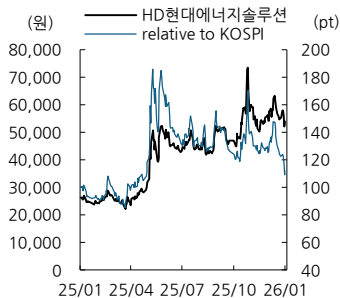
Stock Data

KOSPI	4,586.3pt
시가총액(보통주)	604십억원
발행주식수	11,200천주
액면가	5,000원
자본금	56십억원
60일 평균거래량	154천주
60일 평균거래대금	9,039백만원
외국인 지분율	7.2%
52주 최고가	77,600원
52주 최저가	22,150원
주요주주	
에이치디한국조선해양외(1인)	53.6%
현대에너지솔루션우리사주외(1인)	1.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.1	-14.8
3M	14.6	-14.7
6M	24.8	-21.6

주가차트



4Q25 Preview: 영업이익 139억원 추정

- 국내 매출액은 755억원으로 추정하며 분기별 편차 존재해 보수적으로 가정
- 미국 매출액은 492억원으로 예상하며 분기별로 꾸준히 매출액 증가하고 있는 중
- 국내는 매출 증가 크게 없어도 수익성이 좋아 우려할 사항 아니며 미국도 이익을 내고 있어 전체적으로 좋음

2025년 연간 매출액 4,672억원(+10.6% YoY)과 영업이익 406억원(+1,051.5% YoY) 전망

- 모듈 매출액은 전년대비 17.3% 성장한 3,527억원으로 예상하며 지역별로는 미국 기여도가 큼
- 국내 연간 매출액은 2,927억원으로 전년대비 소폭 감소, 미국은 1,444억원으로 전년대비 200% 이상 성장
- 상반기 악성재고 소진 이후 매출 증가와 함께 이익도 잘 나오고 있으며 2023, 2024년의 역성장에서 벗어나는 첫해

투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

- 2026년 연간 매출액 6,116억원(+30.9% YoY)과 영업이익 612억원(+50.5% YoY)으로 전망
- 국내보다는 해외 시장에서의 성장이 클 것으로 예상하며 향후 국내 태양광 시장 본격적으로 커지면 매출 전망치도 올라갈 것
- 수익성은 분기 내내 10%내외의 영업이익률을 보여줄 것으로 보이며 연간 수익성도 두 자릿수 대 달성 가능할 전망
- 최근 국내 정부의 태양광 보급 확대 언급이 있었고 이를 실행할 제도적 뒷받침이 이루어지기를 기대하는 중
- 향후 주가 역시 국내 정책 변화에 따라 움직일 것으로 판단하며 1)이격거리 규제 완화 2) ESS확대 3) 국내 공급망 강화 등이 중요할 것

Financial Data

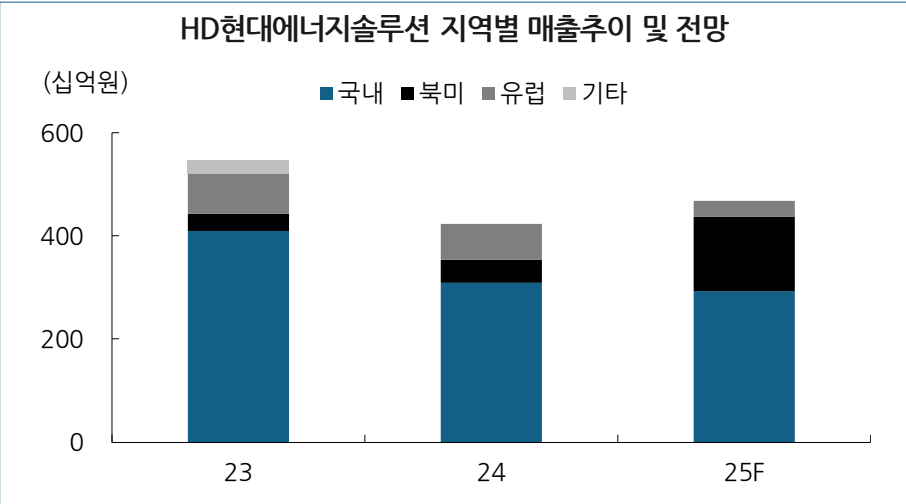
(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	985	546	422	467	612
영업이익	90	18	4	41	61
영업이익률(%)	9.2	3.2	0.8	8.7	10.0
세전이익	75	-3	-3	44	64
지배주주지분순이익	61	-3	0	34	49
EPS(원)	5,412	-256	10	3,031	4,379
증감률(%)	흑전	적전	흑전	29,622.4	44.5
ROE(%)	17.3	-0.8	0.0	8.8	11.5
PER(배)	9.0	-109.3	1,980.6	17.8	12.3
PBR(배)	1.4	0.8	0.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	5.5	8.1	6.9	8.5	5.5

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

HD현대에너지솔루션[322000] _ 가장 편안한 기업

HD현대에너지솔루션 실적 추정 테이블											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	85.3	133.7	121.1	127.1	146.2	150.4	154.1	160.8	422.4	467.2	611.6
증가율	-12.6%	18.5%	20.4%	14.1%	71.4%	12.5%	27.3%	26.5%	-22.7%	10.6%	30.9%
태양광모듈	57.3	100.6	91.7	103.1	109.3	115.4	118.8	145.7	300.7	352.7	489.3
제어시스템	27.4	32.6	28.6	23.5	36.1	34.3	34.5	11.3	119.2	112.2	116.2
기타	0.6	0.5	0.7	0.5	0.8	0.7	0.8	3.9	2.5	2.3	6.1
영업이익	-3.0	15.1	14.7	13.9	13.6	15.7	15.9	16.0	3.5	40.6	61.2
영업이익률	-3.5%	11.3%	12.1%	10.9%	9.3%	10.5%	10.3%	9.9%	0.8%	8.7%	10.0%
지배주주 순이익	-1.1	11.4	12.0	11.7	10.8	12.3	12.2	13.7	0.1	34.0	49.0
순이익률	-1.3%	8.5%	9.9%	9.2%	7.4%	8.2%	7.9%	8.5%	0.0%	7.3%	8.0%

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

HD현대에너지솔루션 목표주가 테이블		
(원,배)	내용	비고
2026F EPS	4,376.4	
Target PER	15.0	동종업계 경쟁사들 2026년 PER 평균치 적용
적정기업가치	65,646	
목표주가	65,000	
현재주가	53,900	1/9 종가 기준
상승여력	22%	

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터

HD현대에너지솔루션[322000] _ 가장 편안한 기업

재무상태표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	490	361	318	368	425
현금 및 현금성자산	69	105	140	181	228
매출채권 및 기타채권	140	84	77	81	86
재고자산	273	168	83	90	93
기타	8	3	17	17	17
비유동자산	163	141	136	138	141
관계기업투자등	2	2	2	2	2
유형자산	119	95	88	90	92
무형자산	8	10	10	10	10
자산총계	653	502	454	506	566
유동부채	237	105	70	84	90
매입채무 및 기타채무	184	72	64	77	83
단기금융부채	41	26	4	4	5
기타유동부채	12	7	2	3	3
비유동부채	34	25	14	19	23
장기금융부채	30	22	11	16	20
기타비유동부채	4	3	3	3	3
부채총계	271	131	84	102	113
지배주주지분	382	372	370	404	453
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	106	106	106	106	106
이익잉여금	215	205	205	239	288
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	382	372	370	404	453

현금흐름표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-35	76	83	54	62
당기순이익(손실)	61	-3	0	34	49
비현금수익비용가감	46	45	-10	16	16
유형자산감가상각비	9	13	9	10	11
무형자산상각비	1	1	2	1	1
기타현금수익비용	35	31	-21	-3	-3
영업활동 자산부채변동	-139	42	92	4	-4
매출채권 감소(증가)	-31	59	7	-3	-5
재고자산 감소(증가)	-100	92	114	-6	-4
매입채무 증가(감소)	-2	-106	-14	12	6
기타자산, 부채변동	-7	-4	-15	1	0
투자활동 현금	-11	-10	-14	-14	-14
유형자산처분(취득)	-14	-8	-11	-13	-13
무형자산 감소(증가)	-2	-3	-5	-2	-2
투자자산 감소(증가)	5	0	0	0	0
기타투자활동	0	1	2	0	0
재무활동 현금	-14	-30	-34	1	1
차입금의 증가(감소)	-14	-23	-34	1	1
자본의 증가(감소)	0	-7	0	0	0
배당금의 지급	0	7	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-60	36	35	40	48
기초현금	128	69	105	140	181
기말현금	69	105	140	181	228
NOPLAT	73	13	3	31	47
FCF	-43	74	68	40	47

자료: HD현대에너지솔루션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	985	546	422	467	612
매출원가	800	483	375	363	470
매출총이익	185	63	47	104	141
판매비 및 관리비	95	46	44	63	80
영업이익	90	18	4	41	61
(EBITDA)	101	31	15	52	73
금융손익	-12	-3	6	4	3
이자비용	2	3	1	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-18	-12	0	0
세전계속사업이익	75	-3	-3	44	64
계속사업법인세비용	14	-1	-3	10	15
계속사업이익	61	-3	0	34	49
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	61	-3	0	34	49
지배주주	61	-3	0	34	49
총포괄이익	61	-3	-2	34	49
매출총이익률(%)	18.8	11.6	11.2	22.2	23.1
영업이익률(%)	9.2	3.2	0.8	8.7	10.0
EBITDA마진률(%)	10.2	5.8	3.4	11.1	11.9
당기순이익률(%)	6.2	-0.5	0.0	7.3	8.0
ROA(%)	9.6	-0.5	0.0	7.1	9.2
ROE(%)	17.3	-0.8	0.0	8.8	11.5
ROIC(%)	22.4	3.7	0.9	13.0	19.2

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	9.0	-109.3	1,980.6	17.8	12.3
P/B	1.4	0.8	0.6	1.5	1.3
P/S	0.6	0.6	0.5	1.3	1.0
EV/EBITDA	5.5	8.1	6.9	8.5	5.5
P/CF	5.1	7.4	n/a	12.1	9.2
배당수익률(%)	1.2	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	66.0	-44.5	-22.7	10.6	30.9
영업이익	849.6	-80.5	-80.0	1,060.4	50.5
세전이익	흑전	적전	적지	흑전	45.9
당기순이익	흑전	적전	흑전	29,622.4	44.5
EPS	흑전	적전	흑전	29,622.4	44.5
안정성 (%)					
부채비율	71.1	35.1	22.7	25.3	25.0
유동비율	206.4	343.1	454.5	439.6	472.8
순차입금/자기자본(x)	0.7	-15.2	-33.9	-39.8	-44.9
영업이익/금융비용(x)	49.3	5.3	3.3	23.9	31.5
총차입금 (십억원)	71	48	15	20	25
순차입금 (십억원)	3	-57	-125	-161	-203
주당지표(원)					
EPS	5,412	-256	10	3,031	4,379
BPS	34,065	33,175	33,007	36,039	40,418
SPS	87,930	48,761	37,712	41,713	54,602
CFPS	9,498	3,795	-923	4,449	5,829
DPS	600	n/a	n/a	n/a	n/a

씨에스윈드 [112610] _ 밸류에이션 매력 가장 돋보이는 구간

안주원 재생에너지·미드스몰캡
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지) 65,000원
현재주가(01/09) 39,700원
상승여력 63.7%

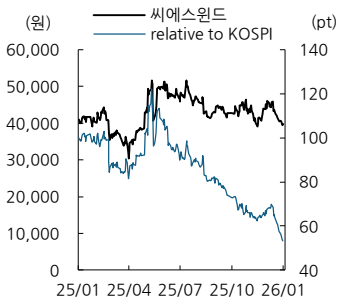
Stock Data

KOSPI 4,586.3pt
시가총액(보통주) 1,674십억원
발행주식수 42,171천주
액면가 500원
자본금 21십억원
60일 평균거래량 228천주
60일 평균거래대금 9,903백만원
외국인 지분율 14.3%
52주 최고가 53,000원
52주 최저가 30,050원
주요주주
김성권(외16인) 40.0%
국민연금공단(외1인) 7.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-12.0	-22.7
3M	-7.1	-36.4
6M	-13.4	-59.8

주가차트



4Q25 Preview: 영업이익 634억원 추정

- 4분기 실적은 매출액 7,860억원(+16.9% YoY)과 영업이익 634억원(+80.7% YoY)으로 추정
- 부문별 매출액은 타워 6,110억원(+55.1% YoY), 해상풍력 하부구조물 1,399억원(-42.0% YoY)으로 예상
- 영업 외 손익에서 하부구조물 유럽 1개 공장에 대한 손상차손 발생 예정. 공장 가동 중단에 따른 자산가치 평가 조정으로 현금 유출 없는 회계적 평가 손실

2025년 연간 매출액 2.9조원(-4.5% YoY)과 영업이익 3,136억원(+22.7% YoY) 전망

- 타워 매출액은 2.1조원(+17.1% YoY)과 영업이익률 7.9%로 예상(2025E AMPC 1,121억원)
- 하부구조물 매출액은 6,654억원과 (-41.5% YoY)과 영업이익률 21.0%로 추정. 인수 이후 손익 안정화 되며 자리잡아가는 중
- 2025년 영업환경 우호적이지 않았음에도 불구하고 타워는 미국과 유럽에서 꾸준히 수주 유입(2025E 수주 14억불)

투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

- 2026년 매출액 3.0조원(+2.2% YoY)과 영업이익 3,000억원(-4.3% YoY) 전망
- 올해는 하부구조물 외형 감소 폭이 크며 이를 타워에서 상쇄할 것으로 예상. 유럽 해상풍력 타워 매출액도 반영되면서 전년대비 25% 성장
- 하부구조물은 상반기 영국과 네덜란드에서 신규수주 확보될 예정이며 이는 유럽 주요 국가 중심으로 보조금 기반 경매 재개 예상
- 타워 미국 생산성 증대와 하부구조물 수주 확보가 주가 견인의 핵심 포인트이며 올해 만큼은 달성 가능할 것으로 판단

Financial Data

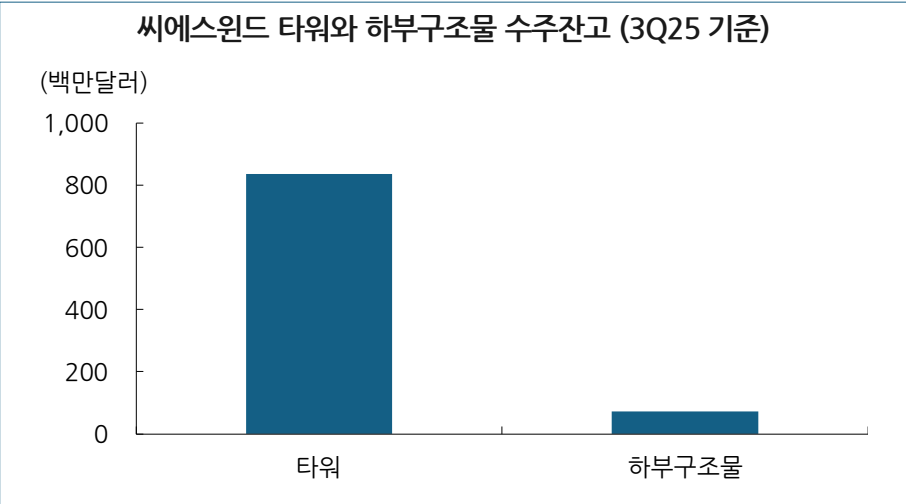
(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,375	1,520	3,073	2,935	3,001
영업이익	42	104	255	314	300
영업이익률(%)	3.1	6.9	8.3	10.7	10.0
세전이익	5	23	172	168	199
지배주주지분순이익	2	19	142	146	173
EPS(원)	45	460	3,374	3,516	4,184
증감률(%)	-97.1	916.1	634.2	4.2	19.0
ROE(%)	0.2	2.2	13.9	12.1	13.1
PER(배)	1,521.1	152.8	12.4	11.3	9.5
PBR(배)	3.3	3.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	29.6	20.5	6.7	5.5	5.5

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

씨에스윈드 [112610] _ 밸류에이션 매력 가장 돋보이는 구간

씨에스윈드 실적 추정 테이블											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	901.9	650.0	597.0	786.0	725.5	738.1	765.1	771.7	3,072.5	2,934.9	3,000.5
증가율	22.4%	-24.2%	-25.9%	16.9%	-19.6%	13.6%	28.2%	-1.8%	102.1%	-4.5%	2.2%
타워	656.2	443.9	428.9	611.0	646.4	665.1	689.4	682.7	1,827.2	2,140.0	2,683.6
베어링	28.3	32.0	32.2	34.4	37.0	38.4	41.3	42.6	105.4	126.9	159.3
기타	0.6	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7	0.8	0.4	2.5	2.6	2.6
해상풍력 하부구조물	216.8	173.5	135.2	139.9	41.4	34.0	33.6	46.1	1,137.4	665.4	155.1
영업이익	125.2	59.3	65.7	63.4	68.2	70.1	76.5	85.1	255.5	313.6	300.0
영업이익률	13.9%	9.1%	11.0%	8.1%	9.4%	9.5%	10.0%	11.0%	8.3%	10.7%	10.0%
지배주주 순이익	94.9	38.1	55.9	-43.2	40.5	39.8	44.1	48.9	142.3	145.7	173.4
순이익률	10.5%	5.9%	9.4%	-5.5%	5.6%	5.4%	5.8%	6.3%	4.6%	5.0%	5.8%

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

씨에스윈드 목표주가 산출 테이블		
(원,배)	내용	비고
2026F EPS	4,184.1	과거 2개년 평균 PER에 30% 할증 (하부구조물 유럽 신규 수주 가정)
Target PER	15.7	
적정기업가치	65,517	
목표주가	65,000	1/9 종가 기준
현재주가	39,700	
상승여력	64%	

자료: 씨에스윈드, DS투자증권 리서치센터

씨에스윈드 [112610] _ 밸류에이션 매력 가장 돋보이는 구간

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	1,011	1,368	1,828	1,875	1,912	매출액	1,375	1,520	3,073	2,935	3,001
현금 및 현금성자산	192	207	359	377	356	매출원가	1,239	1,313	2,668	2,480	2,548
매출채권 및 기타채권	366	488	727	735	781	매출총이익	136	207	404	454	453
재고자산	382	582	657	677	690	판매비 및 관리비	94	103	149	141	153
기타	72	91	85	85	85	영업이익	42	104	255	314	300
비유동자산	773	1,502	1,781	1,868	1,984	(EBITDA)	108	180	420	498	500
관계기업투자등	13	20	22	22	22	금융손익	-32	-38	-75	-64	-70
유형자산	529	929	1,133	1,216	1,328	이자비용	15	34	70	72	71
무형자산	117	274	262	265	269	관계기업등 투자손익	-3	-4	3	3	3
자산총계	1,784	2,869	3,609	3,743	3,896	기타영업외손익	-2	-38	-12	-85	-34
유동부채	624	1,431	1,481	1,506	1,523	세전계속사업이익	5	23	172	168	199
매입채무 및 기타채무	323	832	775	785	800	계속사업법인세비용	10	5	28	20	24
단기금융부채	273	529	569	584	586	계속사업이익	-6	18	144	149	175
기타유동부채	28	70	137	137	137	중단사업이익	-1	0	0	0	0
비유동부채	233	495	929	933	937	당기순이익	-7	18	144	149	175
장기금융부채	208	432	871	875	878	지배주주	2	19	142	146	173
기타비유동부채	25	63	57	58	58	총포괄이익	35	35	231	149	175
부채총계	857	1,925	2,409	2,438	2,459	매출총이익률 (%)	9.9	13.6	13.2	15.5	15.1
자배주주지분	880	896	1,149	1,253	1,385	영업이익률 (%)	3.1	6.9	8.3	10.7	10.0
자본금	21	21	21	21	21	EBITDA마진률 (%)	7.8	11.8	13.7	17.0	16.7
자본잉여금	610	611	655	655	655	당기순이익률 (%)	-0.5	1.2	4.7	5.1	5.8
이익잉여금	242	241	361	466	597	ROA (%)	0.1	0.8	4.4	4.0	4.5
비자배주주지분(연결)	48	48	52	52	52	ROE (%)	0.2	2.2	13.9	12.1	13.1
자본총계	928	944	1,200	1,305	1,436	ROIC (%)	-4.5	5.7	10.9	12.1	10.8
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	151	111	49	311	331	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-7	18	144	149	175	P/E	1,521.1	152.8	12.4	11.3	9.5
비현금수익비용가감	126	171	299	182	199	P/B	3.3	3.3	1.5	1.3	1.2
유형자산감가상각비	51	59	128	172	188	P/S	2.1	1.9	0.6	0.6	0.6
무형자산상각비	15	16	37	12	12	EV/EBITDA	29.6	20.5	6.7	5.5	5.5
기타현금수익비용	61	95	134	-86	-87	P/CF	24.3	15.6	4.0	5.1	4.5
영업활동 자산부채변동	68	-57	-304	-19	-43	배당수익률 (%)	0.7	0.7	2.4	2.5	2.5
매출채권 감소(증가)	35	212	-63	-9	-45	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-10	-200	-18	-20	-13	매출액	15.1	10.6	102.1	-4.5	2.2
매입채무 증가(감소)	52	-52	-131	10	16	영업이익	-58.3	147.4	145.2	22.7	-4.3
기타자산, 부채변동	-9	-17	-93	0	0	세전이익	-94.9	406.3	633.2	-2.1	18.6
투자활동 현금	-105	-236	-212	-267	-312	당기순이익	적전	흑전	679.0	3.4	17.8
유형자산처분(취득)	-94	-188	-196	-255	-300	EPS	-97.1	916.1	634.2	4.2	19.0
무형자산 감소(증가)	-2	0	-2	-15	-15	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-12	-3	2	3	3	부채비율	92.3	204.0	200.7	186.9	171.2
기타투자활동	3	-45	-15	0	0	유동비율	162.1	95.6	123.5	124.5	125.6
재무활동 현금	-95	141	291	-26	-40	순차입금/자기자본(x)	30.6	77.9	88.8	81.8	76.0
차입금의 증가(감소)	12	161	313	16	1	영업이익/금융비용(x)	2.9	3.0	3.6	4.4	4.2
자본의 증가(감소)	-68	-21	-21	-41	-41	총차입금 (십억원)	480	961	1,440	1,459	1,464
배당금의 지급	25	21	21	41	41	순차입금 (십억원)	284	736	1,066	1,067	1,092
기타재무활동	-39	1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-70	16	152	18	-21	EPS	45	460	3,374	3,516	4,184
기초현금	262	192	207	359	377	BPS	20,856	21,254	27,238	29,710	32,839
기말현금	192	207	359	377	356	SPS	32,603	36,047	72,858	69,594	71,151
NOPLAT	-51	82	214	277	263	CFPS	2,832	4,493	10,489	7,832	8,865
FCF	83	-104	-73	44	19	DPS	500	500	1,000	1,000	1,000

자료: 씨에스윈드 DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SK오션플랜트[100090] _ 좋은 실적, 남은 변수는 매각

안주원 재생에너지·미드스몰캡
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지) 25,000원
현재주가(01/09) 21,300원
상승여력 17.4%

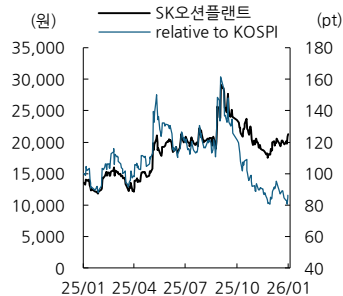
Stock Data

KOSPI 4,586.3pt
시가총액(보통주) 1,331십억원
발행주식수 62,478천주
액면가 500원
자본금 31십억원
60일 평균거래량 1,102천주
60일 평균거래대금 23,243백만원
외국인 지분율 5.6%
52주 최고가 31,500원
52주 최저가 11,670원
주요주주
에스케이에코플랜트(외1인) 35.6%
송무석(외5인) 15.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	12.3	1.7
3M	-11.4	-40.7
6M	4.4	-41.9

주가차트



■ 4Q25 Preview: 영업이익 103억원 추정

- 4분기 실적은 매출액 1,935억원(+18.7% YoY)과 영업이익 103억원(+283.4% YoY)으로 예상
- 부문별로는 해상풍력 구조물 477억원(+50.8% YoY)과 특수선 1,256억원(+9.7% YoY)전망. 하부구조물은 다수의 신규 수주 확보로 매출액 늘어나며 안마해상풍력은 2026년 공사 시작 예정

■ 2025년 연간 매출액 9,844억원(+48.6% YoY)과 영업이익 561억원(+34.3% YoY) 전망

- 해상풍력 매출액 전년 대비 27% 증가한 3,041억원, 특수선은 남은 잔고 거진 소화함에 따라 전년 대비 66% 증가한 6,114억원으로 예상
- 3분기 이후 하부구조물에서 추가 수주 없었던 만큼 연말 수주잔고는 약 1조원 내외 유지 전망(안마해상풍력은 계약금액 3,835억원에서 4,169억원으로 증가). 동남아시아 해군 건조 수주는 2026년 상반기 중으로 확보 예정

■ 투자 의견 매수, 목표주가 25,000원 유지

- 2026년 실적은 매출액 8,256억원(-16.1% YoY)과 영업이익 784억원(+39.8% YoY)으로 추정. 해상풍력 부문 매출액 4,863억원(+59.9% YoY), 특수선은 전년대비 54% 감소한 2,819억원으로 예상
- 올해는 수익성이 좋은 해상풍력 매출 비중이 높아져 영업이익률은 전년대비 3.8%p 향상된 9.5%로 전망
- 하부구조물은 국내 추가 수주 대기하고 있으며 동남아시아 특수선도 상반기 중 유입 예상. 또한 1분기 중 미국 함정정비협약도 취득할 예정. 해상풍력 뿐 아니라 미국 MRO 사업에 대한 기대감 커질 것임
- 국내외 사업들에 대한 기대감이 실제 주가에 반영되려면 현재 진행 중인 매각 여부가 중요. 1월 이내 종료 예정이며 어느 방향으로 결론이 나든 관련 이슈 해소될 것

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	692	926	663	984	826
영업이익	72	76	42	56	78
영업이익률(%)	10.4	8.2	6.3	5.7	9.5
세전이익	35	63	18	39	58
지배주주지분순이익	22	57	16	29	44
EPS(원)	418	971	277	487	740
증감률(%)	흑전	132.3	-71.5	75.9	52.0
ROE(%)	6.7	9.5	2.3	3.9	5.6
PER(배)	48.1	20.4	46.5	43.7	28.8
PBR(배)	2.1	1.7	1.1	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	13.0	13.5	12.6	16.0	12.3

자료: SK오션플랜트, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

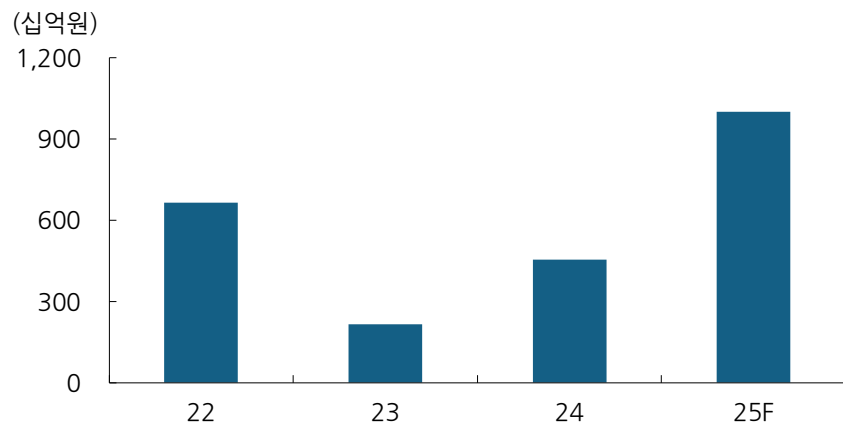
SK오션플랜트[100090] _ 좋은 실적, 남은 변수는 매각

SK오션플랜트 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	257.1	240.6	293.2	193.5	206.4	204.1	204.7	210.5	662.6	984.4	825.6
증가율	102.3%	38.8%	47.2%	18.7%	-19.7%	-15.2%	-30.2%	8.8%	-28.4%	48.6%	-16.1%
해상풍력 하부구조물	69.5	104.9	82.0	47.7	93.9	120.0	138.6	133.8	240.1	304.1	486.3
플랜트	0.0	0.0	0.0	5.5	1.5	1.8	1.6	0.6	5.6	5.6	5.6
특수선/조선	178.1	120.4	187.3	125.6	95.7	68.8	57.5	59.9	367.7	611.4	281.9
후육강관	5.8	4.5	10.6	5.0	4.3	4.3	4.3	4.5	14.2	25.9	17.4
기타	3.8	10.8	13.2	9.7	11.0	9.2	2.6	11.6	35.1	37.4	34.4
영업이익	11.0	15.6	19.3	10.3	13.6	18.4	20.7	25.8	41.8	56.1	78.4
영업이익률	4.3%	6.5%	6.6%	5.3%	6.6%	9.0%	10.1%	12.2%	6.3%	5.7%	9.5%
지배주주 순이익	4.4	8.5	11.2	4.7	7.0	10.8	12.9	13.1	16.4	28.8	43.8
순이익률	1.7%	3.5%	3.8%	2.4%	3.4%	5.3%	6.3%	6.2%	2.5%	2.9%	5.3%

자료: SK오션플랜트, DS투자증권 리서치센터 추정

SK오션플랜트 해상풍력 수주잔고 추이 및 전망



자료: SK오션플랜트, DS투자증권 리서치센터

SK오션플랜트 목표주가 산출 테이블

(원,배)	내용	비고
2026F EPS	701	과거 3개년 평균 PER
Target PER	36.4	
적정기업가치	25,551	
목표주가	25,000	1/9 종가 기준
현재주가	21,300	
상승여력	17%	

자료: 산자부, DS투자증권 리서치센터

SK오션플랜트[100090] _ 좋은 실적, 남은 변수는 매각

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	594	755	588	619	675	매출액	692	926	663	984	826
현금 및 현금성자산	86	45	71	100	154	매출원가	590	821	590	897	711
매출채권 및 기타채권	9	27	25	26	27	매출총이익	101	105	73	88	115
재고자산	8	3	9	11	12	판매비 및 관리비	29	29	31	32	36
기타	491	681	483	483	483	영업이익	72	76	42	56	78
비유동자산	626	677	834	850	857	(EBITDA)	83	94	71	90	113
관계기업투자등	0	9	9	9	9	금융손익	-21	-13	-15	-15	-15
유형자산	540	656	799	816	823	이자비용	26	22	20	20	20
무형자산	5	5	3	3	2	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	1,220	1,432	1,422	1,469	1,532	기타영업외손익	-16	1	-9	-2	-6
유동부채	643	687	619	620	623	세전계속사업이익	35	63	18	39	58
매입채무 및 기타채무	98	69	73	74	77	계속사업법인세비용	7	6	1	10	14
단기금융부채	203	186	173	173	173	계속사업이익	28	58	17	29	44
기타유동부채	342	432	373	373	373	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	52	46	90	91	93	당기순이익	28	58	17	29	44
장기금융부채	49	42	84	86	88	지배주주	22	57	16	29	44
기타비유동부채	3	4	5	5	5	총포괄이익	28	58	17	29	44
부채총계	694	733	708	712	716	매출총이익률 (%)	14.7	11.3	11.0	8.9	13.9
지배주주지분	521	695	709	753	811	영업이익률 (%)	10.4	8.2	6.3	5.7	9.5
자본금	27	30	30	30	31	EBITDA마진률 (%)	12.0	10.2	10.7	9.2	13.7
자본잉여금	431	547	547	561	576	당기순이익률 (%)	4.0	6.2	2.5	2.9	5.3
이익잉여금	22	77	91	120	164	ROA (%)	2.3	4.3	1.1	2.0	2.9
비지배주주지분(연결)	5	4	5	5	5	ROE (%)	6.7	9.5	2.3	3.9	5.6
자본총계	526	699	714	757	816	ROIC (%)	13.1	10.4	4.9	4.9	6.9
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	69	-138	135	64	80	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	28	58	17	29	44	P/E	48.1	20.4	46.5	43.7	28.8
비현금수익비용가감	65	37	54	36	36	P/B	2.1	1.7	1.1	1.7	1.6
유형자산감가상각비	11	18	28	33	33	P/S	1.5	1.3	1.1	1.3	1.5
무형자산상각비	1	1	1	1	1	EV/EBITDA	13.0	13.5	12.6	16.0	12.3
기타현금수익비용	54	19	25	-7	-6	P/CF	11.5	12.3	10.7	19.5	15.7
영업활동 자산부채변동	-4	-230	84	0	-1	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	8	3	-3	-1	-1	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	21	4	-5	-1	-1	매출액	37.5	33.8	-28.4	48.6	-16.1
매입채무 증가(감소)	-9	-17	-2	2	2	영업이익	172.2	5.1	-44.7	34.2	39.8
기타자산, 부채변동	-24	-220	94	0	0	세전이익	흑전	81.3	-72.0	121.1	49.0
투자활동 현금	-331	27	-108	-51	-41	당기순이익	흑전	105.4	-70.7	71.4	51.9
유형자산처분(취득)	-116	-109	-151	-50	-40	EPS	흑전	132.3	-71.5	75.9	52.0
무형자산 감소(증가)	-2	-1	1	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	부채비율	132.0	104.9	99.3	94.0	87.7
기타투자활동	-213	137	42	0	0	유동비율	92.5	109.8	95.0	99.7	108.5
재무활동 현금	253	70	-2	15	15	순차입금/자기자본(x)	2.4	14.4	19.1	14.4	7.0
차입금의 증가(감소)	2	71	-2	0	0	영업이익/금융비용(x)	2.7	3.5	2.1	2.8	3.9
자본의 증가(감소)	292	0	0	15	15	총차입금 (십억원)	252	228	257	258	260
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	12	101	137	109	57
기타재무활동	-41	-1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-10	-41	26	29	54	EPS	418	971	277	487	740
기초현금	96	86	45	71	100	BPS	9,783	11,734	11,974	12,506	13,267
기말현금	86	45	71	100	154	SPS	12,996	15,640	11,194	16,630	13,947
NOPLAT	58	69	40	42	59	CFPS	1,747	1,603	1,199	1,090	1,355
FCF	-242	-108	47	14	39	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: SK오션플랜트, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SK이터닉스[475150] _개발과 전력판매로 중장기 성장 확보

안주원 재생에너지·미드스몰캡
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(유지)	26,000원
현재주가(01/09)	20,550원
상승여력	26.5%

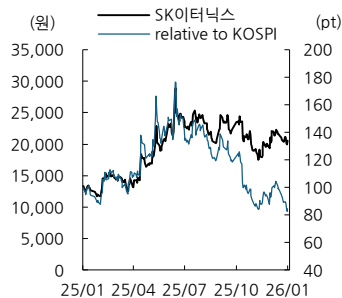
Stock Data

KOSPI	4,586.3pt
시가총액(보통주)	694십억원
발행주식수	33,754천주
액면가	200원
자본금	7십억원
60일 평균거래량	614천주
60일 평균거래대금	12,893백만원
외국인 지분율	5.3%
52주 최고가	30,600원
52주 최저가	11,500원
주요주주	
SK디스커버리(외4인)	43.6%
자사주(외1인)	0.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-2.6	-13.3
3M	-7.6	-36.9
6M	-12.9	-59.3

주가차트



4Q25 Preview: 영업이익 407억원 추정

- 4분기 실적은 매출액 2,627억원(+71.6% YoY)과 영업이익 407억원(+61.4% YoY)으로 전망
- 신재생 매출액은 2,551억원(+74.8% YoY), ESS는 76억원(+0.0% YoY)
- 신재생은 연료전지 충주 프로젝트 1,719억원과 군위풍백 약 200억원이 주효. 그 외 솔라닉스, BESS, 신안우이해상풍력 개발용역 매출 반영
- 분기 중 매출규모 가장 크며 이에 따라 영업이익도 동반 확대

2025년 매출액 4,004억원(+20.5% YoY)과 영업이익 525억원(+39.3% YoY) 전망

- 연간 매출액은 군위풍백(약 1,500억원)과 연료전지 인도에 따라 성장. 수익성 높은 개발용역 매출도 더해지며 안정적인 영업이익 달성
- 신안우이는 공사 대신 개발용역으로 진행됨에 따라 매출 규모는 당초 약 1조원에서 수백억원 수준으로 감소
- 태양광 자산 매입 및 구조화 통한 개발용역 매출 늘어났으며 국내 기업들과 장기 전력구매계약도 지속 체결

투자의견 매수, 목표주가 26,000원 유지

- 2026년 실적은 매출액 5,380억원(+34.4% YoY)과 영업이익 681억원(+29.7% YoY)으로 전망
- 연료전지 2개 사이트 인도가 예정되어 있으며 의성 황학산 풍력 완공에 따라 기본 4,000억원 이상의 매출 확보
- 올해는 태양광/풍력 전력 매출액도 발생하기 시작하며 거래기간 확정된 프로젝트 기준 240억원으로 추정
- 태양광 구조화 통한 장기 전력거래 계약 계속 늘어날 예정으로 개발사업 뿐 아니라 발전사업자로서 한 단계 진화

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	0	0	332	400	538
영업이익	0	0	38	53	68
영업이익률(%)			11.3	13.1	12.7
세전이익	0	0	27	50	57
지배주주지분순이익	0	0	22	42	45
EPS(원)	0	0	664	1,236	1,327
증감률(%)	적지	적지	적지	86.0	7.4
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	15.8	14.6
PER(배)	n/a	n/a	18.1	16.6	15.5
PBR(배)	n/a	n/a	1.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	10.7	10.2	8.2

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

SK이터닉스[475150] _개발과 전력판매로 중장기 성장 확보

SK이터닉스 실적 추정 테이블											
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	25.9	65.3	46.4	262.7	28.0	280.6	192.2	37.2	332.2	400.4	538.0
증가율	438.5%	366.8%	-71.0%	71.6%	8.0%	329.6%	314.0%	-85.8%	251.2%	20.5%	34.4%
신재생	17.9	58.3	38.3	255.1	21.0	276.5	187.9	30.0	304.5	369.6	515.4
ESS	8.0	7.1	8.1	7.6	7.0	4.1	4.3	7.2	27.7	30.8	22.6
영업이익	1.1	9.6	1.2	40.7	1.2	38.7	26.5	1.6	37.7	52.5	68.1
영업이익률	4.1%	14.7%	2.5%	15.5%	4.4%	13.8%	13.8%	4.4%	11.3%	13.1%	12.7%
지배주주 순이익	1.0	14.3	-5.1	31.4	0.2	26.6	17.6	0.4	22.4	41.6	44.7
순이익률	3.8%	21.9%	-10.9%	11.9%	0.6%	9.5%	9.1%	1.1%	6.7%	10.4%	8.3%

자료: 대명에너지, DS투자증권 리서치센터 추정

SK이터닉스 전력거래계약						
연도	날짜	용량 (MW)	거래기간	금액 (십억원)	연간 매출액 (십억원)	비고
2025	12월	75	26.02~51.01	406.8	16.3	풍력
	11월	100	추후 공시	502.3	20.1	태양광
	5월	40	28.06~53.06	203.1	8.1	태양광
	소계	215		1,112.2	44.5	
2024	11월	40	26.01~55.12	194.5	7.8	태양광
	소계	40		194.5	7.8	
합계		255		1,306.7	52.3	

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터

SK이터닉스 목표주가 산출 테이블		
(원,배)	내용	비고
2026F EPS	1,326.6	국내 주요 경쟁사 2026년 PER 적용
Target PER	19.9	
적정기업가치	26,399.6	
목표주가	26,000	1/9 종가 기준
현재주가	20,550	
상승여력	27%	

자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터

SK이터닉스[475150] _개발과 전력판매로 중장기 성장 확보

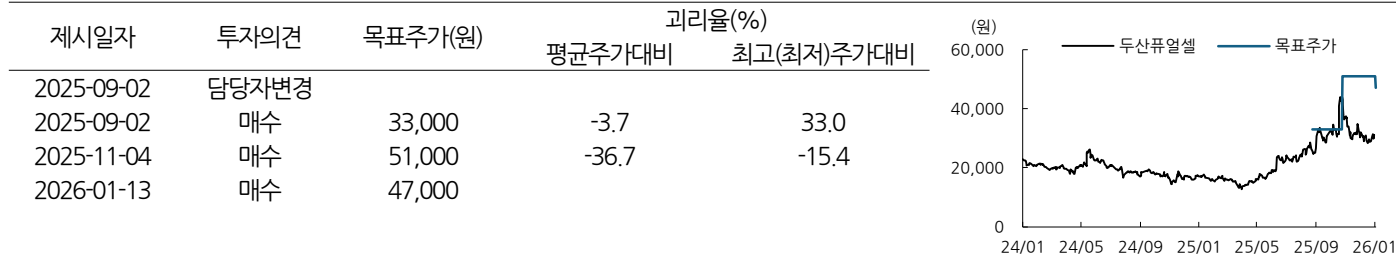
재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	0	0	255	956	1,027	매출액	0	0	332	400	538
현금 및 현금성자산	0	0	67	204	254	매출원가	0	0	276	307	412
매출채권 및 기타채권	0	0	18	55	59	매출총이익	0	0	56	93	126
재고자산	0	0	59	589	604	판매비 및 관리비	0	0	19	41	58
기타	0	0	112	109	110	영업이익	0	0	38	53	68
비유동자산	0	0	477	515	544	(EBITDA)	0	0	60	82	100
관계기업투자등	0	0	182	182	182	금융손익	0	0	-15	-22	-25
유형자산	0	0	236	273	302	이자비용	0	0	19	27	30
무형자산	0	0	7	7	8	관계기업등 투자손익	0	0	-3	-3	-3
자산총계	0	0	732	1,471	1,571	기타영업외손익	0	0	8	22	17
유동부채	0	0	297	932	957	세전계속사업이익	0	0	27	50	57
매입채무 및 기타채무	0	0	41	189	195	계속사업법인세비용	0	0	5	8	12
단기금융부채	0	0	139	143	146	계속사업이익	0	0	22	42	45
기타유동부채	0	0	117	601	616	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	193	250	281	당기순이익	0	0	22	42	45
장기금융부채	0	0	184	215	246	지배주주	0	0	22	42	45
기타비유동부채	0	0	8	35	36	총포괄이익	0	0	23	42	45
부채총계	0	0	490	1,188	1,243	매출총이익률 (%)	n/a	n/a	17.0	23.3	23.4
자배주주지분	0	0	242	284	328	영업이익률 (%)	n/a	n/a	11.3	13.1	12.7
자본금	0	0	7	7	7	EBITDA마진률 (%)	n/a	n/a	18.1	20.4	18.7
자본잉여금	0	0	214	214	214	당기순이익률 (%)	n/a	n/a	6.7	10.4	8.3
이익잉여금	0	0	21	63	108	ROA (%)	n/a	n/a	n/a	3.8	2.9
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	n/a	n/a	n/a	15.8	14.6
자본총계	0	0	242	284	328	ROIC (%)	n/a	n/a	n/a	16.0	20.5

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	0	0	67	199	111	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	0	0	22	42	45	P/E	n/a	n/a	18.1	16.6	15.5
비현금수익비용가감	0	0	41	95	67	P/B	n/a	n/a	1.7	2.4	2.1
유형자산감가상각비	0	0	22	28	31	P/S	n/a	n/a	1.2	1.7	1.3
무형자산상각비	0	0	1	1	1	EV/EBITDA	n/a	n/a	10.7	10.2	8.2
기타현금수익비용	0	0	18	66	34	P/CF	n/a	n/a	6.4	5.1	6.2
영업활동 자산부채변동	0	0	15	63	0	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	0	0	9	-37	-4	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	92	-529	-16	매출액	n/a	n/a	n/a	20.5	34.4
매입채무 증가(감소)	0	0	26	148	6	영업이익	n/a	n/a	n/a	39.5	29.7
기타자산, 부채변동	0	0	-112	481	14	세전이익	n/a	n/a	n/a	81.4	13.8
투자활동 현금	0	0	-67	-65	-65	당기순이익	n/a	n/a	n/a	85.9	7.4
유형자산처분(취득)	0	0	-12	-66	-60	EPS	n/a	n/a	n/a	86.0	7.4
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	0	-13	2	-3	부채비율	n/a	n/a	202.4	418.8	378.7
기타투자활동	0	0	-41	0	0	유동비율	n/a	n/a	85.8	102.6	107.4
재무활동 현금	0	0	-50	3	3	순차입금/자기자본(x)	n/a	n/a	98.7	49.6	38.1
차입금의 증가(감소)	0	0	-50	3	3	영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	2.0	2.0	2.2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	총차입금 (십억원)	0	0	324	358	392
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	0	0	239	141	125
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	0	0	-50	137	50	EPS	0	0	664	1,236	1,327
기초현금	0	0	117	67	204	BPS	0	0	7,182	8,417	9,743
기말현금	0	0	67	204	254	SPS	0	0	9,859	11,884	15,968
NOPLAT	0	0	31	44	54	CFPS	0	0	1,875	4,061	3,301
FCF	0	0	11	134	46	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

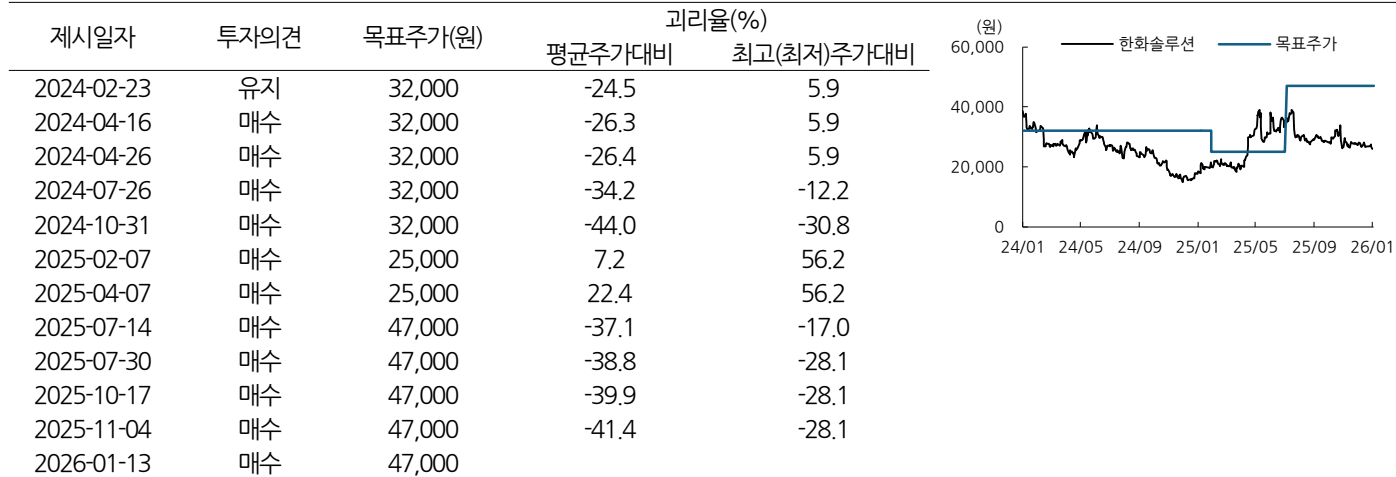
자료: SK이터닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

투자의견 및 목표주가 변동추이

두산퓨얼셀 (336260) 투자의견 및 목표주가 변동추이



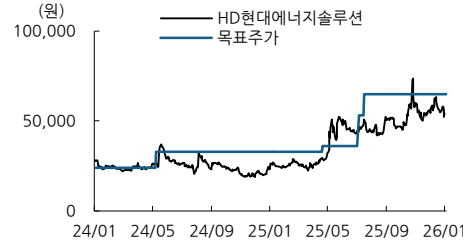
한화솔루션 (009830) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 목표주가 변동추이

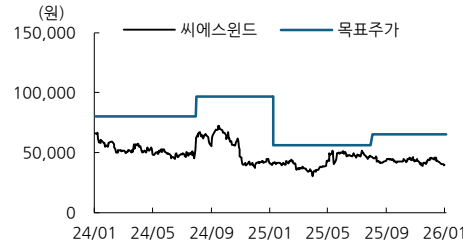
HD현대에너지솔루션 (322000) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-17	매수	33,000	-24.2	12.1
2024-10-11	매수	33,000	-28.4	-12.1
2024-11-01	매수	33,000	-28.2	-12.1
2025-01-06	매수	33,000	-22.7	-12.1
2025-02-11	매수	33,000	-21.9	-12.1
2025-04-29	매수	36,000	20.2	45.3
2025-07-14	매수	53,000	-12.2	-6.9
2025-07-25	매수	65,000	-20.4	13.1
2025-08-06	매수	65,000	-19.8	13.1
2025-10-17	매수	65,000	-13.4	13.1
2026-01-13	매수	65,000		



씨에스윈드 (112610) 투자의견 및 목표주가 변동추이

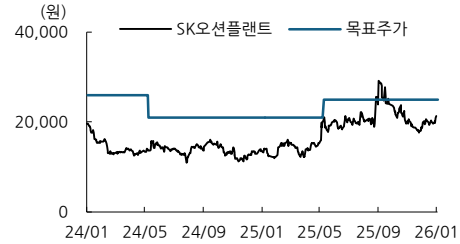
제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-20	매수	80,000	-36.8	-21.9
2024-04-02	매수	80,000	-37.2	-21.9
2024-04-03	매수	80,000	-37.3	-21.9
2024-04-16	매수	80,000	-38.1	-21.9
2024-05-17	매수	80,000	-38.8	-21.9
2024-08-09	매수	97,000	-45.1	-25.5
2024-10-16	매수	97,000	-52.8	-36.3
2024-11-07	매수	97,000	-57.0	-45.5
2025-01-17	매수	56,000	-23.8	-7.7
2025-02-24	매수	56,000	-23.3	-7.7
2025-05-09	매수	56,000	-15.0	-7.7
2025-07-14	매수	56,000	-15.2	-7.9
2025-08-11	매수	65,000	-33.5	-27.5
2025-11-10	매수	65,000	-34.5	-29.2
2026-01-13	매수	65,000		



투자의견 및 목표주가 변동추이

SK오션플랜트 (100090) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-17	매수	21,000	-34.0	-5.5
2024-07-18	매수	21,000	-34.4	-5.5
2025-02-04	매수	21,000	-31.2	-5.5
2025-02-11	매수	21,000	-30.4	-5.5
2025-05-19	매수	25,000	-17.0	16.4
2025-06-05	매수	25,000	-16.4	16.4
2025-07-01	매수	25,000	-15.6	16.4
2025-07-14	매수	25,000	-15.4	16.4
2025-11-18	매수	25,000	-22.7	-14.8
2026-01-13	매수	25,000		



SK이터닉스 (475150) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-08	담당자변경			
2024-05-08	매수	24,000	-21.0	27.5
2024-10-11	매수	24,000	-39.4	-4.6
2025-05-26	매수	26,000	-15.6	11.2
2025-06-05	매수	26,000	-15.1	11.2
2026-01-13	매수	26,000		



Compliance Notice

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 추가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-20% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

		기준일 2025.12.31	
매수	중립	매도	
98.8%	0.6%	0.6%	

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.