한화솔루션 009830

Analyst 백영찬 | 화학/에너지
02-3779-3609, yc.baek@sangsanginib.com

4Q25 Preview: 아쉬운 통관 지연

BUY 유지

목표주가 유지	43,000원
종가(26.01.16)	28,650원
상승여력	50.1%

Stock Data

KOSPI(01/16)	4,840.7pt
시가총액	49,247억원
액면가	5,000원
52주 최고가	39,050원
52주 최저가	18,410원
외국인지분율	11.3%
90일 일평균거래대금	383억원
주요주주지분율	
한화 (외 5인)	36.5%
유동주식비율	61.2%

Stock Price

투자의견 BUY, 목표주가 43,000원 유지

한화솔루션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 43,000원을 유지한다. 투자의견 BUY를 유지하는 이유는 1) 미국의 대중국 태양광제품 관련 적극적인 관세 정책이 지속되고, 2) 2026년 하반기 신규 태양광셀 공장의 상업생산을 통한 수익성 개선이 가능하다고 판단되기 때문이다.

4Q25 Preview: 신재생에너지 실적악화로 시장 기대치 하회

4분기 매출액과 영업이익은 3조 7047억원 (-18.8%YoY), -2170억원 (적자지속YoY)으로 컨센서스 (Fnguide 1/16기준 OP -1,662억원) 하회가 예상된다. 실적부진 배경은 신재생 에너지의 손익 악화 때문이다. 4분기 신재생에너지 외형과 영업이익은 2조 165억원 (-29.7%YoY), -1154억원 (적자전환YoY)으로 추정된다. 미국 행정부 셧다운이 길어지며 태양광 모듈의 통관 절차 지연에 따른 판매량 감소와 생산공장의 가동률 하락으로 외형 감소와 수익성 악화가 동시에 발생하였다. 또한 미국의 신규 태양광셀 공장의 상업생산이 지연되면서 일시적인 비용 상승도 있었던 것으로 보인다. 케미칼사업의 4분기 영업이익은 -830억원 (적자지속YoY, OPM -7.3%)으로 적자 지속이 예상된다. 수요 약화에 따른 LDPE와 PVC 가격 하락으로 스프레드가 축소되었기 때문이다.

2026년 투자 포인트: 1) 미국 태양광공장 본격 양산, 2) 대중국 태양광정책

2025년 하반기 완공된 미국 태양광셀 (카터스빌 3.3GW) 공장은 유틸리티 문제로 상업가동이 연기되었다. 그러나 설비 보수를 통해 2026년 하반기에는 정상가동이 가능할 전망이다. 또한 미국의 적극적인 대중국 태양광 정책을 보면 장기적으로 비중국 태양광기업에 많은 기회가 발생하고 있는 것은 분명하다. 미국 전력생산 입장에서도 태양광과 ESS의 중요성은 더욱 부각되고 있다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	13,289	605	-208	-1,216	N.A	11.2	0.9	-2.5	0.8
2024	12,394	-300	-1,404	-8,175	N.A	32.5	0.3	-16.2	1.9
2025E	13,281	-92	-533	-3,146	N.A	27.4	0.6	-6.0	0.3
2026E	13,670	78	-426	-2,518	N.A	22.1	0.6	-5.4	1.0
2027E	14,345	818	182	1,067	26.9	12.5	0.6	2.3	1.0

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권

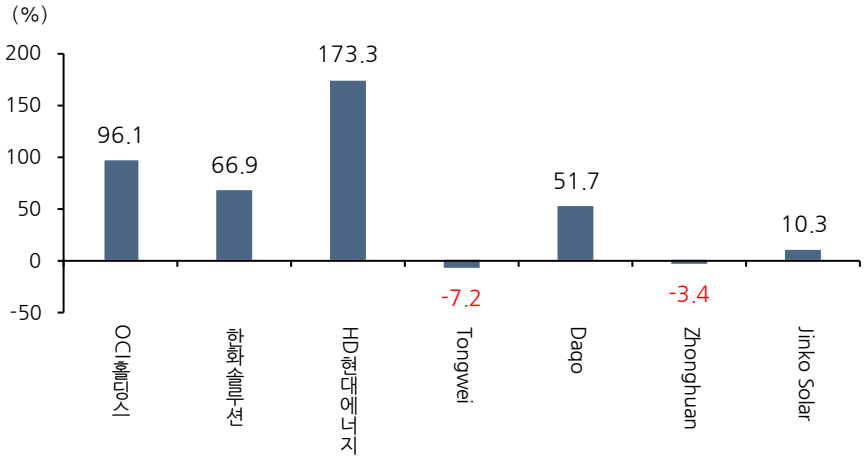
QR코드로 간편하게
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

표 1. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**2,392.9**	**2,665.0**	**2,773.2**	**4,562.9**	**3,094.5**	**3,117.2**	**3,364.4**	**3,704.7**	**12,394.0**	**13,280.8**	**13,669.5**
케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,137.1	4,817.2	4,610.0	4,688.4
신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,016.5	5,765.8	6,813.6	7,038.5
첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	273.8	307.9	257.9	278.5	1,037.6	1,118.1	1,174.0
기타	156.9	196.5	177.5	242.5	147.9	123.9	194.7	272.6	773.4	739.1	768.6
매출원가	2,195.8	2,340.8	2,466.5	4,005.0	2,644.3	2,567.5	2,965.5	3,457.6	11,008.2	11,634.8	11,801.1
매출총이익	**197.1**	**324.2**	**306.7**	**557.9**	**450.2**	**549.7**	**398.9**	**247.1**	**1,385.8**	**1,646.0**	**1,868.4**
GPM (%)	*8.2*	*12.2*	*11.1*	*12.2*	*14.5*	*17.6*	*11.9*	*6.7*	*11.2*	*12.4*	*13.7*
판관비	413.7	429.7	387.7	455.0	419.9	447.7	406.3	464.1	1,686.1	1,738.0	1,790.1
영업이익	**-216.6**	**-105.5**	**-81.0**	**102.9**	**30.3**	**102.1**	**-7.4**	**-217.0**	**-300.2**	**-92.0**	**78.3**
케미칼	-18.7	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-46.8	-9.0	-83.0	-121.3	-230.0	-173.5
신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	136.2	156.2	7.9	-115.4	-257.5	184.9	281.5
첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	9.8	3.6	6.4	23.5	18.0	35.2
기타	-23.2	-5.3	-15.1	98.7	-12.9	-17.1	-9.9	-25.0	55.1	-64.9	-65.0
OPM(%)	***-9.1***	***-4.0***	***-2.9***	***2.3***	***1.0***	***3.3***	***-0.2***	***-5.9***	***-2.4***	***-0.7***	***0.6***
케미칼	*-1.5*	*-1.4*	*-2.6*	*-4.6*	*-8.5*	*-3.8*	*-0.8*	*-7.3*	*-2.5*	*-5.0*	*-3.7*
신재생에너지	*-24.3*	*-9.4*	*-3.6*	*2.1*	*8.5*	*10.8*	*0.5*	*-5.7*	*-4.5*	*2.7*	*4.0*
첨단소재	*4.2*	*3.4*	*2.4*	*-0.8*	*-0.7*	*3.2*	*1.4*	*2.3*	*2.3*	*1.6*	*3.0*
기타	*-14.8*	*-2.7*	*-8.5*	*40.7*	*-8.7*	*-13.8*	*-5.1*	*-9.2*	*7.1*	*-8.8*	*-8.5*
세전이익	**-517.5**	**-172.9**	**-370.4**	**-363.0**	**-68.1**	**-148.4**	**-39.7**	**-326.7**	**-1,423.8**	**-582.9**	**-506.6**
순이자손익	-112.1	-130.0	-133.0	-66.6	-107.1	-108.6	-107.1	-137.7	-441.7	-460.5	-542.9
지분법손익	-50.1	-51.5	-99.5	-222.9	128.3	3.2	99.1	-17.0	-424.0	213.6	78.0
기타	-138.7	114.1	-56.9	-176.4	-119.6	-145.1	-24.3	45.0	-257.9	-244.0	-120.0
당기순이익	**-448.4**	**-329.3**	**-387.6**	**-203.6**	**-30.2**	**-178.4**	**4.5**	**-261.4**	**-1,369.0**	**-465.5**	**-405.3**
지배주주순이익	**-459.1**	**-366.7**	**-400.5**	**-178.1**	**-44.5**	**-201.6**	**-12.1**	**-274.4**	**-1,404.4**	**-532.6**	**-425.5**

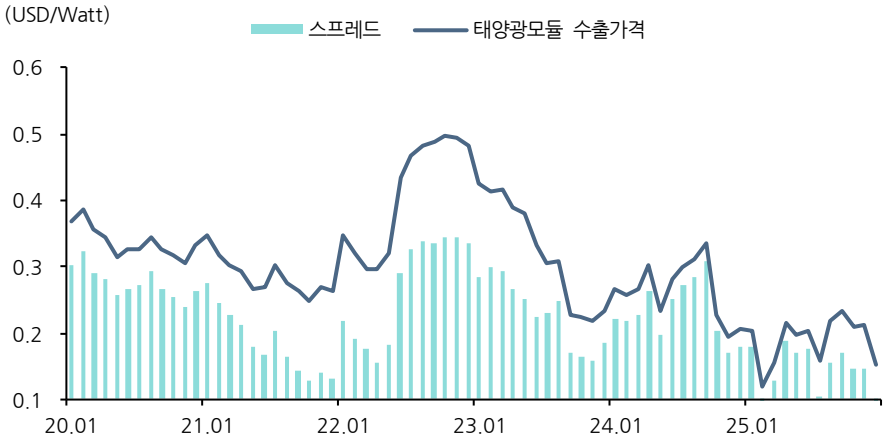
자료: 한화솔루션, 상상인증권

그림 1. 한국과 중국 태양광기업의 2025년 절대 주가 상승률 비교 (2025년 YTD)



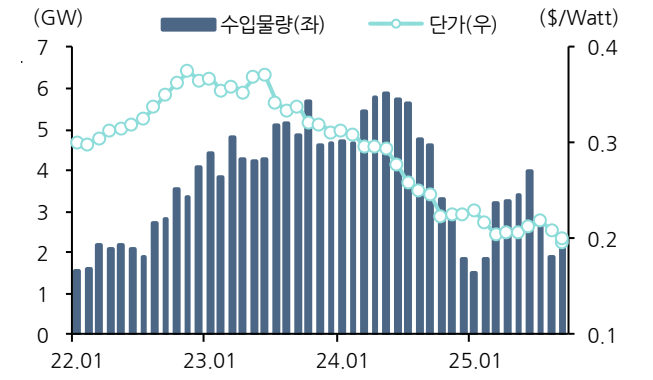
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 2. 한국 태양광 모듈 수출가격과 스프레드 추이



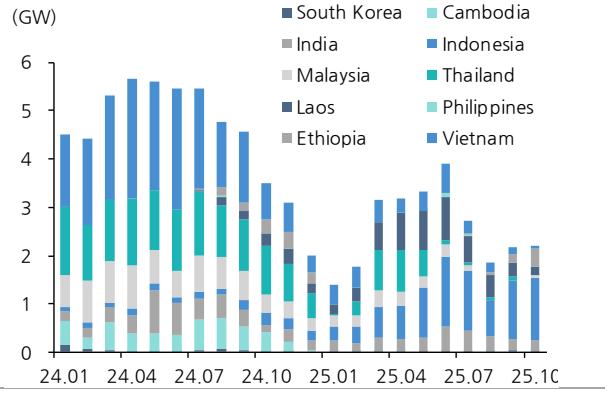
자료: KITA, 상상인증권

그림 3. 미국의 태양광 모듈 수입물량 및 단가



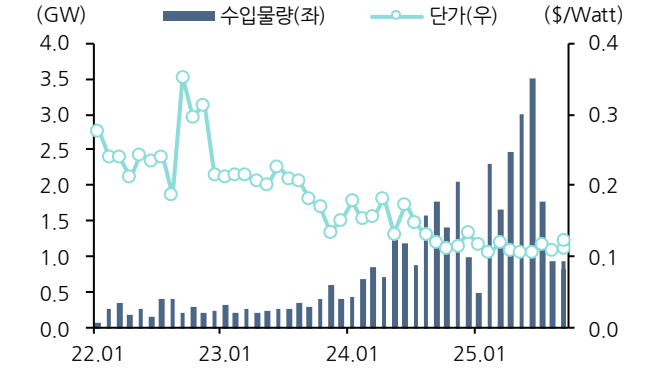
자료: USITC, 상상인증권

그림 4. 미국의 태양광 모듈 주요 수입국가



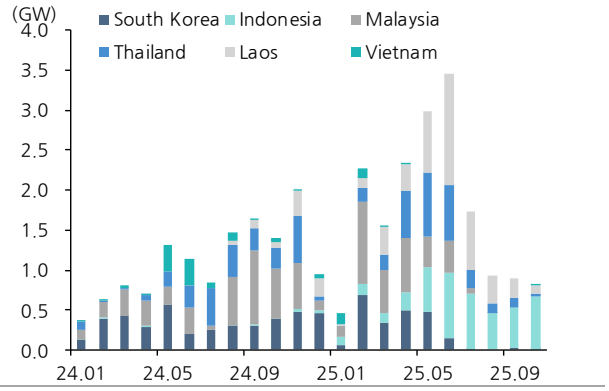
자료: USITC, 상상인증권

그림 5. 미국의 태양광셀 수입물량 및 단가



자료: USITC, 상상인증권

그림 6. 미국의 태양광 셀 주요 수입국가



자료: USITC, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**8,704.9**	**10,882.7**	**11,433.7**	**11,225.8**	**11,664.4**
현금 및 현금성자산	1,956.0	2,184.4	1,030.9	371.1	338.1
매출채권	2,408.8	2,967.6	3,130.8	3,287.3	3,451.7
재고자산	3,296.7	4,257.5	5,367.9	5,585.8	5,812.6
비유동자산	**14,407.5**	**19,154.2**	**20,806.8**	**22,179.8**	**23,129.5**
관계기업투자등	4,270.5	5,171.8	5,912.5	6,152.6	6,402.4
유형자산	7,046.4	10,727.0	11,633.4	12,747.6	13,423.9
무형자산	1,768.0	1,755.7	1,823.3	1,783.7	1,746.4
자산총계	**24,492.9**	**30,036.8**	**32,240.6**	**33,405.7**	**34,793.9**
유동부채	**7,688.8**	**11,707.6**	**12,653.7**	**13,425.9**	**14,174.6**
매입채무	2,933.8	4,023.2	4,224.3	4,435.5	4,657.3
단기금융부채	3,966.6	6,425.2	7,050.9	7,555.9	8,024.5
비유동부채	**6,598.0**	**7,722.4**	**9,452.8**	**10,288.5**	**10,798.2**
장기금융부채	5,802.1	6,833.5	8,489.2	9,290.0	9,763.4
부채총계	15,482.4	19,430.0	22,106.5	23,714.4	24,972.8
지배주주지분	**7,847.5**	**9,449.7**	**8,174.6**	**7,731.9**	**7,861.7**
자본금	888.6	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	1,497.1	1,562.4	1,590.8	1,590.8	1,590.8
이익잉여금	5,338.9	4,132.4	3,525.8	3,083.0	3,212.9
비지배주주지분	**1,163.1**	**1,157.2**	**1,959.4**	**1,959.4**	**1,959.4**
자본총계	**9,010.5**	**10,606.9**	**10,134.0**	**9,691.3**	**9,821.1**

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**13,288.7**	**12,394.0**	**13,280.8**	**13,669.5**	**14,345.3**
매출원가	11,049.9	11,008.2	11,634.8	11,801.1	11,683.4
매출총이익	2,238.9	1,385.9	1,645.9	1,868.4	2,661.9
판매비와 관리비	1,634.3	1,686.1	1,738.0	1,790.1	1,843.8
영업이익	**604.5**	**-300.2**	**-92.0**	**78.3**	**818.1**
EBITDA	1,283.2	415.2	689.3	945.4	1,738.0
금융손익	-306.1	-517.7	-137.7	-542.9	-575.8
관계기업등 투자손익	10.8	-424.0	219.9	78.0	127.0
기타영업외손익	-411.3	-181.8	-573.1	-120.0	-140.0
세전계속사업이익	**-102.0**	**-1,423.7**	**-582.9**	**-506.6**	**229.3**
계속사업법인세비용	41.1	-315.6	-119.7	-101.3	45.9
당기순이익	-155.3	-1,369.0	-465.5	-405.3	183.4
지배주주순이익	**-208.1**	**-1,404.4**	**-532.6**	**-425.5**	**181.6**
매출총이익률 (%)	16.8	11.2	12.4	13.7	18.6
영업이익률 (%)	4.5	-2.4	-0.7	0.6	5.7
EBITDA 마진률 (%)	9.7	3.4	5.2	6.9	12.1
세전이익률 (%)	-0.8	-11.5	-4.4	-3.7	1.6
지배주주순이익률 (%)	-1.6	-11.3	-4.0	-3.1	1.3
ROA (%)	-0.9	-5.2	-1.7	-1.3	0.5
ROE (%)	-2.5	-16.2	-6.0	-5.4	2.3
ROIC (%)	3.8	-1.5	-0.4	0.3	3.3

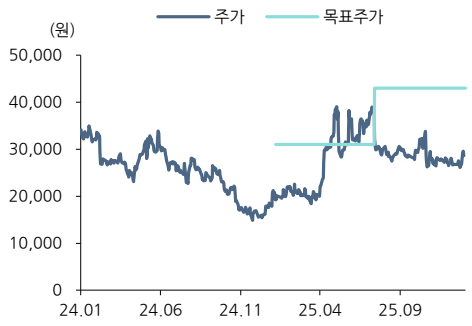
현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**518.0**	**638.5**	**-1,089.5**	**237.4**	**843.6**
당기순이익(손실)	-155.3	-1,369.0	-465.5	-405.3	183.4
현금수익비용가감	1,583.5	1,952.8	606.6	803.8	827.4
유형자산감가상각비	612.8	649.4	717.8	804.5	858.6
무형자산상각비	65.8	66.1	63.6	62.6	61.3
기타현금수익비용	904.8	1,237.4	-894.0	-219.4	-346.5
운전자본 증감	-498.8	83.8	-1,166.9	-161.2	-167.2
매출채권의 감소(증가)	-543.5	-274.3	273.7	-156.5	-164.4
재고자산의 감소(증가)	-174.9	-473.5	-1,170.3	-218.0	-226.8
매입채무의 증가(감소)	289.6	688.1	513.1	211.2	221.8
기타영업현금흐름	-70.1	143.6	-783.3	2.1	2.2
투자활동 현금흐름	**-2,799.1**	**-3,287.4**	**-2,713.8**	**-2,185.6**	**-1,767.0**
유형자산 처분(취득)	-2,349.2	-3,343.9	-2,098.6	-1,918.7	-1,535.0
무형자산 감소(증가)	-18.0	-21.2	-13.1	-23.0	-24.0
투자자산 감소(증가)	-606.6	-183.6	-12.8	-185.5	-147.2
기타투자활동	174.7	261.3	-589.2	-58.4	-60.7
재무활동 현금흐름	**1,608.7**	**2,675.9**	**2,717.9**	**1,288.6**	**890.3**
차입금의 증가(감소)	1,988.7	2,612.2	2,285.9	1,305.8	942.0
자본의 증가(감소)	39.6	-138.0	-51.7	-17.2	-51.7
배당금 지급	0.0	138.0	51.7	17.2	51.7
기타재무활동	-419.6	201.7	483.7	0.0	0.0
현금의 증감	**-658.1**	**226.3**	**-1,153.5**	**-659.7**	**-33.1**
기초현금	2,616.2	1,958.1	2,184.4	1,030.9	371.1
기말현금	1,958.1	2,184.4	1,030.9	371.1	338.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	N.A	N.A	N.A	N.A	26.9
P/B	0.9	0.3	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	11.2	32.5	27.4	22.1	12.5
P/S	0.5	0.2	0.4	0.4	0.3
배당수익률 (%)	0.8	1.9	0.3	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액 증가율	1.2	-6.7	7.2	2.9	4.9
영업이익 증가율	-34.6	적전	적지	흑전	944.9
세전이익 증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익 증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
EPS 증가율	적전	적지	적지	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	171.8	183.2	218.1	244.7	254.3
유동비율	113.2	93.0	90.4	83.6	82.3
순차입금/자기자본	84.0	100.9	137.5	163.8	171.3
영업이익/금융비용	1.5	-0.5	-0.5	0.1	1.2
총차입금 (십억원)	9,768.7	13,258.7	15,540.1	16,845.9	17,787.9
순차입금 (십억원)	7,567.9	10,700.6	13,931.3	15,873.3	16,824.0
주당지표 (원)					
EPS	-1,216	-8,175	-3,146	-2,518	1,067
BPS	44,979	54,163	46,855	44,317	45,061
SPS	76,167	71,039	76,122	78,350	82,223
DPS	300	300	100	300	300

한화솔루션 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-01-22	Buy	31,000	1년	-11.8	26.0
2025-07-30	Buy	43,000	1년	-33.2	-21.4
2026-01-19	Buy	43,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:백영찬)
- 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 현재당사에서 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.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	84.6%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	**투자등급 3단계** 향후 12 개월 절대수익률	BUY	92.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	15.4%	시가총액 수준 유지			HOLD	7.5%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	