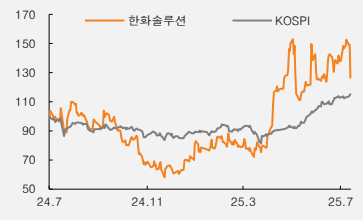


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 38,000원
현재주가(25/7/30)	32,350원
상승여력	17.5%

영업이익(25F,십억원)	141
Consensus 영업이익(25F,십억원)	743
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.3
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	11.8
KOSPI	3,254.47
시가총액(십억원)	5,561
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	61.1
외국인 보유비중(%)	14.4
베타(12M) 일간수익률	1.26
52주 최저가(원)	14,860
52주 최고가(원)	39,050
(%)	1M 6M 12M
절대주가	2.4 60.9 31.5
상대주가	-3.4 25.5 10.6



[에너지/정유화학]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

한화솔루션

비용 증가에 대한 의문이 커지는 시점

목표주가 5.1만원 → 3.8만원 하향. 매수 의견 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.8만원으로 하향한다. 요인은 향후 실적 전망치 하향 조정이며, 신규 공장 가동 지연과 공급망 다변화 및 관세로 인한 비용 증가 영향이 컸다. 실적이 3분기 이후 4분기에 다시 V자로 회복할 것으로 전망함에도 불구하고, 동사에 대한 보수적 접근을 권하는 이유는 1) 트럼프의 행정명령으로 인한 중국 제품 규제 강화 가능성, 2) 불확실한 신규 공장 가동 시점 때문이다. 해당 이슈들이 명확해지는 시점에서 평가 상승 vs 비용 증가에 대한 판단이 가능할 전망이다.

2Q25 Review: 모듈 가격 상승 가능성을 보여준 분기

동사의 2Q25 영업이익은 1,021억원으로 컨센서스를 -27% 하회했다. 컨센서스 하회 요인은 신재생에너지 부문 내 발전사업(유틸리티 및 주택용)이 부진했기 때문이다. OBBBA 법안 통과 과정에서 유틸리티 업체들은 사업 전망에 대한 불확실성으로 인해 관망세를 보였던 것으로 추측한다. 다만, 모듈 및 기타는 모듈 ASP 상승으로 약 -200억원을 기록하며 전분기 -1550억원 대비 크게 개선되었다. 당사는 모듈 가격이 약 30c/w까지 상승했던 것으로 추정하나, 실적발표 컨퍼런스 콜에서 일시적인 현상이었다고 언급한 만큼 향후 가격 방향성 모니터링이 필요하다.

하반기 전망: 보수적인 접근 필요

동사의 3Q25 영업손익은 -1,523억원으로 전분기 대비 적자전환을 전망한다. 적자 전환 요인은 셀 품질 이슈로 인한 공장 가동률 하락이다. 한국/말레이시아에 위치한 셀 공장은 불량 이슈로 인해 점검을 진행했다. 셀 공장은 7월 말부터 정상가동 되었으나 미국 수출까지 고려하면 미국 모듈 공장 가동 정상화는 9월부터 시작될 전망이다. 3분기 AMPC 가이드نس가 1,200억원이기에 가동률은 약 60%를 예상한다.

동사 실적 전망치를 하향 조정하는 이유는 1) 트럼프 행정명령으로 인한 착공 규제 강화 가능성, 2) 신규 공장 가동시점 지연(4Q25), 3) PFE 및 관세 이슈로 인한 비용 증가 때문이다. 미국 내 셀/모듈 공급량 축소로 가격 상승 시나리오는 여전히 유효하지만, 아직 행정명령 결과가 확정되지 않은 상황에서 온전히 비용 증가분을 평가에 전가할 수 있을지는 확인이 필요하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	14,669	17,053	17,533
영업이익 (십억원)	579	-300	141	1,193	1,330
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	1.0	7.0	7.6
순이익 (십억원)	-141	-1,404	-579	768	921
EPS (원)	-795	-8,050	-3,320	4,402	5,278
ROE (%)	-1.7	-16.0	-6.4	8.5	9.3
P/E (배)	-	-	-	7.3	6.1
P/B (배)	0.8	0.3	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.8	1.9	0.9	0.9	0.9

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	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	
매출액	합계	2,353.4	2,651.8	2,745.9	4,642.9	3,094.5	3,117.2	3,486.5	4,970.9	12,394.0	14,669.1	17,053.3
	신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,599.2	1,446.4	1,946.5	3,395.4	5,765.8	8,387.5	10,808.9
	케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,073.6	1,239.0	1,135.4	1,158.0	4,817.2	4,606.0	4,540.6
	첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	273.8	307.9	254.6	267.5	1,037.6	1,103.8	1,103.8
	기타	117.4	183.3	150.2	322.5	147.9	123.9	150.0	150.0	773.4	571.8	600.0
영업이익	합계	-214.8	-112.3	-80.3	107.0	30.3	102.1	-152.3	160.6	-300.4	140.6	1,193.4
	신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	136.2	156.2	-117.0	244.4	-257.5	419.8	1,324.0
	케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-54.2	-91.2	-46.8	-25.4	-63.5	-121.5	-226.9	-81.9
	첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	-1.8	9.8	5.1	-5.4	23.5	7.7	11.4
	기타	-21.2	-12.1	-14.4	102.8	-12.9	-17.1	-15.0	-15.0	55.1	-60.0	-60.0
세전이익		-517.5	-172.9	-370.4	-363.0	-68.1	-148.4	-274.4	37.6	-1,423.7	-453.3	668.7
당기순이익(지배)		-459.1	-366.7	-400.5	-178.1	-44.5	-262.7	-315.3	43.2	-1,404.4	-579.3	768.1

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,966.1	7.5	14,745.9	미국 First Solar 12MF EV/EBITDA 평균
케미칼	339.3	6.5	2,205.3	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	82.5	7.0	577.4	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			17,638.8	
순차입금			11,000.0	차입금 12.5조 - 현금 1.5조(2Q26 전망)
우선주 시가총액			66.3	
Equity Value			6,572.4	
주식수(백만주)			171.9	
적정주가			38,236	목표주가 3.8만원 산출

자료: 미래에셋증권 리서치센터

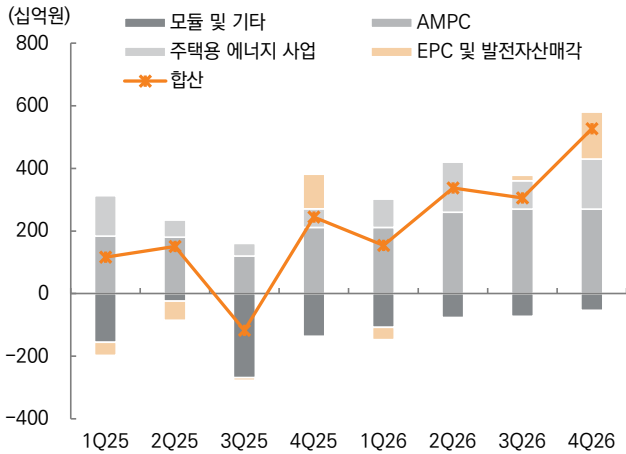
표 3. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	15,520	15,916	14,669	17,053	-5.5	7.1
영업이익	711	1,341	141	1,193	-80.2	-11.0
당기순이익(지배)	370	1,049	-579	768	-	-26.8

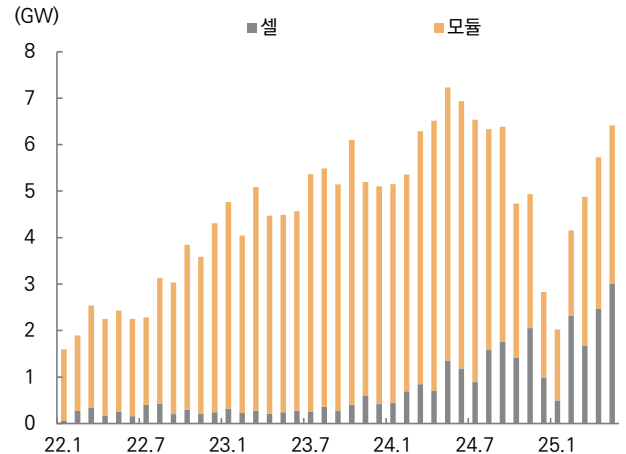
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 신재생에너지 부문 영업이익 세부 사항 추정



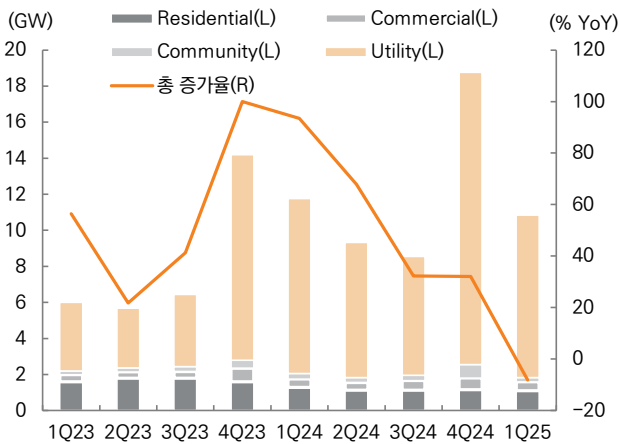
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미국 셀/모듈 수입량 추이



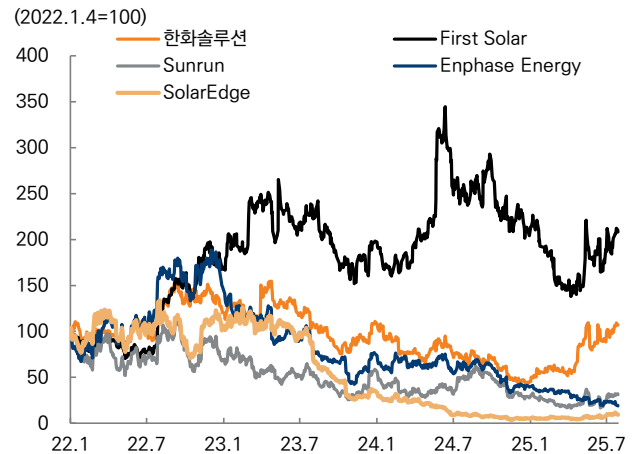
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



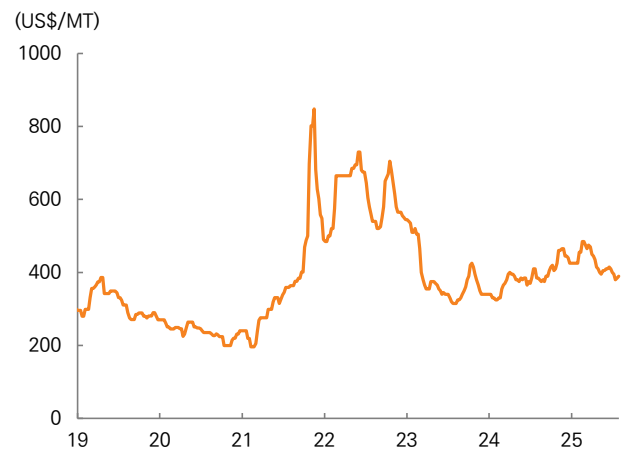
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스캠, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	12,394	14,669	17,053	17,533
매출원가	11,008	12,772	14,016	14,360
매출총이익	1,386	1,897	3,037	3,173
판매비와관리비	1,686	1,756	1,844	1,844
조정영업이익	-300	141	1,193	1,330
영업이익	-300	141	1,193	1,330
비영업손익	-1,124	-594	-524	-528
금융손익	-445	-429	-476	-478
관계기업등 투자손익	-327	106	-53	-55
세전계속사업손익	-1,424	-453	669	802
계속사업법인세비용	-316	-61	147	176
계속사업이익	-1,109	-392	522	625
중단사업이익	-260	-1	0	0
당기순이익	-1,369	-393	522	625
지배주주	-1,404	-579	768	921
비지배주주	35	186	-247	-296
총포괄이익	757	-434	522	625
지배주주	648	-538	646	775
비지배주주	109	104	-125	-150
EBITDA	415	967	2,087	2,260
FCF	-2,759	-368	653	809
EBITDA 마진율 (%)	3.3	6.6	12.2	12.9
영업이익률 (%)	-2.4	1.0	7.0	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.3	-3.9	4.5	5.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,883	11,276	11,626	11,429
현금 및 현금성자산	2,184	1,837	1,446	1,249
매출채권 및 기타채권	2,722	3,710	4,049	4,049
재고자산	4,258	3,977	4,341	4,341
기타유동자산	1,719	1,752	1,790	1,790
비유동자산	19,154	20,985	21,809	22,079
관계기업투자등	4,930	5,371	5,863	5,863
유형자산	10,727	11,994	12,354	12,672
무형자산	1,756	1,764	1,710	1,662
자산총계	30,037	32,261	33,435	33,509
유동부채	11,708	14,242	14,857	14,357
매입채무 및 기타채무	2,923	4,325	4,692	4,692
단기금융부채	6,425	7,347	7,360	6,860
기타유동부채	2,360	2,570	2,805	2,805
비유동부채	7,722	7,974	8,063	8,063
장기금융부채	6,833	7,006	7,006	7,006
기타비유동부채	889	968	1,057	1,057
부채총계	19,430	22,216	22,920	22,420
지배주주지분	9,450	8,720	9,436	10,305
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,566	1,566	1,566
이익잉여금	4,132	3,474	4,191	5,060
비지배주주지분	1,157	1,325	1,079	783
자본총계	10,607	10,045	10,515	11,088

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	638	1,645	1,853	2,009
당기순이익	-1,369	-393	522	625
비현금수익비용가감	1,953	1,190	1,494	1,564
유형자산감가상각비	649	766	840	882
무형자산상각비	66	60	54	48
기타	1,238	364	600	634
영업활동으로인한자산및부채의변동	84	844	-12	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-274	-941	-298	0
재고자산 감소(증가)	-474	314	-364	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	688	1,361	367	0
법인세납부	-72	2	-147	-176
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,287	-2,047	-1,104	-1,053
유형자산처분(취득)	-3,344	-2,007	-1,200	-1,200
무형자산감소(증가)	-21	5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	-57	-63	0
기타투자활동	185	12	159	147
재무활동으로 인한 현금흐름	2,676	401	-596	-1,097
장단기금융부채의 증가(감소)	3,485	1,094	13	-500
자본의 증가(감소)	66	3	0	0
배당금의 지급	-138	-10	-52	-52
기타재무활동	-737	-686	-557	-545
현금의 증가	226	-347	-392	-196
기초현금	1,958	2,184	1,837	1,446
기말현금	2,184	1,837	1,446	1,249

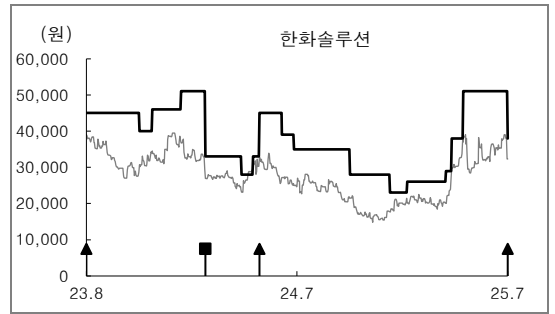
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	7.3	6.1
P/CF (x)	4.8	7.1	2.8	2.6
P/B (x)	0.3	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	35.3	19.7	9.2	8.2
EPS (원)	-8,050	-3,320	4,402	5,278
CFPS (원)	3,346	4,568	11,551	12,546
BPS (원)	54,793	50,609	54,715	59,696
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-3.7	-12.9	9.7	8.1
배당수익률 (%)	1.9	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	-5.2	18.4	16.3	2.8
EBITDA증가율 (%)	-66.9	132.8	115.9	8.3
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	748.5	11.5
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	19.9
매출채권 회전율 (회)	5.7	5.3	5.0	4.9
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.6	4.1	4.0
매입채무 회전율 (회)	5.0	3.9	3.3	3.3
ROA (%)	-5.0	-1.3	1.6	1.9
ROE (%)	-16.0	-6.4	8.5	9.3
ROIC (%)	-1.6	0.5	5.7	6.0
부채비율 (%)	183.2	221.2	218.0	202.2
유동비율 (%)	93.0	79.2	78.2	79.6
순차입금/자기자본 (%)	100.9	120.5	118.6	109.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	0.2	2.1	2.4

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2025.07.31	매수	38,000	-	-
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
2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29



* 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(◆), 주가(—), 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
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 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.