

Company Update

Analyst 이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (하향) 37,000원

현재가 (11/5) 28,750원

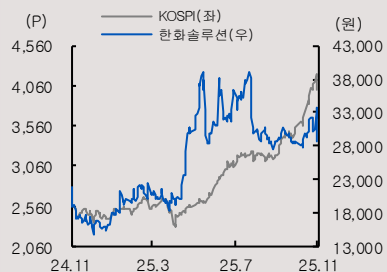
KOSPI (11/5)	4,004.42pt
시가총액	5,000십억원
발행주식수	174,468천주
액면가	5,000원
52주 최고가	39,050원
최저가	14,860원
60일 일평균거래대금	42십억원
외국인 지분율	10.9%
배당수익률 (2025F)	1.0%

주주구성	
한화 외 4 인	36.48%
국민연금공단	5.75%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-12%	-39%	-16%
절대기준	0%	-5%	31%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	37,000	44,000	▼
EPS(25)	-2,476	425	▼
EPS(26)	878	3,941	▼

한화솔루션 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한화솔루션 (009830)

미국 태양광 공급망 점검으로 하반기 실적 부진

3분기 영업이익, 전 분기 대비 적자전환

한화솔루션의 올해 3분기 영업이익은 -74억원으로, 전 분기 대비 적자전환하였다. 케미칼부문의 실적 개선에도 불구하고, 신재생에너지부문의 부진이 주요 요인으로 작용했다. 1) 케미칼부문 영업이익은 -90억원으로 전 분기 대비 적자폭이 축소되었다. 나프타 및 에틸렌 등 주요 원재료 가격이 하락한 가운데, PE/PVC 등 유화 제품 가격이 보합세를 유지하였다. 또한 유럽 주요 TDI 업체의 사고로 TDI 가격이 상승하면서 수익성 개선에 기여했다. 2) 첨단소재부문 영업이익은 36억원으로 전 분기 대비 63.3% 감소하였다. 경량복합소재 주요 고객사의 연휴 영향으로 가동률이 하락했다. 3) 신재생에너지부문 영업이익은 79억원으로 전 분기 대비 94.9% 감소하였다. 미국 통관 지연에 따른 모듈 가동률 저하로 판매량이 전 분기 대비 약 10% 감소하였고, 이에 따른 고정비 부담이 확대되었다. 또한 3분기 AMPC 규모는 682억원으로 전 분기 대비 62.5% 감소하였다. 다만, 주택용 에너지 사업과 개발자산 매각/EPC 부문은 전 분기 대비 증익을 기록하였다.

한편, 올해 3분기 지분법손익은 991억원으로 전 분기(32억원) 대비 큰 폭으로 증가하였다. 이는 원재료 가격 하락으로 YNCC의 수익성이 개선된 데다, 한화호텔앤드리조트의 '파라스파라 서울' 인수 관련 영가매수차익이 회계상 반영되었기 때문이다.

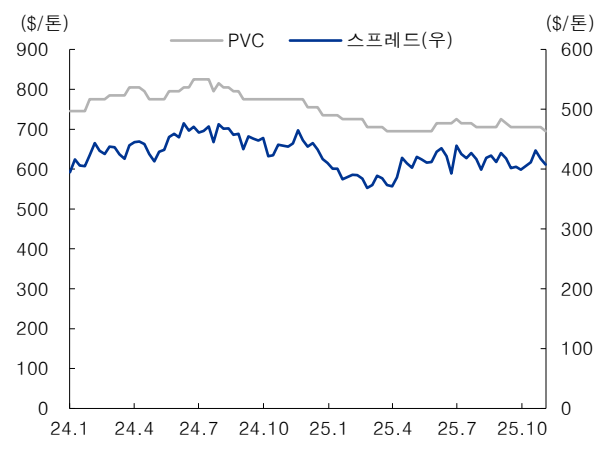
4분기 실적, 추가 감익 전망

올해 4분기 영업이익은 -772억원으로 추가적인 감익이 예상된다. 케미칼부문은 정기보수 및 비수기 진입으로 출하 물량이 감소할 것으로 보인다. 신재생에너지부문은 다운스트림 매출 확대에도 불구하고, 미국 세관의 공급망 점검 지속으로 모듈 출하량이 전 분기 대비 약 50% 감소할 전망이다. 이에 따라 회사는 올해 AMPC 및 모듈 출하 가이드스를 하향 조정하였다. 또한 미국 태양광 셀 설비의 시운전 과정에서 유틸리티 장비 결함이 발생하면서, 본격 가동 시점이 올해 4분기에서 내년 중으로 연기되었다. 실적 추정치 하향을 반영하여 목표주가를 3.7만원으로 하향 조정한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	13,099	14,729	16,051
영업이익	579	-300	48	570	1,154
세전이익	132	-1,424	-500	196	852
지배주주순이익	-141	-1,404	-432	153	665
EPS(원)	-795	-8,050	-2,476	878	3,810
증가율(%)	-142.6	912.8	-69.2	-135.5	334.0
영업이익률(%)	4.4	-2.4	0.4	3.9	7.2
순이익률(%)	-0.7	-11.0	-3.0	1.0	4.1
ROE(%)	-1.7	-16.0	-4.8	1.7	7.3
PER	-49.7	-2.0	-11.6	32.7	7.5
PBR	0.8	0.3	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.2	35.2	24.3	13.1	9.0

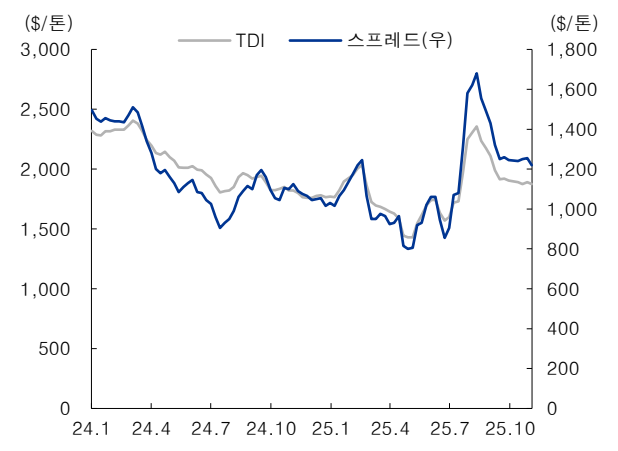
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 국내 PVC 가격 및 스프레드 추이



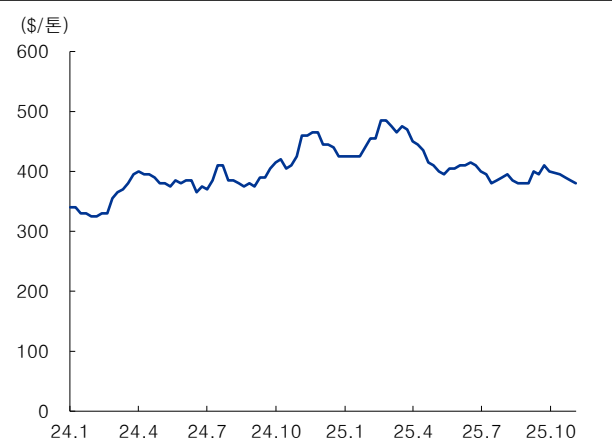
자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 2. 역내 TDI 가격 및 스프레드 추이



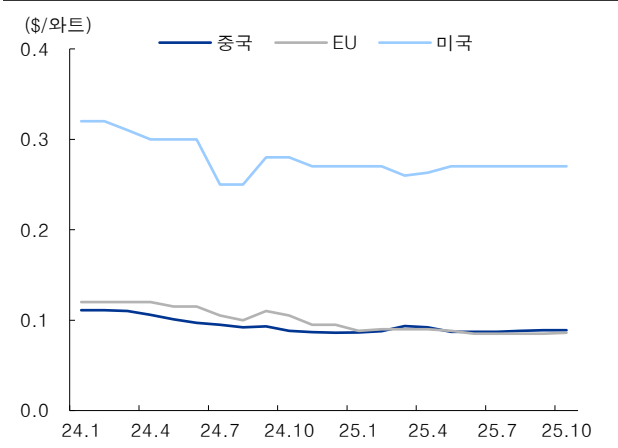
자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 3. 역내 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, IBK투자증권

그림 4. 주요 지역 태양광 단결정 모듈 가격 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 1. 한화솔루션 실적 전망

(십억원, %)	2024				2025				2022*	2023*	2024*	2025E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QE					
매출액	2,379	2,679	2,773	4,643	3,094	3,117	3,364	3,523	13,654	13,289	12,474	13,099	
영업이익	-214	-108	-81	107	30	102	-7	-77	966	605	-296	48	
영업이익률	-9.0	-4.0	-2.9	2.3	1.0	3.3	-0.2	-2.2	7.1	4.5	-2.4	0.4	
매출액	케미칼	1,222	1,222	1,189	1,184	1,074	1,239	1,160	1,080	5,916	5,097	4,817	4,553
	첨단소재	250	266	255	268	274	308	258	317	1,152	989	1,038	1,156
	갤러리아									533			
	신재생에너지	764	980	1,153	2,869	1,599	1,446	1,752	1,931	5,569	6,616	5,766	6,729
	기타	143	211	178	323	148	124	195	195	484	586	853	661
영업이익	케미칼	-19	-17	-31	-54	-91	-47	-9	-29	589	60	-121	-176
	첨단소재	11	9	6	-2	-2	10	4	10	35	64	24	21
	갤러리아									37			
	신재생에너지	-185	-92	-41	61	136	156	8	-58	350	568	-258	242
	기타	-21	-8	-15	103	-13	-17	-10		-45	-88	59	-40

자료: 한화솔루션, IBK투자증권

한화솔루션 (009830)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	13,099	14,729	16,051
증가율(%)	-0.4	-5.2	5.7	12.4	9.0
매출원가	10,913	11,008	11,243	12,118	12,670
매출총이익	2,165	1,386	1,856	2,611	3,381
매출총이익률 (%)	16.6	11.2	14.2	17.7	21.1
판매비	1,586	1,686	1,809	2,041	2,226
판매비율(%)	12.1	13.6	13.8	13.9	13.9
영업이익	579	-300	48	570	1,154
증가율(%)	-37.3	-151.8	-115.9	1,093.7	102.4
영업이익률(%)	4.4	-2.4	0.4	3.9	7.2
순금융손익	-319	-440	-222	-438	-426
이자손익	-323	-445	-7	-438	-426
기타	4	5	-215	0	0
기타영업외손익	-211	-357	-250	44	44
중속/관계기업손익	83	-327	-77	20	80
세전이익	132	-1,424	-500	196	852
법인세	47	-316	-108	43	188
법인세율	35.6	22.2	21.6	21.9	22.1
계속사업이익	82	-1,109	-392	153	665
중단사업손익	-170	-260	-2	0	0
당기순이익	-88	-1,369	-395	153	665
증가율(%)	-124.1	1,451.7	-71.2	-138.8	334.0
당기순이익률 (%)	-0.7	-11.0	-3.0	1.0	4.1
지배주주당기순이익	-141	-1,404	-432	153	665
기타포괄이익	21	2,126	-424	0	0
총포괄이익	-67	757	-818	153	665
EBITDA	1,255	415	799	1,357	1,986
증가율(%)	-21.5	-66.9	92.5	69.7	46.3
EBITDA마진율(%)	9.6	3.3	6.1	9.2	12.4

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-795	-8,050	-2,476	878	3,810
BPS	46,525	54,163	49,954	50,540	54,060
DPS	0	0	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	-49.7	-2.0	-11.6	32.7	7.5
PBR	0.8	0.3	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	12.2	35.2	24.3	13.1	9.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-0.4	-5.2	5.7	12.4	9.0
EPS증가율	-142.6	912.8	-69.2	-135.5	334.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
ROE	-1.7	-16.0	-4.8	1.7	7.3
ROA	-0.4	-5.0	-1.3	0.5	1.8
ROIC	-0.8	-10.2	-2.4	0.9	4.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	167.1	183.2	199.0	229.6	239.3
순차입금 비율(%)	79.1	100.3	117.2	100.8	96.7
이자보상배율(배)	1.4	-0.5	-25.6	1.0	1.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.4	5.7	6.7	8.2	7.6
재고자산회전율	4.0	3.2	2.6	3.1	3.8
총자산회전율	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,797	10,883	11,885	14,717	17,187
현금및현금성자산	1,958	2,184	1,591	5,043	6,290
유가증권	206	127	124	154	173
매출채권	2,023	2,305	1,597	1,976	2,225
재고자산	3,447	4,258	5,644	3,922	4,418
비유동자산	14,993	19,154	19,960	20,727	21,382
유형자산	7,050	10,727	11,714	12,173	12,582
무형자산	1,773	1,756	1,764	1,718	1,678
투자자산	4,653	5,434	5,403	5,501	5,619
자산총계	24,790	30,037	31,844	35,443	38,569
유동부채	8,734	11,708	11,803	14,414	16,138
매입채무및기타채무	1,837	2,610	3,116	3,854	4,341
단기차입금	2,947	5,110	5,231	6,470	7,288
유동성장기부채	841	1,189	778	778	778
비유동부채	6,776	7,722	9,392	10,277	11,065
사채	2,387	2,191	2,649	3,249	3,849
장기차입금	3,179	4,231	5,321	5,321	5,321
부채총계	15,510	19,430	21,194	24,691	27,203
지배주주지분	8,117	9,450	8,715	8,818	9,432
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,743	1,743	1,743
자본조정등	-135	546	-147	-147	-147
기타포괄이익누계액	258	2,320	1,920	1,920	1,920
이익잉여금	5,609	4,132	3,614	3,716	4,330
비지배주주지분	1,163	1,157	1,935	1,935	1,935
자본총계	9,280	10,607	10,650	10,752	11,366
비이자부채	6008	6484	6998	8656	9750
총차입금	9,502	12,946	14,196	16,035	17,453
순차입금	7,338	10,634	12,480	10,838	10,989

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	518	638	-388	3,103	1,210
당기순이익	-88	-1,369	-395	153	665
비현금성 비용 및 수익	1,562	1,953	1,460	1,161	1,133
유형자산감가상각비	610	649	695	741	791
무형자산상각비	66	66	56	46	40
운전자본변동	-499	84	-1,410	2,228	-162
매출채권등의 감소	-544	-274	454	-378	-250
재고자산의 감소	-175	-474	-1,502	1,722	-496
매입채무등의 증가	290	688	626	738	487
기타 영업현금흐름	-457	-30	-43	-439	-426
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,287	-2,637	-2,133	-1,801
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,390	-3,398	-2,106	-1,200	-1,200
유형자산의 감소	41	54	32	0	0
무형자산의 감소(증가)	-18	-21	5	0	0
투자자산의 감소(증가)	-689	-348	-240	-58	-38
기타	257	426	-328	-875	-563
재무활동 현금흐름	1,609	2,676	2,443	2,482	1,838
차입금의 증가(감소)	2,052	2,688	493	0	0
자본의 증가	49	0	0	0	0
기타	-492	-12	1950	2482	1838
기타 및 조정	14	199	-12	0	0
현금의 증가	-658	226	-594	3,452	1,247
기초현금	2,616	1,958	2,184	1,591	5,043
기말현금	1,958	2,184	1,591	5,043	6,290

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

