



# 한화솔루션 (009830)

## 전 사업부 흑자 전환과 태양광 모멘텀 가시화

▶ Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635

**Buy** (유지)

목표주가(상향): 57,000원

현재 주가(4/28)	49,400원
상승여력	▲15.4%
시가총액	84,915억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	58,500 / 26,100원
90 일 일평균 거래대금	3,352.89억원
외국인 지분율	13.5%

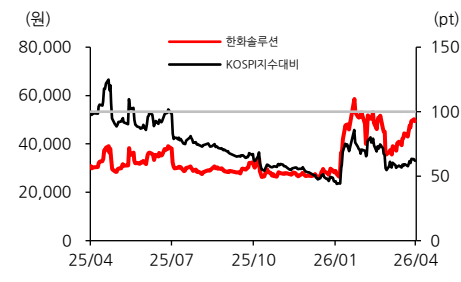
주주 구성	
한화 (외 9인)	36.9%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%
자사주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	38.6	74.3	52.7	64.1
상대수익률(KOSPI)	16.5	45.8	-12.9	-96.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	12,394	13,333	20,077	21,936
영업이익	-300	-365	672	1,276
EBITDA	415	419	1,616	2,276
지배주주순이익	-1,404	-650	2,350	1,984
EPS	-8,175	-3,784	11,964	8,805
순차입금	10,701	12,706	9,252	9,397
PER	-6.0	-13.1	4.1	5.6
PBR	0.9	0.9	0.9	0.7
EV/EBITDA	46.4	50.7	11.0	7.9
배당수익률	0.6	n/a	n/a	n/a
ROE	-16.2	-7.0	21.0	13.9

**주가 추이**



한화솔루션은 전 사업부 흑자전환에 성공했습니다. 태양광 부문은 통관 이슈가 해소되며 정상화 궤도에 올랐고, 케미칼 부문은 래깅 효과가 긍정적이었습니다. 2 분기에도 큰 폭의 성장이 기대되는 가운데, 미국의 탈중국 정책 수혜로 태양광 물량과 판가 상승세가 지속될 전망입니다.

**1분기: 전 사업부의 고른 흑자 전환**

1분기 매출액은 3.9조 원, 영업이익은 926억 원을 기록하며 시장 컨센서스(115억 원)를 대폭 상회했다. 모든 사업부가 흑자로 돌아선 것이 주요했다. 1) 태양광: 셀 통관 이슈가 해결되면서 모듈 출하량이 QoQ +80% 급증, 가이던스를 상회했다. 특히 미국의 탈중국 정책 덕분에 모듈 판가가 QoQ 14% 상승하며 수익성이 개선되었다. 2) 케미칼: 중동 전쟁 여파로 주요 제품 가격이 상승한 가운데 저가 원재료 재고가 투입되는 래깅 효과가 발생했다. 3) 첨단소재: 태양광 소재의 원가 구조 개선과 미국 시장 판매 확대, 경량 복합 소재의 판매 호조에 힘입어 흑자전환에 성공했다.

**2분기: 케미칼 부문의 실적 견인 기대**

동사의 2분기 실적으로 매출액 5.5조 원, 영업이익 1,958억 원을 전망한다. 특히 5월까지의 저가 에틸렌 투입에 따른 래깅 효과의 극대화로 케미칼 부문 증익이 두드러질 전망이다. 3분기부터는 이 효과가 사라지며 감익될 수 있으나, 주요 화학 제품의 스프레드가 전쟁 이전보다 높은 수준을 유지하고 있다는 점은 긍정적이다. 또한, 낮아진 YNCC 가동률을 보완하기 위해 스팟성 에틸렌을 확보하는 등 가동률 유지를 위한 전략적 대응을 이어가고 있다. 태양광 부문 역시 판가 인상 기조 속에 EPC 및 주택용 에너지 사업 매출이 꾸준히 우상향할 것으로 예상된다.

**목표주가 57,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지**

동사에 대한 목표주가를 57,000원으로 상향한다. 태양광 실적의 회복세와 더불어 글로벌 우주 태양광 모멘텀을 반영해 밸류에이션을 상향 조정했다. 이번 유상증자를 통해 확보한 자금은 급증하는 미국 태양광 수요에 대응할 체력을 보강하고, 중장기적으로는 우주 태양광 진입을 위한 R&D 동력으로 활용될 전망이다. 특히 미국 내 AI 데이터센터 확대로 전력 수요가 폭증하면서, 즉각적인 대응이 가능한 태양광이 핵심 대안으로 부각되고 있다. 탈중국 정책에 따른 미국 내 모듈 가격 프리미엄까지 더해지며 향후 태양광 부문의 물량과 판가는 동반 상승세를 이어갈 것으로 기대된다.

[표1] 한화솔루션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,094	3,117	3,364	3,757	3,882	5,547	5,184	5,465	12,394	13,333	20,077	21,936
QoQYoY(%)	-33%	1%	8%	12%	3%	43%	-7%	5%	-6%	8%	51%	9%
영업이익	30	102	-7	-490	93	196	142	242	-300	-365	672	1,276
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	3.5%	2.7%	4.4%	-2.4%	-2.7%	3.3%	5.8%
EBITDA	223	292	186	-282	308	413	365	467	415	419	1,552	2,214
EBITDAM(%)	7.2%	9.4%	5.5%	-7.5%	7.9%	7.5%	7.0%	8.5%	3.4%	3.1%	7.7%	10.1%
<b>케미칼</b>												
매출액	1,074	1,239	1,160	1,151	1,340	1,745	1,735	1,560	4,817	4,624	6,380	6,432
영업이익	-91	-47	-9	-102	34	115	-34	-7	-121	-249	109	57
영업이익률(%)	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	2.5%	6.6%	-1.9%	-0.5%	-2.5%	-5.4%	1.7%	0.9%
<b>태양광</b>												
매출액	1,599	1,446	1,752	2,041	2,111	3,347	2,995	3,300	5,780	6,838	11,752	13,533
모듈 & 주택 사업 등	1,180	1,052	933	619	885	1,376	1,603	1,764	2,820	3,784	5,628	6,981
개발권자산 매각/EPC	419	394	819	1,422	1,226	1,971	1,392	1,536	2,960	3,054	6,124	6,553
영업이익	136	156	8	-396	62	72	173	253	-258	-96	560	1,222
영업이익률(%)	8.5%	10.8%	0.5%	-19.4%	2.9%	2.2%	5.8%	7.7%	-4.5%	-1.4%	4.8%	9.0%
모듈 & 주택 사업 등	-6	36	-79	-330	-162	-132	-92	-47	-901	-379	-433	-13
개발권자산 매각/EPC	-42	-61	19	-168	8	14	28	26	89	-253	76	131
AMPC	184	182	68	102	216	190	237	274	555	536	918	1,103
<b>첨단소재</b>												
매출액	274	308	258	271	286	315	298	335	1,038	1,111	1,234	1,227
영업이익	-2	10	4	-5	12	15	11	9	24	6	48	49
영업이익률(%)	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	4.3%	4.9%	3.5%	2.8%	2.3%	0.6%	3.9%	4.0%
<b>기타</b>												
매출액	148	124	195	294	145	140	156	270	759	760	711	743
영업이익	-13	-17	-10	14	-16	-7	-8	-13	55	-26	-44	-52
영업이익률(%)	-4.7%	-5.6%	-3.8%	5.0%	-5.6%	-2.2%	-2.6%	-4.0%	5.3%	-2.4%	-3.6%	-4.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

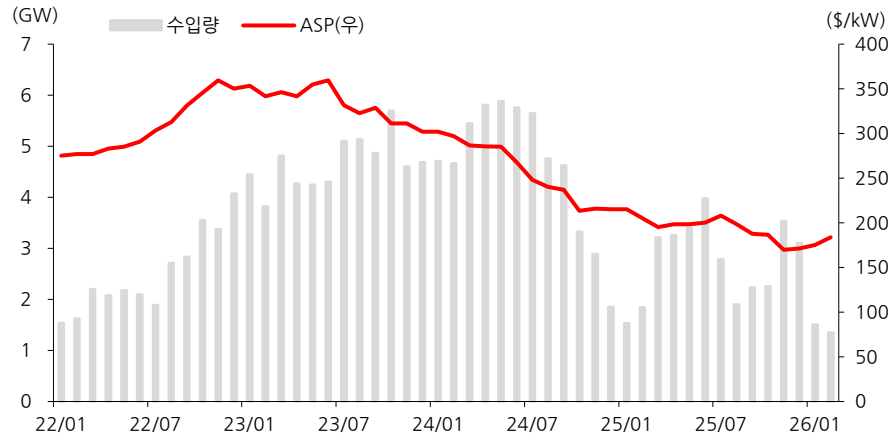
[표2] 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	EBITDA	배수	가치	비고
<b>영업가치(십억 원)</b>			<b>20,333</b>	
태양광	1,757	9.5	16,779	-2027년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
케미칼/첨단소재	505	7.0	3,554	-2026년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
<b>비영업가치(십억 원)</b>			<b>1,957</b>	<b>장부가액 50% 할인</b>
YNCC/IMPACT			3,055	YNCC(50%) / 한화임팩트(47.93%)
기타			859	
순차입금(십억 원)			9,325	2026~2027년 평균
우선주 시가총액(십억 원)			73	
총 기업가치(십억 원)			12,893	
총주식 수(백만 주)			228	
적정 주가			56,573	
<b>목표주가(원)</b>			<b>57,000</b>	
현재주가			49,400	
상승여력			15.4%	

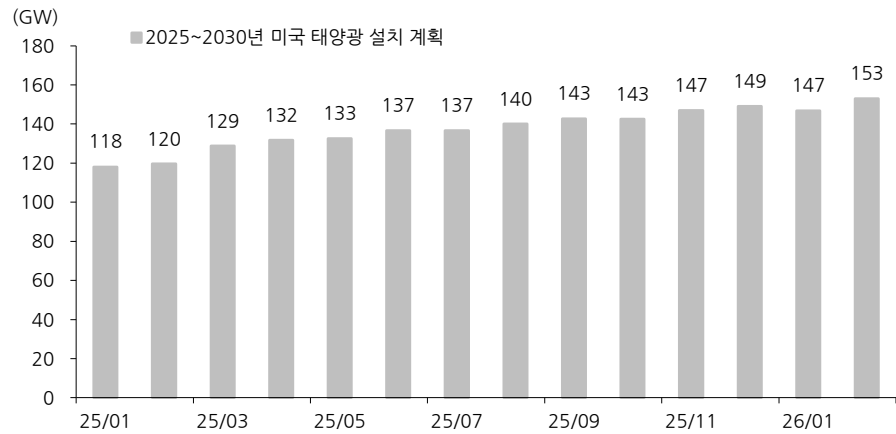
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 미국 태양광 모듈 수입량 및 수입 가격 추이



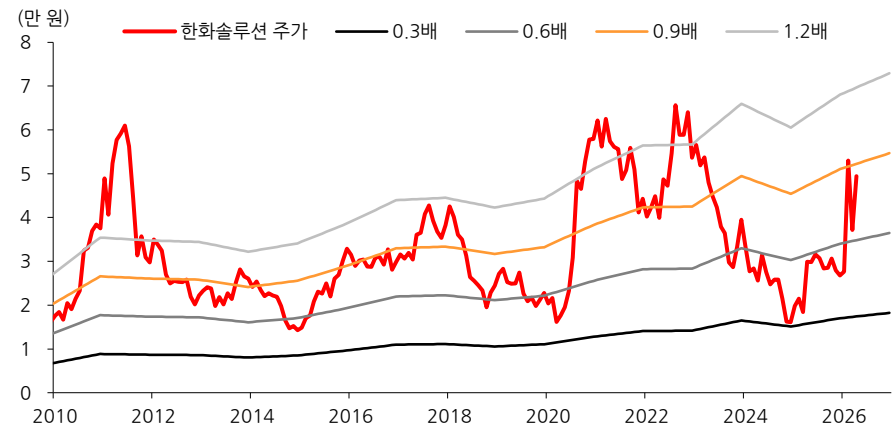
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2025~2030년 누적 미국의 유틸리티용 태양광 설치 계획 빠르게 증가하는 추세



주: 현재 계획된 프로젝트 기반으로 실제 설치량은 계획치를 크게 상회할 것  
 자료: EIA, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 한화솔루션 12m Fwd PBR Band



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	13,289	12,394	13,333	20,077	21,936
매출총이익	2,239	1,386	1,488	3,765	4,655
영업이익	605	-300	-365	672	1,276
EBITDA	1,283	415	419	1,616	2,276
순이자손익	-322	-442	-442	-555	-588
외화관련손익	16	-76	-73	0	0
지분법손익	11	-424	693	1,823	1,823
세전계속사업손익	-102	-1,424	-838	2,242	2,512
당기순이익	-155	-1,369	-615	1,835	1,984
지배주주순이익	-208	-1,404	-650	2,350	1,984
<b>증가율(%)</b>					
매출액	1.2	-6.7	7.6	50.6	9.3
영업이익	-34.6	적전	적지	흑전	89.8
EBITDA	-19.8	-67.6	1.0	285.2	40.8
순이익	적전	적지	적지	흑전	8.1
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	16.8	11.2	11.2	18.8	21.2
영업이익률	4.5	-2.4	-2.7	3.3	5.8
EBITDA 이익률	9.7	3.4	3.1	8.0	10.4
세전이익률	-0.8	-11.5	-6.3	11.2	11.5
순이익률	-1.2	-11.0	-4.6	9.1	9.0

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	518	638	-655	366	336
당기순이익	-155	-1,369	-615	1,835	1,984
자산상각비	679	715	784	944	1,000
운전자본증감	-499	94	-1,395	-1,136	-858
매출채권 감소(증가)	-544	-274	471	-1,263	-243
재고자산 감소(증가)	-175	-474	-1,464	-1,506	-11
매입채무 증가(감소)	290	688	320	1,636	-602
투자현금흐름	-2,799	-3,287	-1,749	1,304	-409
유형자산처분(취득)	-2,349	-3,344	-1,972	-1,338	-2,369
무형자산 감소(증가)	-18	-21	-6	-3	-3
투자자산 감소(증가)	0	1	0	32	71
재무현금흐름	1,609	2,676	2,714	2,114	0
차입금의 증가(감소)	1,989	2,612	2,188	300	0
자본의 증가(감소)	40	-138	-166	1,814	0
배당금의 지급	0	-138	-166	0	0
총현금흐름	1,428	573	817	1,502	1,194
(-)운전자본증가(감소)	623	260	1,240	1,136	858
(-)설비투자	2,390	3,398	2,010	1,338	2,369
(+)자산매각	23	32	32	-3	-3
Free Cash Flow	-1,562	-3,052	-2,401	-975	-2,036
(-)기타투자	308	-432	-75	-2,614	-1,892
잉여현금	-1,869	-2,621	-2,327	1,639	-144
NOPLAT	438	-218	-264	550	1,008
(+) Dep	679	715	784	944	1,000
(-)운전자본투자	623	260	1,240	1,136	858
(-)Capex	2,390	3,398	2,010	1,338	2,369
OpFCF	-1,896	-3,160	-2,730	-980	-1,219

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	8,705	10,883	12,637	19,212	19,377
현금성자산	2,201	2,558	2,906	6,660	6,515
매출채권	2,409	2,968	2,747	4,010	4,253
재고자산	3,297	4,258	5,680	7,186	7,197
비유동자산	14,407	19,154	20,507	20,115	21,418
투자자산	5,593	6,671	7,479	6,689	6,620
유형자산	7,046	10,727	11,182	11,640	13,070
무형자산	1,768	1,756	1,846	1,786	1,728
<b>자산총계</b>	<b>24,493</b>	<b>30,037</b>	<b>33,144</b>	<b>39,327</b>	<b>40,795</b>
유동부채	7,689	11,708	12,736	14,422	13,873
매입채무	2,934	4,023	4,201	5,837	5,234
유동성이자부채	3,967	6,425	7,288	7,288	7,288
비유동부채	6,598	7,722	9,223	9,555	9,589
비유동이자부채	5,802	6,833	8,325	8,625	8,625
<b>부채총계</b>	<b>15,482</b>	<b>19,430</b>	<b>21,959</b>	<b>23,978</b>	<b>23,462</b>
자본금	889	889	889	1,169	1,169
자본잉여금	1,497	1,562	1,771	3,306	3,306
이익잉여금	5,339	4,132	3,443	5,793	7,777
자본조정	123	2,866	2,998	2,301	2,301
자기주식	-110	-110	-110	-110	-110
<b>자본총계</b>	<b>9,011</b>	<b>10,607</b>	<b>11,185</b>	<b>15,349</b>	<b>17,333</b>

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>주당지표</b>					
EPS	-1,216	-8,175	-3,784	11,964	8,805
BPS	44,979	54,163	52,166	57,559	66,168
DPS	300	300	0	0	0
CFPS	8,186	3,285	4,681	7,454	5,183
ROA(%)	-0.9	-5.2	-2.1	6.5	5.0
ROE(%)	-2.5	-16.2	-7.0	21.0	13.9
ROIC(%)	3.8	-1.5	-1.5	2.9	4.9
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	-32.5	-6.0	-13.1	4.1	5.6
PBR	0.9	0.9	0.9	0.9	0.7
PSR	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
PCR	4.8	15.0	10.6	6.6	9.5
EV/EBITDA	11.2	46.4	50.7	11.0	7.9
배당수익률	0.8	0.6	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	171.8	183.2	196.3	156.2	135.4
Net debt/Equity	84.0	100.9	113.6	60.3	54.2
Net debt/EBITDA	589.8	2,577.1	3,028.8	572.6	412.9
유동비율	113.2	93.0	99.2	133.2	139.7
이자보상배율(배)	1.5	n/a	n/a	1.0	1.8
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	60.9	63.6	63.7	59.3	61.9
현금+투자자산	39.1	36.4	36.3	40.7	38.1
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	52.0	55.6	58.3	50.9	47.9
자기자본	48.0	44.4	41.7	49.1	52.1

[ Compliance Notice ]

(공표일:2026년 04월 29일)

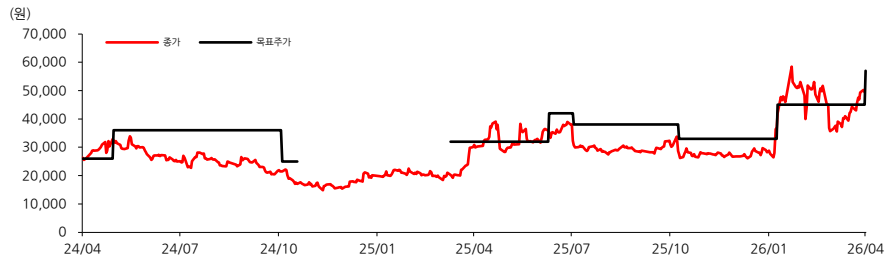
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용육)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

상기 종목은 당사와 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률"에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 한화솔루션 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2024.05.28	2024.11.01	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.25
투자 의견	투자등급변경	Hold	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표 가격		36,000	25,000	이용육	32,000	32,000
일 시	2025.05.30	2025.07.08	2025.07.31	2025.10.20	2025.11.06	2026.02.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	32,000	42,000	38,000	38,000	33,000	45,000
일 시	2026.03.27	2026.04.23	2026.04.29			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	45,000	45,000	57,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.05.28	Hold	36,000	-27.73	-5.83
2024.11.01	Buy	25,000	-24.23	-9.80
2025.04.07	Buy	32,000	-5.21	22.03
2025.07.08	Buy	42,000	-13.96	-7.14
2025.07.31	Buy	38,000	-22.00	-11.05
2025.11.06	Buy	33,000	-15.42	10.45
2026.02.06	Buy	45,000	1.45	30.00
2026.04.29	Buy	57,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대 수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자 의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일:2026년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%