

한화솔루션 (009830)

실적과 주가 모두 우주로 가자!

투자의견
BUY(상향)

목표주가
50,000 원(상향)

현재주가
36,400 원(02/05)

시가총액
6,257(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

- '26년 실적 턱어라운드, '27년 EPS 흑자 전환 전망하며 투자의견을 기존 HOLD에서 BUY로 상향, 목표주가 50,000 원으로 수정 제시. 4Q25 매출액 3.8조원(+12%qoq, -19%yoy), 영업손실 4,782억원(적지qoq, 적전yoy), 당기순손실 4,048억원(적전qoq, 적지yoy)으로 부진한 실적. 신재생에너지(모듈, EPC, 가정용 태양광) 영업이익은 -3,856 억원으로 대규모 적자 전환. EPC/가정용 사업 영업이익이 -1,896억원을 기록했으며, 미 세관 공급망 점검 영향이 이어지며 AMPC 감소, 모듈 마진 스프레드도 적자 전환. 그러나 동사는 12월부터 정상화되었다고 밝혔으며, '26년 판매량 가이드를 9GW(+50%), 발전소 매각 매출 4.5조원(+50%), AMPC 최대 1조원(+50%)로 제시
- 1Q26 매출액 3.6조원, 영업손실 240억원으로 적자 축소 전망. 생산량 증가해 AMPC 2,000억원으로 증가하며 태양광 흑자 전환 추정. 최근 부각되는 우주 AIDC 이슈도 분명 긍정적 요인. 발사체 단가(1,800달러/kg까지 하락)가 떨어질수록 저렴한 태양광 패널이 필요하기 때문. 기존 갈륨형은 효율은 좋지만 비용이 너무 높으며, 향후에는 실리콘+페로브스카이트 텐덤이 대안이 될 가능성. 동사도 양산 검증 중으로 중장기 기대감 확대 전망

주가(원,02/05)	36,400
시가총액(십억원)	6,257

발행주식수	171,893천주
52주 최고가	40,750원
최저가	18,220원
52주 일간 Beta	0.89
60일 평균거래대금	645억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025E)	0.0%

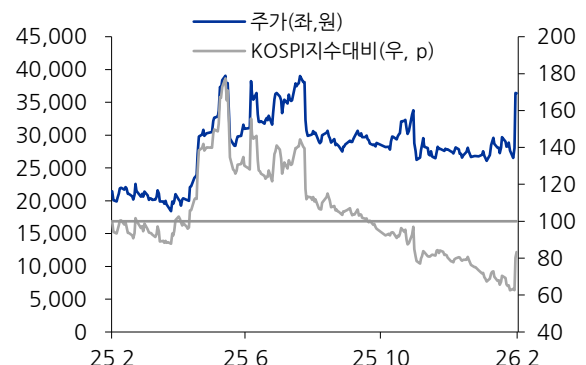
주주구성	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	19.0	-40.7	-25.1
절대기준	34.8	20.7	80.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	HOLD	▲
목표주가	50,000	25,000	▲
영업이익(25)	-353	55	▼
영업이익(26)	471	257	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	13,079	12,394	13,354	16,273
영업이익	579	-300	-353	471
세전손익	132	-1,424	-826	-254
당기순이익	-88	-1,369	-609	-196
EPS(원)	-821	-8,170	-3,747	-1,126
증감률(%)	적전	-	-	-
PER(배)	-	-	-	-
ROE(%)	-1.7	-16.0	-8.5	-3.5
PBR(배)	0.8	0.3	1.1	1.2
EV/EBITDA(배)	11.4	32.5	28.1	14.2

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

Q. 1Q26 신재생 부문별 전망

*모듈 및 기타

- 통관 정상화 영향으로 모듈 판매량 약 +50%qoq 예상
- 1Q26 AMPC 2,000 억원 초반 예상
- 잉곳, 웨이퍼 AMPC는 모듈 판매 시 인식 → 2Q26부터 반영 예정
- 판매량 증가 + ASP 상승으로 1Q26 흑자전환 전망

*주택용 에너지

- 리밸런싱 비용 4Q25~1Q26 대부분 반영, 2Q26 이후 수익성 개선 기대
- 유럽 사업 종료 영향으로 2026년 미국 중심 이익 개선 전망

*개발자산 매각/EPC

- 매출 가이드نس: 2026년 4~5 조원, 1Q26 1~1.5 조원
- 1Q26 수익성: 4Q25 비용 관련 기저효과 기대

Q. ASP 상승이 원가상승을 상쇄할 수 있을지

- 수입 제한 조치 + 제조원가 상승으로 2026년 미국 ASP 상승 전망
- 은 가격 상승에 따른 실버페이스트 원가 상승 가능성 있음
- 업계 평균 대비 실버페이스트 비중 낮게 관리 중이며 현재까지 수급 이슈 없음
- Non-FEOC 제품 프리미엄 및 가격 반영 능력으로 수익성 방어 가능할 것으로 판단

Q. 페로브스카이트 텐덤 셀 진행상황, 양산 예상 시점

- 페로브스카이트 텐덤 셀 개발 중이며, 파일럿 라인 양산성 검증 중

Q. 페로브스카이트 기술 확장

- 현재 우선적인 과제는 기술 개발 및 양산 기술 확보
- 향후 지상용, 우주용 R&D 통해 사업 진행 가능할 것으로 판단

Q. 중국 증치세 환급 중단 영향

- 4월 증치세 폐지로 한국 시장 내 가격 격차 일부 해소 전망
- 은 가격 상승 추가 고려 시 미국 ASP 상승 동인이 될 것으로 예상
- 중단 이후 2Q26부터 중국발 수출 물량 감소 및 국제가 회복 예상

Q. 2026년 미국 주택용 TPO 수요 및 전망

- 25D 세제혜택 일몰 영향으로 26년 시장규모 -20%yoy 감소 전망
- 다만 2030년까지 매년 한 자릿수 후반 성장 전망
- TPO 설치량: '26년 165MW → '30년 519MW 확대(누적 3.2GW) 목표

Q. 신규 공장 가동 계획

- 웨이퍼: 시생산 거쳐 2월부터 본격 양산 예정
- 모듈 공장은 셀 공장 가동과 무관하게 지속 생산하며 수요 대응 중
- 9월까지 미국 현지 생산 웨이퍼를 한국 셀 라인에 우선 투입한 뒤 미국에서 모듈 제작 예정
- 이후 3Q26 카터스빌 셀 공장 가동, 4Q26 본격 판매 계획

Q. DCA 적용시 판가 인상 가능할지

- ITC 30% 적용 위해 Non-FEOC 충족 필수
- 자사 제품은 조건 충족 → 시장 평균 대비 ASP 프리미엄 가능
- 향후 카터스빌 셀 탑재 모듈로 DCA +10% 혜택 추가 시 가격경쟁력 강화 전망

Q. PVC 구조조정, 한화토탈에너지스 PX 전망

- 중국 노후 설비 구조조정 정책에 더해 추가 경기부양책 발표 가능한 상황
- 정책 발현 시 PVC 시황 긍정적 모멘텀 있을 것으로 기대
- 4Q26 PX 신증설 430만톤 예정되어있으나 일부 지연 가능
- PX 수급 타이트해질 경우, 시황 개선에 힘입어 한화토탈에너지스 양호한 수익률 기대

Q. CAPEX

- 2025년: 1.9조원(신재생 1.4조원, 케미칼 등 0.5조원)

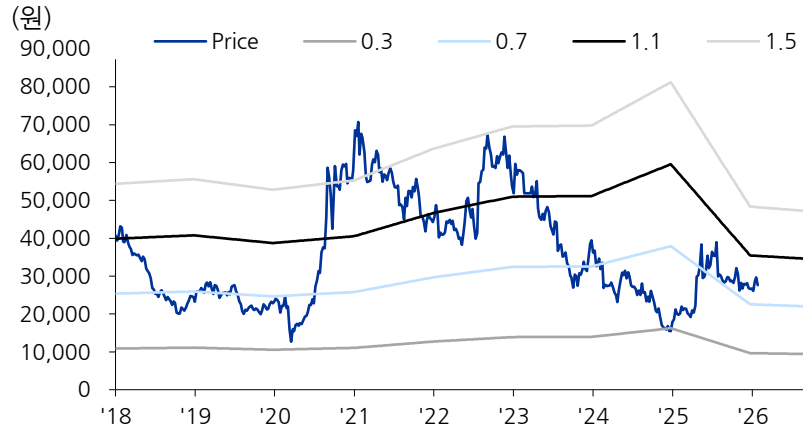
- 2026년: 1.2조원 전망(신재생 1.0조원, 케미칼 등 0.2조원)

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	12,816	15,195	13,354	16,273	4.2	7.1
영업이익	55	257	-353	471	적전	83.2
영업이익률(%)	0.4	1.7	(2.6)	2.9	(3.0)	1.2
EBITDA	1,131	1,369	722	1,591	(36.1)	16.2
EBITDA 이익률(%)	8.8	9.0	5.4	9.8	(3.4)	0.8
순이익	-561	-360	-609	-196	-	-

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



자료: 유진투자증권

도표 3. 세부 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	3,094	3,117	3,364	3,778	3,604	3,185	3,495	5,990	12,394	13,354	16,273
신재생에너지	1,599	1,446	1,752	2,062	1,976	1,542	1,825	4,319	5,766	6,859	9,663
케미칼	1,074	1,239	1,160	1,151	1,054	1,055	1,069	1,085	4,817	4,624	4,262
첨단소재	274	308	258	271	281	294	307	293	1,038	1,111	1,174
영업이익	30	102	(7)	(478)	(24)	97	241	157	(300)	(353)	471
신재생에너지	136	156	8	(386)	14	115	234	134	(258)	(85)	497
케미칼	(91)	(47)	(9)	(102)	(55)	(38)	(13)	2	(121)	(249)	(104)
첨단소재	(2)	10	4	(5)	3	5	5	6	24	6	19
OPM(%)	1.0	3.3	(0.2)	(12.7)	(0.7)	3.0	6.9	2.6	(2.4)	(2.6)	2.9
신재생에너지	8.5	10.8	0.5	(18.7)	0.7	7.5	12.8	3.1	(4.5)	(1.2)	5.1
케미칼	(8.5)	(3.8)	(0.8)	(8.9)	(5.2)	(3.6)	(1.2)	0.2	(2.5)	(5.4)	(2.4)
첨단소재	(0.7)	3.2	1.4	(2.0)	1.1	1.7	1.6	2.1	2.3	0.6	1.6

주: 연결조정은 생략

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

한화솔루션(009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	24,790	30,037	28,989	31,968	32,607
유동자산	9,797	10,883	8,631	9,830	9,717
현금성자산	2,283	2,558	1,738	1,532	1,075
매출채권	3,188	2,968	3,382	4,204	4,404
재고자산	3,447	4,258	2,378	2,927	3,036
비유동자산	14,993	19,154	20,357	22,138	22,889
투자자산	6,171	6,671	5,728	6,979	7,169
유형자산	7,050	10,727	12,910	13,476	14,073
기타	1,773	1,756	1,719	1,683	1,647
부채총계	15,510	19,430	22,204	25,377	25,961
유동부채	8,734	11,708	12,043	13,106	13,370
매입채무	3,975	4,023	4,352	5,409	5,667
유동성이자부채	3,967	6,425	6,425	6,425	6,425
기타	792	1,259	1,265	1,272	1,278
비유동부채	6,776	7,722	10,161	12,270	12,590
비유동이자부채	5,807	6,833	9,264	11,365	11,677
기타	969	889	897	905	913
자본총계	9,280	10,607	6,785	6,591	6,646
자배자본	8,117	9,450	5,627	5,434	5,489
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,609	4,132	3,437	3,243	3,298
기타	123	2,866	(260)	(260)	(260)
비자배자본	1,163	1,157	1,157	1,157	1,157
자본총계	9,280	10,607	6,785	6,591	6,646
총차입금	9,774	13,259	15,690	17,791	18,103
순차입금	7,491	10,701	13,951	16,259	17,028

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	975	668	(36)	574	1,154
당기순이익	(88)	(1,369)	(609)	(196)	55
자산상각비	676	715	1,076	1,120	1,167
기타비현금성손익	456	940	(3,738)	(932)	(1,030)
운전자본증감	(499)	84	1,767	(341)	(81)
매출채권감소(증가)	(544)	(274)	(415)	(822)	(200)
재고자산감소(증가)	(175)	(474)	1,879	(549)	(109)
매입채무증가(감소)	290	688	329	1,057	258
기타	(70)	144	(27)	(28)	(29)
투자현금	(2,799)	(3,287)	(3,167)	(2,885)	(1,927)
단기투자자산감소	(0)	1	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소	(606)	(184)	60	(1,232)	(194)
설비투자	2,390	3,398	3,201	1,627	1,707
유형자산처분	41	54	0	0	0
무형자산처분	(18)	(21)	(22)	(22)	(22)
재무현금	1,609	2,676	2,379	2,101	312
차입금증가	1,989	2,612	2,431	2,101	312
자본증가	(13)	(138)	(52)	0	0
배당금지급	(52)	(138)	52	0	0
현금 증감	(658)	226	(824)	(210)	(461)
기초현금	2,616	1,958	2,184	1,361	1,151
기말현금	1,958	2,184	1,361	1,151	690
Gross Cash flow	1,474	584	(1,803)	915	1,235
Gross Investment	3,298	3,204	1,396	3,222	2,004
Free Cash Flow	(1,824)	(2,621)	(3,199)	(2,307)	(769)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	13,079	12,394	13,354	16,273	16,714
증가율(%)	(0.4)	(5.2)	7.7	21.9	2.7
매출원가	10,913	11,008	12,022	14,101	14,151
매출총이익	2,165	1,386	1,332	2,173	2,564
판매 및 일반관리비	1,586	1,686	1,686	1,702	1,753
기타영업손익	8	6	(0)	1	3
영업이익	579	(300)	(353)	471	811
증가율(%)	(37.3)	적전	적지	흑전	72.3
EBITDA	1,255	415	722	1,591	1,978
증가율(%)	(21.5)	(66.9)	74.0	120.2	24.3
영업외손익	(447)	(470)	(473)	(725)	(739)
이자수익	91	107	88	87	85
이자비용	411	548	673	702	763
지분법손익	8	(35)	215	(68)	(18)
기타영업외손익	(134)	7	(103)	(42)	(43)
세전순이익	132	(1,424)	(826)	(254)	72
증가율(%)	(76.0)	적전	적지	적지	흑전
법인세비용	47	(316)	(217)	(59)	17
당기순이익	(88)	(1,369)	(609)	(196)	55
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(141)	(1,404)	(644)	(194)	55
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
비지배자분	53	35	35	(2)	0
EPS(원)	(821)	(8,170)	(3,747)	(1,126)	319
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	(821)	(8,170)	(3,747)	(1,126)	319
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(821)	(8,170)	(3,747)	(1,126)	319
BPS	46,525	54,163	32,254	31,145	31,459
DPS	300	300	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	-	-	-	-	114.2
PBR	0.8	0.3	1.1	1.2	1.2
EV/EBITDA	11.4	32.5	28.1	14.2	11.8
배당수익률	0.8	1.9	-	-	-
PCR	4.7	4.8	-	6.9	5.1
수익성(%)					
영업이익률	4.4	(2.4)	(2.6)	2.9	4.9
EBITDA이익률	9.6	3.4	5.4	9.8	11.8
순이익률	(0.7)	(11.0)	(4.6)	(1.2)	0.3
ROE	(1.7)	(16.0)	(8.5)	(3.5)	1.0
ROIC	3.2	(1.5)	(1.6)	2.1	3.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	80.7	100.9	205.6	246.7	256.2
유동비율	112.2	93.0	71.7	75.0	72.7
이자보상배율	1.4	(0.5)	(0.5)	0.7	1.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.8	4.0	4.2	4.3	3.9
재고자산회전율	4.0	3.2	4.0	6.1	5.6
매입채무회전율	3.9	3.1	3.2	3.3	3.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

