



한화솔루션 (009830)

본격 턴어라운드 시작

▶Analyst 이용욱 yw.lee@hanwha.com 02-3772-7635 / RA 고예진 yejinko@hanwha.com 02-3772-7701

Buy (유지)

목표주가(상향): 45,000원

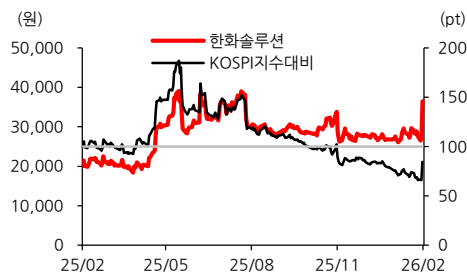
현재 주가(2/5)	36,400원
상승여력	▲ 23.6%
시가총액	62,569억원
발행주식수	171,893천주
52 주 최고가 / 최저가	39,050 / 18,410원
90 일 일평균 거래대금	680.24억원
외국인 지분율	11.9%
주주 구성	
한화 (외 5인)	36.5%
국민연금공단 (외 1인)	5.8%
자사주 (외 1인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	34.8	26.6	20.7	80.6
상대수익률(KOSPI)	19.0	-2.3	-40.7	-25.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	12,394	13,354	16,173	17,256
영업이익	-300	-353	497	1,395
EBITDA	415	464	1,416	2,401
지배주주순이익	-1,404	-630	9	694
EPS	-8,175	-3,725	48	4,093
순차입금	10,701	11,768	12,920	12,564
PER	-2.0	-5.7	762.5	8.9
PBR	0.3	0.4	0.7	0.7
EV/EBITDA	32.5	33.3	13.6	7.9
배당수익률	1.9	1.4	0.8	0.8
ROE	-16.2	-6.9	0.1	7.5

주가 추이



4분기: 일회성 요인들로 컨센서스 대폭 하회

동사의 4분기 실적은 매출액 3.8조 원, 영업적자 4,784억 원으로 컨센서스(영업적자 1,426억 원)를 크게 하회했다. 케미칼 부문은 정기보수 영향과 스프레드 축소로 인해 적자 폭이 확대되었으며, 태양광 부문 또한 통관 이슈에 따른 가동률 하락과 판매량 감소, 불용자산 손상치손 인식 등이 겹치며 실적을 끌어내렸다. 첨단소재 부문 역시 비경상 비용 발생으로 적자 전환했다.

1분기: 기저효과로 적자 축소

동사의 1분기 실적으로 매출액 3.8조 원, 영업적자 509억 원을 전망한다. 케미칼 부문에서 정기보수 종료에 따른 기저효과로 일회성 비용이 사라지고, 제품 스프레드가 일부 개선되면서 적자 폭이 줄어들 전망이다. 태양광 부문은 여전히 일부 불용자산 손상처리가 남아있을 수 있으나, 통관 이슈 등 대다수 악재가 해소되며 BEP 수준까지 수익성이 회복될 것으로 본다. 특히 모듈 생산이 정상 궤도에 진입함에 따라 AMPC 규모도 1,717억 원 수준까지 대폭 개선될 것으로 기대된다.

2026년 태양광 회복 기대

태양광 부문의 실적은 2026년 하반기로 진입할수록 가파른 개선세를 보일 전망이다. EIA가 발표하는 미국의 26~27년 발전용 태양광 설치 계획은 매월 상향 조정되는 추세다. 2025년 설치량은 27GW로 YoY 12% 감소했으나, 2026년에는 44GW(YoY +62%, 2025년 11월 계획치 기준)로 급증할 계획이다. 미국 주요 업체들이 재고 수준의 정상화를 언급하고 있어 업황 반등의 신호가 확인되고 있다. 공급 측면에서는 2분기 중 인도-인나-라오스 대상 AD/CVD 및 폴리실리콘 Section 232, FEOC 세부 내용 발표 등 규제가 확정되면 태양광 소재 가격의 상승세도 탄력을 받을 것으로 기대된다.

목표주가 45,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 45,000원으로 상향한다. 우주 태양광 모뎀으로 주가가 급등했으나, 이외에도 단기적 불안 요소였던 미국 통관 이슈가 해결되었고, 견조한 현지 수요가 확인되고 있다. 2026년에는 정책적 수혜 기대감이 유효한 가운데, 케미칼 부문 역시 글로벌 공급 과잉 구조조정에 따른 점진적 회복세가 이어질 전망이다.

[표1] 한화솔루션 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	3,094	3,117	3,364	3,778	3,761	3,779	4,008	4,624	12,394	13,354	16,173	17,256
QoQYoY(%)	-33%	1%	8%	12%	0%	0%	6%	15%	-6%	8%	21%	7%
영업이익	30	102	-7	-478	-51	54	192	302	-300	-353	497	1,395
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-12.7%	-1.4%	1.4%	4.8%	6.5%	-2.4%	-2.6%	3.1%	8.1%
EBITDA	223	292	186	-271	155	265	408	522	415	431	1,350	2,338
EBITDAM(%)	7.2%	9.4%	5.5%	-7.2%	4.1%	7.0%	10.2%	11.3%	3.4%	3.2%	8.3%	13.6%
케미칼												
매출액	1,074	1,239	1,160	1,151	1,218	1,295	1,353	1,251	4,817	4,624	5,116	5,172
영업이익	-91	-47	-9	-102	-48	-15	-13	12	-121	-249	-64	56
영업이익률(%)	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	-3.9%	-1.2%	-0.9%	1.0%	-2.5%	-5.4%	-1.2%	1.1%
태양광												
매출액	1,599	1,446	1,752	2,062	2,176	2,098	2,263	2,835	5,780	6,859	9,373	10,357
모듈 & 주택 사업 등	1,180	1,052	933	640	1,212	1,231	1,280	1,300	2,820	3,806	5,024	5,704
개발권자산 매각/EPC	419	394	819	1,422	964	867	982	1,536	2,960	3,054	4,349	4,653
영업이익	136	156	8	-386	-4	68	204	298	-258	-85	567	1,351
영업이익률(%)	8.5%	10.8%	0.5%	-18.7%	-0.2%	3.2%	9.0%	10.5%	-4.5%	-1.2%	6.0%	13.0%
모듈 & 주택 사업 등	-6	36	-79	-319	-185	-130	-37	17	-901	-368	-335	240
개발권자산 매각/EPC	-42	-61	19	-168	10	9	27	31	89	-253	76	93
AMPC	184	182	68	102	172	189	214	251	555	536	826	1,018
첨단소재												
매출액	274	308	258	271	239	246	236	269	1,038	1,111	990	990
영업이익	-2	10	4	-5	7	8	8	5	24	6	29	40
영업이익률(%)	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	3.0%	3.4%	3.5%	1.8%	2.3%	0.6%	2.9%	4.0%
기타												
매출액	148	124	195	294	128	140	156	270	759	760	694	738
영업이익	-13	-17	-10	15	-6	-7	-8	-13	55	-25	-35	-52
영업이익률(%)	-4.7%	-5.6%	-3.8%	5.4%	-2.7%	-2.8%	-3.3%	-5.0%	5.3%	-2.3%	-3.5%	-5.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

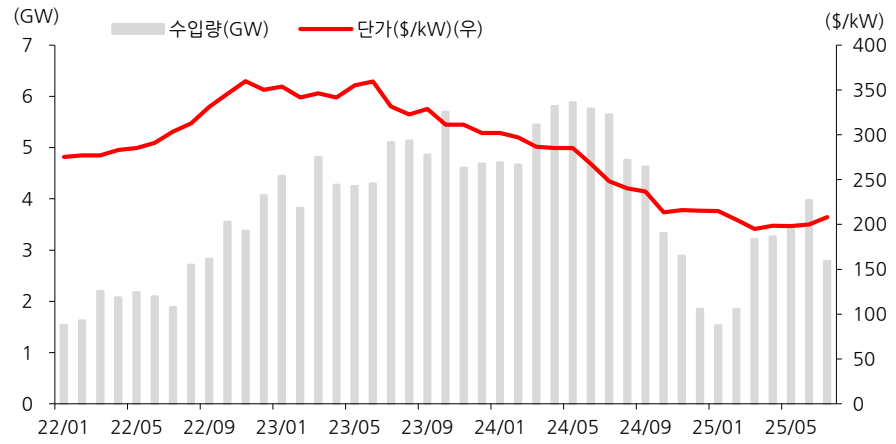
[표2] 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배, %)

	EBITDA	배수	가치	비고
영업가치(십억 원)			19,355	
태양광	1,908	9.0	17,174	-2026년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
케미칼/첨단소재	311	7.0	2,180	-2025년 EBITDA, Peer EV/EBITDA
비영업가치(십억 원)			1,174	장부가액 70% 할인
YNCC/IMPACT			3,055	YNCC(50%) / 한화임팩트(47.93%)
기타			859	장부가치, 30% 할인율 적용
순차입금(십억 원)			12,742	2026년 기준
우선주 시가총액(십억 원)			70	
총 기업가치(십억 원)			7,717	
총주식 수(백만 주)			172	
적정 주가			44,894	
목표주가(원)			45,000	
현재주가			36,400	
상승여력			23.6%	

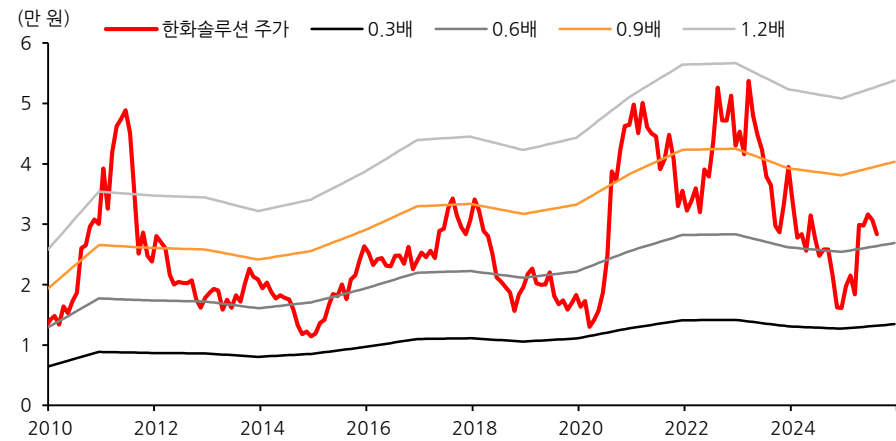
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 미국 태양광 모듈 수입량 및 수입 가격 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 한화솔루션 12m Fwd PBR Band



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
매출액	13,289	12,394	13,354	16,173	17,256
매출총이익	2,239	1,386	1,377	2,450	3,479
영업이익	605	-300	-353	497	1,395
EBITDA	1,283	415	464	1,416	2,401
순이자손익	-322	-442	-73	-315	-334
외화관련손익	16	-76	0	0	0
지분법손익	11	-424	254	40	-11
세전계속사업손익	-102	-1,424	-794	12	921
당기순이익	-155	-1,369	-603	9	728
지배주주순이익	-208	-1,404	-630	9	694
증가율(%)					
매출액	1.2	-6.7	7.7	21.1	6.7
영업이익	-34.6	적전	적지	흑전	180.8
EBITDA	-19.8	-67.6	11.8	205.0	69.6
순이익	적전	적지	적지	흑전	7,633.4
이익률(%)					
매출총이익률	16.8	11.2	10.3	15.1	20.2
영업이익률	4.5	-2.4	-2.6	3.1	8.1
EBITDA 이익률	9.7	3.4	3.5	8.8	13.9
세전이익률	-0.8	-11.5	-5.9	0.1	5.3
순이익률	-1.2	-11.0	-4.5	0.1	4.2

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
영업현금흐름	518	638	203	-310	1,422
당기순이익	-155	-1,369	-603	9	728
자산상각비	679	715	818	919	1,006
운전자본증감	-499	84	-794	-1,231	-323
매출채권 감소(증가)	-544	-274	116	-182	-221
재고자산 감소(증가)	-175	-474	-827	-606	-373
매입채무 증가(감소)	290	688	977	-442	271
투자현금흐름	-2,799	-3,287	-2,039	-803	-953
유형자산처분(취득)	-2,349	-3,344	-1,862	-1,569	-1,208
무형자산 감소(증가)	-18	-21	1	-7	-7
투자자산 감소(증가)	0	1	33	-14	62
재무현금흐름	1,609	2,676	1,037	-52	-52
차입금의 증가(감소)	1,989	2,612	454	0	0
자본의 증가(감소)	40	-138	-52	-52	-52
배당금의 지급	0	138	52	52	52
총현금흐름	1,428	584	1,033	921	1,745
(-)운전자본증가(감소)	623	260	566	1,231	323
(-)설비투자	2,390	3,398	1,894	1,569	1,208
(+)자산매각	23	32	33	-7	-7
Free Cash Flow	-1,562	-3,042	-1,394	-1,885	208
(-)기타투자	308	-421	439	-785	-199
잉여현금	-1,869	-2,621	-1,833	-1,100	407
NOPLAT	438	-218	-256	392	1,102
(+) Dep	679	715	818	919	1,006
(-)운전자본투자	623	260	566	1,231	323
(-)Capex	2,390	3,398	1,894	1,569	1,208
OpFCF	-1,896	-3,160	-1,899	-1,488	577

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
유동자산	8,705	10,883	10,961	10,649	11,652
현금성자산	2,201	2,558	1,618	466	822
매출채권	2,409	2,968	3,112	3,294	3,515
재고자산	3,297	4,258	4,969	5,575	5,948
비유동자산	14,407	19,154	19,925	19,836	19,834
투자자산	5,593	6,671	6,722	5,976	5,766
유형자산	7,046	10,727	11,445	12,160	12,425
무형자산	1,768	1,756	1,758	1,699	1,643
자산총계	24,493	30,037	30,886	30,485	31,485
유동부채	7,689	11,708	11,266	10,875	11,198
매입채무	2,934	4,023	4,496	4,054	4,326
유동성이자부채	3,967	6,425	5,531	5,531	5,531
비유동부채	6,598	7,722	8,769	8,801	8,836
비유동이자부채	5,802	6,833	7,855	7,855	7,855
부채총계	15,482	19,430	20,035	19,676	20,034
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,497	1,562	1,743	1,743	1,743
이익잉여금	5,339	4,132	3,416	3,373	4,016
자본조정	123	2,866	2,173	2,173	2,173
자기주식	-110	-110	-110	-110	-110
자본총계	9,011	10,607	10,852	10,809	11,451

12월 결산	2023	2024	2025P	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-1,216	-8,175	-3,725	48	4,093
BPS	44,979	54,163	51,110	50,865	54,547
DPS	300	300	300	300	300
CFPS	8,186	3,346	5,923	5,278	10,005
ROA(%)	-0.9	-5.2	-2.1	0.0	2.2
ROE(%)	-2.5	-16.2	-6.9	0.1	7.5
ROIC(%)	3.8	-1.5	-1.5	2.2	5.8
Multiples(x, %)					
PER	-32.5	-2.0	-5.7	762.5	8.9
PBR	0.9	0.3	0.4	0.7	0.7
PSR	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4
PCR	4.8	4.8	3.6	6.9	3.6
EV/EBITDA	11.2	32.5	33.3	13.6	7.9
배당수익률	0.8	1.9	1.4	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	171.8	183.2	184.6	182.0	174.9
Net debt/Equity	84.0	100.9	108.4	119.5	109.7
Net debt/EBITDA	589.8	2,577.1	2,535.1	912.5	523.2
유동비율	113.2	93.0	97.3	97.9	104.0
이자보상배율(배)	1.5	n/a	n/a	1.3	3.5
자산구조(%)					
투하자본	60.9	63.6	67.5	74.6	74.4
현금+투자자산	39.1	36.4	32.5	25.4	25.6
자본구조(%)					
차입금	52.0	55.6	55.2	55.3	53.9
자기자본	48.0	44.4	44.8	44.7	46.1

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 02월 06일)

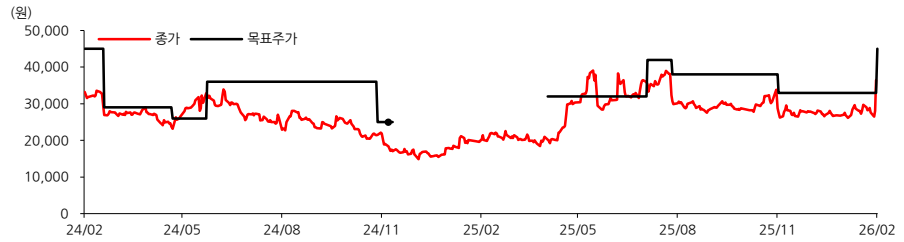
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이용육)

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

상기 '한화솔루션'은 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]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.02.23	2024.04.16	2024.04.26	2024.05.28	2024.11.01
투자의견	투자등급변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격		29,000	29,000	26,000	36,000	25,000
일 시	2025.04.07	2025.04.07	2025.04.25	2025.05.30	2025.07.08	2025.07.31
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이용육	32,000	32,000	32,000	42,000	38,000
일 시	2025.10.20	2025.11.06	2026.02.06			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	38,000	33,000	45,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.23	Hold	29,000	-7.73	-17.93
2024.04.26	Hold	26,000	10.35	26.35
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	-15.84	10.45
2026.02.06	Buy	45,000		

[종목 투자등급]

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

[산업 투자이견]

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: 2025년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.0%	13.0%	0.0%	100.0%