

한화솔루션 (009830)

그래도 꽤 많은 불확실성을 덜어냈다

목표주가 34,000원 상향, 투자의견 Hold 유지

목표주가를 30,500원에서 34,000원으로 상향하나, 투자의견은 Hold 유지한다. 4분기 실적에 예상치 크게 하회했음에도 여러 불확실성을 덜어냈다는 점에서 고무적이었다. 25년 하반기 이후 1)미국 셀 통관 정상화와 2)Cartersville 상업가동 시기, 3)미국 모듈 재고부담 등에 대한 우려가 지속되었는데, 이번 컨콜에서 1분기 셀 통관이 정상화되고 Cartersville 공장은 2~3분기 가동됨을 언급하는 등 불확실성을 일부 해소시켜 주었다. 그러나 재고는 여전히 우려스러운 요인이다. 재고 레벨을 정확하게 파악하기 어려우나, 22~25년 미국 내 모듈 생산설비 규모와 수입, 설치량 등을 감안했을 때 25년 말 기준 재고는 22년 이후 최대치에 달하고 있을 것으로 추정된다. 연말에 동사 가동이 사실상 중단되며 연초 재고가 일부 감소했을 순 있으나, 유의미한 가격 인상이 가능한 수준은 아니었을 것으로 추정된다. 또한 전일 Elon Musk 우주 태양광 발전 기대감만으로 동사 주가 30% 급등했던 만큼 현 주가 레벨에서 추가 업사이드는 제한적이라는 판단이다.

4Q25 Review: -4,783억원(적자확대QoQ), 컨센서스 -1,660억원

4분기 영업손익 -4,783억원으로 QoQ 적자확대되었고, 컨센서스 -1,660억원 대비로도 적자가 컸다. 셀 통관 지연에 따른 판매량 감소로 모듈에서 -2,978억원 적자 발생했고, EPC 및 주택용도 연말 비용 반영으로 각각 -1,684억원, -212억원의 손실을 기록했다.

1분기부터 셀 통관이 정상화되고 있는 만큼 모듈 생산 재개되며 고정비 완화와 판매량 증가를 기대할 수 있다. 이에 AMPC도 1,644억원으로 증가하며 신재생에너지 손익은 -268억원으로 적자 축소 전망한다. 참고로 동사는 컨콜에서 1분기 흑자전환 가이드런스 제시했으나, 당사는 미국 모듈 재고부담으로 판가 인상이 제한적일 것으로 가정해 모듈 적자 -2,075억원으로 추정했다. 하반기 Cartersville 수직계열화 이후엔 DCA 총족으로 판가 협상력 높아지며 수익성 개선이 기대된다. 이에 26년 연간으로는 모듈 적자축소, IRA 확대로 영업이익 5,037억원(모듈 -5,426억원, IRA 9,294억원 등)을 전망한다.

중장기 기회가 될 우주 태양광 발전, 그러나 현 주가는 이를 충분히 반영

Elon Musk는 우주에 데이터센터 건설해 태양광으로 전력 조달하겠다는 계획을 수차례 밝힌 바 있다. 1월 30일에는 미국 연방통신위원회에 100만개 위성 발사 허가신청서를 제출했고, 2월 4일에는 관계자들이 Jinko Solar 등 몇몇 중국 태양광 업체 방문했다고 보도되는 등 최근 움직임이 보다 구체화되고 있다. WEF에서는 3년 내 미국에 100GW 태양광 발전소 건설 계획을 언급했는데, 이는 25년 미국 태양광 수요의 약 2배 달하는 규모이다. 현실 가능성과 구체적 용량을 논하긴 시기상조이나, Elon Musk는 늘 새로운 시장 개척해왔던 만큼 우주 태양광 발전소 건설 계획을 가볍게 여길 수도 없다. 따라서 최근 같은 우주 관련 뉴스들이 간헐적인 주가 트리거가 될 수 있다. 특히 동사가 현재 개발 중인 페로브스카이트는 발전효율이 높고, 접거나 구부리는 등 유연한 형태로 제조 가능한 강점을 갖고 있어 우주 태양광 발전소 건설에 적합하다는 점도 주목할 만하다.

그러나 업황에 대한 고민은 여전히 남아 있다. 셀 통관 정상화로 생산이 재개되고 있고 하반기 Cartersville 상업가동으로 수직계열화 갖추게 되는 점은 분명 긍정적이나, 모듈 재고가 부담이다. 재고 감소를 견인할 수 있는 FEOC 적용과 인도/인도네시아/라오스 추가 제재 등의 확인이 필요하다. 우주 태양광이 신규 시장으로 부상하며 중장기 업황 반전을 이끌 수 있겠으나 그 기대감은 전일 급등하며 26년 기준 EV/EBITDA 12~13배 달한 현 주가에 충분히 반영되었다(Jinko Solar 10.7배, JA Solar 10.8배 등). 지금부터 태양광 업황과 실적 개선에 대해 조금 더 객관적으로 바라보며 접근할 필요가 있다.

Company Brief

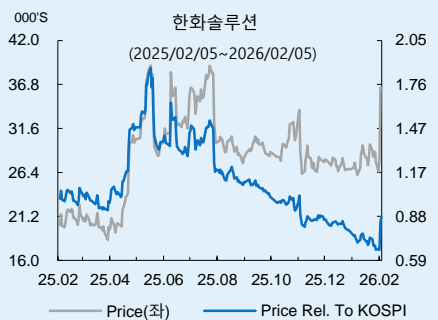
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	34,000원(상향)
증가(2026.02.05)	36,400원
상승여력	-6.6%

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	6,257십억원
외국인지분율	11.9%
52주 주가	18,410~39,050원
60일평균거래량	2,068,864주
60일평균거래대금	65.3십억원

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

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	13,354	16,369	15,904
영업이익(십억원)	-300	-353	428	1,168
순이익(십억원)	-1,404	-621	-92	489
EPS(원)	-8,050	-3,558	-527	2,802
BPS(원)	54,163	62,493	73,660	88,157
PER(배)				13.0
PBR(배)	0.3	0.6	0.5	0.4
ROE(%)	-16.0	-6.1	-0.8	3.5
배당수익률(%)	1.9	0.8	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	31.4	35.2	13.3	7.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]
전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	3,095	3,117	3,364	3,778	4,445	3,888	4,105	3,931	12,408	13,354	16,369
영업이익	30	102	-7	-478	-70	52	217	241	-302	-353	440
영업이익률	1.0%	3.3%	-0.2%	-12.7%	-1.6%	1.3%	5.3%	6.1%	-2.4%	-2.6%	2.7%
케미칼											
매출액	1,074	1,239	1,160	1,151	1,156	1,184	1,169	1,161	4,817	4,624	4,670
영업이익	-91	-47	-9	-102	-40	-13	-5	7	-122	-249	-51
영업이익률	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	-3.5%	-1.1%	-0.4%	0.6%	-2.5%	-5.4%	-1.1%
신재생에너지											
매출액	1,599	1,446	1,752	2,062	2,797	2,219	2,460	2,234	5,766	6,859	9,710
모듈 및 기타	587	574	432	300	680	697	806	911	2,528	1,893	3,095
개발자산 매각/EPC	419	394	819	1,422	1,466	1,054	1,145	916	2,960	3,054	4,581
주택용 에너지 사업	594	478	501	340	651	468	509	407	278	1,913	2,035
영업이익	136	156	8	-386	-27	65	224	242	-258	-85	504
모듈 및 기타	-135	-20	-159	-298	-208	-137	-109	-89	-957	-611	-543
개발자산 매각/EPC	-42	-61	19	-168	29	21	23	18	89	-253	92
주택용 에너지 사업	129	55	80	-21	-13	12	15	11	56	243	25
IRA	184	182	68	102	164	170	295	301	555	536	929
영업이익률	8.5%	10.8%	0.5%	-18.7%	-1.0%	2.9%	9.1%	10.8%	-4.5%	-1.2%	5.2%
모듈 및 기타	-23.0%	-3.4%	-36.7%	-99.3%	-30.5%	-19.7%	-13.5%	-9.7%	-37.9%	-32.3%	-17.5%
개발자산 매각/EPC	-10.0%	-15.6%	2.3%	-11.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%	-8.3%	2.0%
주택용 에너지 사업	21.8%	11.5%	15.9%	-6.2%	-2.0%	2.5%	3.0%	2.8%	19.9%	12.7%	1.2%
IRA 제외 영업이익	-48	-26	-60	-487	-191	-105	-71	-59	-813	-621	-426
첨단소재											
매출액	274	308	258	271	301	299	276	307	1,038	1,111	1,183
영업이익	-2	10	4	-5	6	8	6	2	24	6	22
영업이익률	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	2.0%	2.7%	2.1%	0.6%	2.3%	0.6%	1.9%
기타											
매출액	148	124	195	294	191	186	199	229	788	760	805
영업이익	-13	-17	-10	15	-9	-8	-8	-10	53	-25	-35
영업이익률	-8.7%	-13.8%	-5.1%	5.0%	-5.0%	-4.2%	-4.0%	-4.3%	6.7%	-3.3%	-4.4%

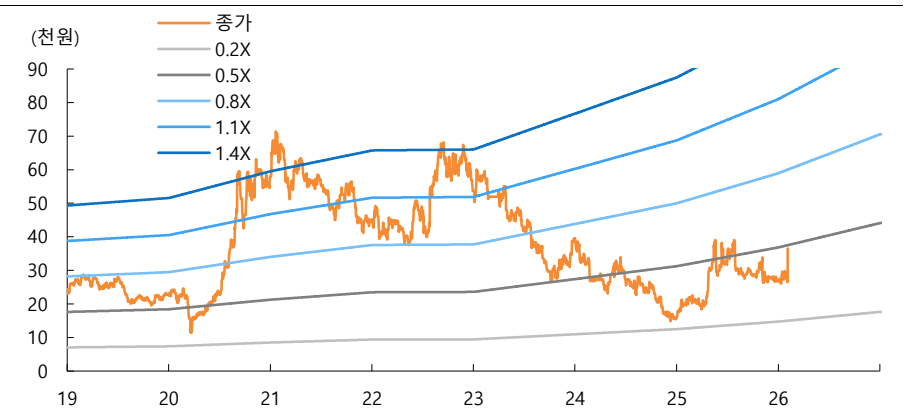
자료: iM증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기준 (2026.01.08)			변경 (2026.02.06)			참고내용
	2026F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2026F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			11,942			13,339	(A)= (a)+(b)+(c)
태양광	1,148	9.2	10,558	1,174	10.2	11,980	(a) First Solar, 중국 Jinko Solar 등 메이저 로컬 업체들 평균
케미칼	151	5.6	848	123	6.9	850	(b) 한국 및 아시아 주요 석유화학 업체 평균
가공소재	60	9.0	537	48	10.6	510	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	5,731		4,012	6,157		4,310	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			10,584			11,620	(C): 2026년 당사 예상치
우선주 시가총액			52.8			69.7	(D): 2026년 02월 05일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			5,317			5,959	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수		174,467,885			174,467,885		
적정주가 (원)			30,478			34,155	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			30,500			34,000	이전 대비 +11.5% 상향 조정
현재주가 (원)						36,400	2026년 02월 05일 종가 기준
상승여력 (%)						-6.6%	

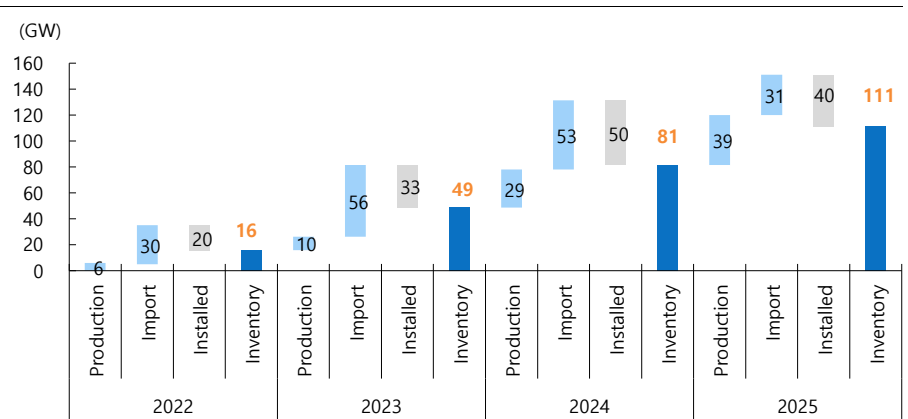
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

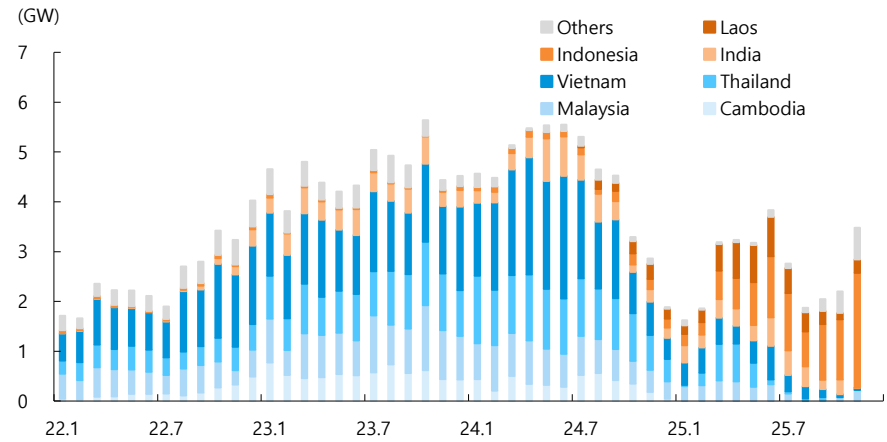
그림2. 2022년 이후 미국 모듈 기준 생산/수입/설치 등에 따른 재고량 추정



자료: iM증권 리서치본부

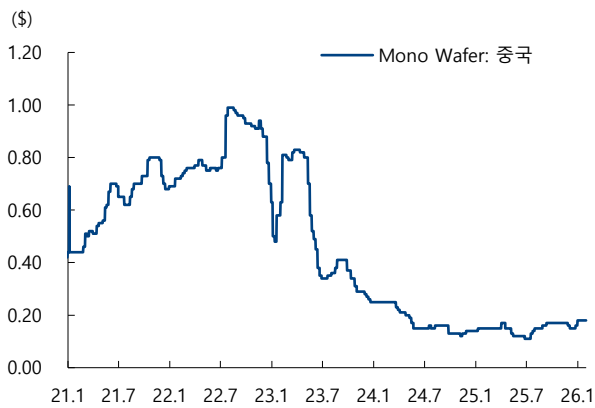
주: '재고=생산+수입-설치'. 22년 초 재고는 0으로 가정했고, 생산은 미국 모듈 생산설비 가동률 70%로 가정

그림3. 2022년 이후 미국 내 모듈 국가별 수입량 추이



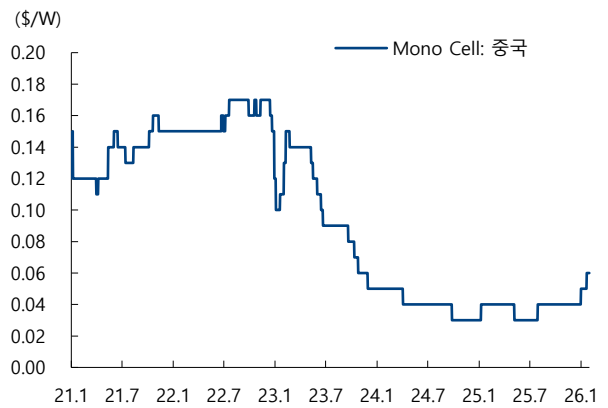
자료: USITC, iM증권 리서치본부

그림4. PV 웨이퍼 가격 추이



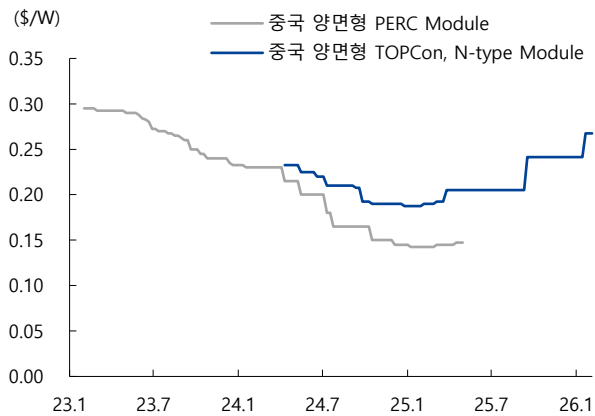
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. PV 셀 가격 추이



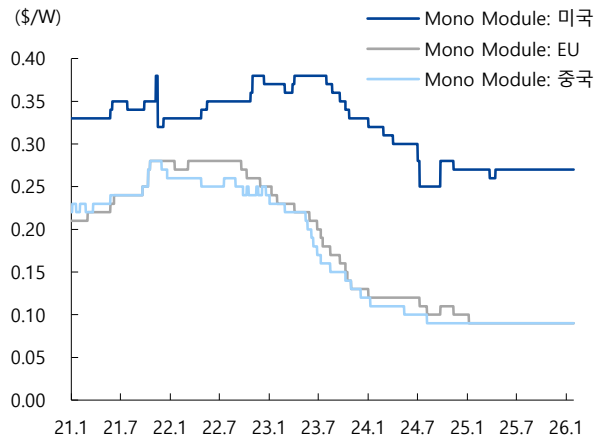
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 중국산 PV 모듈 가격 추이



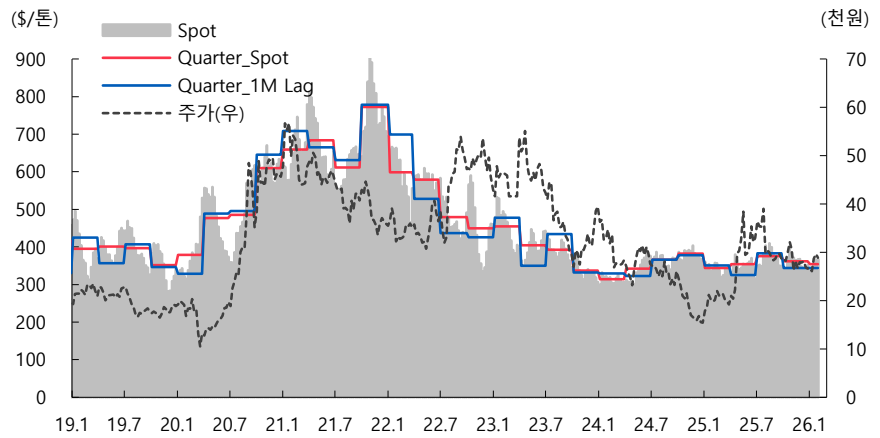
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림7. 주요 지역별 PV 모듈 가격 추이



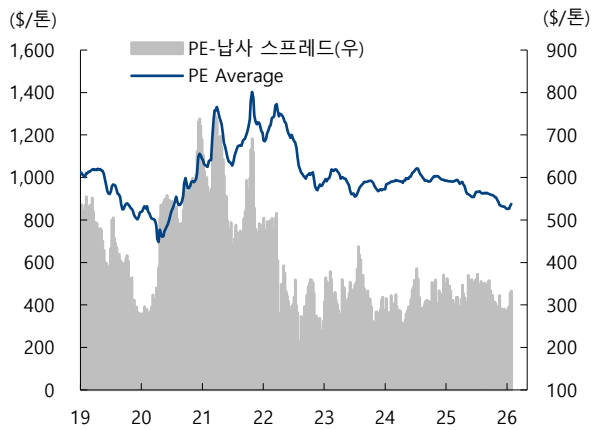
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



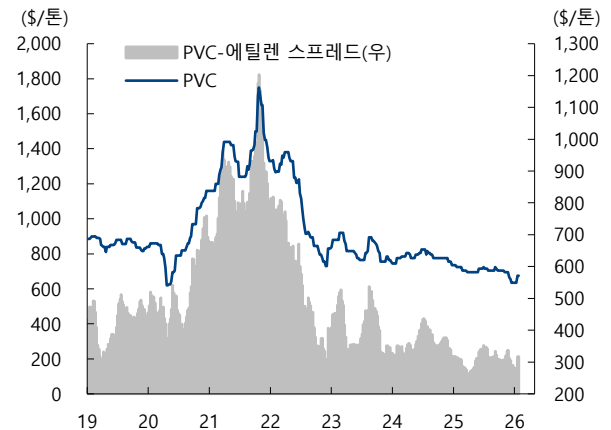
자료: iM증권 리서치본부

그림9. PE 가격 및 스프레드 추이



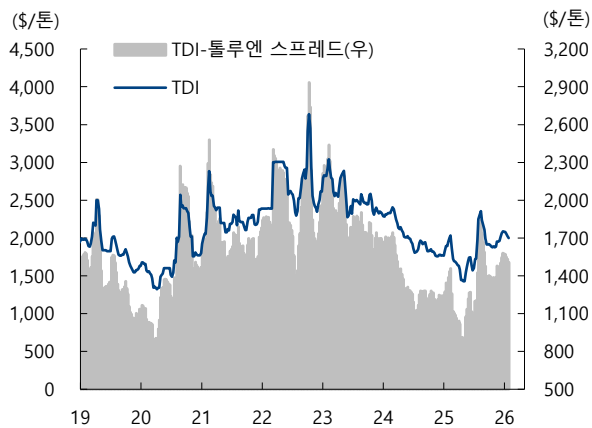
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림10. PVC 가격 및 스프레드 추이



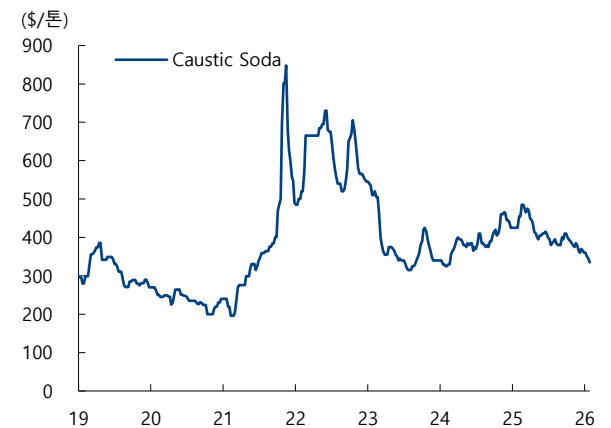
자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림11. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

그림12. 가성소다 가격 추이



자료: Ciscem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

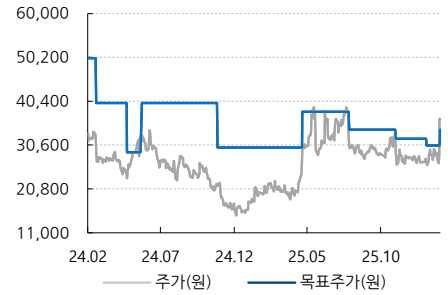
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,883	12,718	14,032	15,051	매출액	12,394	13,354	16,369	15,904
현금 및 현금성자산	2,184	2,817	2,814	3,996	증가율(%)	-5.2	7.7	22.6	-2.8
단기금융자산	318	321	324	327	매출원가	11,008	12,092	13,894	12,769
매출채권	3,114	3,752	4,238	4,172	매출총이익	1,386	1,262	2,475	3,135
재고자산	4,258	4,808	5,647	5,559	판매비와관리비	1,686	1,616	2,047	1,967
비유동자산	19,154	20,644	21,502	22,267	연구개발비	92	-	-	-
유형자산	10,727	11,930	12,380	12,791	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,756	1,691	1,632	1,585	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,037	33,363	35,534	37,319	영업이익	-300	-353	428	1,168
유동부채	11,708	11,780	12,253	11,708	증가율(%)	적전	적지	흑전	172.8
매입채무	2,610	2,404	2,946	2,706	영업이익률(%)	-2.4	-2.6	2.6	7.3
단기차입금	5,110	5,460	5,280	4,930	이자수익	103	104	94	130
유동성장기부채	1,189	1,289	1,189	1,189	이자비용	548	642	566	502
비유동부채	7,722	9,522	9,272	9,072	지분법이익(손실)	-327	35	88	63
사채	2,191	2,891	2,891	2,891	기타영업외손익	-357	-64	-177	-185
장기차입금	4,231	5,331	5,081	4,881	세전계속사업이익	-1,424	-843	-128	678
부채총계	19,430	21,302	21,526	20,781	법인세비용	-316	-223	-36	190
자배주주지분	9,450	10,903	12,851	15,381	세전계속이익률(%)	-11.5	-6.3	-0.8	4.3
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-1,369	-621	-92	489
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562	순이익률(%)	-11.0	-4.6	-0.6	3.1
이익잉여금	4,132	3,460	3,282	3,686	자배주주귀속 순이익	-1,404	-621	-92	489
기타자본항목	2,169	4,295	6,421	8,547	기타포괄이익	2,126	2,126	2,126	2,126
비자배주주지분	1,157	1,157	1,157	1,157	총포괄이익	757	1,505	2,034	2,615
자본총계	10,607	12,060	14,009	16,538	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	638	-1,363	116	1,291	주당지표(원)				
당기순이익	-1,369	-621	-92	489	EPS	-8,050	-3,558	-527	2,802
유형자산감가상각비	649	800	830	840	BPS	54,163	62,493	73,660	88,157
무형자산상각비	66	68	60	53	CFPS	-3,949	1,415	4,570	7,917
지분법관련손실(이익)	-327	35	88	63	DPS	300	300	500	500
투자활동 현금흐름	-3,287	-1,211	-546	-482	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,344	-2,003	-1,280	-1,250	PER				13.0
무형자산의 처분(취득)	-21	-3	-1	-5	PBR	0.3	0.6	0.5	0.4
금융상품의 증감	-1,040	-317	-378	-339	PCR	-4.1	25.7	8.0	4.6
재무활동 현금흐름	2,676	2,325	-455	-509	EV/EBITDA	31.4	35.2	13.3	7.7
단기금융부채의증감	-	450	-280	-350	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,688	1,800	-250	-200	ROE	-16.0	-6.1	-0.8	3.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.4	3.9	8.0	13.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	183.2	176.6	153.7	125.7
현금및현금성자산의증감	226	633	-3	1,182	순부채비율	96.4	98.1	80.7	57.9
기초현금및현금성자산	1,958	2,184	2,817	2,814	매출채권회전율(x)	3.5	3.9	4.1	3.8
기말현금및현금성자산	2,184	2,817	2,814	3,996	재고자산회전율(x)	3.2	2.9	3.1	2.8

자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-22	Buy	40,000	-33.1%	-27.4%
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000	-34.9%	-15.3%
2024-10-31	Buy	30,000	-35.8%	-9.7%
2025-04-25	Buy	38,000	-13.0%	2.8%
2025-07-10	Hold	38,000	-3.9%	2.6%
2025-07-31	Hold	34,000	-12.8%	-0.6%
2025-11-05	Hold	32,000	-14.3%	-7.7%
2026-01-08	Hold	30,500	-5.0%	19.5%
2026-02-06	Hold	34,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-