

# 한화솔루션 (009830)

## 대내외적으로 모두 쉽지 않았을 태양광 부문

### Hold (Maintain)

목표주가(12M)	30,500원(하향)
증가(2026.01.07)	26,800원
상승여력	13.8 %

### Stock Indicator

자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	4,607십억원
외국인지분율	10.8%
52주 주가	17,640~39,050원
60일평균거래량	1,198,160주
60일평균거래대금	35.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-6.9	-25.3	50.8
상대수익률	-14.8	-35.2	-74.1	-31.8



### [투자포인트]

- 목표주가 32,000원에서 30,500원으로 하향, 투자의견 Hold 유지
- 4분기 영업이익 -1,398억원(적자확대 QoQ)으로 컨센서스 -990억원 하회할 전망
- 석유화학 -459억원(적자확대 QoQ) 전망. 스프레드 축소됐고, 정기보수 진행 관련 일회성 비용까지 반영된 영향
- 신재생에너지 -855억원(적자전환 QoQ) 전망. 셀 통관 12월까지 지연되면서 미국 내 모듈 생산/판매 모두 감소. 이에 고정부 높아졌을 뿐만 아니라 AMPC 537억원으로 축소. 개발자산 매각/EPC 부문은 그나마 일부 자산매각 이뤄지며 108억원 내외의 이익 창출했을 것으로 예상. TPO 부문은 수익성 낮은 자산들 리밸런싱하는 과정에서 일회성 비용 발생하며 전 분기 대비로는 부진한 352억원(-55.8%QoQ)에 그쳤을 것으로 추정
- 26년 미국 태양광 시장에서 기대되는 긍정적 변화는 1)FEOC 제재와 2)인도/인도네시아/라오스 AD/CVD 적용. 이는 미국 유입 물량을 감소시키는 동시에, 비중국산 수요를 자극시킬 수 있어 동사에게는 Q 증가와 P 인상의 기회가 될 수 있음. 다만, 동사가 이 호재를 온전히 향유할 수 있으려면 미국 내 모듈 재고가 먼저 소진돼야 함. 지난해 신규로 건설된 공장과 우회 수입량 증가 등을 감안했을 때 25년 말 재고는 24년 대비 더 늘어났을 것으로 추정. FEOC 제재에 대한 세부 가이드라인 출현과 동남아시아 3개국의 AD/CVD 추가 적용으로 수입량 감소 및 재고가 줄기 시작할 때 비로소 동사도 미국 시장에서 모듈 판가 상승을 누릴 수 있을 것이라는 판단. 따라서 관련 시그널이 조금이라도 포착될 때 동사에 대한 투자의견 상향을 검토하고자 함

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	13,388	13,615	14,358
영업이익(십억원)	-300	-15	512	842
순이익(십억원)	-1,404	-792	-197	93
EPS(원)	-8,050	-4,542	-1,127	533
BPS(원)	54,163	61,509	72,077	84,304
PER(배)				50.3
PBR(배)	0.3	0.4	0.4	0.3
ROE(%)	-16.0	-7.9	-1.7	0.7
배당수익률(%)	1.9	1.1	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	31.4	18.7	10.6	8.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
<b>합계</b>											
매출액	3,095	3,117	3,364	3,812	3,184	3,270	3,431	3,730	12,408	13,388	13,615
영업이익	30	102	-7	-140	32	101	171	208	-302	-15	512
영업이익률	1.0%	3.3%	-0.2%	-3.7%	1.0%	3.1%	5.0%	5.6%	-2.4%	-0.1%	3.8%
<b>케미칼</b>											
매출액	1,074	1,239	1,160	1,112	1,131	1,172	1,156	1,138	4,817	4,585	4,599
영업이익	-91	-47	-9	-46	-27	-13	-5	-8	-122	-193	-53
영업이익률	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-4.1%	-2.4%	-1.1%	-0.4%	-0.7%	-2.5%	-4.2%	-1.1%
<b>신재생에너지</b>											
매출액	1,599	1,446	1,752	2,224	1,585	1,627	1,814	2,092	5,766	7,021	7,117
모듈 및 기타	587	574	432	382	446	449	542	570	2,528	1,975	2,007
개발자산 매각/EPC	419	394	819	1,360	650	715	813	1,073	2,960	2,992	3,251
주택용에너지 사업	594	478	501	482	488	463	459	449	278	2,054	1,859
영업이익	136	156	8	-86	64	115	178	220	-258	215	576
모듈 및 기타	-135	-20	-159	-185	-108	-83	-56	-44	-957	-499	-291
개발자산 매각/EPC	-42	-61	19	11	10	11	12	16	89	-74	49
주택용에너지 사업	129	55	80	35	51	52	55	45	56	299	203
IRA	184	182	68	54	111	135	166	203	555	488	615
영업이익률	8.5%	10.8%	0.5%	-3.8%	4.0%	7.1%	9.8%	10.5%	-4.5%	3.1%	8.1%
모듈 및 기타	-23.0%	-3.4%	-36.7%	-48.5%	-24.1%	-18.6%	-10.3%	-7.8%	-37.9%	-25.3%	-14.5%
개발자산 매각/EPC	-10.0%	-15.6%	2.3%	0.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	3.0%	-2.5%	1.5%
주택용에너지 사업	21.8%	11.5%	15.9%	7.3%	10.5%	11.2%	12.0%	10.1%	19.9%	14.6%	10.9%
IRA 제외 영업이익	-48	-26	-60	-139	-47	-21	11	17	-813	-273	-39
<b>첨단소재</b>											
매출액	274	308	258	294	309	310	289	318	1,038	1,133	1,227
영업이익	-2	10	4	2	4	7	5	3	24	14	19
영업이익률	-0.7%	3.2%	1.4%	0.8%	1.4%	2.2%	1.6%	1.0%	2.3%	1.2%	1.5%
<b>기타</b>											
매출액	148	124	195	182	159	161	171	181	788	648	673
영업이익	-13	-17	-10	-10	-9	-7	-7	-8	53	-50	-31
영업이익률	-8.7%	-13.8%	-5.1%	-5.8%	-5.8%	-4.2%	-4.0%	-4.3%	6.7%	-7.8%	-4.6%

한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	기존 (2025.11.06)			변경 (2026.01.08)			참고 내용
	25~26년 EBITDA	Mutiple	EV	26년 EBITDA	Mutiple	EV	
사업가치 합계			12,584			11,942	(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)+(f)+(g)
태양광	924	12.2	11,267	1,148	9.2	10,558	(a) First Solar, 중국 주요 업체들 평균 적용
케미칼	157	6.7	1,052	151	5.6	848	(b) 대한유화, Westlake, Petronas 평균 적용
가공소재	41	6.5	265	60	9.0	537	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	5,384		3,769	5,731		4,012	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			10,709			10,584	(C): 2026년 당사 예상치 기준
우선주 시가총액			57.8			52.8	(D): 2026년 1월 7일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			5,587			5,317	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주식 수		174,467,885			174,467,885		
적정주가 (원)			32,021			30,478	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			32,000			30,500	기존 대비 -4.7% 하향 조정
현재주가 (원)			28,750			26,800	2026년 1월 7일 종가 기준
상승여력(%)			11.3%			13.8%	

자료: iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		10,883	12,332	13,464	14,727
현금 및 현금성자산		2,184	2,811	4,088	4,818
단기금융자산		318	321	324	327
매출채권		3,114	3,493	3,414	3,637
재고자산		4,258	4,686	4,629	4,946
비유동자산		19,154	20,414	21,547	22,455
유형자산		10,727	11,930	12,850	13,511
무형자산		1,756	1,691	1,632	1,585
자산총계		30,037	32,745	35,011	37,182
유동부채		11,708	11,834	12,056	11,944
매입채무		2,610	2,410	2,451	2,443
단기차입금		5,110	5,460	5,560	5,410
유동성장기부채		1,189	1,289	1,189	1,189
비유동부채		7,722	9,022	9,222	9,372
사채		2,191	2,991	3,091	3,091
장기차입금		4,231	4,731	4,831	4,981
부채총계		19,430	20,857	21,279	21,316
지배주주지분		9,450	10,731	12,575	14,708
자본금		889	889	889	889
자본잉여금		1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금		4,132	3,288	3,006	3,014
기타자본항목		2,169	4,295	6,421	8,547
비지배주주지분		1,157	1,157	1,157	1,157
자본총계		10,607	11,889	13,732	15,866

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		638	-869	1,137	539
당기순이익		-1,369	-792	-197	93
유형자산감가상각비		649	800	830	840
무형자산상각비		66	68	60	53
지분법관련손실(이익)		-327	-196	-107	-43
투자활동 현금흐름		-3,287	-1,211	-1,016	-732
유형자산의 처분(취득)		-3,344	-2,003	-1,750	-1,500
무형자산의 처분(취득)		-21	-3	-1	-5
금융상품의 증감		-1,040	-317	-378	-339
재무활동 현금흐름		2,676	1,825	275	41
단기금융부채의증감		-	450	-	-150
장기금융부채의증감		2,688	1,300	200	150
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		226	627	1,277	730
기초현금및현금성자산		1,958	2,184	2,811	4,088
기말현금및현금성자산		2,184	2,811	4,088	4,818

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

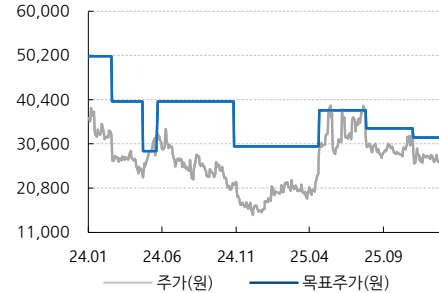
포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		12,394	13,388	13,615	14,358
증가율(%)		-5.2	8.0	1.7	5.5
매출원가		11,008	11,783	11,402	11,741
매출총이익		1,386	1,605	2,213	2,617
판매비와관리비		1,686	1,619	1,701	1,775
연구개발비		92	-	-	-
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-300	-15	512	842
증가율(%)		적전	적지	흑전	흑전
영업이익률(%)		-2.4	-0.1	3.8	5.9
이자수익		103	103	132	154
이자비용		548	621	575	529
지분법이익(손실)		-327	-196	-107	-43
기타영업외손익		-357	-330	-229	-305
세전계속사업이익		-1,424	-1,054	-261	124
법인세비용		-316	-261	-65	31
세전계속이익률(%)		-11.5	-7.9	-1.9	0.9
당기순이익		-1,369	-792	-197	93
순이익률(%)		-11.0	-5.9	-1.4	0.6
지배주주귀속 순이익		-1,404	-792	-197	93
기타포괄이익		2,126	2,126	2,126	2,126
총포괄이익		757	1,333	1,929	2,219
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-8,050	-4,542	-1,127	533
BPS		54,163	61,509	72,077	84,304
CFPS		-3,949	431	3,971	5,648
DPS		300	300	500	500
Valuation(배)					
PER					50.3
PBR		0.3	0.4	0.4	0.3
PCR		-4.1	62.2	6.7	4.7
EV/EBITDA		31.4	18.7	10.6	8.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-16.0	-7.9	-1.7	0.7
EBITDA이익률		3.4	6.4	10.3	12.1
부채비율		183.2	175.4	155.0	134.4
순부채비율		96.4	95.4	74.7	60.0
매출채권회전율(x)		3.5	4.1	3.9	4.1
재고자산회전율(x)		3.2	3.0	2.9	3.0

한화솔루션 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			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		



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자 비율 등급 공시 2025-12-31 기준]

매수  
90.6%

중립(보유)  
9.4%

매도  
-