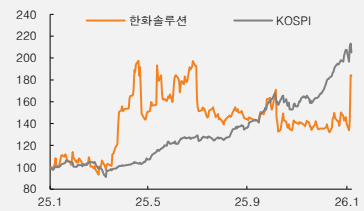


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 46,000원
현재주가(26/2/5)	36,400원
상승여력	26.4%

영업이익(25F, 십억원)	-353
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	-15
EPS 성장률(25F, %)	적지
MKT EPS 성장률(25F, %)	36.0
P/E(25F, x)	-
MKT P/E(25F, x)	18.4
KOSPI	5,163.57
시가총액(십억원)	6,257
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	61.3
외국인 보유비중(%)	11.7
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	18,410
52주 최고가(원)	39,050

(%)	1M	6M	12M
절대주가	34.8	20.7	80.6
상대주가	16.4	-25.2	-12.2



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

한화솔루션

테마보다는 본질에 충실하자

목표주가 4.6만원으로 상향. 투자의견 매수 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.5만원에서 4.6만원으로 상향하며, 투자의견은 매수로 유지한다. 목표주가 상향은 모듈 ASP 상승, 신규 공장 가동 시점 확정 등에 따른 실적 전망치 상향 조정에 기인한다. 최근 주가는 우주 태양광에 대한 기대감으로 상승했다. 하지만 아직 SpaceX의 우주 태양광에 어떤 모듈이 쓰일지, 어떤 기업과 협력하게 될지도 확정된 바가 없다. 따라서 이에 대한 기대감은 온전히 건어낸 채 기업 가치를 밸류에이션했으며, **우주 태양광이 없어도 현재 주가는 충분히 정당화될 수 있다고 판단한다.** 그리고 가이드선대로 실적이 빠르게 개선 가능하다면, 상대적으로 보수적인 당사의 추정치를 상향 조정할 전망이다.

4Q25 Review: 2보 전진 위한 1보 후퇴

동사의 4Q25 영업이익은 -4,783억원으로 컨센서스인 -1,444억원을 크게 하회했다. 신재생에너지 부문이 -3,855억원을 기록한 영향이 컸으며, 케미칼 부문도 부진한 실적(-1,021억원)을 기록했다. 신재생에너지 부문의 부진은 1) 태양광 모듈 불용 재고 처리, 원부자재 손상차손 등의 일회성 비용(약 -500억원)과 2) 일부 프로젝트의 일정 지연으로 인한 가치 변동(약 -2,000억원), 3) 가동률 하락으로 인한 고정비 부담 증가(약 -600억원) 영향으로 추정한다. 그래도 AMPC 1,019억원을 고려하면, 통관 문제가 해결되어 가동률이 50%를 기록했던 것으로 추정된다.

26년 전망: 이미 시작된 미국 모듈 가격 상승

동사는 26년 가이드선으로 모듈 판매량 9GW, AMPC 9,500억원, 개발자산 매각 및 EPC 매출액 4~5조원, 주택용 에너지(TPO) 설치량 186MW를 제시했다. 그리고 신규 공장 카터스빌의 가동시점을 웨이퍼 2분기, 셀 3분기로 발표했다.

이에 따라 당사는 26년 신재생에너지 영업이익 추정치를 9,120억원에서 1조293억원으로 상향 조정한다. 26년 분기별 모듈 ASP는 29-29-30-33c/w로 전망한다(4Q25 추정치 26c/w). 가격 상승 요인은 1) 미국 내 모듈 공급 부족으로 인해 비용 상승분 전가, 2) 웨이퍼-셀-모듈 수직계열화 통한 DCA 조건 충족이다. 이미 미국 시장 가격은 상승하기 시작했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	13,354	17,655	18,643
영업이익 (십억원)	579	-300	-353	1,029	1,897
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	-2.6	5.8	10.2
순이익 (십억원)	-141	-1,404	-683	259	943
EPS (원)	-795	-8,050	-3,916	1,485	5,404
ROE (%)	-1.7	-16.0	-7.5	2.9	10.0
P/E (배)	-	-	-	24.5	6.7
P/B (배)	0.8	0.3	0.5	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.8	1.9	1.1	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	합계	3,094.5	3,117.2	3,364.4	3,778.3	3,623.4	4,045.8	4,100.0	5,885.3	12,394.0	13,354.4	17,654.5
	신재생에너지	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,062.3	2,141.3	2,514.1	2,593.9	4,399.4	5,765.8	6,859.4	11,648.7
	케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,058.2	1,073.8	1,098.2	1,064.6	4,817.2	4,624.1	4,294.9
	첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	273.8	307.9	257.9	271.3	1,037.6	1,110.9	1,110.9
	기타	147.9	123.9	194.7	293.5	150.0	150.0	150.0	150.0	773.4	760.0	600.0
영업이익	합계	30.3	102.1	-7.4	-478.3	-5.2	182.2	275.5	576.8	-300.4	-353.3	1,029.3
	신재생에너지	136.2	156.2	7.9	-385.5	32.4	204.8	296.1	655.6	-257.5	-85.2	1,188.9
	케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-102.1	-28.1	-13.8	-10.7	-58.4	-121.5	-249.1	-110.9
	첨단소재	-1.8	9.8	3.6	-5.4	5.5	6.2	5.2	-5.4	23.5	6.2	11.4
	기타	-12.9	-17.1	-9.9	14.7	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	55.1	-25.2	-60.0
세전이익		-68.1	-148.4	-39.7	-570.3	-171.7	14.6	114.7	390.9	-1,423.7	-826.5	348.5
당기순이익(지배)		-44.5	-201.6	-12.1	-425.1	-140.6	11.2	88.1	300.3	-1,404.4	-683.2	259.1

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	2,137.6	7.6	16,245.6	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	326.9	7.5	2,452.0	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	84.3	7.4	624.1	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			19,432.0	
순차입금			11,500.0	4Q26 전망
우선주 시가총액			69.7	
Equity Value			7,862.3	
주식수(백만주)			171.9	
적정주가			45,740	목표주가 4.6만원 산출

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	2025F	2026F	2025P	2026F	2025F	2026F
매출액	13,013	16,144	13,354	17,655	2.6	9.4
영업이익	-23	789	-353	1,029	적지	30.4
당기순이익(지배)	-483	267	-683	259	적지	-3.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

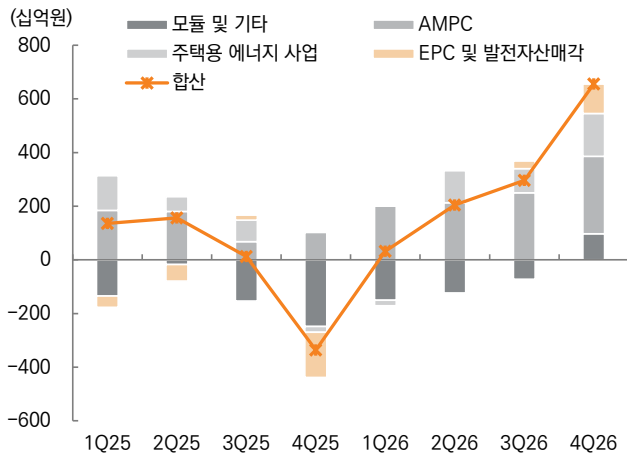
표 4. 신재생에너지 부문 영업이익 구분

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P
모듈 및 기타	-135	-18	-154	-249
AMPC	184	180	68	102
주택용 에너지 사업	129	55	80	-21
EPC 및 발전자산매각	-42	-61	19	-168
합산	136	156	13	-336

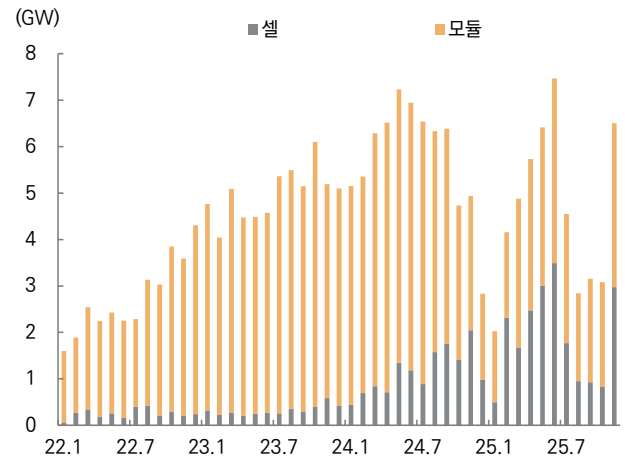
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 신재생에너지 부문 영업이익의 세부 사항 추정



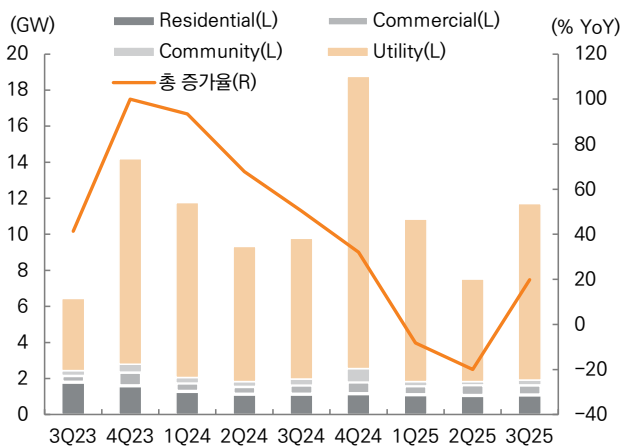
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 미국 셀/모듈 수입량 추이



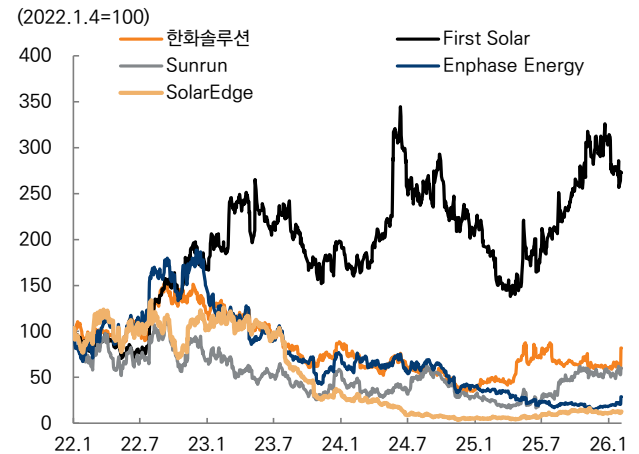
자료: U.S. Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



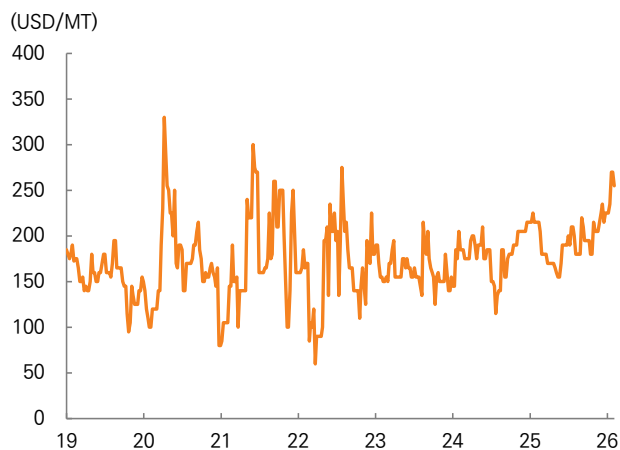
자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



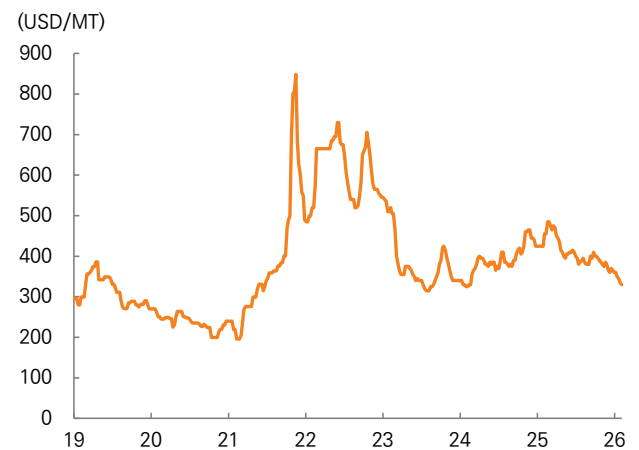
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켄, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	12,394	13,354	17,655	18,643
매출원가	11,008	11,956	14,786	14,907
매출총이익	1,386	1,398	2,869	3,736
판매비와관리비	1,686	1,752	1,839	1,839
조정영업이익	-300	-353	1,029	1,897
영업이익	-300	-353	1,029	1,897
비영업손익	-1,124	-473	-680	-670
금융손익	-445	-126	-544	-533
관계기업등 투자손익	-327	34	-137	-137
세전계속사업손익	-1,424	-826	349	1,227
계속사업법인세비용	-316	-220	77	270
계속사업이익	-1,109	-607	272	957
중단사업이익	-260	-2	0	0
당기순이익	-1,369	-609	272	957
지배주주	-1,404	-683	259	943
비지배주주	35	74	13	14
총포괄이익	757	-715	272	957
지배주주	648	-717	235	828
비지배주주	109	2	37	129
EBITDA	415	423	1,862	2,744
FCF	-2,759	-178	3,040	888
EBITDA 마진율 (%)	3.3	3.2	10.5	14.7
영업이익률 (%)	-2.4	-2.6	5.8	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.3	-5.1	1.5	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,883	12,294	13,029	13,325
현금 및 현금성자산	2,184	4,965	4,947	5,048
매출채권 및 기타채권	2,722	2,215	2,591	2,426
재고자산	4,258	3,465	3,811	4,192
기타유동자산	1,719	1,649	1,680	1,659
비유동자산	19,154	19,386	22,109	21,643
관계기업투자등	4,930	4,012	6,250	5,852
유형자산	10,727	11,538	11,962	11,966
무형자산	1,756	1,815	1,758	1,707
자산총계	30,037	31,680	35,139	34,968
유동부채	11,708	12,250	15,085	14,081
매입채무 및 기타채무	2,923	3,375	5,082	4,779
단기금융부채	6,425	6,955	7,013	6,502
기타유동부채	2,360	1,920	2,990	2,800
비유동부채	7,722	8,713	9,116	9,044
장기금융부채	6,833	7,989	7,989	7,989
기타비유동부채	889	724	1,127	1,055
부채총계	19,430	20,962	24,201	23,125
지배주주지분	9,450	8,737	8,946	9,836
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,591	1,591	1,591
이익잉여금	4,132	3,375	3,582	4,474
비지배주주지분	1,157	1,980	1,992	2,007
자본총계	10,607	10,717	10,938	11,843

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	638	1,854	4,240	1,688
당기순이익	-1,369	-609	272	957
비현금수익비용가감	1,953	1,267	1,588	1,785
유형자산감가상각비	649	714	775	796
무형자산상각비	66	63	57	51
기타	1,238	490	756	938
영업활동으로인한자산및부채의변동	84	1,093	2,458	-782
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-274	184	-188	131
재고자산 감소(증가)	-474	733	-346	-381
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	688	479	1,707	-304
법인세납부	-72	106	-77	-270
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,287	-2,235	-1,256	-666
유형자산처분(취득)	-3,344	-1,999	-1,200	-800
무형자산감소(증가)	-21	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	118	-149	42
기타투자활동	185	-349	93	92
재무활동으로 인한 현금흐름	2,676	1,964	-628	-1,183
장단기금융부채의 증가(감소)	3,485	1,686	57	-510
자본의 증가(감소)	66	28	0	0
배당금의 지급	-138	-139	-52	-52
기타재무활동	-737	389	-633	-621
현금의 증가	226	2,781	-18	101
기초현금	1,958	2,184	4,965	4,947
기말현금	2,184	4,965	4,947	5,048

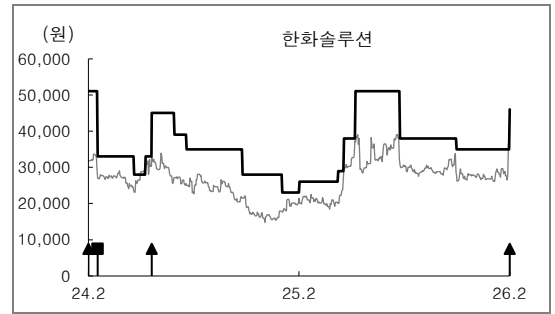
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	24.5	6.7
P/CF (x)	4.8	7.1	3.4	2.3
P/B (x)	0.3	0.5	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	35.3	38.5	9.7	6.4
EPS (원)	-8,050	-3,916	1,485	5,404
CFPS (원)	3,346	3,771	10,661	15,717
BPS (원)	54,793	50,713	51,901	57,010
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-3.7	-8.3	18.7	5.3
배당수익률 (%)	1.9	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	-5.2	7.7	32.2	5.6
EBITDA증가율 (%)	-66.9	2.0	339.7	47.4
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	84.3
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	264.0
매출채권 회전율 (회)	5.7	6.4	9.0	9.3
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.5	4.9	4.7
매입채무 회전율 (회)	5.0	4.2	3.8	3.2
ROA (%)	-5.0	-2.0	0.8	2.7
ROE (%)	-16.0	-7.5	2.9	10.0
ROIC (%)	-1.6	-2.4	6.1	10.1
부채비율 (%)	183.2	195.6	221.3	195.3
유동비율 (%)	93.0	100.4	86.4	94.6
순차입금/자기자본 (%)	100.9	90.3	88.9	77.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	-2.1	1.6	2.9

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2026.02.06	매수	46,000	-	
2025.11.06	매수	35,000	-20.24	4.14
2025.07.31	매수	38,000	-22.04	-11.05
2025.05.15	매수	51,000	-33.08	-23.43
2025.04.25	매수	38,000	-15.72	-1.71
2025.04.15	매수	29,000	-19.93	-6.55
2025.02.07	매수	26,000	-20.95	-13.27
2025.01.08	매수	23,000	-15.02	-6.74
2024.10.31	매수	28,000	-38.39	-20.89
2024.07.26	매수	35,000	-30.53	-19.71
2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.