

**BUY (상향)**

목표주가(12M) 47,000원(상향)
현재주가(2.05) 36,400원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,163.57
52주 최고/최저(원)	39,050/18,410
시가총액(십억원)	6,256.9
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	2,068.9
60일 평균 거래대금(십억원)	65.3
외국인지분율(%)	11.89
주요주주 지분율(%)	
인화 외 4 인	36.48
국민연금공단	5.75

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	13,061.4	13,944.4
영업이익(십억원)	(14.6)	547.8
순이익(십억원)	(434.4)	46.3
EPS(원)	(2,748)	217
BPS(원)	50,437	51,325

Stock Price**Financial Data**

투자지표	2023	2024	2025P	2026F
매출액	13,078.5	12,394.0	13,354.4	14,803.3
영업이익	579.2	(300.2)	(353.2)	615.7
세전이익	132.1	(1,423.7)	(828.7)	118.4
순이익	(141.0)	(1,404.4)	(669.8)	94.5
EPS	(795)	(8,050)	(3,839)	542
증감율	적전	적지	적지	흑전
PER	(49.69)	(2.00)	(6.98)	67.16
PBR	0.84	0.29	0.53	0.72
EV/EBITDA	12.33	35.32	45.73	13.57
ROE	(1.66)	(15.99)	(7.37)	1.08
BPS	47,157	54,793	50,658	50,903
DPS	300	300	300	300



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터**한화솔루션 (009830)****우주 태양광 기대감에 얹어지는 실적 회복****4Q25 영업이익 컨센 대폭 하회**

4Q25 영업이익은 -4,782억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(-1,426억원)을 대폭 하회했다. 퓨터프루프 등의 매각 이익 반영으로 지배순이익은 -3,859억원을 기록했다. 특히, 영업이익이 컨센을 크게 하회한 것은 손상차손 및 충당금 설정 등 일회성 비용 1천억원 가량에 더해 신재생/케미칼 모두 부진했던 영향이다. 신재생 영업이익은 -3,855억원(QoQ -3,934억원)으로 축소되었는데, 모듈/기타의 적자확대 -2,977억원(추정치) 및 발전사업의 대규모 적자 영향이다. 모듈 가동 정상화로 AMPC는 1,018억원(QoQ +49%)으로 확대되었다. 주택용 에너지 영업이익은 -212억원(QoQ -1,008억원)으로 적전했다. 자산 리밸런싱 영향이다.

1Q26 영업이익 BEP 수준까지 대폭 개선. 신재생 흑자전환 추정

1Q26 영업이익은 -41억원(QoQ 적지, YoY 적전)을 전망한다. 케미칼의 적자폭 축소, 신재생의 흑자전환을 가정했다. 신재생 영업이익은 478억원(QoQ +4,333억원)을 전망한다. 모듈 출하량/판가가 각각 QoQ +50%/+20% 개선되며 모듈/기타가 -1,413억원(+1,561억원)으로 적자폭을 대폭 축소하는 가운데, AMPC가 약 2천억원 가량 반영되고 발전사업의 적자도 제거되기 때문이다. 주택용 에너지 영업이익은 -115억원(OPM -4%)의 적자 지속이 예상된다.

2026년 케미칼/신재생 모두 우호적인 영업 환경. 우주 기대감까지 더해져

투자의견(NEUTRAL→BUY)과 TP(3만원→4.7만원)을 모두 상향한다. 2026~27년 추정치를 대폭 상향한 영향이다. 2026년 전사 영업이익은 당초 2,609억원을 추정했으나, 업황 개선을 반영해 6,157억원으로 +136% 상향 조정한다. 특히, 모듈/기타+AMPC의 이익을 대폭 상향했다. 미국 내 셀 통관 이슈 종료로 모듈 가동률과 AMPC가 정상화되고 고정비 부담이 감소하기 때문이다. 특히, Non-FEOC 규정을 충족하는 모듈이 시장 내에 부족해짐에 따라 의미 있는 판가 상승이 나타나고 있다는 점도 긍정적이다. 2026년 상반기 중 Section 232, 인니/라오스/인도 AD/CVD, FEOC 규정 등 추가적으로 시장 수급을 빠듯하게 하고 판가 상승을 유발할 이벤트가 상존한다. 게다가, 하반기에는 유틸리티 결함에 따라 정상 가동이 어려웠던 카터스빌 3.3GW 셀 공장이 가동되면서 DCA 조건을 만족하는 모듈 생산이 가능해 추가적인 판가 상승 효과를 기대할 수 있다. 카터스빌의 잉곳/웨이퍼/셀 설비가 순차적으로 가동되며 AMPC의 추가 및 원가 절감 효과를 기대해 볼 수도 있다. 회사는 2026년 연간 출하량(6GW→9GW) 및 AMPC(4.7천억원→9천원~1조원) 가이던스를 모두 전년 대비 상향했다. 케미칼은 중국 PVC 구조조정 의지 및 증치세 환급 폐지, PX의 개선, YNCC 구조조정 등을 감안하면 영업이익은 물론 지분법 이익 개선 가능성도 높다. 신재생과 케미칼을 중심으로 나타날 2026~27년의 실적 개선 사이클 진입을 감안하면, 2028~30년경 상용화가 예상되는 우주 태양광의 핵심인 페로브스카이트 탠덤셀 기술에 대한 기대감도 조금씩 커질 수 있다. 오랜만에 긍정적인 시각을 제시한다.

도표 1. 한화솔루션 밸류에이션

	영업이익(26~27F)	감가상각비	EBITDA(26~27F)	Multiple	가치	비고
기초소재	48	212	259	6.0	1,557	Peer Valuation 적용
첨단소재	30	47	77	6.0	461	Peer Valuation 적용
태양광	792	384	1,176	12.1	14,231	영업이익 26~27년 평균, First Solar Multiple 12.1배 적용
영업가치					16,249	
관계기업투자자산	4,119			60%	2,471	비상장사 장부가액 40% 할인
투자자산가치					2,471	
순차입금					10,747	2026~27년 추정
총기업가치					7,973	
주식수(천 주)					171,893	
주당 NAV(원)					46,383	
목표주가					47,000	
현재 주가(2/5)					36,400	
Upside					29.1%	

자료: 하나증권

도표 2. 한화솔루션 4Q25 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q25P	3Q25	4Q24	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	3,778.3	3,364.3	4,643.0	-18.6	12.3	3,526.0	7.2
영업이익	-478.2	-7.4	107.0	적전	적지	-142.6	-235.3
세전이익	-572.5	-39.7	-357.9	적지	적지	-255.5	-124.1
순이익	-385.9	-12.1	-178.1	적지	적지	-195.8	-97.1
영업이익률	-12.7	-0.2	2.3	-15.0	-12.4	-4.0	-8.6
세전이익률	-15.2	-1.2	-7.7	-7.4	-14.0	-7.2	-7.9
순이익률	-10.2	-0.4	-3.8	-6.4	-9.9	-5.6	-4.7

자료: 하나증권

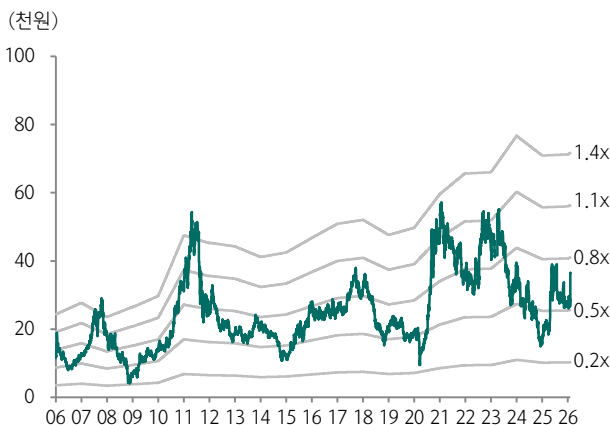
도표 3. 한화솔루션 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2025P			2026F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	13,354.4	13,252.5	0.8	14,803.3	12,757.0	16.0
영업이익	-353.2	10.5	적전	615.7	260.9	136.0
세전이익	-828.7	-523.4	적지	118.4	-135.6	흑전
순이익	-669.8	-437.6	적지	94.5	-108.2	흑전
영업이익률	-2.6	0.1	-2.7	4.2	2.0	2.1
세전이익률	-6.2	-3.9	-2.3	0.8	-1.1	1.9
순이익률	-5.0	-3.3	-1.7	0.6	-0.8	1.5

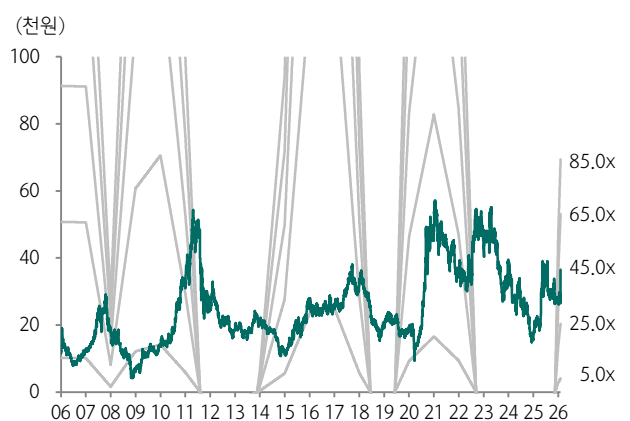
자료: 하나증권

도표 4. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 5. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권

도표 6. 한화솔루션 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	FY2024	FY2025P	FY2026F	FY2027F
매출액	3,094.5	3,117.3	3,364.3	3,778.3	3,686.2	3,152.9	3,621.0	4,343.1	12,474.0	13,354.4	14,803.3	15,321.1
QoQ(%)	-33.3%	0.7%	7.9%	12.3%	-2.4%	-14.5%	14.8%	19.9%				
YoY(%)	30.1%	16.3%	21.3%	-18.6%	19.1%	1.1%	7.6%	14.9%	-6.1%	7.1%	10.8%	3.5%
케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,154.6	1,161.7	1,161.2	1,169.5	4,817.2	4,624.1	4,647.1	4,728.8
태양광	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,062.3	2,115.8	1,553.5	2,019.5	2,746.2	5,780.2	6,859.4	8,434.9	8,846.8
첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	249.9	267.3	258.3	248.5	1,037.6	1,110.9	1,023.9	1,039.8
기타	147.9	123.9	194.7	293.5	165.9	170.4	182.1	178.9	853.4	760.0	697.4	705.7
영업이익	30.3	102.1	-7.4	-478.2	-4.1	123.8	184.7	311.3	-296.2	-353.2	615.7	1,076.9
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-12.7%	-0.1%	3.9%	5.1%	7.2%	-2.4%	-2.6%	4.2%	7.0%
QoQ(%)	-71.7%	237.0%	적전	적지	적지	흑전	49.2%	68.5%				
YoY(%)	흑전	흑전	적지	적전	적전	21.2%	흑전	흑전	적전	적지	흑전	74.9%
케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-102.1	-45.1	-8.9	17.1	24.3	-121.3	-249.1	-12.6	108.4
영업이익률(%)	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	-3.9%	-0.8%	1.5%	2.1%	-2.5%	-5.4%	-0.3%	2.3%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	42.7%				
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지	흑전
태양광	136.2	156.2	7.9	-385.5	47.8	142.8	168.6	265.7	-257.5	-85.2	624.8	959.3
영업이익률(%)	8.5%	10.8%	0.5%	-18.7%	2.3%	9.2%	8.3%	9.7%	-4.5%	-1.2%	7.4%	10.8%
QoQ(%)	124.8%	14.7%	-94.9%	적전	흑전	198.9%	18.1%	57.6%				
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	적전	-64.9%	-8.6%	2034.4%	흑전	적전	적지	흑전	53.5%
첨단소재	-1.8	9.8	3.6	-5.4	4.8	5.3	8.0	8.1	23.5	6.2	26.2	34.1
영업이익률(%)	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	1.9%	2.0%	3.1%	3.3%	2.3%	0.6%	2.6%	3.3%
QoQ(%)	적지	흑전	-63.3%	적전	흑전	10.0%	50.0%	2.0%				
YoY(%)	적전	8.9%	-40.5%	적지	흑전	-45.9%	121.1%	흑전	-63.5%	-73.4%	320.0%	30.2%
기타	-12.9	-17.1	-9.9	14.7	-11.6	-15.4	-8.9	13.2	59.2	-25.2	-22.7	-24.9
영업이익률(%)	-8.7%	-13.8%	-5.1%	5.0%	-7.0%	-9.0%	-4.9%	7.4%	6.9%	-3.3%	-3.3%	-3.5%
QoQ(%)	적전	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전				
YoY(%)	적지	적지	적지	-85.7%	적지	적지	적지	-10.0%	흑전	적전	적지	적지
지분법이익	134.6	3.2	99.1	-202.4	-20.8	-8.8	12.8	15.0	-327.6	34.5	-1.9	129.1
QoQ(%)	흑전	-97.6%	2,996.9%	적전	적지	적지	흑전	17.2%				
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	-87.1%	흑전	적전	흑전	적전	흑전
당기순이익	-30.2	-178.4	4.5	-404.8	-109.8	-11.5	55.2	156.1	-1,369.0	-608.9	90.0	552.8
당기순이익률(%)	-1.0%	-5.7%	0.1%	-10.7%	-3.0%	-0.4%	1.5%	3.6%	-11.0%	-4.6%	0.6%	3.6%
QoQ(%)	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	182.9%				
YoY(%)	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	1,120.0%	흑전	적지	적지	흑전	514.2%
지배순이익	-44.5	-201.6	-12.1	-385.9	-107.7	-11.3	57.9	155.5	-1,404.4	-669.8	94.5	580.4

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
매출액	13,078.5	12,394.0	13,354.4	14,803.3	15,321.1
매출원가	10,913.2	11,008.2	11,888.5	12,332.1	12,379.8
매출총이익	2,165.3	1,385.8	1,465.9	2,471.2	2,941.3
판매비	1,586.1	1,686.1	1,819.1	1,855.4	1,864.4
영업이익	579.2	(300.2)	(353.2)	615.7	1,076.9
금융손익	(319.4)	(440.1)	(454.3)	(530.4)	(513.6)
중속/관계기업손익	83.5	(326.7)	34.5	(1.9)	129.1
기타영업외손익	(211.3)	(356.6)	(55.7)	35.0	35.0
세전이익	132.1	(1,423.7)	(828.7)	118.4	727.3
법인세	46.6	(315.6)	(219.8)	28.4	174.6
계속사업이익	81.7	(1,109.2)	(608.9)	90.0	552.8
중단사업이익	(170.0)	(259.8)	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(88.2)	(1,369.0)	(608.9)	90.0	552.8
비배주주지분 순이익	52.8	35.4	60.9	(4.5)	(27.6)
지배주주순이익	(141.0)	(1,404.4)	(669.8)	94.5	580.4
지배주주지분포괄이익	(124.9)	648.0	(521.3)	77.0	473.3
NOPAT	375.0	(233.7)	(259.5)	468.0	818.4
EBITDA	1,254.9	415.2	362.3	1,342.4	1,807.1
성장성(%)					
매출액증가율	(0.40)	(5.23)	7.75	10.85	3.50
NOPAT증가율	(35.75)	적전	적지	흑전	74.87
EBITDA증가율	(21.53)	(66.91)	(12.74)	270.52	34.62
영업이익증가율	(37.30)	적전	적지	흑전	74.91
(지배주주)순이익증가율	적전	적지	적지	흑전	514.18
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	513.84
수익성(%)					
매출총이익률	16.56	11.18	10.98	16.69	19.20
EBITDA이익률	9.60	3.35	2.71	9.07	11.79
영업이익률	4.43	(2.42)	(2.64)	4.16	7.03
계속사업이익률	0.62	(8.95)	(4.56)	0.61	3.61

투자지표	2023	2024	2025P	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(795)	(8,050)	(3,839)	542	3,327
BPS	47,157	54,793	50,658	50,903	53,933
CFPS	8,304	3,346	1,863	7,391	10,805
EBITDAPS	7,071	2,380	2,077	7,694	10,358
SPS	73,698	71,039	76,544	84,848	87,816
DPS	300	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	(49.69)	(2.00)	(6.98)	67.16	10.94
PBR	0.84	0.29	0.53	0.72	0.67
PCFR	4.76	4.82	14.39	4.92	3.37
EV/EBITDA	12.33	35.32	45.73	13.57	9.53
PSR	0.54	0.23	0.35	0.43	0.41
재무비율(%)					
ROE	(1.66)	(15.99)	(7.37)	1.08	6.42
ROA	(0.58)	(5.12)	(2.19)	0.30	1.79
ROIC	3.14	(1.61)	(1.59)	2.93	5.30
부채비율	167.13	183.18	215.13	225.53	220.72
순부채비율	80.25	100.88	109.05	109.96	96.71
이자보상배율(배)	1.41	(0.55)	(0.53)	0.89	1.53

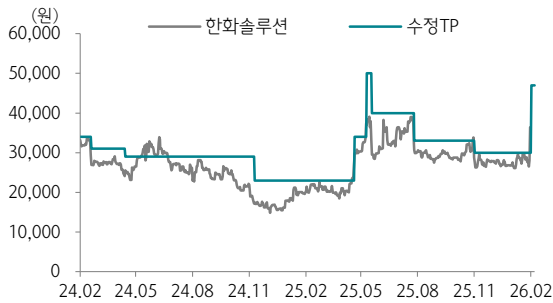
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
유동자산	9,797.4	10,882.7	12,113.6	13,176.1	14,593.4
금융자산	2,326.2	2,558.1	3,707.3	3,874.3	4,971.6
현금성자산	1,958.1	2,184.4	3,329.9	3,455.9	4,538.6
매출채권	2,023.1	2,305.0	2,328.0	2,580.6	2,670.9
재고자산	3,447.5	4,257.5	4,300.1	4,766.7	4,933.4
기타유동자산	2,000.6	1,762.1	1,778.2	1,954.5	2,017.5
비유동자산	14,993.1	19,154.2	18,990.6	18,832.9	18,306.0
투자자산	4,653.3	5,433.9	5,485.9	6,054.9	6,258.2
금융자산	493.5	503.5	506.1	534.8	545.1
유형자산	7,049.8	10,727.0	10,570.5	9,896.4	9,213.3
무형자산	1,772.6	1,755.7	1,696.7	1,644.0	1,597.0
기타비유동자산	1,517.4	1,237.6	1,237.5	1,237.6	1,237.5
자산총계	24,790.4	30,036.8	31,104.2	32,009.0	32,899.5
유동부채	8,734.1	11,707.6	13,442.5	14,281.0	14,709.2
금융부채	3,966.9	6,425.2	7,637.9	7,852.9	8,058.3
매입채무	1,837.1	2,610.3	2,871.4	3,182.9	3,294.2
기타유동부채	2,930.1	2,672.1	2,933.2	3,245.2	3,356.7
비유동부채	6,776.1	7,722.4	7,791.3	7,895.2	7,932.4
금융부채	5,806.7	6,833.5	6,833.5	6,833.5	6,833.5
기타비유동부채	969.4	888.9	957.8	1,061.7	1,098.9
부채총계	15,510.2	19,430.0	21,233.8	22,176.2	22,641.5
지배주주지분	8,117.1	9,449.7	8,728.2	8,771.0	9,299.6
자본금	888.6	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	1,496.3	1,562.4	1,562.4	1,562.4	1,562.4
자본조정	(135.1)	546.4	546.4	546.4	546.4
기타포괄이익누계액	258.0	2,319.8	2,319.8	2,319.8	2,319.8
이익잉여금	5,609.4	4,132.4	3,410.9	3,453.7	3,982.4
비지배주주지분	1,163.1	1,157.2	1,142.2	1,061.8	958.3
자본총계	9,280.2	10,606.9	9,870.4	9,832.8	10,257.9
순금융부채	7,447.4	10,700.6	10,764.0	10,812.1	9,920.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025P	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	518.0	638.5	860.3	1,099.3	1,718.0
당기순이익	(88.2)	(1,369.0)	(608.9)	90.0	552.8
조정	1,105.0	1,923.7	1,197.7	1,236.4	1,246.4
감가상각비	675.6	715.5	715.5	726.7	730.2
외환거래손익	29.8	111.1	(35.0)	(35.0)	(35.0)
지분법손익	(80.2)	424.0	0.0	0.0	0.0
기타	479.8	673.1	517.2	544.7	551.2
영업활동 자산부채변동	(498.8)	83.8	271.5	(227.1)	(81.2)
투자활동 현금흐름	(2,799.1)	(3,287.4)	(530.0)	(581.8)	(187.4)
투자자산감소(증가)	703.2	1,568.4	(127.8)	(644.9)	(279.3)
자본증가(감소)	(2,390.5)	(3,397.6)	(500.0)	0.0	0.0
기타	(1,111.8)	(1,458.2)	97.8	63.1	91.9
재무활동 현금흐름	532.7	3,718.5	577.2	(450.5)	(469.0)
금융부채증가(감소)	1,788.7	3,485.1	1,212.6	215.1	205.4
자본증가(감소)	(913.4)	66.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(342.6)	219.0	(583.7)	(613.9)	(622.7)
배당지급	0.0	(51.7)	(51.7)	(51.7)	(51.7)
현금의 증감	(1,748.5)	1,069.6	1,395.8	126.0	1,082.7
Unlevered CFO	1,473.6	583.9	325.1	1,289.5	1,885.2
Free Cash Flow	(1,872.5)	(2,759.1)	360.3	1,099.3	1,718.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.2.6	BUY	47,000		
25.11.6	Neutral	30,000	-6.95%	21.50%
25.7.31	Neutral	33,000	-10.23%	2.42%
25.5.23	BUY	40,000	-15.20%	-2.50%
25.5.15	BUY	50,000	-25.96%	-21.90%
25.4.25	BUY	34,000	-5.81%	9.85%
24.11.14	Neutral	23,000	-16.31%	17.83%
24.4.18	Neutral	29,000	-10.63%	16.90%
24.2.23	Neutral	31,000	-12.62%	-6.29%
23.10.16	Neutral	34,000	-2.52%	16.18%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 2월 6일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 2월 6일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	96.77%	3.23%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 02월 03일