

한화솔루션 (009830)

2026.05.11

태양광 트렌드 변화에 대응하기 위한 고군분투

[에너지/정유/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnssec.com

Cartersville 상업가동 기점으로 미국 내 수직계열 체제 강화

동사에 대한 목표주가 61,000원과 매수의견을 유지한다. 에너지 안보 중요성 및 AIDC 전력 수요에 빠르게 대응하기 위한 온사이트 BTM 수단으로 태양광 역할은 구조적인 확대가 전망된다. 특히 하반기 Cartersville 상업가동을 계기로 동사는 미국 내 완전한 수직통합 체제를 갖추게 됨으로써 FEOC 제재 적용 리스크로부터 자유로울 수 있는 동시에, DCA 조건도 충족시킬 수 있는 몇 안되는 소수업체로서 확실히 자리매김하게 된다. 이는 궁극적으로 미국 시장 내에서 동사 모듈 판가의 인상 근거가 될 수 있다는 판단이다.

태양광 트렌드 변화에 대응하는 방법 1. 고품질 모듈로의 전환

태양광 비중이 늘어날수록 계통 변동성 문제가 부각된다. 이에 이제는 양적확대를 넘어, 출력제어와 계통 안정성을 높일 수 있는 질적개선이 점점 중요해지고 있다. 특히 AI 데이터센터 운영을 위한 온사이트 주요 발전원으로 태양광이 활용된다는 점도 모듈 측면에서의 고효율 및 고성능이 요구되는 이유이다.

최근 고효율 제품 등 질적개선이 강조됨에 따라 동사는 현재 주력인 PERC 대비 발전효율은 2~3%pt 높고, 온도계수가 낮아 출력 손실을 줄일 수 있는 TOPCon, Tandem 등으로의 전환을 추진하고 있다. 이와 함께 출력밀도 개선과 BOS 비용 절감을 위해 미국/말레이시아 셀 대면적화 투자도 진행한다는 계획이다. 이 같은 고효율 모듈과 셀 대면적 전환은 현재 비중국산 전반에 적용되는 프리미엄과는 별개로, 동사만의 ASP 인상 및 AMPC 확대 기회가 될 수 있을 것으로 판단된다.

태양광 트렌드 변화에 대응하는 방법 2. 미국 EPC 사업 확대

동사는 모듈 부문에서 판매량 증가와 판가 인상을 통해 수익성을 개선하는 한편, 중장기적으로는 단순한 모듈 생산/판매를 넘어 미국 EPC 사업을 태양광 사업의 핵심으로 삼겠다는 계획이다. 최근 미국 내 AIDC 전력 수요가 급증하고 있음에도 계통대기 심화 및 높은 전력품질 요구 등에 따라 PPA 계약 또는 온사이트 BTM 발전 구조에 대한 관심과 도입이 확산되고 있다. 실제 동사는 2024~2025년부터 Meta, Microsoft 등과 태양광+ESS 발전소 프로젝트 EPC 계약을 체결해 매각한 바 있는데, 최근 미국 전력시장 트렌드는 EPC 사업이 확대될 수밖에 없는 여건을 조성하고 있는 만큼 중장기 방향성은 더욱 긍정적이다.

최근 미국 FEOC 제재와 DCA 조건 충족 모니터링이 점점 더 엄격해지는 분위기 속에서, 완전한 비중국산 동사 모듈로 건설되는 EPC 프로젝트는 향후 매각가치가 상대적으로 더 높을 수밖에 없다. 현재는 EPC 매각 수익성이 로우싱글 수준에서 변동성이 큰 편이나, 프로젝트 개발이 후반부로 더 진행되고 비중국산 프리미엄도 반영됨에 따라 향후 그 수익성은 보다 높아질 것으로 예상된다.

동사의 단기적인 투자포인트로는 FEOC 제재와 동남아시아 AD/CVD 추가 적용에 따른 미국 내 공급과잉 해소 및 비중국산 프리미엄이다. 그리고 중장기적으로는 고효율 모듈 전환에 따른 개별적인 추가 프리미엄 확보 및 미국 EPC 사업 가치 상승에 주목할 수 있다는 판단이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	61,000원(유지)
증가(2026.05.08)	47,300원
상승여력	29.0%

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	8,131십억원
외국인지분율	15.6%
52주 주가	26,100~58,500원
60일평균거래량	6,930,601주
60일평균거래대금	323.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.5	1.5	78.2	44.9
상대수익률	-12.5	-39.9	-5.9	-146.1

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	13,333	18,416	20,065	21,283
영업이익(십억원)	-365	733	1,073	1,208
순이익(십억원)	-650	291	621	814
EPS(원)	-3,728	1,438	2,696	3,532
BPS(원)	52,166	49,204	52,280	55,997
PER(배)		32.9	17.5	13.4
PBR(배)	0.5	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	-7.0	2.9	5.3	6.5
배당수익률(%)		0.6	1.1	1.5
EV/EBITDA(배)	40.0	10.8	9.4	9.1

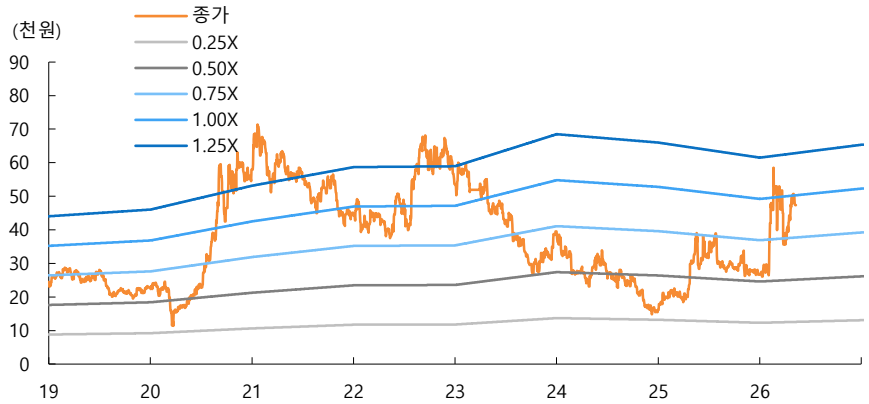
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	3,094	3,117	3,364	3,757	3,882	5,081	4,301	5,152	12,394	13,333	18,416
영업이익	30	102	-7	-490	93	149	216	276	-300	-365	733
영업이익률	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	2.9%	5.0%	5.4%	-2.4%	-2.7%	4.0%
케미칼											
매출액	1,074	1,239	1,160	1,151	1,340	1,424	1,359	1,357	4,817	4,624	5,480
영업이익	-91	-47	-9	-102	34	59	70	67	-122	-249	229
영업이익률	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	2.5%	4.1%	5.1%	4.9%	-2.5%	-5.4%	4.2%
신재생에너지											
매출액	1,599	1,446	1,752	2,041	2,111	3,194	2,489	3,270	5,766	6,838	11,064
모듈 및 기타	587	574	432	279	624	785	827	700	2,528	1,872	2,936
개발자산 매각/EPC	419	394	819	1,422	1,226	1,771	1,221	1,889	2,960	3,054	6,107
주택용 에너지 사업	594	478	501	340	262	638	440	680	278	1,913	2,020
영업이익	136	156	8	-396	62	94	152	222	-258	-96	531
모듈 및 기타	-135	-20	-159	-308	-169	-157	-108	-81	-957	-622	-514
개발자산 매각/EPC	-42	-61	19	-168	8	35	24	38	89	-253	106
주택용 에너지 사업	129	55	80	-21	5	16	15	24	56	243	60
IRA	184	182	68	102	218	200	220	241	555	536	879
영업이익률	8.5%	10.8%	0.5%	-19.4%	2.9%	2.9%	6.1%	6.8%	-4.5%	-1.4%	4.8%
모듈 및 기타	-23.0%	-3.4%	-36.7%	-110.6%	-27.1%	-20.0%	-13.0%	-11.5%	-37.9%	-33.2%	-17.5%
개발자산 매각/EPC	-10.0%	-15.6%	2.3%	-11.8%	0.7%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%	-8.3%	1.7%
주택용 에너지 사업	21.8%	11.5%	15.9%	-6.2%	1.9%	2.5%	3.5%	3.5%	19.9%	12.7%	3.0%
IRA 제외 영업이익	-48	-26	-60	-498	-156	-106	-68	-19	-813	-632	-348
첨단소재											
매출액	274	308	258	271	286	293	269	297	1,038	1,111	1,145
영업이익	-2	10	4	-5	12	9	7	3	24	6	31
영업이익률	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	4.3%	3.1%	2.5%	1.0%	2.3%	0.6%	2.7%
기타											
매출액	148	124	195	294	145	169	184	228	773	760	727
영업이익	-13	-17	-10	14	-16	-13	-13	-16	55	-26	-58
영업이익률	-8.7%	-13.8%	-5.1%	4.7%	-10.9%	-7.6%	-7.2%	-7.2%	7.1%	-3.4%	-8.0%

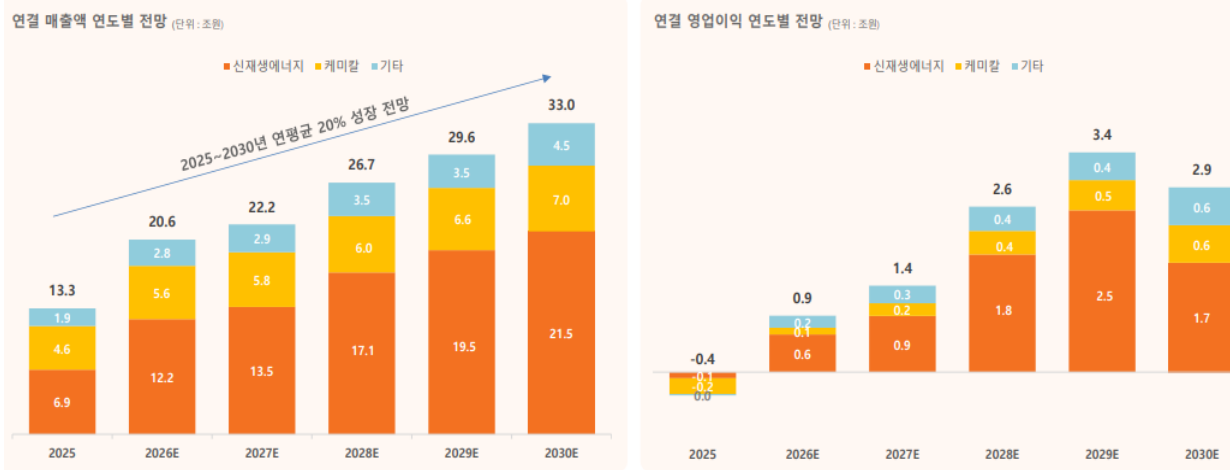
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 추이



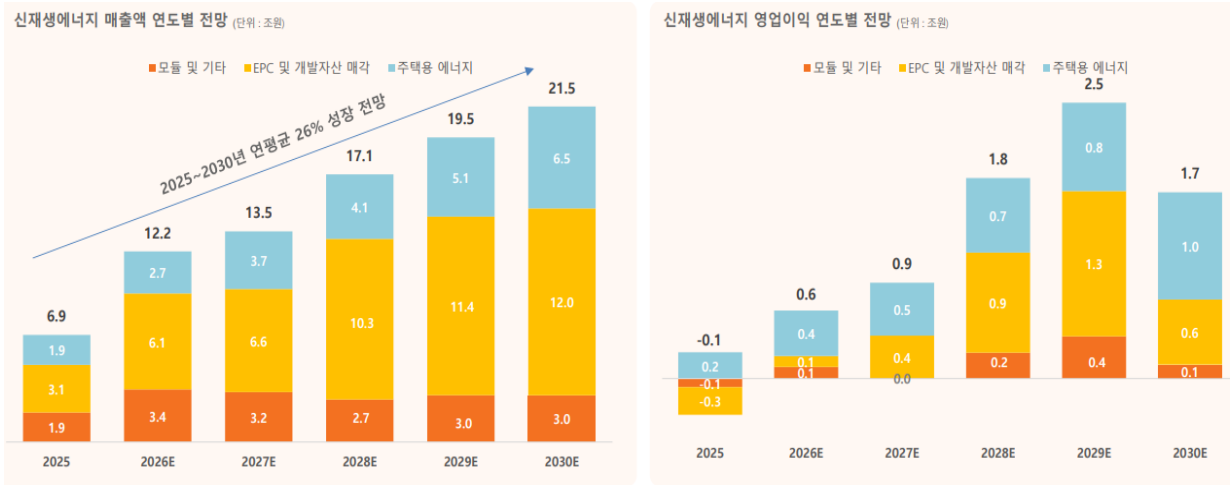
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 전사 기준 중장기 매출액 및 영업이익 가이드런스



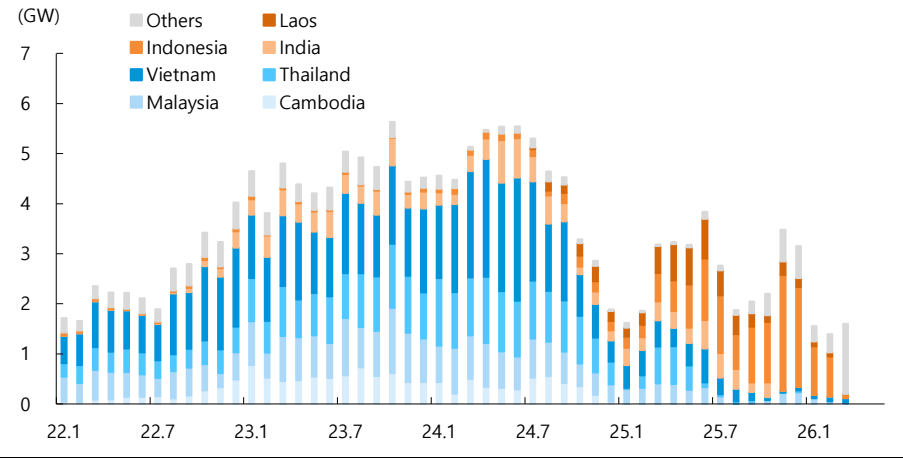
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림3. 한화솔루션 신재생에너지 부문 기준 중장기 매출액 및 영업이익 가이드런스



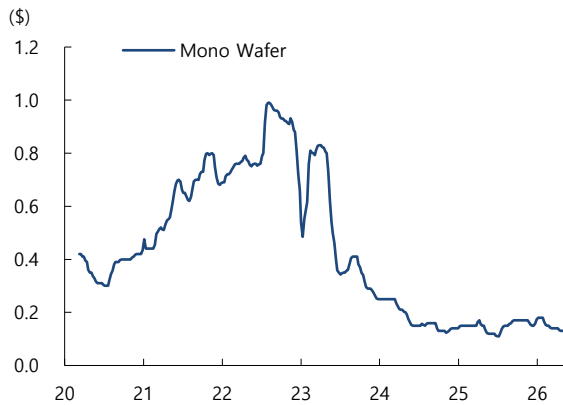
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림4. 2022년 이후 미국 내 모듈 국가별 수입량 추이



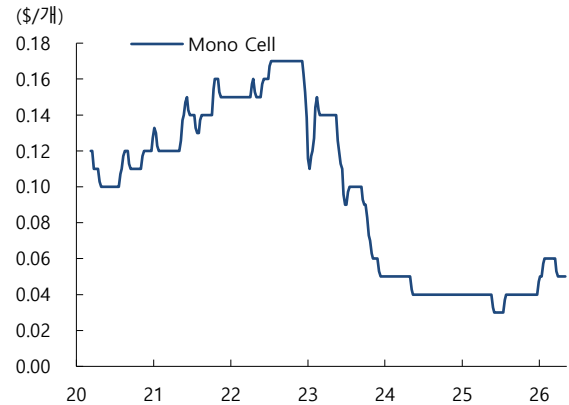
자료: USITC, iM증권 리서치본부

그림5. PV 웨이퍼 가격 추이



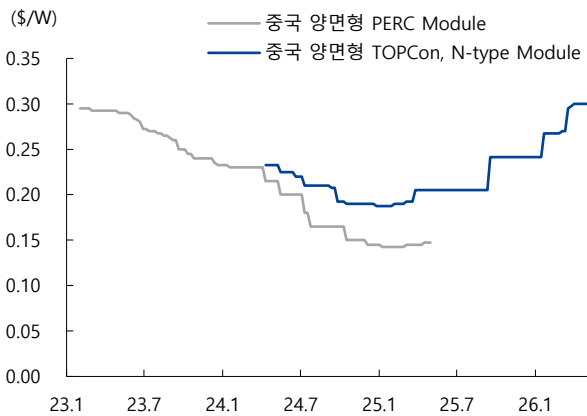
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. PV 셀 가격 추이



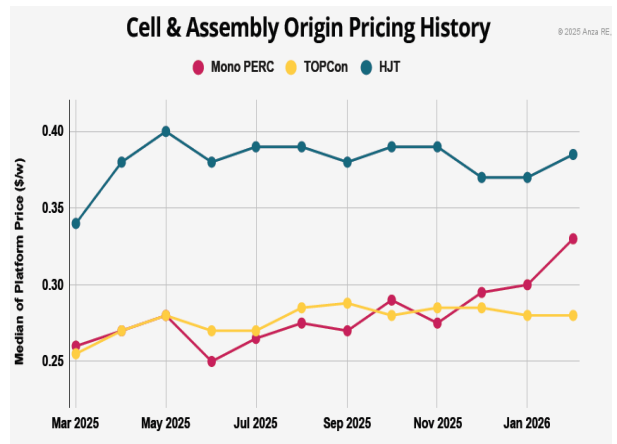
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 중국산 PV 모듈 가격 추이



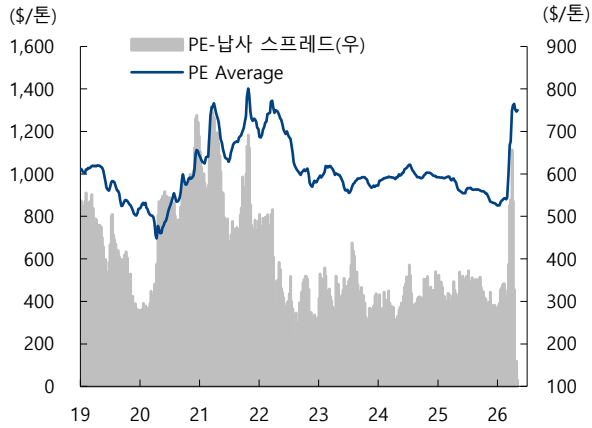
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 모듈 가격 추이: Mono PERC \$0.33/W (+20%QoQ)



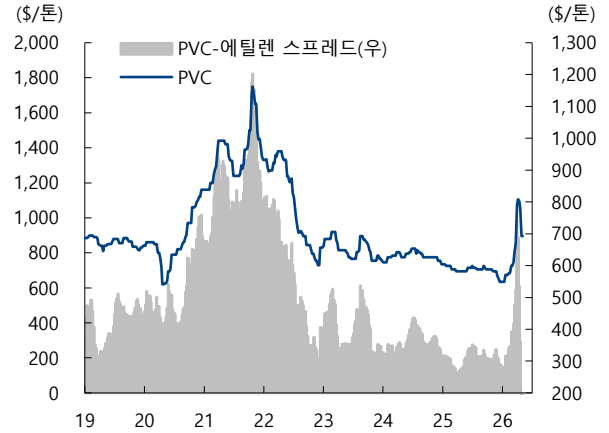
자료: anzarenewables, iM증권 리서치본부

그림9. PE 가격 및 스프레드 추이



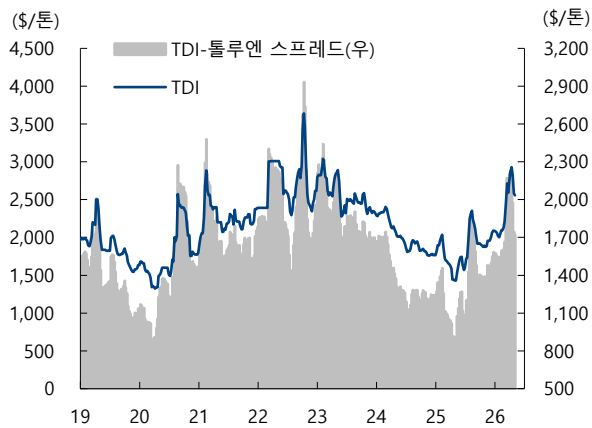
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림10. PVC 가격 및 스프레드 추이



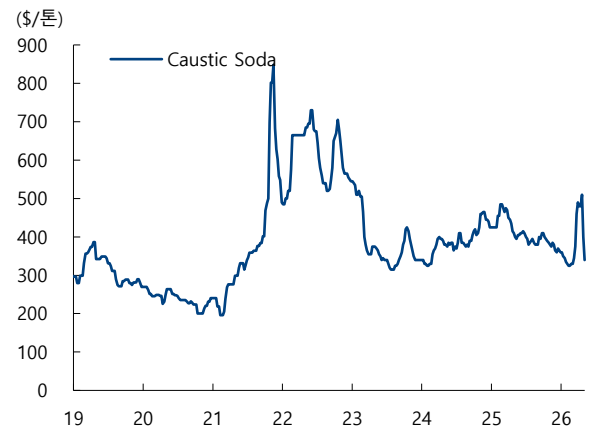
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림11. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림12. 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

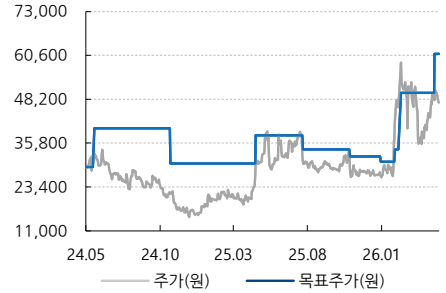
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	12,637	14,029	14,212	14,211	매출액	13,333	18,416	20,065	21,283
현금 및 현금성자산	2,470	3,034	1,753	511	증가율(%)	7.6	38.1	9.0	6.1
단기금융자산	387	407	427	448	매출원가	11,845	15,369	16,491	17,421
매출채권	3,203	4,104	4,642	5,070	매출총이익	1,488	3,047	3,574	3,862
재고자산	5,680	5,430	6,264	6,981	판매비와관리비	1,853	2,314	2,501	2,654
비유동자산	20,507	20,051	20,462	20,936	연구개발비	91	-	-	-
유형자산	11,182	11,623	12,027	12,473	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,846	1,784	1,732	1,687	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	33,144	34,080	34,674	35,148	영업이익	-365	733	1,073	1,208
유동부채	12,736	12,749	12,867	12,829	증가율(%)	적지	흑전	46.3	12.6
매입채무	2,709	3,315	3,506	3,719	영업이익률(%)	-2.7	4.0	5.3	5.7
단기차입금	6,320	5,820	5,700	5,400	이자수익	96	103	65	24
유동성장기부채	805	644	644	644	이자비용	539	513	461	378
비유동부채	9,223	7,923	7,723	7,423	지분법이익(손실)	34	88	63	52
사채	2,176	2,176	2,176	2,176	기타영업외손익	-67	-30	75	161
장기차입금	5,676	4,376	4,176	3,876	세전계속사업이익	-838	383	817	1,071
부채총계	21,959	20,672	20,591	20,252	법인세비용	-225	108	230	301
지배주주지분	9,101	11,340	12,049	12,905	세전계속이익률(%)	-6.3	2.1	4.1	5.0
자본금	889	1,169	1,169	1,169	당기순이익	-615	276	588	770
자본잉여금	1,771	3,306	3,306	3,306	순이익률(%)	-4.6	1.5	2.9	3.6
이익잉여금	3,443	3,667	4,175	4,832	지배주주귀속 순이익	-650	291	621	814
기타자본항목	2,301	2,502	2,702	2,903	기타포괄이익	200	200	200	200
비지배주주지분	2,084	2,068	2,034	1,990	총포괄이익	-415	476	788	970
자본총계	11,185	13,408	14,083	14,896	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-655	1,519	810	1,251	주당지표 (원)				
당기순이익	-615	276	588	770	EPS	-3,728	1,438	2,696	3,532
유형자산감가상각비	720	839	847	854	BPS	52,166	49,204	52,280	55,997
무형자산상각비	64	64	57	51	CFPS	767	5,890	6,614	7,455
지분법관련손실(이익)	34	88	63	52	DPS	-	300	500	700
투자활동 현금흐름	-1,749	87	-583	-660	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,972	-1,280	-1,250	-1,300	PER		32.9	17.5	13.4
무형자산의 처분(취득)	-6	-1	-5	-5	PBR	0.5	1.0	0.9	0.8
금융상품의 증감	-389	699	4	-22	PCR	34.9	8.0	7.2	6.3
재무활동 현금흐름	2,714	464	223	-102	EV/EBITDA	40.0	10.8	9.4	9.1
단기금융부채의증감	-	-661	-120	-300	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,269	-1,300	-200	-300	ROE	-7.0	2.9	5.3	6.5
자본의증감	-	1,814	-	-	EBITDA이익률	3.1	8.9	9.8	9.9
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	196.3	154.2	146.2	136.0
현금및현금성자산의증감	286	563	-1,281	-1,242	순부채비율	108.4	71.4	74.7	74.8
기초현금및현금성자산	2,184	2,470	3,034	1,753	매출채권회전율(x)	4.2	5.0	4.6	4.4
기말현금및현금성자산	2,470	3,034	1,753	511	재고자산회전율(x)	2.7	3.3	3.4	3.2

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	38.7%	41.2%
2026-02-19	Hold	50,000	-9.2%	6.0%
2026-04-29	Buy	61,000		



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 기관투자가 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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-