

# 한화솔루션 009830

## 기대효과 없는 유상증자

### 투자의견 '매도' 제시

한화솔루션에 대해 투자의견 '매도'를 제시한다. 투자의견 변경의 이유는 금일 발표한 유상증자를 통해 기대할 수 있는 효과가 미미하기 때문이다. 자금사용 목적은 1)채무상환자금 1.5조원(회사채, 단기 CP, 시설대 등 상환)과 2)시설자금 0.9조원(미래성장투자-탠덤 양산 관련 검증 및 양산라인 구축 등)이다. 먼저 2025년말 기준 순차입금 규모는 약 13조원에 달한다. 1.5조원의 자금 상환으로는 차입금을 의미 있게 축소시킬 수 없다. 자산매각을 통한 재무구조 개선 가능성도 제한적인 만큼 향후 남아 있는 차입금을 줄이려면 또 다른 방식의 자금조달도 가능하다. 이와 함께 탠덤 양산과 TOPCon 셀라인 구축에 투입되는 9,000억원은 시기 상 합리적인 투자라고 보이지 않는다. 새로운 기술에 대한 투자는 안정적으로 이익을 내고 현금흐름이 발생할 때 수반되는 전략이다. 기업들의 미래기술에 대한 선행투자는 이상적이지만 현재와 같은 재무구조 하에서는 우선순위가 될 수 없다.

### 우주 태양광보다는 국내시장 대응이 합리적

최근 시장에서 화두가 되었던 우주 태양광은 시장이 열린다 하더라도 국내 업체들에게 돌아오는 수혜는 극히 제한적일 것이다. 태양광은 기술 및 가격 경쟁력에서 이미 중국 기업들이 앞서고 있는 시장이다. 따라서 미국에서의 태양광 발전에 대한 수요 전망과 중국산 배제 정책을 통한 국내 기업들의 반사수혜 강도를 분석하는 것이 중요하다. 또한 국내 정부에서 재생에너지로의 전환을 빠르게 추진 중이다. 올해 7GW의 재생에너지 보급을 목표로 하고 있으며 태양광을 포함해 전반적으로 국산화를 강조하고 있다. 국내 시장에 눈을 돌려야 할 시기다.

### 기대할 건 실적

현재 한화솔루션에게 기대할 수 있는 점은 1분기 실적이다. 태양광 부문에서의 흑자전환이 예상되고 있으며 이는 미국에서의 모듈 판매량 증가에 기인한다. 다행히 미국 내 태양광 수요가 견조하고 중국산 배제도 이어지고 있다. 대규모 자금조달로 신뢰를 잃은 만큼 실적 역시 두 분기 이상 연속으로 좋아야 할 것이다.

#### Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	13,131	13,079	12,394	13,333	14,273
영업이익	924	579	-300	-365	604
영업이익률(%)	7.0	4.4	-2.4	-2.7	4.2
세전이익	549	132	-1,424	-838	48
지배주주지분순이익	359	-141	-1,404	-650	30
EPS(원)	1,878	-826	-8,175	-3,784	176
증감률(%)	-42.0	적전	적지	적지	흑전
ROE(%)	4.2	-1.7	-16.0	-7.0	0.3
PER(배)	22.9	-47.8	-2.0	-7.1	208.9
PBR(배)	0.9	0.8	0.3	0.5	0.6
EV/EBITDA(배)	8.4	11.4	32.5	41.4	11.5

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지  
02-709-2655  
joowonahn@ds-sec.co.kr

2026.03.27

### 매도

목표주가(하향)	25,000원
현재주가(03/26)	36,800원
상승여력	-32.1%

#### Stock Data

KOSPI	5,460.5pt
시가총액(보통주)	6,326십억원
발행주식수	171,893천주
액면가	5,000원
자본금	889십억원
60일 평균거래량	6,669천주
60일 평균거래대금	291,043백만원
외국인 지분율	13.9%
52주 최고가	59,300원
52주 최저가	18,220원
주요주주	
한화(외 4인)	36.9%
국민연금공단(외 1인)	5.8%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-28.0	-14.6
3M	38.1	5.9
6M	28.2	-33.0

#### 주가차트

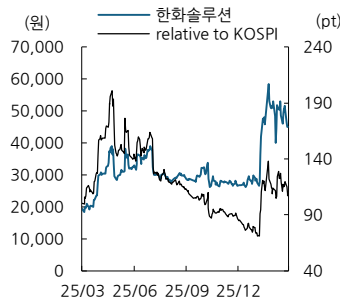


표1 한화솔루션 유상증자 개요

구분	내용
신주 보통주식수 (백만주)	72
증지금액 (십억원)	2,397.6
시설자금 (십억원)	907.7
채무상환 (십억원)	1,489.9
예정 발행가 (원)	33,300
1주당 신주배정주식수 (주)	0.34
신주 상장 예정일	2026.07.10

자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

표2 목표주가 산출

(십억원, 배, 주, 원)	26년 영업이익	배수	적정가치
첨단소재	3.0	14.1	42.4      국내 주요 경쟁사 12MF PER
태양광	699.9	17.6	12,340.3      국내 주요 경쟁사 12MF P/E 10% 할인
<b>영업가치</b>	<b>12,382.7</b>		
<b>자산가치</b>	<b>4,266.0</b>		관계기업 등 주요 투자자산
<b>순차입금</b>	<b>10,638.9</b>		2026년 추정치
<b>적정 시가총액</b>	<b>5,949.2</b>		
총 주식수(천주)	243,893		보통주 기준, 유상증자 반영
자기주식 수(천주)	2,544		
수정 주식 수(천주)	241,349		
<b>적정주가</b>	<b>25,000</b>		
현재주가	36,800		
<b>상승여력</b>	<b>-32%</b>		

자료: DS투자증권 리서치센터

[ 한화솔루션 009830 ]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	8,573	9,797	10,883	12,637	14,923	매출액	13,131	13,079	12,394	13,333	14,273
현금 및 현금성자산	2,548	1,958	2,184	2,470	5,397	매출원가	10,732	10,913	11,008	11,845	11,804
매출채권 및 기타채권	2,280	3,188	2,968	2,747	3,000	매출총이익	2,399	2,165	1,386	1,488	2,469
재고자산	3,060	3,447	4,258	5,680	4,786	판매비 및 관리비	1,475	1,586	1,686	1,853	1,865
기타	685	1,204	1,473	1,739	1,739	영업이익	924	579	-300	-365	604
비유동자산	13,634	14,993	19,154	20,507	21,026	(EBITDA)	1,599	1,255	415	419	1,484
관계기업투자등	3,896	4,449	5,172	5,654	5,654	금융손익	-224	-308	-518	-515	-552
유형자산	6,879	7,050	10,727	11,182	11,569	이자비용	201	411	548	539	551
무형자산	1,644	1,773	1,756	1,846	1,850	관계기업등 투자손익	-116	80	-424	693	655
자산총계	23,832	24,790	30,037	33,144	35,948	기타영업외손익	-34	-219	-182	-651	-659
유동부채	6,808	8,734	11,708	12,736	13,745	세전계속사업이익	549	132	-1,424	-838	48
매입채무 및 기타채무	2,781	3,975	4,023	4,201	4,099	계속사업법인세비용	202	47	-316	-225	15
단기금융부채	3,199	3,967	6,425	7,288	8,088	계속사업이익	347	82	-1,109	-613	33
기타유동부채	829	792	1,259	1,247	1,558	중단사업이익	19	-170	-260	-2	0
비유동부채	5,685	6,776	7,722	9,223	9,288	당기순이익	366	-88	-1,369	-615	33
장기금융부채	4,786	5,807	6,833	8,325	8,385	지배주주	359	-141	-1,404	-650	30
기타비유동부채	899	969	889	899	903	총포괄이익	430	-45	693	-483	33
부채총계	13,935	15,510	19,430	21,959	23,033	매출총이익률 (%)	18.3	16.6	11.2	11.2	17.3
지배주주지분	8,921	8,117	9,450	9,101	10,832	영업이익률 (%)	7.0	4.4	-2.4	-2.7	4.2
자본금	978	889	889	889	1,249	EBITDA마진률 (%)	12.2	9.6	3.4	3.1	10.4
자본잉여금	2,320	1,496	1,562	1,771	3,809	당기순이익률 (%)	2.8	-0.7	-11.0	-4.6	0.2
이익잉여금	5,561	5,609	4,132	3,443	3,473	ROA (%)	1.6	-0.6	-5.1	-2.1	0.1
비지배주주지분(연결)	976	1,163	1,157	2,084	2,084	ROE (%)	4.2	-1.7	-16.0	-7.0	0.3
자본총계	9,897	9,280	10,607	11,185	12,916	ROIC (%)	5.8	3.2	-1.5	-1.5	2.3

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025	2026F		2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동 현금흐름	116	518	638	-655	344	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	366	-88	-1,369	-615	33	P/E	22.9	-47.8	-2.0	-7.1	208.9
비현금수익비용가감	1,340	1,562	1,942	1,432	-539	P/B	0.9	0.8	0.3	0.5	0.6
유형자산감가상각비	637	610	649	720	814	P/S	0.6	0.5	0.2	0.4	0.4
무형자산상각비	38	66	66	64	67	EV/EBITDA	8.4	11.4	32.5	41.4	11.5
기타현금수익비용	664	886	1,227	648	-3,532	P/CF	4.9	4.7	4.9	5.7	n/a
영업활동 자산부채변동	-1,626	-499	94	-1,395	850	배당수익률 (%)	n/a	0.8	1.9	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-400	-544	-274	471	-253	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-35	-175	-474	-1,464	894	매출액	22.4	-0.4	-5.2	7.6	7.1
매입채무 증가(감소)	-812	290	688	320	-102	영업이익	25.1	-37.3	적전	적지	흑전
기타자산 부채변동	-379	-70	154	-721	311	세전이익	-35.8	-76.0	적전	적지	흑전
투자활동 현금	-1,477	-2,799	-3,287	-1,749	-615	당기순이익	-40.6	적전	적지	적지	흑전
유형자산처분(취득)	-889	-2,349	-3,344	-1,972	-1,201	EPS	-42.0	적전	적지	적지	흑전
무형자산 감소(증가)	-37	-18	-21	-6	-70	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-463	-607	-184	748	655	부채비율	140.8	167.1	183.2	196.3	178.3
기타투자활동	-87	175	261	-518	0	유동비율	125.9	112.2	93.0	99.2	108.6
재무활동 현금	2,322	1,609	2,676	2,714	3,198	순차입금/자기자본(x)	52.3	80.7	100.9	113.6	82.4
차입금의 증가(감소)	1,207	1,989	2,612	2,188	800	영업이익/금융비용(x)	4.6	1.4	-0.5	-0.7	1.1
자본의 증가(감소)	-91	-13	-138	-166	2,398	총차입금 (십억원)	7,985	9,774	13,259	15,612	16,472
배당금의 지급	0	52	138	166	0	순차입금 (십억원)	5,180	7,491	10,701	12,706	10,639
기타재무활동	1,206	-367	202	692	0	주당지표(원)					
현금의 증가	965	-658	226	286	2,927	EPS	1,878	-826	-8,175	-3,784	176
기초현금	1,652	2,616	1,958	2,184	2,470	BPS	46,364	46,525	54,163	52,166	62,085
기말현금	2,616	1,958	2,184	2,470	5,397	SPS	68,162	74,962	71,039	76,421	81,810
NOPLAT	584	375	-218	-264	414	CFPS	8,854	8,446	3,285	4,681	-2,899
FCF	-1,397	-1,824	-2,620	-2,327	-271	DPS	n/a	300	300	n/a	n/a

자료: 한화솔루션, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한화솔루션 (009830) 투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		(원) 100,000
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-04-16	매수	32,000	-26.3	5.9	
2024-04-26	매수	32,000	-26.4	5.9	
2024-07-26	매수	32,000	-34.2	-12.2	
2024-10-31	매수	32,000	-44.0	-30.8	
2025-02-07	매수	25,000	7.2	56.2	
2025-04-07	매수	25,000	22.4	56.2	
2025-07-14	매수	47,000	-29.9	24.5	
2025-07-30	매수	47,000	-30.5	24.5	
2025-10-17	매수	47,000	-27.2	24.5	
2025-11-04	매수	47,000	-26.3	24.5	
2026-01-13	매수	47,000	-11.5	24.5	
2026-02-06	매수	47,000	4.3	24.5	
2026-03-27	매도	25,000			

투자이건 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	매수	중립	매도	산업	비중확대	중립	비중축소
	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	업종별 투자이건은 해당업종 투자비중에 대한 의견			

투자이건 비율

기준일 2025.12.31

매수	중립	매도
98.8%	0.6%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이거나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.