한화솔루션 (009830)

과속 방지턱은 확인하면서 가야지

BUY (유지)

목표주가(12M)	65,000원(상향)
현재주가(2.19)	58,500원

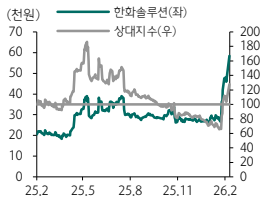
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,677.25
52주 최고/최저(원)	58,500/18,410
시가총액(십억원)	10,055.7
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	171,892.5
60일 평균 거래량(천주)	4,403.8
60일 평균 거래대금(십억원)	173.9
외국인지분율(%)	14.44
주요주주 지분율(%)	
한화 외 4 인	36.48
국민연금공단	5.75

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	13,061.4	15,577.3
영업이익(십억원)	(14.6)	616.9
순이익(십억원)	(434.4)	53.5
EPS(원)	(2,748)	271
BPS(원)	50,437	51,420

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

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)	107.93
PBR	0.84	0.29	0.53	1.15
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

단기 실적 펀더멘털 회복 가능성 점증

2026년 미국 태양광 모듈 시장의 공급과잉 해소 및 판가 상향 가능성을 감안하면 한화큐셀을 중심으로 한 전사 실적 개선은 뚜렷할 전망이다. 하나증권은 2026년 전사 영업이익을 컨센(6,169억원)과 유사한 6,157억원으로 추정한다. 이는 2025년 영업이익 -3,532억원 대비 약 +1조원 가량 증가한 수치다. 2026년 이익 개선의 대부분은 태양광 모듈 사업의 AMPC 개선효과(YoY +4.2천억원)와 모듈 판가 상승(YoY +4~5 cent/W)에 기인한다. AMPC 개선은 셀 통관 이슈 종료에 따른 모듈 공장의 정상가동 등 영향이며, 모듈 판가 상향을 가정한 것은 Non-FEOC 규정을 만족하는 태양광 모듈의 공급 부족에 따른 프리미엄 확대 영향이다. 실제 회사는 최근 판매가를 감안할 때, 모듈의 연 평균 ASP 상승이 +5 cent/W 수준은 가능할 것으로 추정하고 있다. 회사의 2026년 출하량 목표 9GW, 환율 1,450원, 모든 조건이 동일하다는 가정 시 이론적으로 +5 cent/W 당 연간 영업이익은 약 +6,500억원 개선된다. 참고로, 하나증권의 2027년 영업이익 추정치 1조원은 2024년 대비 태양광 모듈 ASP가 +8 cent/W 개선된다는 가정에 근거한다.

2027년 추정치에 중국업체 Valuation 적용 시 목표 시총 11조원 가능

한화솔루션의 주가는 2월 초부터 현재까지 약 10일 거래일 만에 +114% 급등했다. 페로브스카이트 탠덤 전지의 상용화가 이뤄지지 않은 현 시점에서 현 주가를 정당화하기 위해서는 2027년의 어닝 추정치와 중국 Top-Tier 페로브스카이트 업체의 Valuation을 적용해야 한다. 참고로, 하나증권은 2027년 태양광 EBITDA 1.3조원(영업이익 1조원+감가상각비 0.3조원)에 중국 LONGi(15x), Trina Solar(12x), Jinko Solar(10x)의 평균 Multiple 13배를 적용해 태양광의 EV를 약 17조원으로 추정한다. 태양광/첨단사업 합산 EV 2조원 및 투자자자산가치 2.5조원에 2026~27년 추정 순차입금 10조원 차감 시 목표 시총은 11조원, 목표 주가는 6.5만원으로 산출된다. 현 주가에서 Upside는 11% 수준이다.

과속 방지턱은 확인하면서 가야지

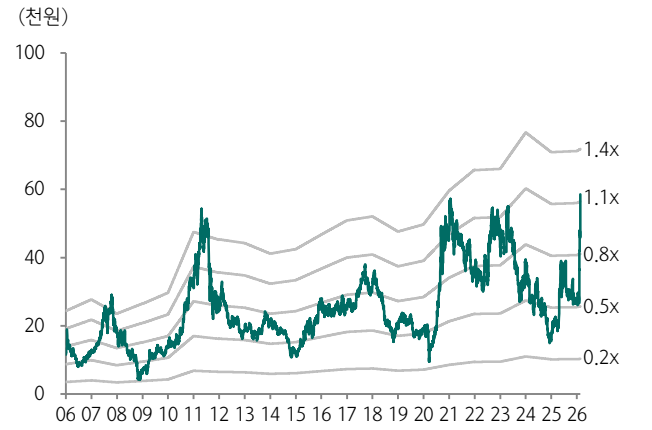
BUY를 유지하고, TP는 긍정적인 업황을 반영해 기존 4.7만원에서 6.5만원으로 상향한다. 일론 머스크의 스페이스X를 기반으로 한 중장기 태양광 시장 규모 확대 계획 및 중국 페로브스카이트 업체 미팅 등은 필연적으로 밸류에이션 확장의 가능성을 높이는 요소다. 하지만, 제시한 목표 시총이 최대한 긍정적 가정을 포함하고 있다는 점을 감안할 때 추가적인 Upside 확보를 위해서는 다음의 내용에 대한 확인이 필요하다. 1) 현재 가정 대비 태양광 모듈 ASP 상승폭 추가 확대 2) 한화솔루션의 페로브스카이트 탠덤 전지의 양산 계획 구체화 3) 차입금 감축을 위한 각종 자산에 대한 매각 계획 구체화 등이다. 2022년 대비 순차입금이 7조원 가량 증가한 현 시점에서 당시 기록한 역대 최고가 7만원을 넘어서기 위해서는 더욱 강력한 모멘텀이 필요하다는 의미다.

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	959	384	**1,343**	**13.0**	**17,464**	**영업이익 26~27년 평균. 중국 업체 Multiple 13배 적용**
영업가치					19,482	
관계기업투자자산	4,119			60%	2,471	비상장사 장부가액 40% 할인
투자자산가치					2,471	
순차입금					10,747	2026~27년 추정
총기업가치					11,206	
주식수(천 주)					171,893	
주당 NAV(원)					65,191	
목표주가					**65,000**	
현재 주가(2/19)					58,500	
Upside					11.1%	

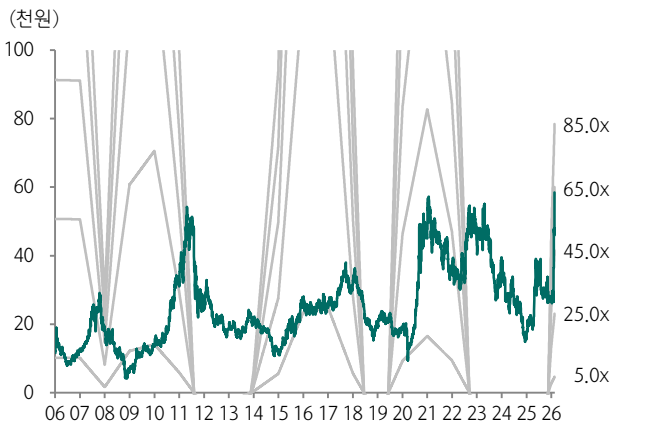
자료: 하나증권

도표 2. 한화솔루션 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나증권

도표 3. 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나증권

도표 4. 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
판관비	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)
종속/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**
비지배주주지분 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)순익증가율	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

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

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)	107.93	17.58
PBR	0.84	0.29	0.53	1.15	1.08
PCFR	4.76	4.82	14.39	7.92	5.41
EV/EBITDA	12.33	35.32	45.73	13.57	9.53
PSR	0.54	0.23	0.35	0.69	0.67
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

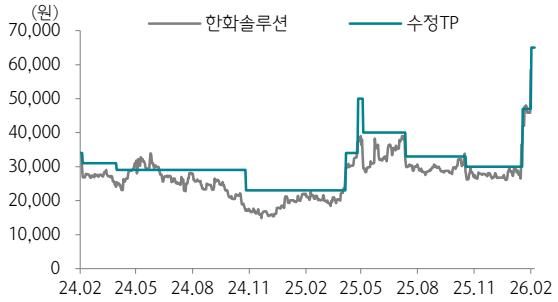
현금흐름표 (단위:십억원)

	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
영업활동자산부채변동	(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

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한화솔루션



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.2.20	BUY	65,000		
26.2.6	BUY	47,000	4.34%	24.47%
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%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 2월 20일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 2월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	96.73%	3.27%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 02월 17일