2026.04.29

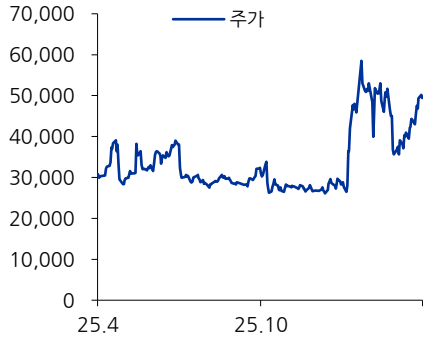
(009830)

한화솔루션

에너지/인프라/배터리 황성현, Ph.D.
6878 / tjdgus2009@eugenefn.com

우주 모멘텀에 펀더멘털까지

투자의견	BUY(유지)
목표주가	80,000 원(상향)
현재주가	49,400 원(4/29)



시가총액(십억원)	8,491
발행주식수(천주)	171,893
52 주 최고	59,300 원
최저	25,700 원
52 주 일단 Beta	0.83
60 일 평균 거래대금	3,404 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.2%
주주구성	
한화 (외 9 인)	36.9%
국민연금공단 (외 1 인)	5.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	38.6	52.7	64.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	80,000	50,000	▲
영업이익(26E)	927	471	▲
영업이익(27E)	1,161	811	▲

12월 결산(십억원)	2024A	2025A	2026E
매출액	12,394	13,333	18,090
영업이익	-300	-365	927
세전손익	-1,424	-838	495
당기순이익	-1,369	-615	381
EPS(원)	-8,170	-3,784	2,343
증감률(%)	-	-	흑전
PER(배)	-	-	21.1
ROE(%)	-16.0	-7.0	5.2
PBR(배)	0.3	0.5	1.4
EV/EBITDA(배)	32.5	41.4	11.6

[투자의견] 당사는 한화솔루션에 대해 목표주가를 80,000원('27F BPS의 2.0배)으로 상향하며, 투자의견 BUY를 유지한다. 동사는 미국내 태양광 밸류체인을 통합한 유일한 업체이다. 카터스빌 3Q 양산 시작, 7월 AD/CVD 최종 판정, 증자 완료 후 재무구조 개선, 실적 턴어라운드를 고려하면 중국 태양광 업체대비 프리미엄 반영이 본격화될 것이라 판단한다.

[1Q26 Review] 매출액 3.8조원(+3%qoq, +25%yoy), 영업이익 926억원(흑전qoq, +206%yoy)으로 전 사업부 흑자전환에 성공했다. 신재생에너지(매출 2.1조원, OP 622억원, OPM 2.9%)는 통관 지연이 해소되며 모듈 출하량이 +80%qoq 증가한 1.9GW를 달성했으며, 물량 증가로 AMPC도 2,161억원을 기록해 전사 실적 개선을 견인했다. 평균 판가는 +14%qoq 인상됐으며 향후 동남아 4개국 우회 물량 차단으로 추가 상승이 기대된다. 케미칼(매출 1.3조원, OP 341억원, OPM 2.5%)은 전력 직거래제 도입만으로 270억원의 비용 절감 효과가 발생했고, 이란 전쟁 여파로 글로벌 화학 설비 셧다운으로 흑자전환 하였다. YNCC 에틸렌 공급 차질을 중국산 6만톤 도입으로 방어한 점이 인상적이었다. 첨단소재도 큐셀 조지아 공장향 봉지재·백시트 모듈 수요향 판매로 증익 추세를 이어갔다.

[컨퍼런스콜 하이라이트] 2Q26 신재생에너지 출하량은 1Q와 유사한 수준이 예상되나, 판매가격은 동남아 AD/CVD가 7월 최종 판결로 이어질 경우 추가 상승이 전망된다. 동사는 주거용 중심으로 30~40% 추가 상승을 전망했다. 카터스빌 공장은 3Q26 양산 목표로 현재 테스트 진행 중이며, 유틸리티 이슈는 대부분 해결 완료되었다. 미국 내 셀 캐파는 모든 증설 계획이 실현돼도 수요 대비 10GW 이상 부족한 상황으로, 미국산 셀 프리미엄은 구조적으로 강화될 것으로 전망된다. 태양광 연간 출하량 가이던스는 9GW 유지, '26년 연간 손익 가이던스도 유증 설명회에서 제시한 매출 21조원, OP 9천억원을 유지하였다.

[연간내내 이어질 우주 Theme] 동사는 유상증자 설명회에서 다수의 우주기업과 협업을 위한 논의가 진행 중이라고 언급하였다. 국내 태양광 업스트림 업체도 실적발표회에서 지상용 태양광 수요가 우주 산업으로 확대되고 있으며, 기존 설비로는 수요 충족이 불가능 하다고 설명했다. 당사도 우주산업에 대해 긍정적인 시각을 갖고 있으며, 동사에게도 중장기 신사업 기회가 펼쳐질 것이라 기대 중이다. 실제로 올해 내내 우주 산업에서 밸류에이션에 긍정적인 이슈가 대기 중이다. SpaceX는 6월 상장(기업가치 PSR 100배)을 목표로 하고 있으며, 테슬라와의 합병을 위해 기업가치 제고 방안들이 연이어 발표될 가능성이 높다. 또한 NVIDIA와 Starcloud는 10월 2차 발사 계획(450kg, 8kW급 LEO 데이터센터)을 발표했으며, 타업체들도 우주 궤도 선점을 위해 FCC에 발사 허가 신청서를 경쟁적으로 제출할 전망이다.

설명회 Q&A

Q1. 카터스빌 완공 이후 국가별 셀/모듈 CAPA, 연간 출하량 가이던스, 2Q26 출하량 및 ASP

- 전체 모듈 CAPA 8.5GW, 셀 CAPA 7.3GW
- 한국: 셀 5GW, 모듈 2.5GW
- 말레이시아: 셀 2.4GW
- 미국: 카터스빌 3.3GW(잉곳, 웨이퍼, 셀, 모듈) / 달튼 모듈 5.3GW
- 2026 년 출하량 가이던스 9GW, 2Q26 출하량은 1Q26 과 유사한 수준 전망
- 2Q26 ASP 는 1Q26 보다 추가 상승 전망

Q2. 주택용 에너지 수익성

- 주택용은 TPO 중심으로 파이낸싱을 활용해 매출과 수익 확대 추진 중
- 1Q26 ASP +14%qoq. 2Q26, 3Q26 도 상승 기조 유지될 것으로 전망

Q3. 정부 신재생 발전 확대 기조 대응방안

- 4 월 중국 증치세 환급세 철폐 이후 가격 변동성이 있었고, 1Q26 한국 시장 판매 증가
- 정부 세제 혜택 검토, 국내 셀 생산 관련 입법 협의 등 정책 변화에 맞춰 CAPA 확대 검토 예정

Q4. 이란 전쟁 이후 태양광 수요 증가, 가격 협상력 강화 체감 여부

- 미국 시장에서 가격 상승 영향 나타나고 있고, 태양광 수요도 늘고 있음
- 이란 전쟁이라는 단일 이벤트보다 미국 내 데이터센터, AI 관련 전력 수요 증가가 더 큰 드라이버

Q5. 카터스빌 셀 공장 가동 시점

- 셀 양산 시점은 기존대로 3Q26 유지
- 유틸리티 이슈는 대부분 해결됐으며, 4~6 월 테스트를 거쳐 3Q26 적정 시점에 양산 시작 예정

Q6. 미국 경쟁사 증설 및 경쟁 환경

- 2025 년말 기준 미국 모듈 생산능력은 60GW 를 상회해 설치 수요를 초과
- 실제 가동률은 50% 미만으로 추정
- 반면 업스트림 생산능력은 상대적으로 부족한 상황
- 발표된 증설 계획이 모두 실현돼도 미국 수요 대비 10GW 이상 부족
- AD/CVD 발효로 동남아 4 개국 경쟁력 약화, 동사에 프리미엄 확보 요인으로 작용할 것으로 전망

Q7. 케미칼 원료 조달, 가동률

- 에틸렌은 여천 NCC 에서 공급받고 있음
- 3 월 이란 사태 이후 여천 NCC 가동률은 50% 수준으로 하락, 5~6 월 65%까지 상승할 예정
- 동사는 4~5 월 중국에서 에틸렌 약 6 만톤 선제 수입
- 가동 중단된 공장을 제외하면 90% 이상 가동 중
- 중동산 납사 의존도는 70% 수준. 미국산, 아프리카산 등으로 다변화하는 방안 검토 중

Q8. 중동 화학설비 타격과 반사 수혜

- 2025 년 TDI 약 400 억원 적자였으나, 2026 년 흑자 전환
- 중동 사다라 공장 전쟁 여파로 가동 중단
- 동사는 연 15 만톤 TDI 생산 물량의 90%를 수출 중
- 해당 요인이 케미칼 부문 흑자 전환에 크게 기여

Q9. 모듈 출하 지역 비중, 미국 ASP

- 미국 80% 이상, 그 다음이 한국, 유럽 순
- ASP 는 주택용과 유틸리티용이 다름
- 주택용은 과거 30% 후반~40% 초반 수준으로 올라간 이력 있음

연간 실적 변경 내역

(십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	16,273	16,714	18,090	18,428	11.2	10.2
영업이익	471	811	927	1,161	97.0	43.2
영업이익률(%)	2.9	4.9	5.1	6.3	2.2	1.5
EBITDA	1,591	1,978	1,940	2,233	22.0	12.8
EBITDA 이익률(%)	9.8	11.8	10.7	12.1	0.9	0.3
순이익	-196	55	381	623	흑전	1,026.9

자료: 유진투자증권

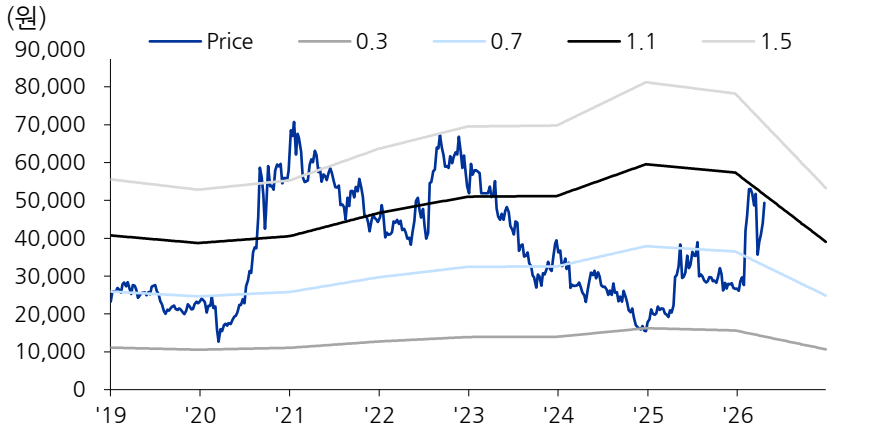
세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024	2025	2026
매출액	**3,094**	**3,117**	**3,364**	**3,757**	**3,882**	**4,461**	**4,519**	**5,228**	**12,394**	**13,333**	**18,090**
신재생에너지	1,599	1,446	1,752	2,062	2,111	1,831	2,109	2,989	5,766	6,859	9,040
케미칼	1,074	1,239	1,160	1,151	1,340	2,187	1,952	1,796	4,817	4,624	7,275
첨단소재	274	308	258	271	286	299	312	297	1,038	1,111	1,194
영업이익	**30**	**102**	**(7)**	**(490)**	**93**	**231**	**277**	**327**	**(300)**	**(365)**	**927**
신재생에너지	136	156	8	(386)	62	178	215	276	(258)	(85)	730
케미칼	(91)	(47)	(9)	(102)	34	41	45	33	(121)	(249)	153
첨단소재	(2)	10	4	(5)	12	9	14	15	24	6	50
OPM(%)	**1.0**	**3.3**	**(0.2)**	**(13.0)**	**2.4**	**5.2**	**6.1**	**6.3**	**(2.4)**	**(2.7)**	**5.1**
신재생에너지	8.5	10.8	0.5	(18.7)	2.9	9.7	10.2	9.2	(4.5)	(1.2)	8.1
케미칼	(8.5)	(3.8)	(0.8)	(8.9)	2.5	1.9	2.3	1.8	(2.5)	(5.4)	2.1
첨단소재	(0.7)	3.2	1.4	(2.0)	4.3	3.0	4.5	5.0	2.3	0.6	4.2

주: 연결 조정 생략

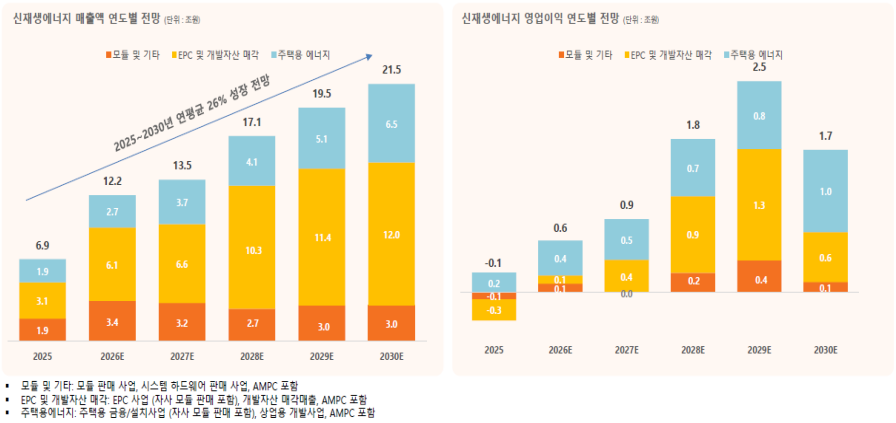
자료: 한화솔루션, 유진투자증권

PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

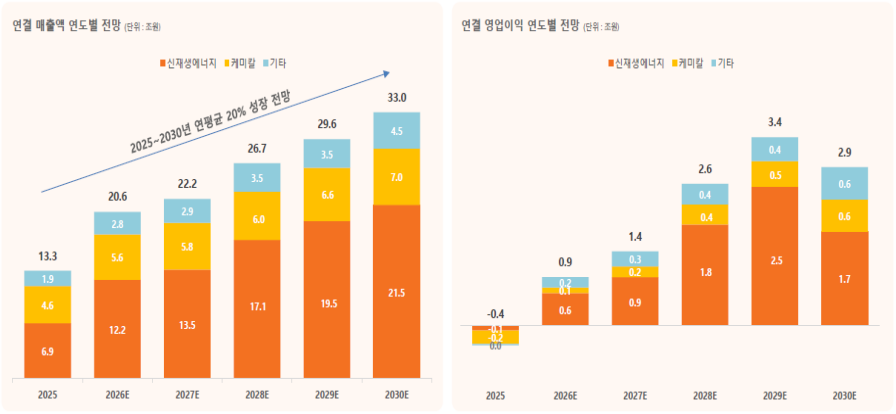
신재생에너지 실적 전망



- 모듈 및 기타: 모듈 판매 사업, 시스템 하드웨어 판매 사업, AMPC 포함
- EPC 및 개발자산 매각: EPC 사업 (자사 모듈 판매 포함), 개발자산 매각매출, AMPC 포함
- 주택용에너지: 주택용 금융/설치사업 (자사 모듈 판매 포함), 상업용 개발사업, AMPC 포함

자료: 한화솔루션, 유진투자증권

전사 실적 전망

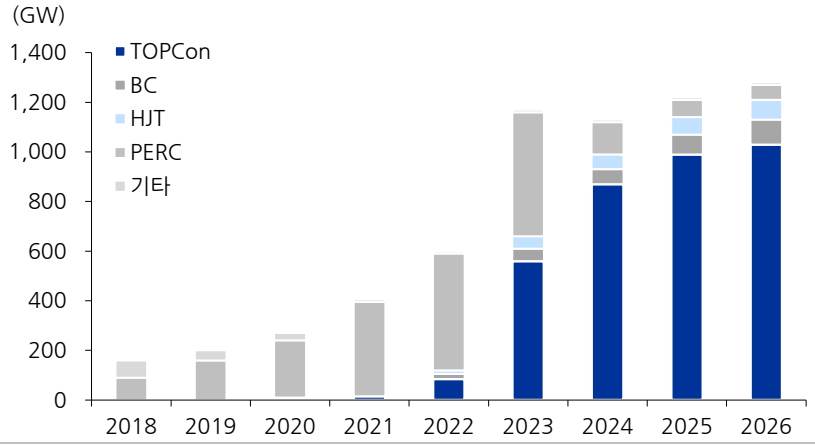


자료: 한화솔루션, 유진투자증권

탠덤 상업화 타임라인

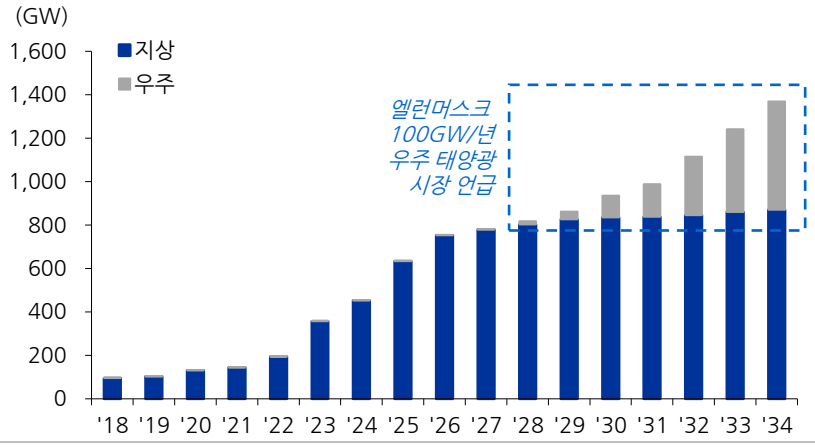
자료: 한화솔루션, 유진투자증권

글로벌 태양광 캐파 추이: 현재 수요로는 가동률 50% 수준



자료: 산업자료, 유진투자증권

우주 태양광 시장 전망: 2030 년부터 100GW 의 신규 수요 창출



자료: 산업자료, 유진투자증권

스타링크의 재원 및 스펙(1)

위성 모델	Starlink V1.5	Starlink V2 mini	Starlink V3
FCC 등록 코드	Gen2 F9-1	Gen2 F9-2	Gen2 Starship
위성 총 질량 (kg)	303	800	2,000
위성 본체 면적 (m^2)	3.6	11.1	17.3
태양광 패널 총 면적 (m^2 x ea)	22 x 1	105 x 2	257 x 2
최초 발사 시기	2021.9	2023.2	2026년 예정

자료: 산업자료, 유진투자증권

스타링크의 재원 및 스펙(2)

버전	발사 여부	핵심 특징	태양광 패널 기술	내용
V0.9	N	검증용 위성	실리콘 기반 태양전지 (지상용 보강형)	60기 발사 후 퇴역
V1.0	N	지상국 의존형	실리콘 기반 태양전지 (내방사선 패키징 개선)	GaAs 미사용 확인됨
V1.5	N	레이저 위성 간 링크 (Laser Inter-Satellite Links) 탑재	GaAs 시험 적용 가능성, 실리콘 전지 + 폴리이미드(PI) 기판	레이저 링크로 전력 소모 증가, 일부 고출력 모델 GaAs 채택 가능성
V2.0 mini	Y	4배 용량, Direct-to-Cell 지원	실리콘 기반 태양전지 대규모 채용 (효율 18~20%, 면적 확대, 특수 패키징)	비용 하락을 위한 다양한 설계 도입 검토
V2.0 Full	N	Starship 맞춤 설계 (1,250kg)	GaAs + 고효율 다중접합(Multi-junction) 전지 검토	취소
V3.0	N	단일 위성당 1Tbps 용량	고효율 3중 접합 GaAs, 페로브스카이트 & 실리콘 탠덤 전지	고출력 밀도 필요 시 GaAs 회귀 가능성

자료: 산업자료, 유진투자증권

태양전지 종류와 스펙

태양전지 종류	우주 실측 효율 (%)	에너지 밀도 (W/g)	면적당 출력 (W/m^2)	항방사선	온도 계수	유연성
유연 비소화갈륨 (Flexible GaAs)	30-40	0.36	359	강함	강함	보통
강성 비소화갈륨 (Rigid GaAs)	30-40	0.36	359	강함	강함	보통
결정질 실리콘 (Crystalline Si)	16-20	0.07	231	비교적 약함	비교적 나쁨	비교적 약함
페로브스카이트 (Perovskite)	20-25	0.30	231	비교적 강함	비교적 강함	우수

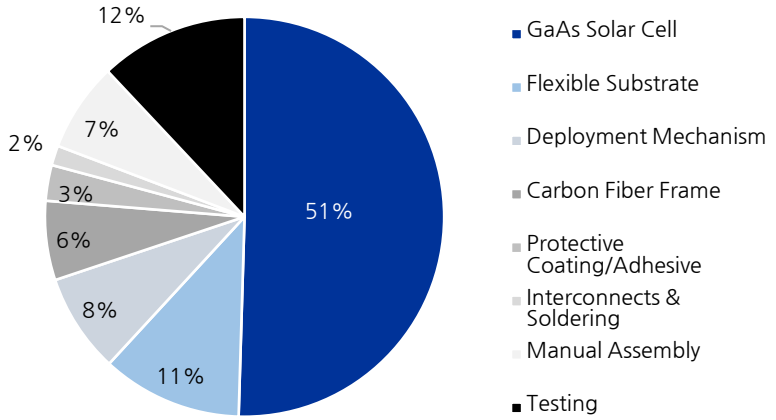
자료: 산업자료, 유진투자증권

실리콘 태양광 패널별 성능 지표

성능 지표	HJT	PERC	TOPCon	BC
양산 모듈 효율 (%)	24	22	24	25
온도 계수 (%/°C)	-0.22	-0.34	-0.26	-0.26
양면율 (%)	85~95	65~75	80~90	75~85
첫해 효율 저감 (%)	1	2	1	1
연간 평균 효율 저감 (%년)	0.3	0.45	0.35	0.35
웨이퍼 두께 (μm)	< 100	130	130	130
은(Ag) 사용량 (mg/W)	6.4	6.9	9.0	11.9

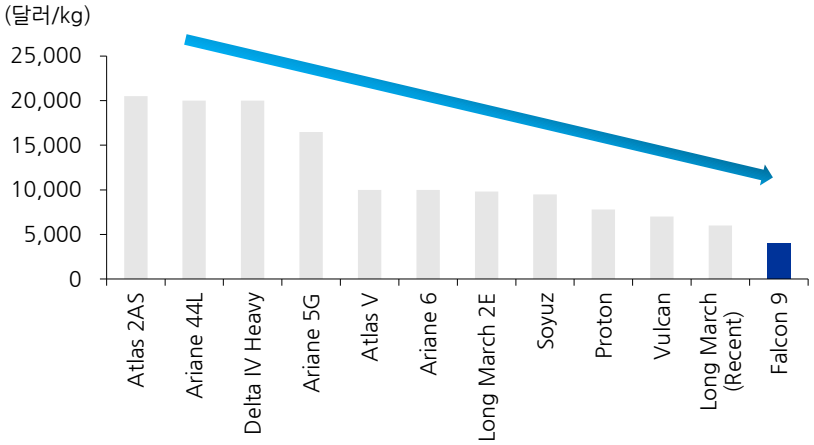
자료: 산업자료, 유진투자증권

1kW 우주 태양전지판 비용 추정: kW 당 18 만달러 필요



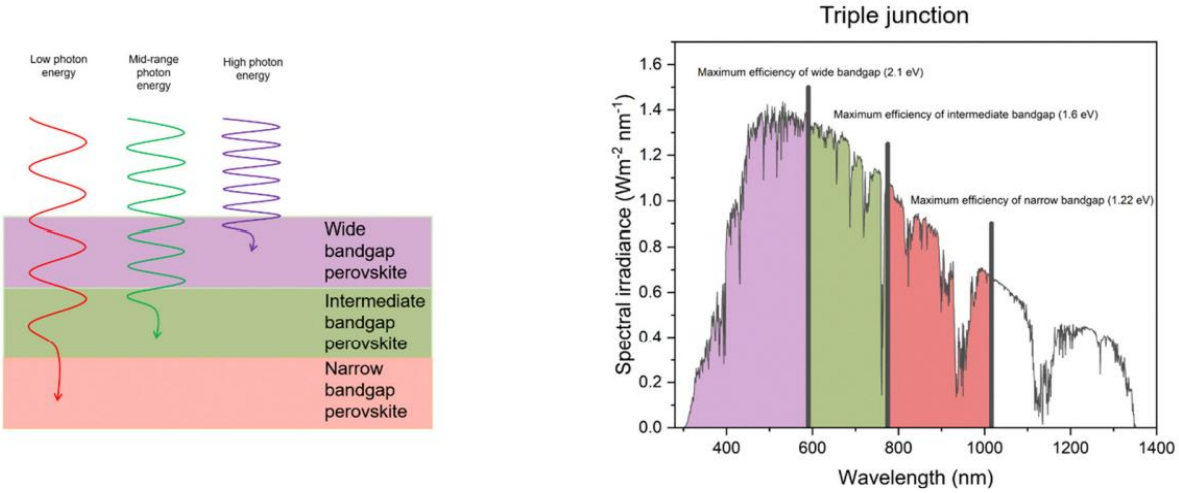
자료: 산업자료, 유진투자증권

저궤도위성 발사 가격이 떨어질수록 저렴한 패널이 필요



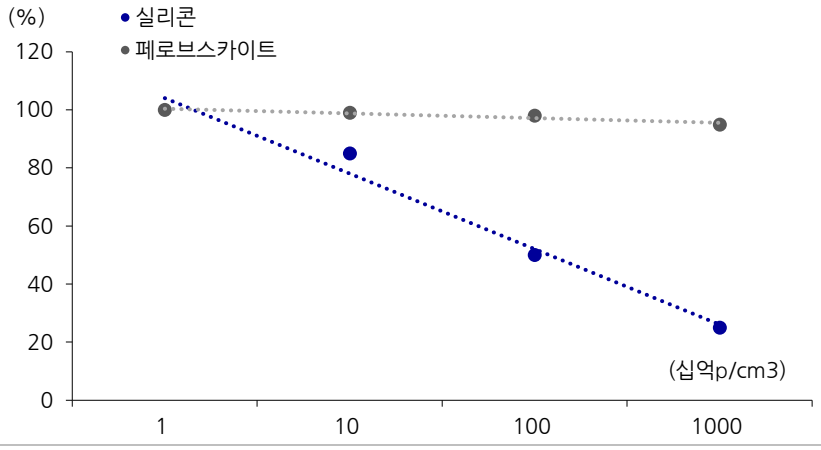
자료: 산업자료, 유진투자증권

삼중 접합 탠덤의 광흡수 구조: 넓은 밴드갭이 높은 에너지 광자 흡수, 좁은 밴드갭이 긴 파장 흡수



자료: 산업자료, 유진투자증권

페로브스카이트와 실리콘 전지 성능 저하율: 페로브 탠덤으로 항방사선 강화



자료: 산업자료, 유진투자증권

한화솔루션(009830.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	30,037	33,144	34,167	35,001	36,023
유동자산	10,883	12,637	12,578	12,514	12,601
현금성자산	2,558	2,906	4,060	3,708	3,481
매출채권	2,968	2,747	3,954	4,109	4,279
재고자산	4,258	5,680	3,222	3,314	3,418
비유동자산	19,154	20,507	21,590	22,487	23,422
투자자산	6,671	7,479	6,366	6,485	6,621
유형자산	10,727	11,182	13,438	14,276	15,133
기타	1,756	1,846	1,786	1,726	1,667
부채총계	19,430	21,959	25,838	26,072	26,329
유동부채	11,708	12,736	14,176	14,402	14,651
매입채무	4,023	4,201	5,635	5,855	6,097
유동성이자부채	6,425	7,288	7,288	7,288	7,288
기타	1,259	1,247	1,254	1,260	1,266
비유동부채	7,722	9,223	11,662	11,670	11,678
비유동이자부채	6,833	8,325	10,756	10,756	10,756
기타	889	899	906	914	923
자본총계	10,607	11,185	8,329	8,929	9,694
지배지분	9,450	9,101	6,245	6,845	7,610
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,771	1,771	1,771	1,771
이익잉여금	4,132	3,443	3,846	4,445	5,210
기타	2,866	2,998	(261)	(261)	(261)
비지배지분	1,157	2,084	2,084	2,084	2,084
자본총계	10,607	11,185	8,329	8,929	9,694
총차입금	13,259	15,612	18,043	18,043	18,043
순차입금	10,701	12,706	13,984	14,335	14,563

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	12,394	13,333	18,090	18,428	18,815
증가율(%)	(5.2)	7.6	35.7	1.9	2.1
매출원가	11,008	11,845	14,770	14,802	15,113
매출총이익	1,386	1,488	3,320	3,626	3,702
판매 및 일반관리비	1,686	1,853	2,393	2,465	2,494
기타영업손익	6	10	29	3	1
영업이익	(300)	(365)	927	1,161	1,208
증가율(%)	적전	적지	흑전	25.2	4.0
EBITDA	415	419	1,940	2,233	2,338
증가율(%)	(66.9)	1.0	362.6	15.1	4.7
영업외손익	(470)	(473)	(433)	(351)	(163)
이자수익	107	98	103	99	95
이자비용	548	539	631	645	651
지분법손익	(35)	431	181	219	418
기타영업손익	7	(462)	(86)	(24)	(25)
세전순이익	(1,424)	(838)	495	810	1,045
증가율(%)	적전	적지	흑전	63.8	29.0
법인세비용	(316)	(225)	114	187	246
당기순이익	(1,369)	(615)	381	623	799
증가율(%)	적지	적지	흑전	63.6	28.2
지배주주지분	(1,404)	(650)	403	617	791
증가율(%)	적지	적지	흑전	53.1	28.3
비지배지분	35	35	(22)	6	7
EPS(원)	(8,170)	(3,784)	2,343	3,588	4,604
증가율(%)	적지	적지	흑전	53.1	28.3
수정EPS(원)	(8,170)	(3,784)	2,342	3,586	4,599
증가율(%)	적지	적지	흑전	53.1	28.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	668	(578)	1,919	1,405	1,434
당기순이익	(1,369)	(615)	381	623	799
자산상각비	715	784	1,013	1,071	1,131
기타비현금성손익	929	(993)	(3,193)	(1,384)	(2,000)
운전자본증감	94	(1,395)	2,652	(61)	(66)
매출채권감소(증가)	(274)	471	(1,207)	(154)	(170)
재고자산감소(증가)	(474)	(1,464)	2,458	(93)	(103)
매입채무증가(감소)	688	320	1,434	220	243
기타	154	(721)	(33)	(34)	(35)
투자현금	(3,287)	(1,749)	(3,201)	(1,744)	(1,640)
단기투자자산감소	1	0	(4)	(4)	(4)
장기투자증권감소	(184)	748	12	110	294
설비투자	3,398	2,010	3,201	1,843	1,922
유형자산처분	54	39	0	0	0
무형자산처분	(21)	(6)	(7)	(7)	(7)
재무현금	2,676	2,714	2,431	(17)	(26)
차입금증가	2,612	2,188	2,431	0	0
자본증가	(138)	(166)	0	(17)	(26)
배당금지급	(138)	(166)	0	17	26
현금 증감	226	286	1,149	(356)	(232)
기초현금	1,958	2,184	2,470	3,619	3,263
기말현금	2,184	2,470	3,619	3,263	3,031
Gross Cash flow	573	817	(734)	1,467	1,500
Gross Investment	3,194	3,143	544	1,801	1,702
Free Cash Flow	(2,621)	(2,327)	(1,278)	(334)	(201)

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(8,170)	(3,784)	2,343	3,588	4,604
BPS	54,163	52,166	35,797	39,232	43,618
DPS	300	0	100	150	300
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	21.1	13.8	10.7
PBR	0.3	0.5	1.4	1.3	1.1
EV/ EBITDA	32.5	41.4	11.6	10.3	9.9
배당수익율	1.9	0.0	0.2	0.3	0.6
PCR	4.9	5.7	-	5.9	5.7
수익성(%)					
영업이익율	(2.4)	(2.7)	5.1	6.3	6.4
EBITDA이익율	3.4	3.1	10.7	12.1	12.4
순이익율	(11.0)	(4.6)	2.1	3.4	4.2
ROE	(16.0)	(7.0)	5.2	9.4	10.9
ROIC	(1.5)	(1.5)	4.1	5.3	5.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	100.9	113.6	167.9	160.6	150.2
유동비율	93.0	99.2	88.7	86.9	86.0
이자보상배율	(0.5)	(0.7)	1.5	1.8	1.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	4.0	4.7	5.4	4.6	4.5
재고자산회전율	3.2	2.7	4.1	5.6	5.6
매입채무회전율	3.1	3.2	3.7	3.2	3.1

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

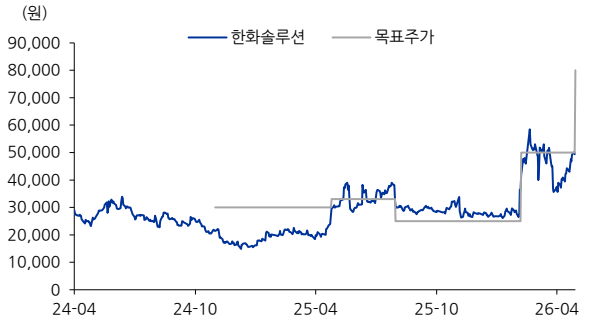
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-10-31	Buy	30,000	1년	-35.8	-9.7
2025-02-07	Buy	30,000	1년	-30.3	-9.7
2025-04-25	Buy	33,000	1년	2.6	18.3
2025-07-31	Hold	25,000	1년	15.1	4.4
2025-11-06	Hold	25,000	1년	11.7	4.4
2026-02-06	Buy	50,000	1년	-8.4	17.0
2026-04-22	Buy	50,000	1년	-2.1	0.4
2026-04-29	Buy	80,000	1년		

한화솔루션(009830.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 황성현