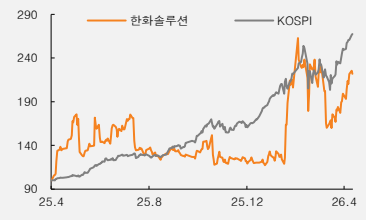


투자 의견(유지)	중립
목표주가(상향)	▲ 50,000원
현재주가(26/4/28)	49,400원
상승여력	1.2%

영업이익(26F,십억원)	1,251
Consensus 영업이익(26F,십억원)	668
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	203.0
P/E(26F,x)	16.3
MKT P/E(26F,x)	7.9
KOSPI	6,641.02
시가총액(십억원)	8,491
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.8
외국인 보유비중(%)	13.5
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	26,100
52주 최고가(원)	58,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	38.6	52.7	64.1
상대주가	13.5	-7.8	-37.0



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

한화솔루션

화학/신재생에너지 실적 동반 턴어라운드

투자 의견: 목표주가 5만원으로 상향하나, 투자 의견 중립 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.8만원에서 5만원으로 상향하지만, 투자 의견은 중립을 유지한다. 목표주가 상향은 1) 화학 부문의 적자 폭 대폭 축소, 2) 예상보다 빠른 미국 모듈 판가 상승으로 향후 12개월 실적 전망치 상향 때문이다. 당사는 한화솔루션이 제시한 가이드언스를 달성할 가능성이 높을 것으로 판단해, 실적 전망치도 공격적으로 높였다. 하지만 현재 동사의 주가는 이를 모두 반영하고도, 우주 태양광 등에 대한 모멘텀이 추가적으로 반영된 수준으로 보인다. 추가적인 모멘텀이 확인될 때까지 밸류에이션 리레이팅에 대해서는 보수적으로 판단해 중립 의견을 유지한다.

1Q26 Review: 화학과 신재생에너지의 동시 흑자전환

동사의 1Q26 영업이익은 926억원으로 컨센서스 115억원을 +705% 상회했다. 컨센서스 상회 요인은 화학 및 신재생에너지 부문의 실적 개선 덕분이다. 화학 부문은 341억원의 영업이익을 기록했으며, 전력직접구매 및 TDI 등 일부 제품 스프레드 확대로 전분기 대비 흑자전환했다. 신재생에너지는 예상보다 크게 개선된 판가 효과 덕분에 622억의 영업이익을 기록하며 전분기 대비 흑자전환했다. 당사는 컨퍼런스 콜에서 모듈 판가가 +14% QoQ를 기록했으며, 출하량은 1.9GW였다고 밝혔다.

2Q26 Preview: 공격적인 연간 가이드언스 달성을 위해 순항할 전망

동사의 2Q26 영업이익은 2,772억원으로 전분기 대비 약 199% 증가할 전망이다. 1분기와 마찬가지로 신재생에너지 부문의 실적 개선이 가장 클 것으로 예상하며, 화학 역시 예상보다 강한 실적 개선세를 보일 전망이다. 신재생에너지의 영업이익은 약 2,060억원(+1,438억원 QoQ)을 예상하는데, 실적 증가는 부문 별로 각각 모듈 및 기타 +377억원, AMPC +225억원, 주택용 +249억원, 발전자산 매각 및 EPC +544억원을 전망한다. 요인은 1) 모듈 판가 상승 지속(+6% QoQ), 2) 웨이퍼 공장 가동으로 AMPC 증가 효과, 3) 1분기 비수기 기저효과다. 화학 역시 중국 에틸렌 수급처를 확보해 최소 6월까지 가동을 저하없이 생산 가능해, 실적 개선이 지속될 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	12,394	13,333	18,689	19,047	19,675
영업이익 (십억원)	-300	-365	1,251	1,791	1,678
영업이익률 (%)	-2.4	-2.7	6.7	9.4	8.5
순이익 (십억원)	-1,404	-650	529	912	853
EPS (원)	-8,050	-3,728	3,031	5,227	4,888
ROE (%)	-16.0	-7.0	5.7	9.1	7.8
P/E (배)	-	-	16.3	9.5	10.1
P/B (배)	0.3	0.5	0.9	0.8	0.8
배당수익률 (%)	1.9	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	합계	3,094.5	3,117.2	3,364.4	3,778.3	3,882.0	4,908.4	4,205.3	5,692.9	12,394.0	13,354.4	18,688.5
	신재생에너지	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,062.3	2,110.9	3,218.1	2,490.8	4,094.5	5,765.8	6,859.4	11,914.3
	케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,340.1	1,232.4	1,306.5	1,177.0	4,817.2	4,624.1	5,056.1
	첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	285.6	307.9	257.9	271.3	1,037.6	1,110.9	1,122.7
	기타	147.9	123.9	194.7	293.5	145.4	150.0	150.0	150.0	773.4	760.0	595.4
영업이익	합계	30.3	102.1	-7.4	-478.3	92.6	277.2	275.0	606.7	-300.4	-353.3	1,251.4
	신재생에너지	136.2	156.2	7.9	-385.5	62.2	206.0	259.7	666.5	-257.5	-85.2	1,194.4
	케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-102.1	34.1	80.1	25.1	-39.4	-121.5	-249.1	99.8
	첨단소재	-1.8	9.8	3.6	-5.4	12.2	6.2	5.2	-5.4	23.5	6.2	18.1
	기타	-12.9	-17.1	-9.9	14.7	-15.9	-15.0	-15.0	-15.0	55.1	-25.2	-60.9
세전이익		-68.1	-148.4	-39.7	-581.8	-42.4	167.6	147.2	425.6	-1,423.7	-838.0	698.1
당기순이익(지배)		-44.5	-201.6	-12.1	-392.3	-40.0	128.8	113.1	327.0	-1,404.4	-650.4	528.8

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	2,411.0	8.0	19,287.6	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	487.7	7.0	3,413.8	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	80.8	7.4	598.1	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			23,409.9	
순차입금			12,000.0	26년말 전망
우선주 시가총액			60.6	
Equity Value			11,349.2	
주식수(백만주)			227.9	유상증자 5,600만주 반영
적정주가			49,801	목표주가 5.0만원 산출

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	1Q26F	2026F	1Q26P	2026F	1Q26P	2026F
매출액	3,623	17,655	3,882	18,689	7.1	5.9
영업이익	-5	1,029	93	1,251	흑전	21.6
당기순이익(지배)	-141	259	-36	529	적지	104.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

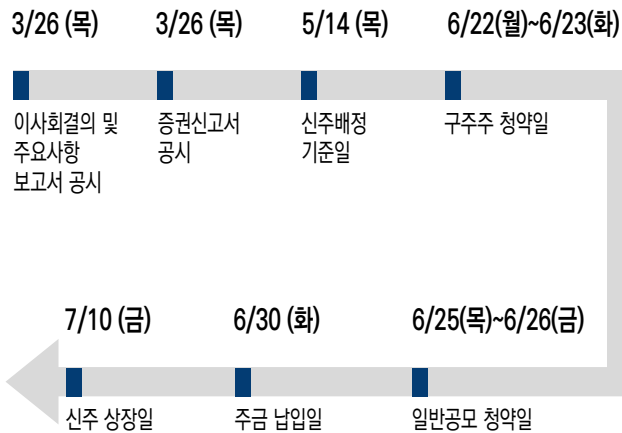
표 4. 신재생에너지 부문 영업이익 구분 추정치

(십억원)

	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
모듈 및 기타	-162.2	-124.5	-85.5	87.3
AMPC	215.4	237.9	281.3	309.2
주택용 에너지 사업	5.1	30.0	60.0	160.0
EPC 및 발전자산매각	8.1	62.5	4.0	110.0
합산	66.4	206.0	259.7	666.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한화솔루션 유상증자 타임라인



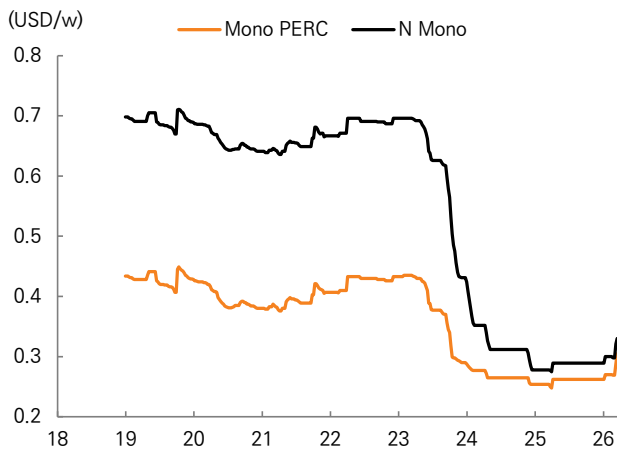
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 탠덤 개발 및 상업화 타임라인



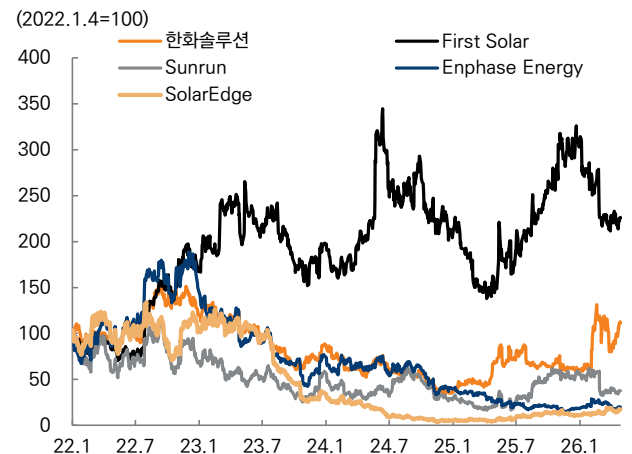
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 태양광 모듈 가격 추이



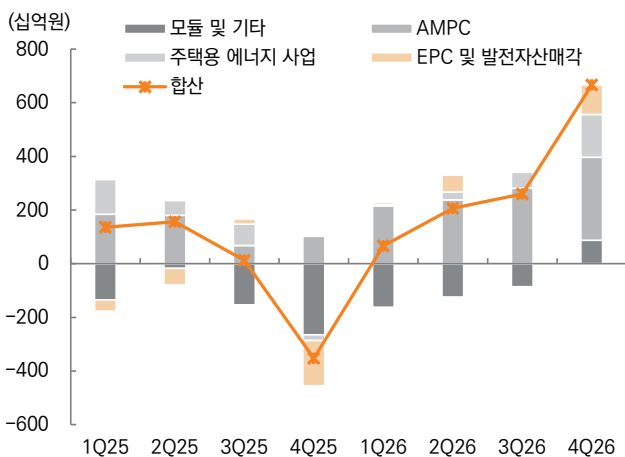
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



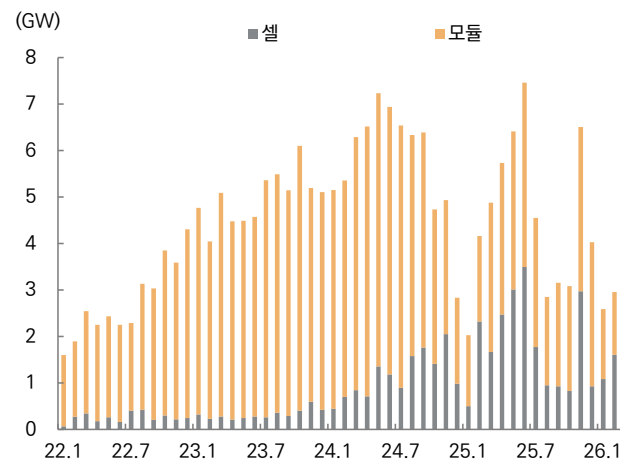
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 신재생에너지 부문 영업이익 세부 사항 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 셀/모듈 수입량 추이



자료: U.S. Census Bureau, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,333	18,689	19,047	19,675
매출원가	11,845	15,492	15,311	16,052
매출총이익	1,488	3,197	3,736	3,623
판매비와관리비	1,853	1,945	1,945	1,945
조정영업이익	-365	1,251	1,791	1,678
영업이익	-365	1,251	1,791	1,678
비영업손익	-473	-553	-604	-568
금융손익	-443	-574	-558	-522
관계기업등 투자손익	34	70	-53	-53
세전계속사업손익	-838	698	1,187	1,110
계속사업법인세비용	-225	159	261	244
계속사업이익	-613	539	926	866
중단사업이익	-2	0	0	0
당기순이익	-615	539	926	866
지배주주	-650	529	912	853
비지배주주	35	11	14	13
총포괄이익	-415	539	926	866
지배주주	-483	600	1,031	964
비지배주주	68	-61	-105	-98
EBITDA	419	2,109	2,658	2,509
FCF	-2,665	2,571	594	1,814
EBITDA 마진율 (%)	3.1	11.3	14.0	12.8
영업이익률 (%)	-2.7	6.7	9.4	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.9	2.8	4.8	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	12,637	13,193	13,613	14,447
현금 및 현금성자산	2,470	1,850	1,852	2,357
매출채권 및 기타채권	2,339	2,903	2,727	2,816
재고자산	5,680	6,248	6,873	7,097
기타유동자산	2,148	2,192	2,161	2,177
비유동자산	20,507	23,554	23,003	22,816
관계기업투자등	5,037	7,633	7,170	7,404
유형자산	11,182	11,586	11,573	11,190
무형자산	1,846	1,785	1,730	1,681
자산총계	33,144	36,747	36,616	37,263
유동부채	12,736	15,382	14,408	14,148
매입채무 및 기타채무	3,165	4,551	4,302	4,428
단기금융부채	7,288	7,371	6,856	6,364
기타유동부채	2,283	3,460	3,250	3,356
비유동부채	9,223	9,686	9,603	9,645
장기금융부채	8,325	8,325	8,325	8,325
기타비유동부채	898	1,361	1,278	1,320
부채총계	21,959	25,068	24,012	23,793
지배주주지분	9,101	9,585	10,497	11,349
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,771	1,771	1,771	1,771
이익잉여금	3,443	3,972	4,884	5,737
비지배주주지분	2,084	2,094	2,108	2,121
자본총계	11,185	11,679	12,605	13,470

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-655	3,771	1,394	2,214
당기순이익	-615	539	926	866
비현금수익비용가감	1,432	1,519	1,739	1,650
유형자산감가상각비	720	796	813	783
무형자산상각비	64	62	55	49
기타	648	661	871	818
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,395	1,893	-990	-40
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	471	-154	103	-52
재고자산 감소(증가)	-1,464	-568	-625	-225
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	320	1,386	-249	126
법인세납부	-71	-159	-261	-244
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,749	-1,254	-644	-306
유형자산처분(취득)	-1,972	-1,200	-800	-400
무형자산감소(증가)	-6	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	-158	50	-25
기타투자활동	251	104	106	119
재무활동으로 인한 현금흐름	2,714	-572	-1,158	-1,115
장단기금융부채의 증가(감소)	2,353	84	-515	-492
자본의 증가(감소)	209	0	0	0
배당금의 지급	-166	0	0	0
기타재무활동	318	-656	-643	-623
현금의 증가	286	-620	1	505
기초현금	2,184	2,470	1,850	1,852
기말현금	2,470	1,850	1,852	2,357

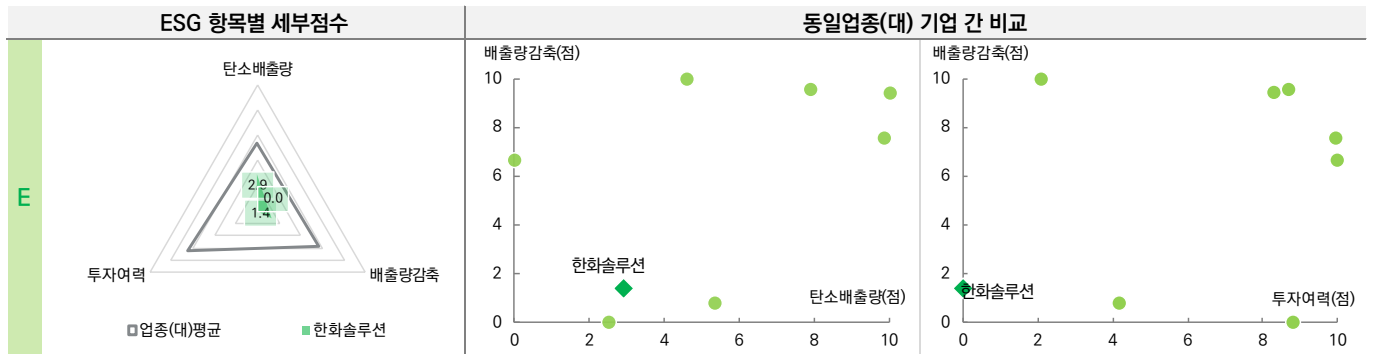
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

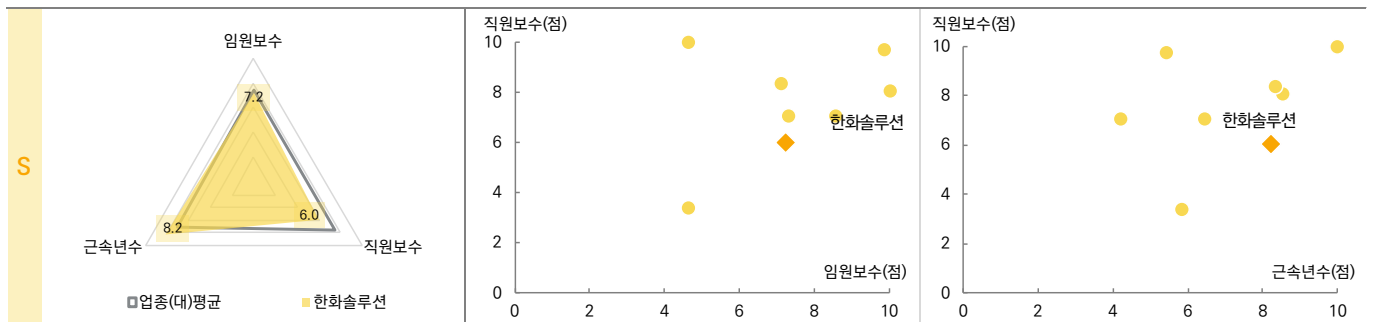
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	16.3	9.5	10.1
P/CF (x)	5.7	4.2	3.2	3.4
P/B (x)	0.5	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	46.4	11.4	8.9	9.0
EPS (원)	-3,728	3,031	5,227	4,888
CFPS (원)	4,681	11,798	15,277	14,422
BPS (원)	52,796	55,566	60,793	65,681
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.6	40.2	1.9	3.3
EBITDA증가율 (%)	1.0	402.8	26.0	-5.6
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	43.1	-6.3
EPS증가율 (%)	적지	흑전	72.4	-6.5
매출채권 회전율 (회)	6.9	11.5	11.6	12.1
재고자산 회전율 (회)	2.7	3.1	2.9	2.8
매입채무 회전율 (회)	4.5	4.6	3.9	4.1
ROA (%)	-1.9	1.5	2.5	2.3
ROE (%)	-7.0	5.7	9.1	7.8
ROIC (%)	-1.5	6.2	7.8	7.4
부채비율 (%)	196.3	214.6	190.5	176.6
유동비율 (%)	99.2	85.8	94.5	102.1
순차입금/자기자본 (%)	113.6	114.4	102.2	88.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.7	1.8	2.7	2.6

ESG 레이팅 : 한화솔루션 (009830)

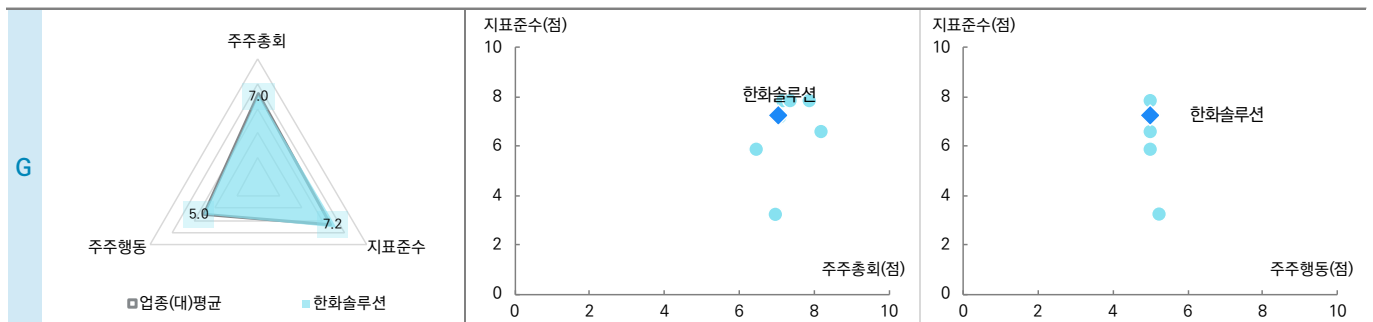
종합		세부항목						
E S G	카본 거버넌스 인센티브 ■업종(대)평균 ■한화솔루션	ESG 점수	4.1	=	직전점수	4.1	업종(대)	에너지
		ESG 등급	B	=	직전등급	B	업종(중)	에너지
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	이진호
		카본(E)	1.5	B	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	7.2	A	10	=		
		거버넌스(G)	5.6	A	50	=		
가중치 변경 없음								



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수 ; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수 ; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



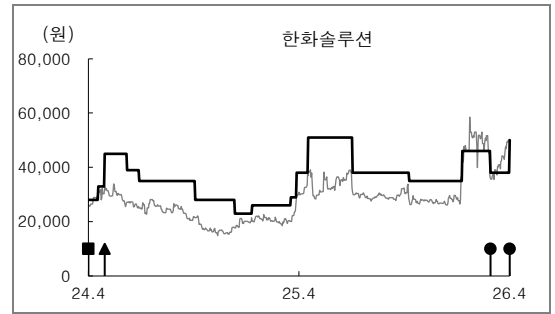
(1) 주주총회 = 주주 안전 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수를
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2026.04.29	중립	50,000	-	
2026.03.27	중립	38,000	10.84	32.11
2026.02.06	매수	46,000	6.14	27.17
2025.11.06	매수	35,000	-20.24	4.14
2025.07.31	매수	38,000	-22.04	-11.05
2025.05.15	매수	51,000	-33.08	-23.43
2025.04.25	매수	38,000	-15.72	-1.71
2025.04.15	매수	29,000	-19.93	-6.55
2025.02.07	매수	26,000	-20.95	-13.27
2025.01.08	매수	23,000	-15.02	-6.74
2024.10.31	매수	28,000	-38.39	-20.89
2024.07.26	매수	35,000	-30.53	-19.71
2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.