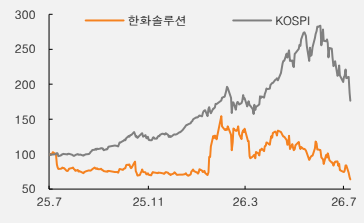


투자 의견(상향)	매수
목표주가(하향)	▼ 38,000원
현재주가(26/7/29)	22,850원
상승여력	66.3%

영업이익(26F,십억원)	1,062
Consensus 영업이익(26F,십억원)	766
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	261.0
P/E(26F,x)	9.1
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	5,663.24
시가총액(십억원)	3,928
발행주식수(백만주)	225
유동주식비율(%)	63.0
외국인 보유비중(%)	11.9
베타(12M) 일간수익률	0.79
52주 최저가(원)	22,850
52주 최고가(원)	55,180

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-35.3	-16.0	-36.4
상대주가	-4.0	-22.6	-63.7



[Energy Transition]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

한화솔루션

높아지는 이익 체력과 기대되는 하반기 실적

투자 의견 매수로 상향. 목표주가는 3.8만원으로 하향 조정

한화솔루션의 투자 의견을 중립에서 매수로 상향하지만, 목표주가를 5만원에서 3.8만원으로 하향한다. 목표주가 하향의 배경은 예상보다 낮은 주택용/EPC 및 발전자산 매각의 수익성 때문에 실적 전망치를 보수적으로 조정했기 때문이다. 이로 인해 신재생에너지 부문의 12MF EBITDA를 기존 2.4조원에서 2.2조원으로 낮췄다. 다만, 1) 중국 태양광 제품 수입 규제 강화로 미국 내 모듈 ASP 상승, 2) 웨이퍼/셀 공장 램프업으로 인한 DCA(국내생산보너스) 모듈 프리미엄 및 AMPC(생산세액공제) 추가 반영, 3) 상반기보다 기대감이 높은 하반기 실적 전망으로 투자 의견은 매수로 상향한다.

2Q26 Review: 관세 환급 반영 및 모듈 가격 상승으로 컨센 상회

동사의 2Q26 영업이익은 3,065억원으로 컨센서스 1,878억원을 63% 상회했다. 컨센서스 상회 요인은 1) 기납부했던 상호관세(IEEPA)에 대한 환급금 900억원 반영, 2) 모듈 ASP +5%로 인한 수익성 개선이다. 동사의 모듈 출하량은 1.3GW로 전분기 1.9GW보다 부진했다. 기후 악화로 EPC 현장 진입 도로가 유실된 영향이었다. 그럼에도 전분기 대비 모듈 판가 상승 효과 덕분에 관세 환급금을 제외하더라도 전분기 대비 수익성을 유지했다. 화학은 미국-이란 전쟁으로 인한 스프레드 확대, 첨단소재는 북미 태양광 소재 판매 호조로 호실적을 기록했다.

3Q26 Preview: 하반기로 갈수록 강해질 실적

동사의 3Q26 영업이익은 2,657억원으로 컨센서스 1,576억원을 약 69% 상회할 전망이다. 신재생에너지 부문은 2,015억원으로 일회성 수익이었던 관세 환급이 사라져도 2분기 대비 증익될 전망이다. 가장 큰 요인은 회복하는 출하량 덕분이다. 2분기 1.3GW에서 3분기 2.4GW, 4분기 3.0GW로 출하량 지속 증가를 전망한다. 2분기 모듈 판매 둔화 요인이 해소되었고, 4분기로 갈수록 성수기이기 때문이다. 더군다나 주택용 에너지 사업 및 EPC/발전자산매각 역시 4분기로 갈수록 더 높은 매출액 및 수익성을 기대한다. 화학은 지정학적 리스크 완화로 인해 역래깅 영향 및 스프레드 축소로 수익성이 둔화될 전망이며, 첨단소재는 구조적인 수익성 개선 덕분에 또다시 최대 실적을 경신할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	12,394	13,333	18,821	19,491	20,139
영업이익 (십억원)	-300	-365	1,062	1,638	1,617
영업이익률 (%)	-2.4	-2.7	5.6	8.4	8.0
순이익 (십억원)	-1,404	-650	517	784	793
EPS (원)	-7,292	-3,377	2,499	3,447	3,487
ROE (%)	-16.0	-7.0	5.4	7.5	7.0
P/E (배)	-	-	9.1	6.6	6.6
P/B (배)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.8	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)

		1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	합계	3,882.0	4,582.6	4,617.0	5,739.3	4,184.0	5,327.2	4,523.8	5,455.9	13,354.4	18,820.8	19,490.9
	신재생에너지	2,110.9	2,482.3	2,880.4	4,093.3	2,574.6	3,672.0	2,818.4	3,823.9	6,859.4	11,566.8	12,888.8
	케미칼	1,340.1	1,465.0	1,277.1	1,224.7	1,171.0	1,201.9	1,242.8	1,208.0	4,624.1	5,306.9	4,823.8
	첨단소재	285.6	300.3	309.5	271.3	288.5	303.3	312.6	274.0	1,110.9	1,166.7	1,178.3
	기타	145.4	335.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	760.0	780.4	600.0
영업이익	합계	92.6	306.5	265.7	397.6	313.7	390.7	435.3	498.5	-353.3	1,062.4	1,638.2
	신재생에너지	62.2	166.4	201.5	422.2	295.6	366.1	405.9	536.2	-85.2	852.3	1,603.8
	케미칼	34.1	87.1	46.7	-28.6	7.2	12.3	13.1	-39.1	-249.1	139.3	-6.5
	첨단소재	12.2	28.8	32.5	19.0	26.0	27.3	31.3	16.4	6.2	92.5	101.0
	기타	-15.9	24.2	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-25.2	-21.7	-60.0
세전이익		-42.4	258.2	140.6	220.1	144.2	239.7	308.4	328.1	-838.0	576.5	1,020.4
당기순이익(지배)		-48.9	288.4	108.0	169.1	110.8	184.1	236.9	252.1	-650.4	516.6	784.0

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	2,201.6	7.5	16,511.8	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	460.5	6.0	2,762.8	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	175.2	7.4	1,296.7	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			20,681.5	
순차입금			12,000.0	2Q27 전망
우선주 시가총액			39.1	
Equity Value			8,642.4	
주식수(백만주)			224.9	유증 5,300만주 반영
적정주가			38,429	목표주가 3.8만원 산출

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	2Q26F	2026F	2Q26P	2026F	2Q26P	2026F
매출액	4,908	18,689	4,583	18,821	-6.6	0.7
영업이익	277	1,251	307	1,062	10.6	-15.1
당기순이익(지배)	129	529	288	517	124.0	-2.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

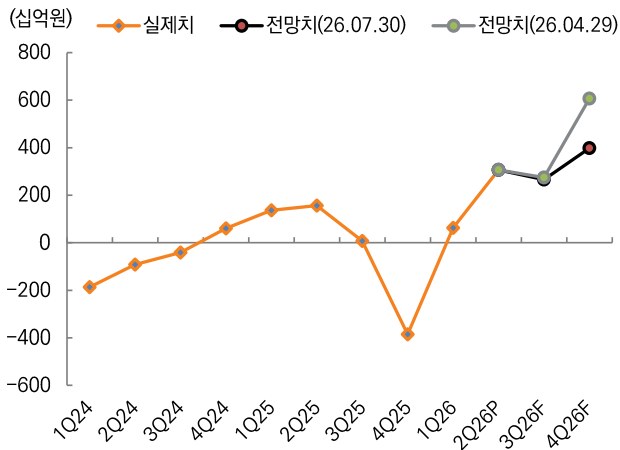
표 4. 신재생에너지 부문 영업이익 구분 추정치

(십억원)

	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
모듈 및 기타	-164.3	-69.8	-133.1	-9.3
AMPC	215.4	214.0	250.6	305.5
주택용 에너지 사업	5.1	14.0	80.0	100.0
EPC 및 발전자산매각	8.1	8.2	4.0	26.0
합산	64.4	166.4	201.5	422.2

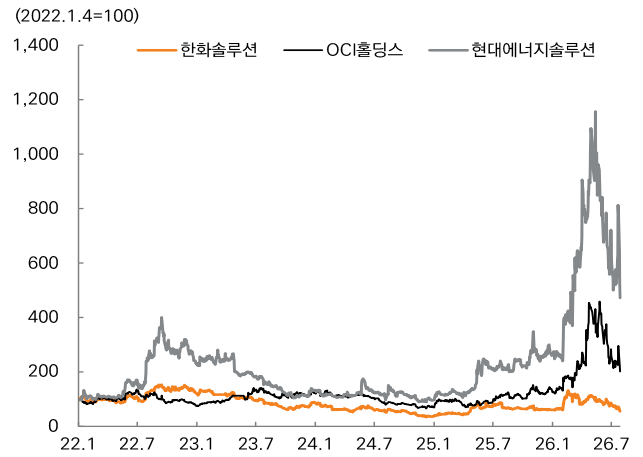
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한화솔루션 영업이익 전망치 변화



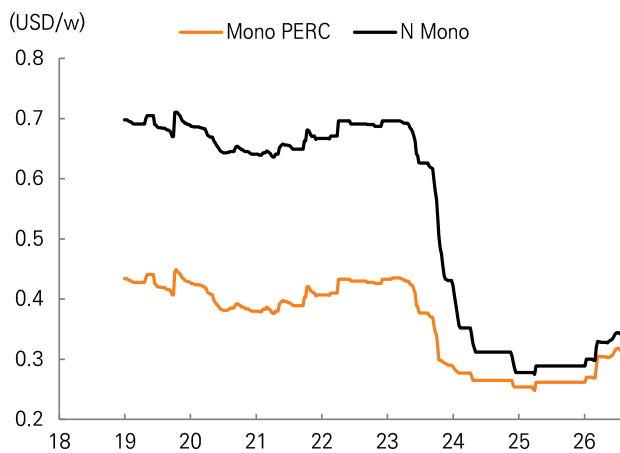
자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한화솔루션 국내 Peer 상대주가 추이



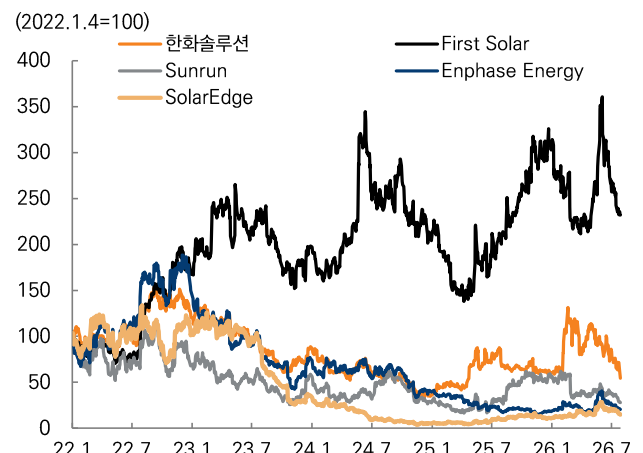
자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 태양광 모듈 가격 추이



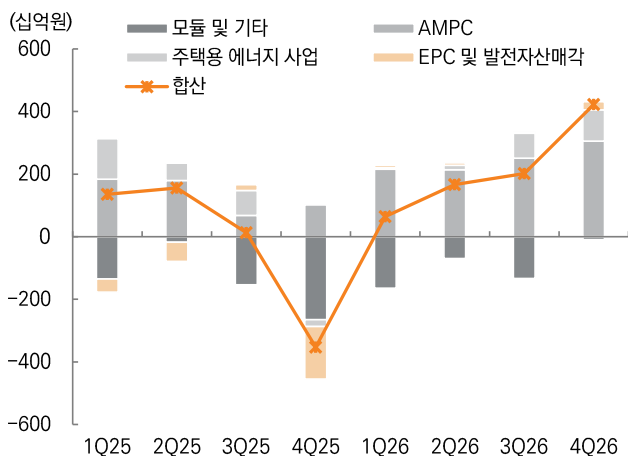
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



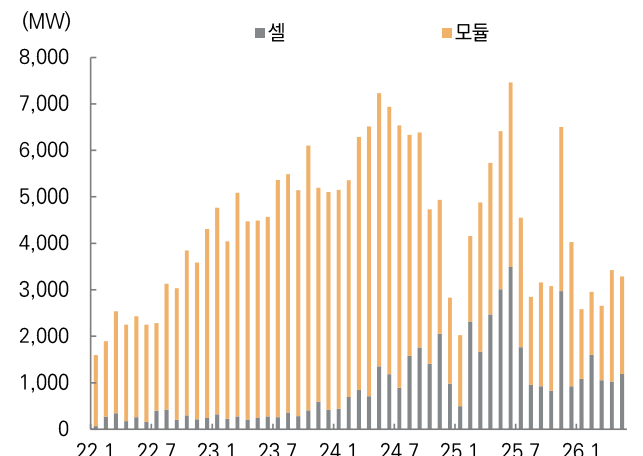
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

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	18,821	19,491	20,139
매출원가	11,845	15,799	15,893	16,562
매출총이익	1,488	3,022	3,598	3,577
판매비와관리비	1,853	1,960	1,960	1,960
조정영업이익	-365	1,062	1,638	1,617
영업이익	-365	1,062	1,638	1,617
비영업손익	-473	-486	-618	-584
금융손익	-443	-427	-568	-535
관계기업등 투자손익	34	196	-50	-50
세전계속사업손익	-838	576	1,020	1,033
계속사업법인세비용	-225	42	224	227
계속사업이익	-613	534	796	805
중단사업이익	-2	2	0	0
당기순이익	-615	536	796	805
지배주주	-650	517	784	793
비지배주주	35	19	12	12
총포괄이익	-415	1,033	796	805
지배주주	-483	983	758	767
비지배주주	68	50	38	39
EBITDA	419	1,935	2,518	2,464
FCF	-2,665	2,788	554	1,781
EBITDA 마진율 (%)	3.1	10.3	12.9	12.2
영업이익률 (%)	-2.7	5.6	8.4	8.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.9	2.7	4.0	3.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	12,637	14,338	14,658	15,445
현금 및 현금성자산	2,470	2,986	2,849	3,303
매출채권 및 기타채권	2,339	2,913	2,769	2,861
재고자산	5,680	6,248	6,873	7,100
기타유동자산	2,148	2,191	2,167	2,181
비유동자산	20,507	24,015	23,539	23,344
관계기업투자등	5,037	7,695	7,315	7,557
유형자산	11,182	11,724	11,697	11,298
무형자산	1,846	1,840	1,787	1,740
자산총계	33,144	38,353	38,197	38,790
유동부채	12,736	16,901	16,017	15,761
매입채무 및 기타채무	3,165	4,502	4,302	4,429
단기금융부채	7,288	8,912	8,400	7,908
기타유동부채	2,283	3,487	3,315	3,424
비유동부채	9,223	8,925	8,858	8,901
장기금융부채	8,325	7,553	7,553	7,553
기타비유동부채	898	1,372	1,305	1,348
부채총계	21,959	25,827	24,875	24,662
지배주주지분	9,101	10,075	10,859	11,653
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,771	1,794	1,794	1,794
이익잉여금	3,443	3,950	4,734	5,527
비지배주주지분	2,084	2,451	2,463	2,475
자본총계	11,185	12,526	13,322	14,128

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-655	3,879	1,354	2,181
당기순이익	-615	536	796	805
비현금수익비용가감	1,432	1,320	1,697	1,633
유형자산감가상각비	720	814	827	799
무형자산상각비	64	59	53	47
기타	648	447	817	787
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-1,395	2,072	-921	-39
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	471	-3	84	-53
재고자산 감소(증가)	-1,464	-291	-625	-227
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	320	1,281	-200	127
법인세납부	-71	-55	-224	-227
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,749	-1,079	-615	-271
유형자산처분(취득)	-1,972	-1,083	-800	-400
무형자산감소(증가)	-6	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	-161	40	-26
기타투자활동	251	167	145	155
재무활동으로 인한 현금흐름	2,714	-137	-1,206	-1,165
장단기금융부채의 증가(감소)	2,353	853	-512	-492
자본의 증가(감소)	209	23	0	0
배당금의 지급	-166	-12	0	0
기타재무활동	318	-1,001	-694	-673
현금의 증가	286	515	-137	454
기초현금	2,184	2,470	2,986	2,849
기말현금	2,470	2,986	2,849	3,303

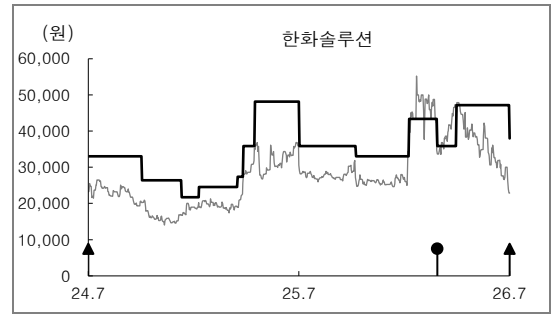
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	9.1	6.6	6.6
P/CF (x)	6.0	2.5	2.1	2.1
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	46.4	10.0	7.6	7.4
EPS (원)	-3,377	2,499	3,447	3,487
CFPS (원)	4,241	8,979	10,959	10,720
BPS (원)	47,828	44,760	48,206	51,694
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	41.2	3.6	3.3
EBITDA증가율 (%)	1.0	361.3	30.1	-2.2
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	54.2	-1.3
EPS증가율 (%)	적지	흑전	37.9	1.2
매출채권 회전율 (회)	6.9	11.6	11.8	12.3
재고자산 회전율 (회)	2.7	3.2	3.0	2.9
매입채무 회전율 (회)	4.5	4.7	4.0	4.2
ROA (%)	-1.9	1.5	2.1	2.1
ROE (%)	-7.0	5.4	7.5	7.0
ROIC (%)	-1.5	6.0	7.0	7.0
부채비율 (%)	196.3	206.2	186.7	174.6
유동비율 (%)	99.2	84.8	91.5	98.0
순차입금/자기자본 (%)	113.6	103.8	94.9	82.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.7	2.0	2.3	2.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2026.07.30	매수	38,000	-	-
2026.04.29	중립	47,162	-24.24	1.40
2026.03.27	중립	35,843	10.84	32.11
2026.02.06	매수	43,389	6.14	27.17
2025.11.06	매수	33,014	-20.24	4.14
2025.07.31	매수	35,843	-22.04	-11.05
2025.05.15	매수	48,105	-33.07	-23.43
2025.04.25	매수	35,843	-15.72	-1.71
2025.04.15	매수	27,354	-19.93	-6.55
2025.02.07	매수	24,524	-20.95	-13.27
2025.01.08	매수	21,695	-15.02	-6.74
2024.10.31	매수	26,411	-38.39	-20.89
2024.07.26	매수	33,014	-30.53	-19.72



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

투자의견 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 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

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

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 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.