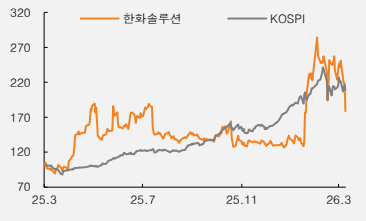
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.3.27

투자의견(하향)	중립
목표주가(하향)	▼ 38,000원
현재주가(26/3/26)	36,800원
상승여력	3.3%

영업이익(25F,십억원)	-353
Consensus 영업이익(25F,십억원)	-
EPS 성장률(25F,%)	적지
MKT EPS 성장률(25F,%)	36.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	19.3
KOSPI	5,460.46
시가총액(십억원)	6,326
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	60.9
외국인 보유비중(%)	13.9
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	18,410
52주 최고가(원)	58,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-28.0	28.2	84.1
상대주가	-16.8	-20.5	-10.9



[에너지/정유화학]
이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

009830 · 화학

한화솔루션

단기 수익화 가시성이 제한적인 탠덤셀

목표주가 3.8만원, 투자의견 중립으로 하향

한화솔루션의 목표주가를 4.6만원에서 3.8만원으로, 투자의견도 중립으로 하향한다. 투자의견 및 목표주가 하향은 유상증자로 인한 지분가치 희석에 기인한다. 1) 채무상환에 사용되는 1.5조원보다는 지분가치 희석 효과가 더 크고, 2) 탠덤셀 및 TOPCon 투자는 단기 수익화 가시성이 제한적이다. 게다가 주가에 우주 태양광 기대감이 선반영되어 있었기에, 당장은 보수적인 접근이 필요하다고 판단한다.

다만, 동사의 1분기 실적에 대해서는 가이던스 및 당사 전망치에 부합할 가능성이 높을 것으로 예상한다. 미국 태양광 모듈 가격은 지난 한 달간 10% 이상 상승 중이며, 비용 증가분이 판가에 대부분 전가될 전망이다.

유상증자는 재무구조 개선 및 탠덤셀 투자 목적

동사는 3/26 약 2.4조원 규모의 유상증자를 발표했다(보통주 7,200만주, 예정발행가 33,300원 기준). 자금 사용목적은 채무상환자금 1.5조원과 시설자금 0.9조원이다. 동사는 2025년말 기준, 12.6조원으로 증가한 순차입금 규모를 낮추기 위해 1.5조원을 활용할 계획이다. 또한 탠덤 파일럿 라인(1,000억원), 탠덤 GW 규모 양산라인(4,000억원), TOPCon 셀 라인(4,000억원)에 투자해 총 9,000억원의 미래 성장 투자를 진행할 계획이다. 탠덤 양산 라인은 2029년 상업화를 목표로 한다. 향후 동사는 2030년 목표로서 순차입금 7조원, 매출액 33조원, 영업이익 2.9조원을 제시했다.

재무구조 개선은 긍정적이나, 지분가치 희석 영향은 불가피

동사의 고질적인 리스크로 지적되어왔던 재무구조 개선은 긍정적이나, 신주발행으로 인한 지분가치 희석이라는 부정적 영향이 더 크다고 판단한다. 기존 발행주식수 1억 7,189만주에 7,200만주가 증자되기에, 기존 주주가 보유한 지분은 약 41.9%가 희석된다. 이를 고려하면 1.5조원이라는 순부채가 감소한다고 하더라도 지분 희석 영향이 더 크다. ㈜한화는 현재 예정발행가액 기준으로 지분 36%를 유지하려면, 약 8,700억원 규모의 자금이 필요할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	13,354	17,655	18,643
영업이익 (십억원)	579	-300	-353	1,029	1,897
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	-2.6	5.8	10.2
순이익 (십억원)	-141	-1,404	-683	259	943
EPS (원)	-795	-8,050	-3,916	1,485	5,404
ROE (%)	-1.7	-16.0	-7.5	2.9	10.0
P/E (배)	-	-	-	24.8	6.8
P/B (배)	0.8	0.3	0.5	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.8	1.9	1.1	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한화솔루션 분기별 실적 추정 (십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	합계	3,094.5	3,117.2	3,364.4	3,778.3	3,623.4	4,045.8	4,100.0	5,885.3	12,394.0	13,354.4	17,654.5
	신재생에너지	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,062.3	2,141.3	2,514.1	2,593.9	4,399.4	5,765.8	6,859.4	11,648.7
	케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,058.2	1,073.8	1,098.2	1,064.6	4,817.2	4,624.1	4,294.9
	첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	273.8	307.9	257.9	271.3	1,037.6	1,110.9	1,110.9
	기타	147.9	123.9	194.7	293.5	150.0	150.0	150.0	150.0	773.4	760.0	600.0
영업이익	합계	30.3	102.1	-7.4	-478.3	-5.2	182.2	275.5	576.8	-300.4	-353.3	1,029.3
	신재생에너지	136.2	156.2	7.9	-385.5	32.4	204.8	296.1	655.6	-257.5	-85.2	1,188.9
	케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-102.1	-28.1	-13.8	-10.7	-58.4	-121.5	-249.1	-110.9
	첨단소재	-1.8	9.8	3.6	-5.4	5.5	6.2	5.2	-5.4	23.5	6.2	11.4
	기타	-12.9	-17.1	-9.9	14.7	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	55.1	-25.2	-60.0
세전이익		-68.1	-148.4	-39.7	-570.3	-171.7	14.6	114.7	390.9	-1,423.7	-826.5	348.5
당기순이익(지배)		-44.5	-201.6	-12.1	-425.1	-140.6	11.2	88.1	300.3	-1,404.4	-683.2	259.1

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션 (십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	2,137.6	8.0	17,100.6	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	326.9	7.5	2,452.0	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	84.3	7.4	624.1	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			20,287.0	
순차입금			11,000.0	4Q26 전망
우선주 시가총액			60.6	
Equity Value			9,226.4	
주식수(백만주)			243.9	
적정주가			37,830	목표주가 3.8만원 산출

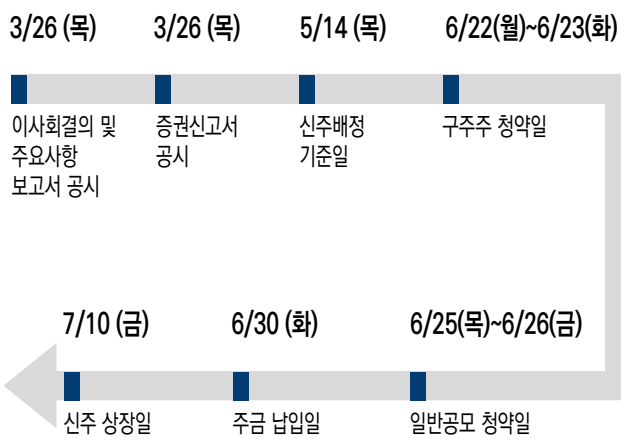
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유상증자 자금 사용 계획

우선순위	자금용도	세부내용	자금 사용시기	금액(억원)	비율
1	채무상환	회사채/CP/FRN	2026년	7,281	30.4%
		시설자금/운영자금	2026년	3,134	13.1%
		한도대출	2026년	4,483	18.7%
		소계		**14,889**	**62.2%**
2	시설투자	Tandem 파일럿	2026~2028년	963	4.0%
		Tandem GW 규모 양산라인+ TOPCon 셀라인 투자 구축	2026~2028년	8,114	33.8%
		소계		**9,077**	**37.8%**
		합계		**23,976**	**100.0%**

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한화솔루션 유상증자 타임라인

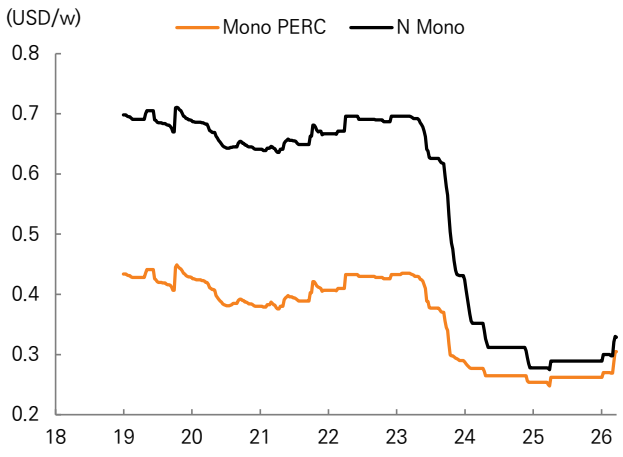


자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 탠덤 개발 및 상업화 타임라인

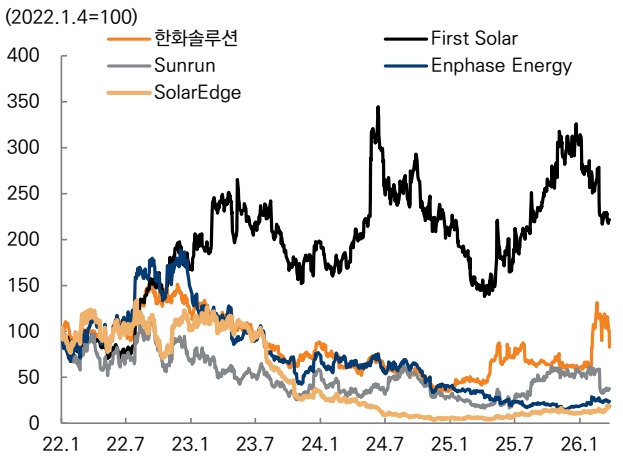
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 태양광 모듈 가격 추이



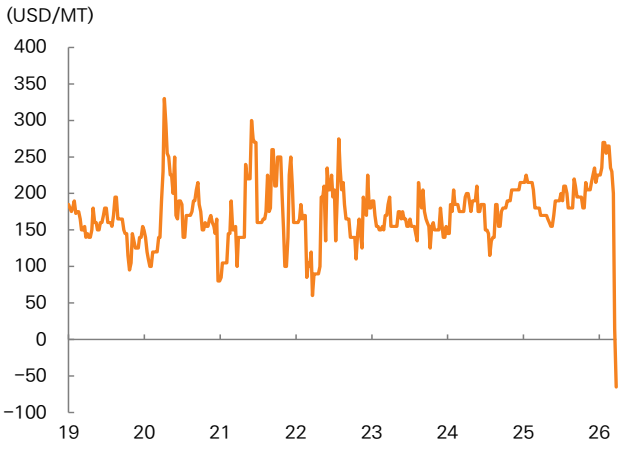
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



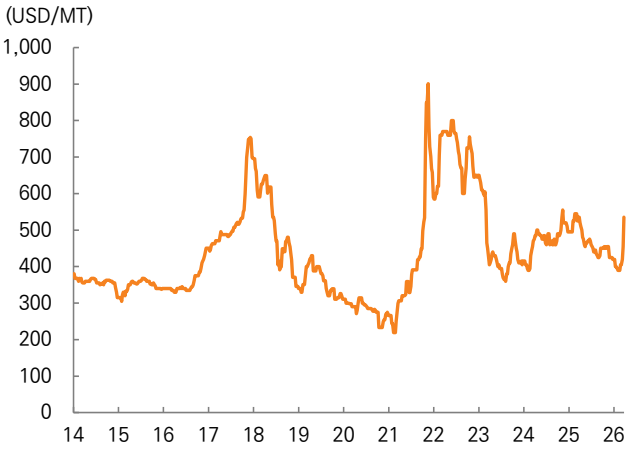
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켐, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**12,394**	**13,354**	**17,655**	**18,643**
매출원가	**11,008**	**11,956**	**14,786**	**14,907**
매출총이익	**1,386**	**1,398**	**2,869**	**3,736**
판매비와관리비	**1,686**	**1,752**	**1,839**	**1,839**
조정영업이익	**-300**	**-353**	**1,029**	**1,897**
영업이익	**-300**	**-353**	**1,029**	**1,897**
비영업손익	**-1,124**	**-473**	**-680**	**-670**
금융손익	-445	-126	-544	-533
관계기업등 투자손익	-327	34	-137	-137
세전계속사업손익	-1,424	-826	349	1,227
계속사업법인세비용	-316	-220	77	270
계속사업이익	-1,109	-607	272	957
중단사업이익	-260	-2	0	0
당기순이익	**-1,369**	**-609**	**272**	**957**
지배주주	-1,404	-683	259	943
비지배주주	35	74	13	14
총포괄이익	**757**	**-715**	**272**	**957**
지배주주	648	-717	235	828
비지배주주	109	2	37	129
EBITDA	415	423	1,862	2,744
FCF	-2,759	-178	3,040	888
EBITDA 마진율 (%)	3.3	3.2	10.5	14.7
영업이익률 (%)	-2.4	-2.6	5.8	10.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.3	-5.1	1.5	5.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**10,883**	**12,294**	**13,029**	**13,325**
현금 및 현금성자산	2,184	4,965	4,947	5,048
매출채권 및 기타채권	2,722	2,215	2,591	2,426
재고자산	4,258	3,465	3,811	4,192
기타유동자산	1,719	1,649	1,680	1,659
비유동자산	**19,154**	**19,386**	**22,109**	**21,643**
관계기업투자등	4,930	4,012	6,250	5,852
유형자산	10,727	11,538	11,962	11,966
무형자산	1,756	1,815	1,758	1,707
자산총계	**30,037**	**31,680**	**35,139**	**34,968**
유동부채	**11,708**	**12,250**	**15,085**	**14,081**
매입채무 및 기타채무	2,923	3,375	5,082	4,779
단기금융부채	6,425	6,955	7,013	6,502
기타유동부채	2,360	1,920	2,990	2,800
비유동부채	**7,722**	**8,713**	**9,116**	**9,044**
장기금융부채	6,833	7,989	7,989	7,989
기타비유동부채	889	724	1,127	1,055
부채총계	**19,430**	**20,962**	**24,201**	**23,125**
지배주주지분	**9,450**	**8,737**	**8,946**	**9,836**
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,591	1,591	1,591
이익잉여금	4,132	3,375	3,582	4,474
비지배주주지분	**1,157**	**1,980**	**1,992**	**2,007**
자본총계	**10,607**	**10,717**	**10,938**	**11,843**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**638**	**1,854**	**4,240**	**1,688**
당기순이익	-1,369	-609	272	957
비현금수익비용가감	1,953	1,267	1,588	1,785
유형자산감가상각비	649	714	775	796
무형자산상각비	66	63	57	51
기타	1,238	490	756	938
영업활동으로인한자산및부채의변동	84	1,093	2,458	-782
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-274	184	-188	131
재고자산 감소(증가)	-474	733	-346	-381
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	688	479	1,707	-304
법인세납부	-72	106	-77	-270
투자활동으로 인한 현금흐름	**-3,287**	**-2,235**	**-1,256**	**-666**
유형자산처분(취득)	-3,344	-1,999	-1,200	-800
무형자산감소(증가)	-21	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	118	-149	42
기타투자활동	185	-349	93	92
재무활동으로 인한 현금흐름	**2,676**	**1,964**	**-628**	**-1,183**
장단기금융부채의 증가(감소)	3,485	1,686	57	-510
자본의 증가(감소)	66	28	0	0
배당금의 지급	-138	-139	-52	-52
기타재무활동	-737	389	-633	-621
현금의 증가	**226**	**2,781**	**-18**	**101**
기초현금	1,958	2,184	4,965	4,947
기말현금	2,184	4,965	4,947	5,048

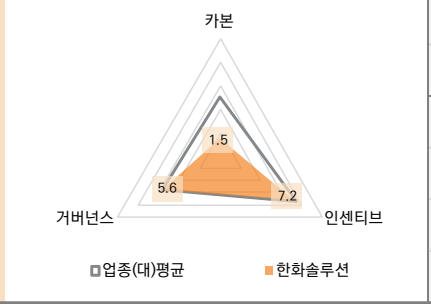
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	-	24.8	6.8
P/CF (x)	4.8	7.1	3.5	2.3
P/B (x)	0.3	0.5	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	35.3	38.5	9.7	6.4
EPS (원)	-8,050	-3,916	1,485	5,404
CFPS (원)	3,346	3,771	10,661	15,717
BPS (원)	54,793	50,713	51,901	57,010
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-3.7	-8.3	18.7	5.3
배당수익률 (%)	1.9	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	-5.2	7.7	32.2	5.6
EBITDA증가율 (%)	-66.9	2.0	339.7	47.4
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	84.3
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	264.0
매출채권 회전율 (회)	5.7	6.4	9.0	9.3
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.5	4.9	4.7
매입채무 회전율 (회)	5.0	4.2	3.8	3.2
ROA (%)	-5.0	-2.0	0.8	2.7
ROE (%)	-16.0	-7.5	2.9	10.0
ROIC (%)	-1.6	-2.4	6.1	10.1
부채비율 (%)	183.2	195.6	221.3	195.3
유동비율 (%)	93.0	100.4	86.4	94.6
순차입금/자기자본 (%)	100.9	90.3	88.9	77.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	-2.1	1.6	2.9

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

ESG 레이팅 : 한화솔루션 (009830)

종합

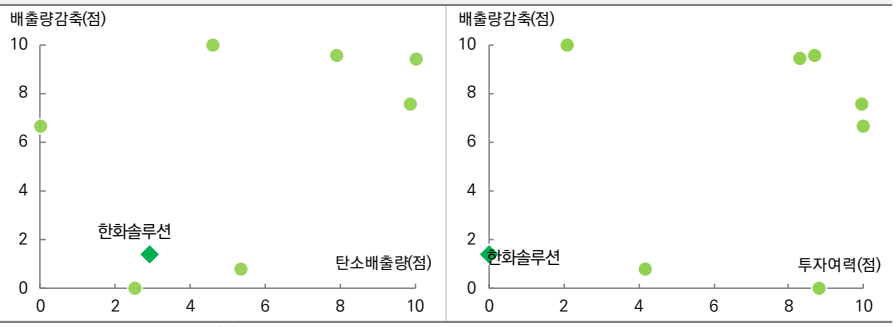


세부항목

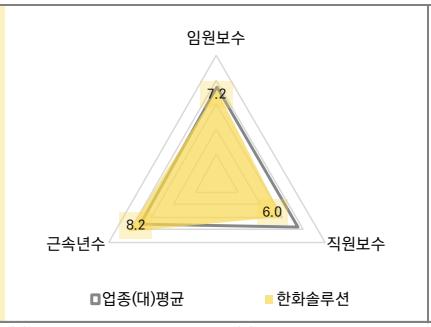
ESG 점수	4.1	=	직전점수	4.1	업종(대)	에너지
ESG 등급	B	=	직전등급	B	업종(중)	에너지
세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	이진호
카본(E)	1.5	B	40	=	담당자 코멘트	
인센티브(S)	7.2	A	10	=	가중치 변경 없음	
거버넌스(G)	5.6	A	50	=		

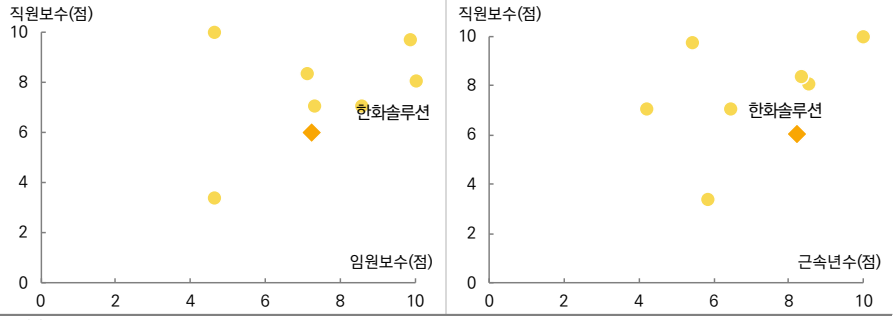
ESG 항목별 세부점수

동일업종(대) 기업 간 비교

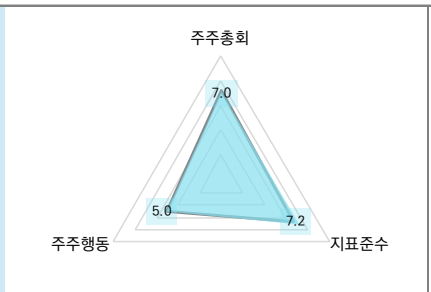


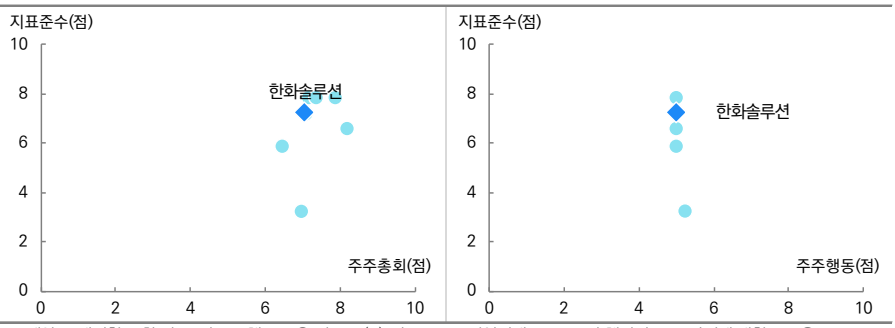
(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례





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





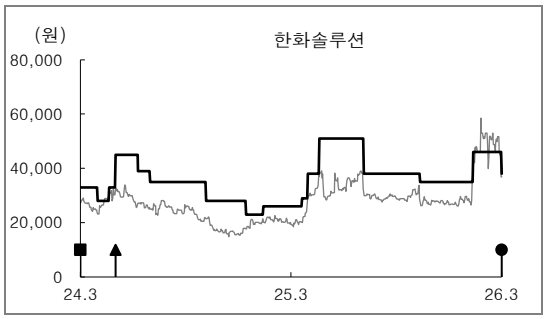
(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

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

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2026.03.27	중립	38,000	-	-
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
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 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 악화

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
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 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.