

한화솔루션 (009830)

공격적인 가이드نس 속에 그래도 확실한 한 가지

목표주가 61,000원 상향, 투자 의견 Buy 변경

목표주가 50,000원에서 61,000원으로 상향하고, 투자 의견 Hold에서 Buy로 변경한다. 셀 통관 정상화와 FEOC 제재에 따른 비중국 프리미엄 기대에도 불구하고 여전히 미국 모듈 과잉재고와 글로벌 Peer 대비 높은 밸류에이션 부담으로 Hold 의견 유지해왔다.

밸류에이션 부담 여전히 존재하나, ①에너지 안보 관점에서 태양광 역할은 구조적으로 확대될 수밖에 없고, ②3분기 Cartersville 가동 이후 수직통합 체제 갖추며 DCA 조건 충족시키는 소수업체가 될 수 있다는 점에서 중국 Peer 대비 20% 할증은 합리적이라 재판단했다. 특히 Cartersville 상업가동 완료되면 최근 FEOC 제재 강화 외에 동사는 DCA 충족으로 모듈 판가를 추가로 인상할 수 있을 전망이다. 이에 따라 해당 효과가 온기로 반영되는 27년까지의 실적 기준으로 멀티플은 Peer 대비 20% 할증 적용했다.

1Q26 Review: 926억원(흑자전환QoQ), 컨센서스 502억원

1분기 영업이익은 926억원으로 QoQ 흑자전환, 컨센서스 502억원 대비로도 +84.5% 상회하는 호실적을 기록했다. 신재생에너지 부문에서 622억원(흑자전환QoQ)의 이익을 달성했는데, 셀 통관 지연 문제가 해소되면서 모듈 판매량이 전 분기 대비 +80% 이상 급증했고, FEOC 및 Section 232 제재 강화 우려로 판가도 +14% 상승한 영향이다.

케미칼 이익도 341억원에 달했는데, 중동 사태 이후 제품가격 급등에 따른 레깅효과와 재고평가이익, 범용설비 합리화, 전력 PPA를 통한 비용 절감 등의 효과가 복합적으로 작용함에 따른 것이다. 10개 분기만의 흑자전환으로, 아시아/중동지역 생산감소로 인한 가격 강세가 지속되며 2분기에도 흑자기조를 이어갈 전망이다.

2분기 연결기준 영업이익 1,677억원(+81%QoQ)을 예상한다. 케미칼은 화학제품 가격 강세로 레깅효과가 지속되며 추가 증익을 이어가겠다. 신재생에너지는 모듈이 1분기와 유사한 분위기를 이어가는 한편, 주택용과 EPC 부문에서 자산매각 규모가 확대되며 1천억원 이상의 이익을 달성할 수 있을 것이라는 전망에 근거한다.

공격적인 가이드نس 속에서 그래도 분명한 방향으로 볼 수 있는 한 가지

태양광 비중이 늘어날수록 출력제한과 계통 변동성 확대 등의 문제가 부각된다. 이에 따라 이제 발전량의 양적확대보단, 출력제어와 계통 안정성을 높일 수 있는 질적개선이 점점 더 중요해지고 있다. 데이터센터용 Co-location 주요 발전원 중 하나로 태양광이 사용되는 것 또한 고효율 및 고성능 제품으로의 전환을 자극하고 있다.

이처럼 최근 태양광 시장에서는 고효율 제품 등에 대한 질적개선이 중요해지고 있어 동사도 PERC 설비의 TOPCon, Tandem 전환 및 셀면적 대형화 등의 투자가 진행되어야 한다. 이번 유상증자도 그 연장선에 있는데, 동사는 증자 자금과 자체 운영자금 활용해 26~30년까지 미국/말레이시아 셀 대면적 전환과 TOPCon, Tandem 라인 확보를 가장 핵심으로 두고 태양광 부문에 총 3.5조원의 CAPEX를 집행한다는 계획이다.

최근 동사는 신재생에너지 영업이익 가이드نس를 26년 0.6조원에서 29년 2.5조원으로 제시했는데, 숫자가 꽤 공격적이고 투자자들의 합리적 추정이 사실상 어려운 EPC 사업 중심으로 이익이 크게 늘어나는 그림인 만큼 실제 달성여부를 논하긴 다소 조심스럽다.

다만, 분명한 점은 동사 투자의 핵심 방향인 고효율 모듈로의 전환은 ASP 인상, AMPC 확대로 이어질 수 있다는 점이다. 최근 인도/인니/라오스 AD/CVD 예비판정이 나오며 미국 공급과잉 해소 시그널 보다 뚜렷해지고 있고, FEOC 제재로 비중국산 프리미엄도 높아지고 있는 만큼 향후 동사 이익체력은 점점 개선될 수 있을 것이라는 판단이다.

Buy (Upgrade)

목표주가(12M)	61,000원(상향)
증가(2026.04.28)	49,400원
상승여력	23.5%

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	8,491십억원
외국인지분율	14.3%
52주 주가	26,100~58,500원
60일평균거래량	7,410,679주
60일평균거래대금	340.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	38.6	74.3	52.7	64.1
상대수익률	16.5	45.8	-12.9	-96.4

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	13,333	18,416	20,065	21,283
영업이익(십억원)	-365	733	1,073	1,208
순이익(십억원)	-650	291	621	814
EPS(원)	-3,728	1,438	2,696	3,532
BPS(원)	52,166	49,204	52,280	55,997
PER(배)		34.4	18.3	14.0
PBR(배)	0.5	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	-7.0	2.9	5.3	6.5
배당수익률(%)		0.6	1.0	1.4
EV/EBITDA(배)	40.0	11.0	9.6	9.3

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	3,094	3,117	3,364	3,757	3,882	5,081	4,301	5,152	12,394	13,333	18,416
영업이익	30	102	-7	-490	93	149	216	276	-300	-365	733
영업이익률	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	2.9%	5.0%	5.4%	-2.4%	-2.7%	4.0%
케미칼											
매출액	1,074	1,239	1,160	1,151	1,340	1,424	1,359	1,357	4,817	4,624	5,480
영업이익	-91	-47	-9	-102	34	59	70	67	-122	-249	229
영업이익률	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	2.5%	4.1%	5.1%	4.9%	-2.5%	-5.4%	4.2%
신재생에너지											
매출액	1,599	1,446	1,752	2,041	2,111	3,194	2,489	3,270	5,766	6,838	11,064
모듈 및 기타	587	574	432	279	624	785	827	700	2,528	1,872	2,936
개발자산 매각/EPC	419	394	819	1,422	1,226	1,771	1,221	1,889	2,960	3,054	6,107
주택용 에너지 사업	594	478	501	340	262	638	440	680	278	1,913	2,020
영업이익	136	156	8	-396	62	94	152	222	-258	-96	531
모듈 및 기타	-135	-20	-159	-308	-169	-157	-108	-81	-957	-622	-514
개발자산 매각/EPC	-42	-61	19	-168	8	35	24	38	89	-253	106
주택용 에너지 사업	129	55	80	-21	5	16	15	24	56	243	60
IRA	184	182	68	102	218	200	220	241	555	536	879
영업이익률	8.5%	10.8%	0.5%	-19.4%	2.9%	2.9%	6.1%	6.8%	-4.5%	-1.4%	4.8%
모듈 및 기타	-23.0%	-3.4%	-36.7%	-110.6%	-27.1%	-20.0%	-13.0%	-11.5%	-37.9%	-33.2%	-17.5%
개발자산 매각/EPC	-10.0%	-15.6%	2.3%	-11.8%	0.7%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%	-8.3%	1.7%
주택용 에너지 사업	21.8%	11.5%	15.9%	-6.2%	1.9%	2.5%	3.5%	3.5%	19.9%	12.7%	3.0%
IRA 제외 영업이익	-48	-26	-60	-498	-156	-106	-68	-19	-813	-632	-348
첨단소재											
매출액	274	308	258	271	286	293	269	297	1,038	1,111	1,145
영업이익	-2	10	4	-5	12	9	7	3	24	6	31
영업이익률	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	4.3%	3.1%	2.5%	1.0%	2.3%	0.6%	2.7%
기타											
매출액	148	124	195	294	145	169	184	228	773	760	727
영업이익	-13	-17	-10	14	-16	-13	-13	-16	55	-26	-58
영업이익률	-8.7%	-13.8%	-5.1%	4.7%	-10.9%	-7.6%	-7.2%	-7.2%	7.1%	-3.4%	-8.0%

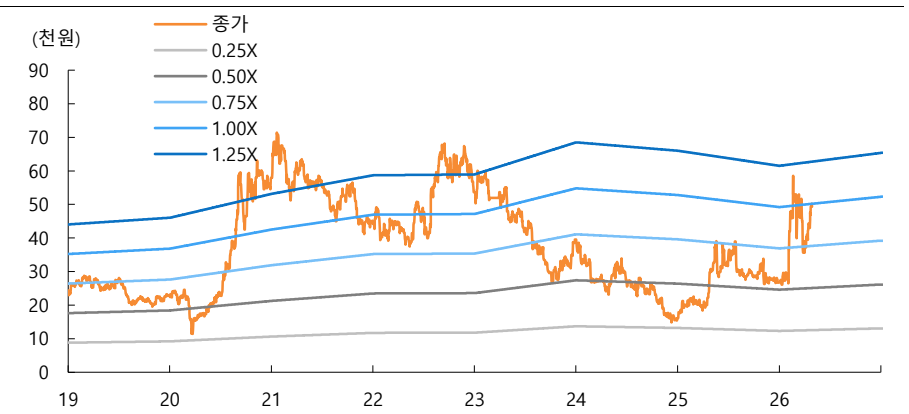
자료: iM증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기존 (2026.02.20)			변경 (2026.04.29)			참고내용
	2026F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2026~27F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			16,114			20,348	(A) = (a)+(b)+(c)
태양광	1,205	12.2	14,755	1,371	11.5	15,769	(a) 중국 Peer 및 FirstSolar 평균 대비 +20% 할증
케미칼	123	6.9	850	419	9.3	3,900	(b) 한국 및 아시아 주요 석유화학 업체 평균
가공소재	48	10.6	510	55	12.3	679	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	6,157		4,310	5,210		3,647	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			11,597			10,029	(C): 2026년 당사 예상치 (유상증자 효과 반영)
우선주 시가총액			85.2			72.9	(D): 2026년 04월 28일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			8,741			13,893	(E) = (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수		174,467,885			227,892,536		유상증자로 인한 주식수 증가 반영
적정주가 (원)			50,102			60,965	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			50,000			61,000	이전 대비 +22% 상향 조정
현재주가 (원)			58,500			49,400	2026년 04월 28일 종가 기준
상승여력 (%)			-14.5%			23.5%	추천일 종가 대비 변동율 +15% 이상으로 Hold → Buy 변경

자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 추이



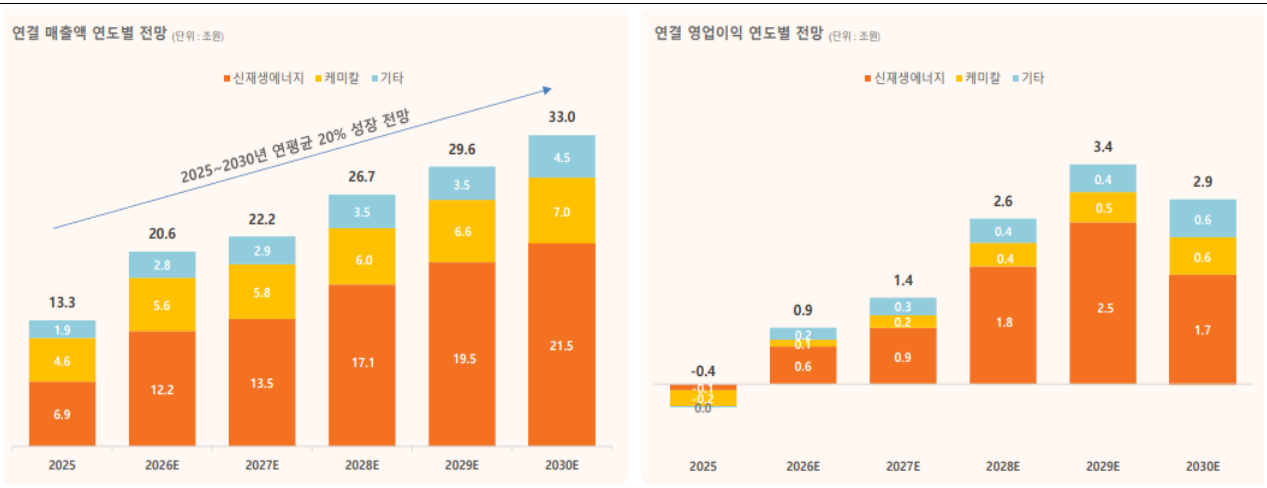
자료: iM증권 리서치본부

표1. 한화솔루션 유상증자 자금사용 세부 계획 변경안 (증자 규모 2.4조원 → 1.8조원 축소)

자금용도	세부 내용	유상증자 계획 변경 전 기준(2.4조원)			유상증자 계획 변경 후 기준(1.8조원)		
		금액	자금 사용시기	비율	금액	자금 사용시기	비율
채무상환	회사채, CP, FRN	7,281	2026년	30.4%	5,933	2026년	32.7%
	시설자금, 운영자금	3,134	2026년	13.1%	3,134	2026년	17.3%
	한도대출	4,483	2026년	18.7%	-	-	-
	소계	14,899	-	62.2%	9,067	-	50.0%
미래성장투자 (시설 투자)	Tandem 파일럿 운영 및 양산 검증	963	2026~2028년	4.0%	963	2026~2028년	5.3%
	Tandem GW 규모 양산라인 + TOPCon 셀라인 투자 구축	8,114	2026~2028년	33.8%	8,114	2026~2028년	47.7%
	소계	9,077	-	37.8%	9,077	-	50.0%
합계		23,976	-	100.0%	18,144	-	100.0%

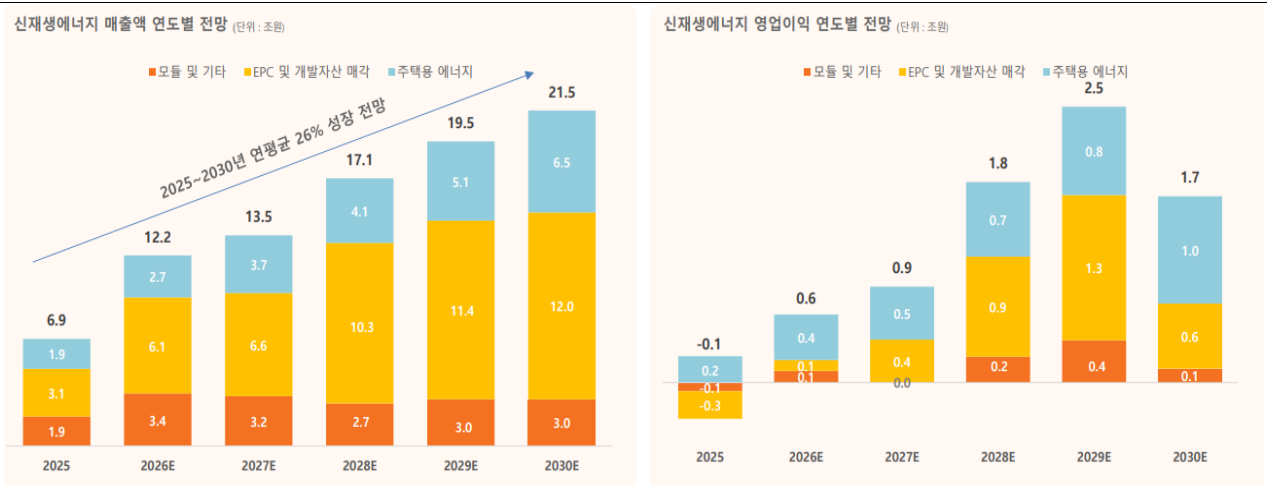
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 유상증자 기대 효과 (1): 중장기 전사 영업실적 전망 추이



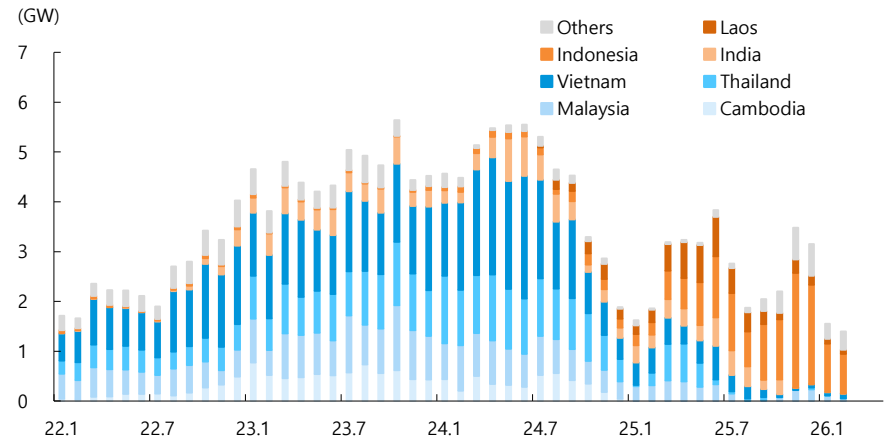
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림3. 한화솔루션 유상증자 기대 효과 (2): 중장기 신재생에너지 부문 영업실적 전망 추이



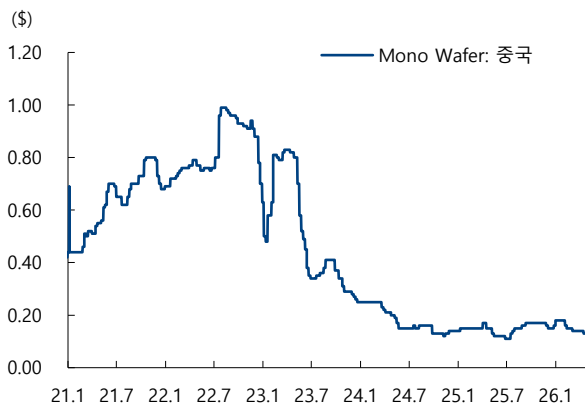
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림4. 2022년 이후 미국 내 모듈 국가별 수입량 추이



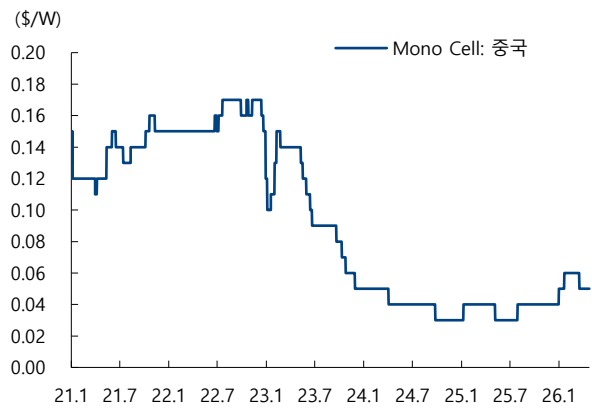
자료: USITC, iM증권 리서치본부

그림5. PV 웨이퍼 가격 추이



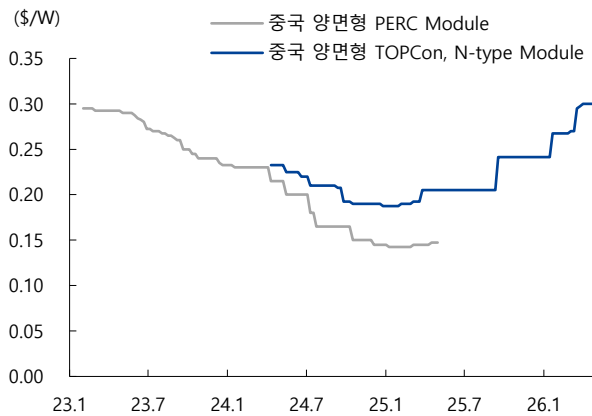
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. PV 셀 가격 추이



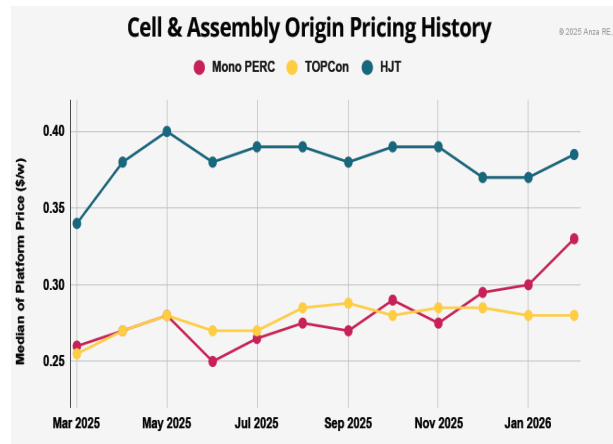
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 중국산 PV 모듈 가격 추이



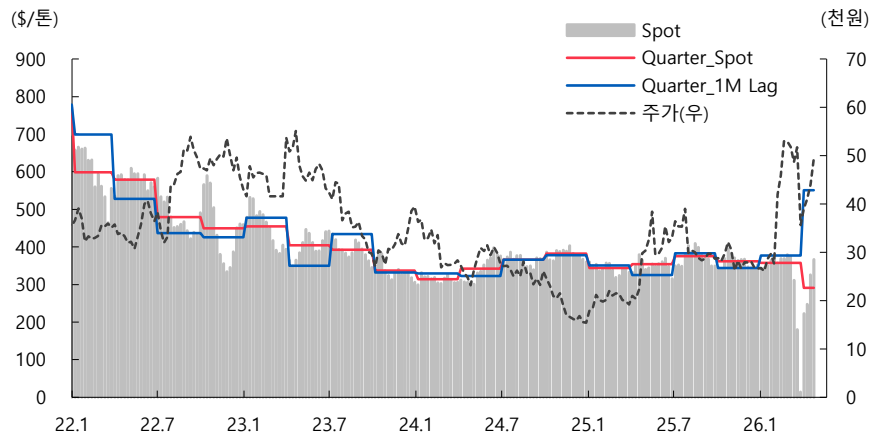
자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 모듈 가격 추이: Mono PERC \$0.33/W (+20% QoQ)



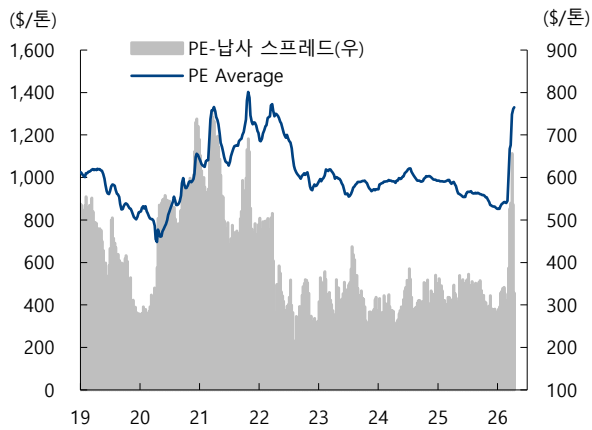
자료: anzarenewables, iM증권 리서치본부

그림9. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



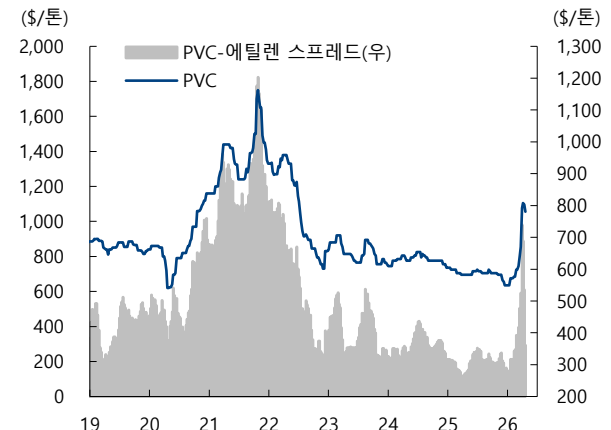
자료: iM증권 리서치본부

그림10. PE 가격 및 스프레드 추이



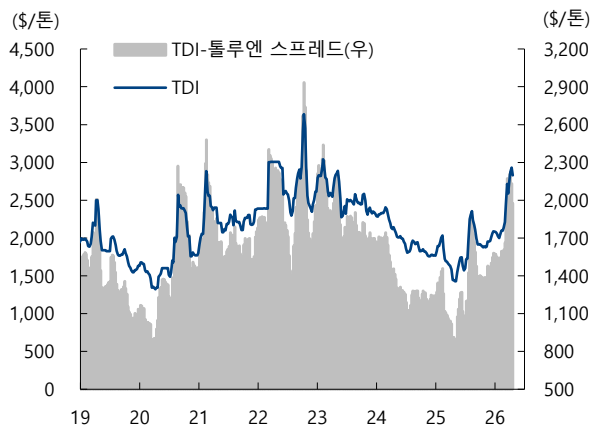
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림11. PVC 가격 및 스프레드 추이



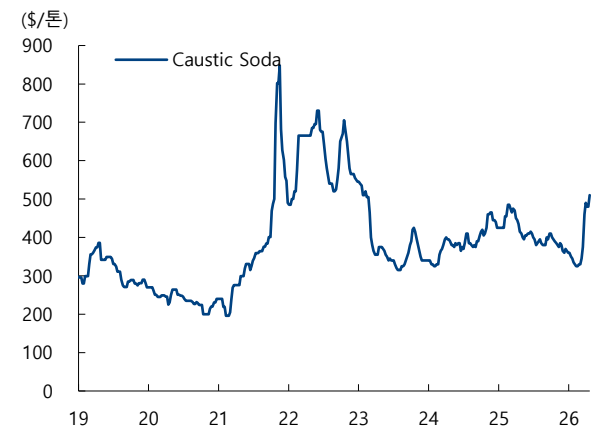
자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림12. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림13. 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, iM증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 태양광 부문 글로벌 Peer Valuation

(백만\$, %, 배)	한화솔루션	First Solar	Jinko Solar	JA Solar	Trina Solar	Canadian Solar
증가(현지통화)	50,400	197.5	6.2	10.6	15.7	13.9
시가총액(백만\$)	5.9	21.2	9.3	5.1	5.4	0.9
현지통화	KRW	USD	CNY	CNY	CNY	USD
매출액(백만\$)						
FY2025	9,384	5,219	10,086	7,338	10,324	5,595
FY2026	10,962	5,097	12,125	8,422	12,487	6,780
FY2027	11,581	6,013	13,217	9,914	14,537	7,645
영업이익(백만\$)						
FY2025	-257	1,597	-895	-681	-833	43
FY2026	463	1,868	101	69	166	186
FY2027	888	2,614	566	477	558	368
EBITDA(백만\$)						
FY2025	295	2,146	463	219	244	636
FY2026	1,068	2,522	1,258	906	1,040	715
FY2027	1,540	3,274	1,726	1,273	1,468	963
당기순이익(백만\$)						
FY2025	-458	1,528	-767	-625	-768	-104
FY2026	60	1,885	25	13	92	34
FY2027	412	2,489	420	312	449	104
OPM(%)						
FY2025	-2.7	30.6	-8.9	-9.3	-8.1	0.8
FY2026	4.2	36.7	0.8	0.8	1.3	2.7
FY2027	7.7	43.5	4.3	4.8	3.8	4.8
ROE(%)						
FY2025	-	-	-18.0	-18.0	-22.6	-
FY2026	1.1	18.6	1.4	3.7	4.2	1.3
FY2027	7.1	20.1	9.1	10.2	11.6	2.4
PER(배)						
FY2025	-	17.6	-	-	-	-
FY2026	83.8	11.4	97.2	61.7	51.6	376.2
FY2027	15.9	8.4	21.5	16.3	11.4	13.8
PBR(배)						
FY2025	0.5	2.9	2.3	1.5	1.6	0.6
FY2026	1.0	1.9	2.3	1.5	1.6	0.3
FY2027	1.0	1.5	2.1	1.4	1.4	0.3
EV/EBITDA(배)						
FY2025	45.9	12.0	25.7	41.7	43.6	13.9
FY2026	14.8	7.5	9.4	10.0	10.2	10.9
FY2027	10.3	5.8	6.9	7.1	7.2	8.1

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 2026~2027년 수치는 Bloomberg 추정치 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

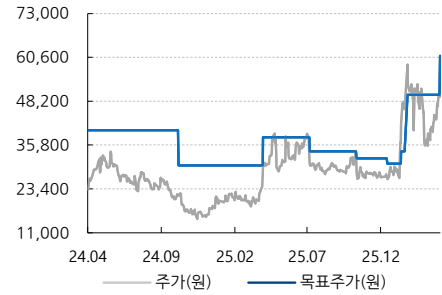
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	12,637	14,029	14,212	14,211	매출액	13,333	18,416	20,065	21,283
현금 및 현금성자산	2,470	3,034	1,753	511	증가율(%)	7.6	38.1	9.0	6.1
단기금융자산	387	407	427	448	매출원가	11,845	15,369	16,491	17,421
매출채권	3,203	4,104	4,642	5,070	매출총이익	1,488	3,047	3,574	3,862
재고자산	5,680	5,430	6,264	6,981	판매비와관리비	1,853	2,314	2,501	2,654
비유동자산	20,507	20,051	20,462	20,936	연구개발비	91	-	-	-
유형자산	11,182	11,623	12,027	12,473	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,846	1,784	1,732	1,687	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	33,144	34,080	34,674	35,148	영업이익	-365	733	1,073	1,208
유동부채	12,736	12,749	12,867	12,829	증가율(%)	적지	흑전	46.3	12.6
매입채무	2,709	3,315	3,506	3,719	영업이익률(%)	-2.7	4.0	5.3	5.7
단기차입금	6,320	5,820	5,700	5,400	이자수익	96	103	65	24
유동성장기부채	805	644	644	644	이자비용	539	513	461	378
비유동부채	9,223	7,923	7,723	7,423	지분법이익(손실)	34	88	63	52
사채	2,176	2,176	2,176	2,176	기타영업외손익	-67	-30	75	161
장기차입금	5,676	4,376	4,176	3,876	세전계속사업이익	-838	383	817	1,071
부채총계	21,959	20,672	20,591	20,252	법인세비용	-225	108	230	301
지배주주지분	9,101	11,340	12,049	12,905	세전계속이익률(%)	-6.3	2.1	4.1	5.0
자본금	889	1,169	1,169	1,169	당기순이익	-615	276	588	770
자본잉여금	1,771	3,306	3,306	3,306	순이익률(%)	-4.6	1.5	2.9	3.6
이익잉여금	3,443	3,667	4,175	4,832	지배주주귀속 순이익	-650	291	621	814
기타자본항목	2,301	2,502	2,702	2,903	기타포괄이익	200	200	200	200
비지배주주지분	2,084	2,068	2,034	1,990	총포괄이익	-415	476	788	970
자본총계	11,185	13,408	14,083	14,896	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-655	1,519	810	1,251	주당지표(원)				
당기순이익	-615	276	588	770	EPS	-3,728	1,438	2,696	3,532
유형자산감가상각비	720	839	847	854	BPS	52,166	49,204	52,280	55,997
무형자산상각비	64	64	57	51	CFPS	767	5,890	6,614	7,455
지분법관련손실(이익)	34	88	63	52	DPS	-	300	500	700
투자활동 현금흐름	-1,749	87	-583	-660	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,972	-1,280	-1,250	-1,300	PER		34.4	18.3	14.0
무형자산의 처분(취득)	-6	-1	-5	-5	PBR	0.5	1.0	0.9	0.9
금융상품의 증감	-389	699	4	-22	PCR	34.9	8.4	7.5	6.6
재무활동 현금흐름	2,714	464	223	-102	EV/EBITDA	40.0	11.0	9.6	9.3
단기금융부채의증감	-	-661	-120	-300	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,269	-1,300	-200	-300	ROE	-7.0	2.9	5.3	6.5
자본의증감	-	1,814	-	-	EBITDA이익률	3.1	8.9	9.8	9.9
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	196.3	154.2	146.2	136.0
현금및현금성자산의증감	286	563	-1,281	-1,242	순부채비율	108.4	71.4	74.7	74.8
기초현금및현금성자산	2,184	2,470	3,034	1,753	매출채권회전율(x)	4.2	5.0	4.6	4.4
기말현금및현금성자산	2,470	3,034	1,753	511	재고자산회전율(x)	2.7	3.3	3.4	3.2

자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000	-34.9%	-15.3%
2024-10-31	Buy	30,000	-35.8%	-9.7%
2025-04-25	Buy	38,000	-13.0%	2.8%
2025-07-10	Hold	38,000	-3.9%	2.6%
2025-07-31	Hold	34,000	-12.8%	-0.6%
2025-11-05	Hold	32,000	-14.3%	-7.7%
2026-01-08	Hold	30,500	-5.0%	19.5%
2026-02-06	Hold	34,000	38.7%	41.2%
2026-02-19	Hold	50,000	-9.2%	6.0%
2026-04-29	Buy	61,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-