



BUY(Maintain)

목표주가: 40,000원(하향)

주가(10/29): 23,600원

시가총액: 53,075억원

유틸리티/스몰캡
Analyst 조재원

Stock Data

KOSPI (10/29)		5,937.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	55,180원	22,850원
등락률	-57.2%	3.3%
수익률	절대	상대
1M	-27.4%	-16.0%
6M	-50.7%	-45.2%
1Y	-19.2%	-44.4%

Company Data

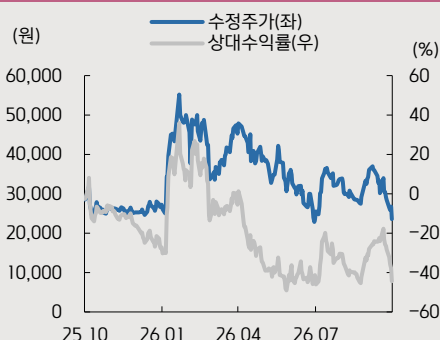
발행주식수	224,893 천주
일평균거래량(3M)	3,269천주
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(2026E)	1.1%
BPS(2026E)	45,554원
주요 주주	한화 외 8인 35.2%

투자지표

(십억 원, IFRS 연결)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	13,333.1	16,654.7	18,502.1	19,427.2
영업이익	-364.8	584.8	791.7	1,065.8
EBITDA	419.5	1,487.2	1,747.4	2,133.4
세전이익	-838.0	163.2	365.1	746.4
순이익	-615.3	265.6	284.8	567.3
지배주주지분순이익	-650.4	243.5	284.8	567.3
EPS(원)	-3,377	1,142	1,160	2,310
증감률(% YoY)	적지	흑전	1.5	99.2
PER(배)	-7.5	23.4	23.0	11.6
PBR(배)	0.53	0.59	0.56	0.53
EV/EBITDA(배)	46.1	12.7	10.9	8.7
영업이익률(%)	-2.7	3.5	4.3	5.5
ROE(%)	-7.0	2.4	2.5	4.7
순차입금비용(%)	112.7	80.9	79.9	71.6

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



한화솔루션 (009830)

아쉬운 실적 너머, 기대되는 2027년



2027년부터 미국 태양광 모듈 ASP 상승이 본격화될 전망이다. Section 232 발효, DCA 모듈 출하 확대가 판가 상승을 견인할 예정이다. 4Q26 실적과 미국 모듈 판가 방향성을 확인할 수 있는 내년 1~2월에는 동사에 대한 관심도를 다시 높일 필요가 있다고 판단한다. Peer 그룹 주가 하락을 감안하여, 목표주가는 40,000원으로 하향 조정한다.

>>> 3Q26 영업이익 시장 기대치 하회

연결 매출액 3.95조원(-14%QoQ, +17%YoY), 영업이익 905억원(-70%QoQ, 흑전 YoY)으로, 당사 추정치(2,070억원)와 시장 기대치(2,034원)를 하회했다.

신재생에너지: 영업이익 1,051억원(-37%QoQ, OPM 4.9%)을 기록했다.

전분기 일회성 관세 환급 효과가 사라졌음에도, 영업이익 흑자 기초가 지속됐다는 점이 긍정적이다. 다만 EPC 프로젝트 공정 지연과 전략적인 판매 지연 정책으로 인해, 모듈 판매량은 가이던스(2.5GW)를 하회한 2GW를 기록했다. 판매량 기대치 하회, EPC 프로젝트 관련 비용 상승 영향으로, 영업이익 규모는 당사 예상치(1,700억원)를 하회했다. 주택용 에너지 사업은 영업이익 949억원, 영업이익률 21.6%를 기록하며, 신재생에너지 부문 실적을 견인했다.

4Q26에는 판매량 회복 및 DCA 모듈 출하 확대가 기대되나, EPC 프로젝트 공정 지연 및 비용 상승 영향이 지속되며, 영업이익 개선 폭은 제한될 전망이다.

케미칼/첨단소재: 케미칼은 수요 부진 영향으로 판매량이 전분기 대비 부진한 가운데, 원가 상승분을 판가에 전가하지 못하면서 스프레드가 축소됐다. 판매량과 스프레드 모두 전분기와 반대 방향으로 움직이면서, 영업적자 447억원을 기록했다. 2026년 연간 케미칼 영업이익은 BEP 수준에 근접할 전망이다. 첨단소재는 영업이익 389억원(+35%QoQ, OPM 13.3%)을 달성했다. 원재료 가격 하향 안정화 효과 덕분에 수익성이 개선됐다. 4Q26에도 견조한 태양광 및 차량용 소재 수요가 지속되며, 높은 수익성이 유지될 것으로 예상된다.

>>> 내년부터 미국 태양광 모듈 ASP 상승 기대

올해 12월부터 Section 232가 발효됨에 따라, 추세적인 미국 모듈 판가 상승을 전망한다. 동사는 미국에서 웨이퍼부터 셀과 모듈까지 모두 현지 생산이 가능한 소수의 업체 중 하나로서, 경쟁사 대비 원가 상승 부담이 제한된다는 점에서 차별화된다. 4Q26부터는 카터스빌 공장에서 DCA 요건을 충족하는 모듈 출하가 본격화되면서, 추가적인 판가 상승도 가능해진다. 이러한 배경 위에서, 동사는 2027~2028년 일부 물량에 대해 판가를 전보다 10센트 이상 인상했다고 밝혔다. 해당 물량의 ASP는 40센트/W를 상회할 것으로 추정한다. 2027년 상반기까지는 기 계약된 물량들이 일부 남아 있어, ASP 상승 추세는 2H27로 갈수록 가팔라질 전망이다. 4Q26 실적과 미국 모듈 판가 방향성을 확인할 수 있는 내년 1~2월에는 동사에 대한 관심도를 다시 높일 필요가 있다.

한화솔루션 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,095	3,117	3,364	3,757	3,882	4,583	3,949	4,241	13,333	16,655	18,502
YoY	31%	18%	23%	-19%	25%	47%	17%	13%	8%	25%	11%
신재생에너지	1,599	1,446	1,752	2,041	2,111	2,482	2,163	2,420	6,838	9,177	11,037
태양광 모듈	587	574	432	279	624	559	754	868	1,872	2,804	2,508
개발/EPC	419	394	819	1,422	1,226	1,652	969	887	3,054	4,733	6,069
주택용 에너지	594	478	501	340	262	272	440	666	1,913	1,640	2,460
케미칼	1,074	1,239	1,160	1,151	1,340	1,465	1,343	1,305	4,624	5,453	5,344
첨단소재	274	308	258	271	286	300	292	304	1,111	1,181	1,252
기타	148	124	195	294	145	335	151	212	760	843	869
영업이익	30	102	-7	-490	93	307	91	95	-365	585	792
YoY	흑전	흑전	적지	적전	206%	200%	흑전	흑전	적지	흑전	35%
신재생에너지	136	156	8	-386	62	166	105	130	-85	464	728
태양광 모듈	49	162	-90	-196	49	144	15	25	-75	234	155
개발/EPC	-42	-61	19	-168	8	8	-5	-15	-253	-4	186
주택용 에너지	129	55	80	-21	5	14	95	120	243	234	387
AMPC	184	182	68	102	218	214	212	266	536	909	1,109
케미칼	-91	-47	-9	-102	34	87	-45	-69	-249	8	-47
첨단소재	-2	10	4	-5	12	29	39	36	6	116	120
기타	-13	-17	-10	15	-16	24	-9	-2	-25	-3	-10
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	6.7%	2.3%	2.2%	-2.7%	3.5%	4.3%
신재생에너지	9%	11%	0%	-19%	3%	7%	5%	5%	-1%	5%	7%
케미칼	-8%	-4%	-1%	-9%	3%	6%	-3%	-5%	-5%	0%	-1%
첨단소재	-1%	3%	1%	-2%	4%	10%	13%	12%	1%	10%	10%
기타	-9%	-14%	-5%	5%	-11%	7%	-6%	-1%	-3%	0%	-1%
금융손익	-107	-108	-108	-118	-131	-144	-120	-99	-441	-494	-421
세전이익	-68	-148	-40	-582	-42	258	23	-76	-838	163	365
법인세비용	-39	29	-44	-171	-3	-32	-45	-22	-225	-102	80
법인세율(%)	58%	-19%	111%	29%	6%	-13%	-193%	29%	27%	-63%	22%
지배주주순이익	-44	-202	-12	-392	-49	284	57	-45	-650	247	285

자료: 키움증권 리서치센터

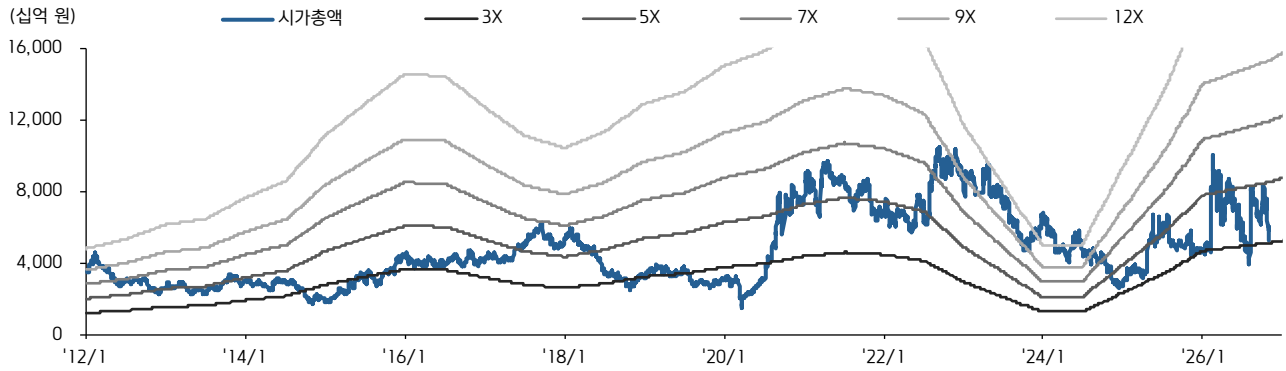
한화솔루션 목표주가 업데이트

(단위: 십억 원)

	12개월 선행 EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정 가치	비고
사업 부문별 영업가치 ①			16,569	Peer 평균 12개월 선행 EV/EBITDA 적용
신재생에너지	1,215	11.0	13,360	Peer: FSLR, CSIQ, T1 Energy, HD현대에너지솔루션
케미칼, 첨단소재	440	7.3	3,209	Peer: LG화학, 롯데케미칼, HS효성첨단소재, 코오롱인더
지분 가치 ②			2,519	장부가액*할인율(50%)
2026E 순차입금 ③			10,075	
우선주 시가총액 ④			36	
목표 시가총액 ①+②-③-④			8,977	
발행 주식 수 (백만 주)			225	
목표 주가 (원)			40,000	
현재 주가 (원)			23,600	
상승 여력 (%)			69%	

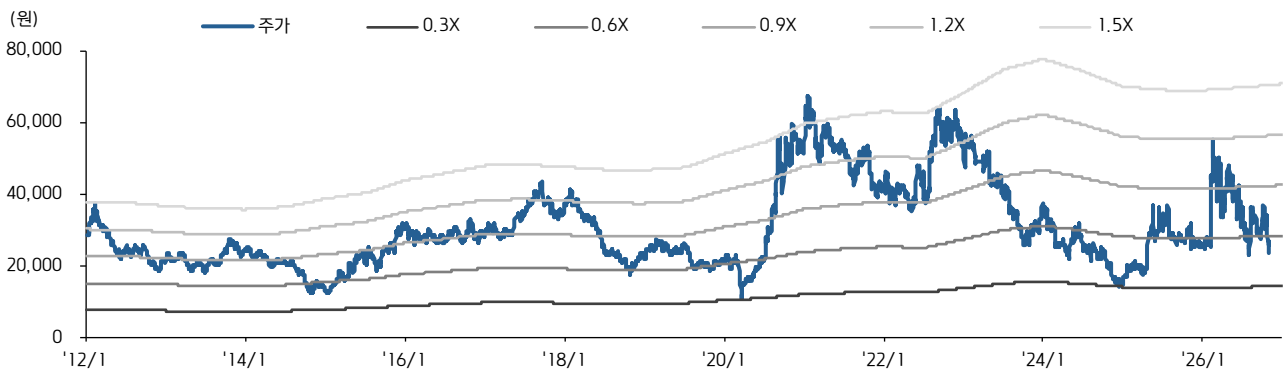
자료: 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,394.0	13,333.1	16,654.7	18,502.1	19,427.2
매출원가	11,008.2	11,845.1	13,996.7	15,364.2	15,938.2
매출총이익	1,385.9	1,487.9	2,658.0	3,137.9	3,489.1
판매비	1,686.1	1,852.7	2,073.2	2,346.2	2,423.3
영업이익	-300.2	-364.8	584.8	791.7	1,065.8
EBITDA	415.2	419.5	1,487.2	1,747.4	2,133.4
영업외손익	-1,123.5	-473.2	-421.6	-426.6	-319.3
이자수익	103.4	96.0	108.2	101.3	122.8
이자비용	548.4	539.4	487.5	461.2	461.2
외환관련이익	350.2	242.1	190.4	190.4	190.4
외환관련손실	426.3	315.1	228.5	228.5	228.5
종속 및 관계기업손익	-326.7	34.5	223.5	100.6	34.5
기타	-275.7	8.7	-227.7	-129.2	22.7
법인세차감전이익	-1,423.7	-838.0	163.2	365.1	746.4
법인세비용	-315.6	-225.1	-102.4	80.3	179.1
계속사업손익	-1,109.2	-613.1	265.6	284.8	567.3
당기순이익	-1,369.0	-615.3	265.6	284.8	567.3
지배주주순이익	-1,404.4	-650.4	243.5	284.8	567.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.2	7.6	24.9	11.1	5.0
영업이익 증감율	-151.8	21.5	-260.3	35.4	34.6
EBITDA 증감율	-66.9	1.0	254.5	17.5	22.1
지배주주순이익 증감율	흑전	-53.7	-137.4	17.0	99.2
EPS 증감율	적지	적지	흑전	1.5	99.2
매출총이익율(%)	11.2	11.2	16.0	17.0	18.0
영업이익율(%)	-2.4	-2.7	3.5	4.3	5.5
EBITDA Margin(%)	3.4	3.1	8.9	9.4	11.0
지배주주순이익율(%)	-11.3	-4.9	1.5	1.5	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	638.5	-655.0	1,128.0	1,346.8	1,689.2
당기순이익	-1,369.0	-615.3	265.6	284.8	567.3
비현금항목의 가감	1,942.2	1,432.0	1,777.2	1,993.9	2,183.2
유형자산감가상각비	649.4	719.9	838.6	899.3	1,017.8
무형자산감가상각비	66.1	64.3	63.8	56.4	49.8
지분법평가손익	-499.4	-828.4	-34.5	-34.5	-34.5
기타	1,726.1	1,476.2	909.3	1,072.7	1,150.1
영업활동자산부채증감	94.5	-1,394.8	-638.0	-491.7	-543.7
매출채권및기타채권의감소	-274.3	471.0	-351.3	-343.7	-172.1
재고자산의감소	-473.5	-1,464.2	-748.9	-343.1	-338.6
매입채무및기타채무의증가	688.1	319.6	758.6	463.7	281.3
기타	154.2	-721.2	-296.4	-268.6	-314.3
기타현금흐름	-29.2	-76.9	-276.8	-440.2	-517.6
투자활동 현금흐름	-3,287.4	-1,748.6	109.2	-392.7	105.3
유형자산의 취득	-3,397.6	-2,010.5	-1,300.0	-1,800.0	-1,300.0
유형자산의 처분	53.7	38.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-21.3	-6.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1,039.7	-388.9	747.8	747.8	747.8
단기금융자산의감소(증가)	1.6	-69.7	-26.8	-28.7	-30.7
기타	1,115.9	688.2	688.2	688.2	688.2
재무활동 현금흐름	2,675.9	2,714.2	830.1	544.0	544.0
차입금의 증가(감소)	2,687.6	2,269.4	-1,489.8	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1,709.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-138.0	-165.9	0.0	-66.7	-66.7
기타	126.3	610.7	610.6	610.7	610.7
기타현금흐름	199.3	-24.6	-1,730.9	-1,730.9	-1,730.9
현금 및 현금성자산의 순증가	226.3	286.1	336.4	-232.8	607.6
기초현금 및 현금성자산	1,958.1	2,184.4	2,470.5	2,806.9	2,574.1
기말현금 및 현금성자산	2,184.4	2,470.5	2,806.9	2,574.1	3,181.7

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,882.7	12,636.7	14,329.8	15,081.1	16,544.3
현금 및 현금성자산	2,184.4	2,470.5	2,806.9	2,574.1	3,181.7
단기금융자산	317.8	387.4	414.2	442.9	473.6
매출채권 및 기타채권	2,967.6	2,747.2	3,098.5	3,442.2	3,614.3
재고자산	4,257.5	5,679.9	6,428.8	6,771.9	7,110.4
기타유동자산	1,155.4	1,351.7	1,581.4	1,850.0	2,164.3
비유동자산	19,154.2	20,507.3	20,191.5	20,322.5	19,841.5
투자자산	5,338.8	5,762.2	5,048.8	4,335.5	3,622.1
유형자산	10,727.0	11,181.8	11,643.3	12,544.0	12,826.2
무형자산	1,755.7	1,846.4	1,782.6	1,726.2	1,676.4
기타비유동자산	1,332.7	1,716.9	1,716.8	1,716.8	1,716.8
자산총계	30,036.8	33,144.0	34,521.3	35,403.6	36,385.9
유동부채	11,707.6	12,735.9	12,852.9	13,316.7	13,598.0
매입채무 및 기타채무	4,023.2	4,200.9	4,959.5	5,423.2	5,704.6
단기금융부채	6,400.7	7,230.2	6,588.7	6,588.7	6,588.7
기타유동부채	1,283.7	1,304.8	1,304.7	1,304.8	1,304.7
비유동부채	7,722.4	9,223.1	8,374.8	8,374.8	8,374.8
장기금융부채	6,769.7	8,236.2	7,387.9	7,387.9	7,387.9
기타비유동부채	952.7	986.9	986.9	986.9	986.9
부채총계	19,430.0	21,959.0	21,227.7	21,691.5	21,972.8
지배지분	9,449.7	9,101.2	11,187.7	11,606.2	12,307.1
자본금	888.6	888.6	1,153.6	1,153.6	1,153.6
자본잉여금	1,562.4	1,771.4	3,215.7	3,215.7	3,215.7
기타자본	-150.4	-150.5	-150.5	-150.5	-150.5
기타포괄손익누계액	2,319.8	2,451.9	2,652.3	2,852.7	3,053.1
이익잉여금	4,132.4	3,443.1	3,619.9	3,838.0	4,338.6
비지배지분	1,157.2	2,083.8	2,105.9	2,105.9	2,105.9
자본총계	10,606.9	11,185.0	13,293.6	13,712.1	14,413.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	-7,292	-3,377	1,142	1,160	2,310
BPS	49,066	47,257	45,554	47,258	50,113
CFPS	2,976	4,241	9,582	9,278	11,200
DPS	300	0	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-2.1	-7.5	23.4	23.0	11.6
PER(최고)	-5.1	-11.4	49.0		
PER(최저)	-1.9	-4.5	19.3		
PBR	0.31	0.53	0.59	0.56	0.53
PBR(최고)	0.76	0.81	1.23		
PBR(최저)	0.29	0.32	0.48		
PSR	0.24	0.37	0.34	0.35	0.34
PCFR	5.1	6.0	2.8	2.9	2.4
EV/EBITDA	35.2	46.1	12.7	10.9	8.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-3.7	0.0	25.1	23.4	11.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.9	0.0	1.1	1.1	1.1
ROA	-5.0	-1.9	0.8	0.8	1.6
ROE	-16.0	-7.0	2.4	2.5	4.7
ROIC	-1.9	-2.2	3.1	3.1	3.8
매출채권회전율	4.0	4.7	5.7	5.7	5.5
재고자산회전율	3.2	2.7	2.8	2.8	2.8
부채비율	183.2	196.3	159.7	158.2	152.5
순차입금비용	100.6	112.7	80.9	79.9	71.6
이자보상배율	-0.5	-0.7	1.2	1.7	2.3
총차입금	13,170.4	15,466.4	13,976.6	13,976.6	13,976.6
순차입금	10,668.2	12,608.5	10,755.4	10,959.6	10,321.3
NOPLAT	415.2	419.5	1,487.2	1,747.4	2,133.4
FCF	-2,831.7	-2,974.1	-450.8	-718.5	33.9

Compliance Notice

- 당사는 10월 29일 현재 '한화솔루션' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

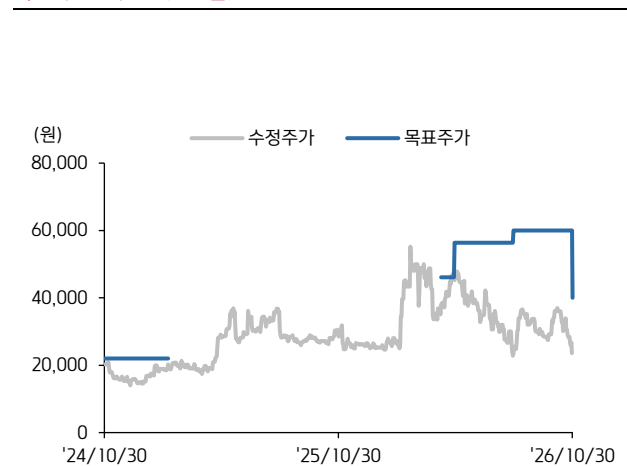
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2026/04/08	BUY (Reinitiate)	46,060 원	6 개월	-8.91	2.80
	2026/04/29	BUY(Maintain)	56,400 원	6 개월	-27.30	-15.21
	2026/06/10	BUY(Maintain)	56,400 원	6 개월	-35.72	-15.21
	2026/07/30	BUY(Maintain)	60,000 원	6 개월	-43.51	-20.30
	2026/10/30	BUY(Maintain)	40,000 원	6 개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/10/01~2026/09/30)

매수	중립	매도
97.09%	2.43%	0.48%