# 한화솔루션 (009830)

2026.11.05

## 2027년부터는 확실히 좋아질 대외적 여건

[에너지/정유/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

### 목표주가 40,000원 및 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 40,000원과 투자의견 매수 유지한다. 미국의 중국산 배제 강화로 비중국 프리미엄 지속되는 한편, 27년 MIP 시행과 Cartersville 통합 가동 본격화에 따른 DCA 조건 충족으로 동사 모듈 판가 상승세는 더 두드러질 것으로 전망한다. 실제 3분기 컨콜에서 동사는 27~28년 GW급 계약 모듈 판가가 26년 대비 10센트 이상 높은 수준에서 체결되고 있다고 밝혔다.

하반기 EPC 수익성 악화와 모듈 출하량 감소로 예상보다 부진한 실적 예상됨은 다소 아쉽다. 그러나 전일 중간선거에서 민주당이 상하원을 장악함에 따라 미국 태양광 시장의 우호적인 여건 조성에 대한 기대가 한층 높아졌고, 특히 27년 말 종료 예정인 ITC 연장 시나리오도 고려해볼 수 있게 되었다. 비중국산 프리미엄이 강화되는 와중에 MIP 시행에 따른 판가 상승, 이와 별개로 DCA 충족으로 인한 추가 인상 여력 등 27년 동사의 수익성 개선을 가능케 하는 요인들은 여전히 변함없다. 단기 실적에 대한 눈높이가 낮아졌을 뿐, 27년 이후 기대했던 동사에 대한 투자 포인트에서 훼손된 부분은 없다고 판단돼 매수의견을 유지한다.

### 4분기 모듈 출하량 감소로 재생에너지 및 연결 기준 추가 감익 전망

3분기는 905억원(-71%QoQ)으로 이익이 큰 폭 감소했고, 컨센서스 1,835억원 대비로도 절반에 그쳤다. 주요 화학제품 역래깅 반영으로 인한 케미칼 -447억원 적자전환과 태양광 부문에서 모듈 판매량 감소 및 EPC 수익성 악화된 영향이다. 특히 모듈 출하량이 전 분기 제시했던 가이던스 대비 -20% 감소했는데, 회사는 이를 27년 상반기 MIP 효과를 누리기 위한 재고 비축에 따른 것이라고 밝혔다.

12월 4일부터 MIP(최저수입가격) 시행되긴 하나, 현재 미국 내 쌓여 있는 재고가 상당부분 소진된 이후에나 판가 인상이 본격화될 수 있음을 고려하면 실제 모듈 출하량 증가와 판가 상승은 27년 3분기 전후 좀 더 가시화될 것으로 예상된다. 이에 따라 26년 4분기와 27년 상반기까지는 모듈 부문에 대한 이익 눈높이를 기존 대비 낮출 필요가 있겠다. 4분기 신재생에너지 이익은 801억원(-24%)으로 축소되며 연결 기준으로는 640억원(-29%QoQ) 수준에 그칠 것으로 전망한다.

### 27년부터는 보다 본격적으로 누리게 될 판가 상승 효과

단기적으로는 모듈 출하량 감소에 EPC 기자재 공급 차질과 공기 지연 등에 따른 수익성 악화로 실적 모멘텀이 부재하다. 그러나 27년부터 Non-FEOC 부품 사용 비율이 26년 대비 5%pt 추가 상향되고, MIP 정책도 본격 시행되는 만큼 미국 내 생산 설비를 갖춘 업체들의 경쟁력이 더 부각되는 여건이 형성됨은 분명한다.

특히 Cartersville 통합 생산으로 DCA 조건을 완전히 충족하게 됐고, 해당 공장의 부품을 같이 활용해 Dalton 모듈 역시 DCA 제품으로 일부 활용할 수 있게 된다. 27년부터는 확실히 판가 상승 효과를 누릴 수 있겠다. 단기 실적에 대한 눈높이 조정은 불편하나, 그 뒤에 마주할 판가 상승의 방향성은 여전하다.

**Buy (Maintain)**

| | |
|---|---|
| 목표주가(12M) | 40,000원(유지) |
| 종가(2026.11.04) | 28,000원 |
| 상승여력 | 42.9 % |

| Stock Indicator | |
|---|---|
| 자본금 | 889십억원 |
| 발행주식수 | 22,489만주 |
| 시가총액 | 6,702십억원 |
| 외국인지분율 | 11.3% |
| 52주 주가 | 22,600~55,272원 |
| 60일평균거래량 | 3,322,877주 |
| 60일평균거래대금 | 116.2십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | -17.5 | 11.2 | -31.3 | 1.4 |
| 상대수익률 | 1.4 | 21.8 | -13.3 | -36.5 |

Price Trend




| FY | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 13,333 | 17,039 | 17,951 | 19,409 |
| 영업이익(십억원) | -365 | 554 | 958 | 1,204 |
| 순이익(십억원) | -650 | 161 | 544 | 818 |
| EPS(원) | -3,728 | 793 | 2,359 | 3,549 |
| BPS(원) | 52,166 | 48,637 | 51,376 | 55,110 |
| PER(배) | | 37.6 | 12.6 | 8.4 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| ROE(%) | -7.0 | 1.6 | 4.7 | 6.7 |
| 배당수익률(%) | | 1.0 | 1.7 | 2.3 |
| EV/EBITDA(배) | 39.4 | 11.0 | 9.0 | 8.3 |

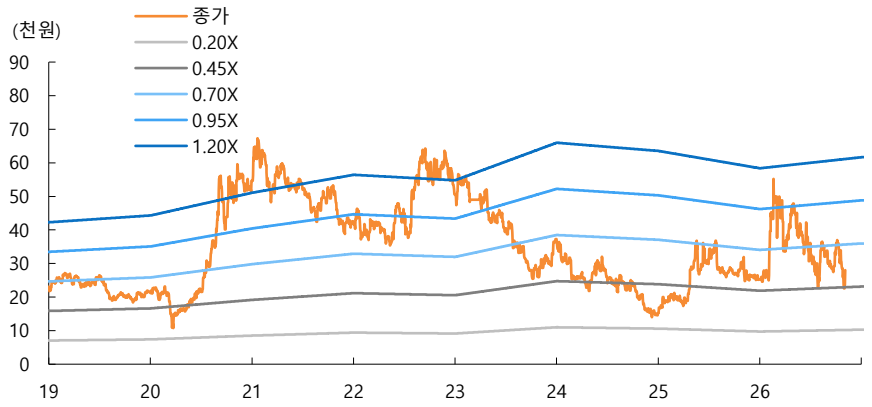
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **합계** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 3,094 | 3,117 | 3,364 | 3,757 | 3,882 | 4,583 | 3,949 | 4,626 | 13,333 | 17,039 | 17,951 |
| 영업이익 | 30 | 102 | -7 | -490 | 93 | 307 | 91 | 64 | -365 | 554 | 958 |
| 영업이익률 | 1.0% | 3.3% | -0.2% | -13.0% | 2.4% | 6.7% | 2.3% | 1.4% | -2.7% | 3.2% | 5.3% |
| **케미칼** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,074 | 1,239 | 1,160 | 1,151 | 1,340 | 1,465 | 1,343 | 1,238 | 4,624 | 5,386 | 4,626 |
| 영업이익 | -91 | -47 | -9 | -102 | 34 | 87 | -45 | -35 | -249 | 42 | -11 |
| 영업이익률 | -8.5% | -3.8% | -0.8% | -8.9% | 2.5% | 5.9% | -3.3% | -2.8% | -5.4% | 0.8% | -0.2% |
| **신재생에너지** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,599 | 1,446 | 1,752 | 2,041 | 2,111 | 2,482 | 2,163 | 2,845 | 6,838 | 9,601 | 11,178 |
| 모듈 및 기타 | 587 | 574 | 432 | 279 | 624 | 559 | 754 | 739 | 1,872 | 2,675 | 2,917 |
| 개발자산 매각/EPC | 419 | 394 | 819 | 1,422 | 1,226 | 1,652 | 969 | 1,474 | 3,054 | 5,321 | 6,382 |
| 주택용 에너지 사업 | 594 | 478 | 501 | 340 | 262 | 272 | 440 | 632 | 1,913 | 1,605 | 1,879 |
| 영업이익 | 136 | 156 | 8 | -396 | 62 | 166 | 105 | 80 | -96 | 414 | 918 |
| 모듈 및 기타 | -135 | -20 | -159 | -308 | -169 | -70 | -197 | -199 | -622 | -635 | -403 |
| 개발자산 매각/EPC | -42 | -61 | 19 | -168 | 8 | 8 | -5 | 11 | -253 | 23 | 160 |
| 주택용 에너지 사업 | 129 | 55 | 80 | -21 | 5 | 14 | 95 | 22 | 243 | 136 | 164 |
| IRA | 184 | 182 | 68 | 102 | 218 | 214 | 212 | 246 | 536 | 890 | 997 |
| 영업이익률 | 8.5% | 10.8% | 0.5% | -19.4% | 2.9% | 6.7% | 4.9% | 2.8% | -1.4% | 4.3% | 8.2% |
| 모듈 및 기타 | -23.0% | -3.4% | -36.7% | -110.6% | -27.1% | -12.5% | -26.1% | -27.0% | -33.2% | -23.7% | -13.8% |
| 개발자산 매각/EPC | -10.0% | -15.6% | 2.3% | -11.8% | 0.7% | 0.5% | -0.5% | 0.8% | -8.3% | 0.4% | 2.5% |
| 주택용 에너지 사업 | 21.8% | 11.5% | 15.9% | -6.2% | 1.9% | 5.2% | 21.6% | 3.5% | 12.7% | 8.5% | 8.7% |
| IRA 제외 영업이익 | -48 | -26 | -60 | -498 | -156 | -48 | -107 | -166 | -632 | -476 | -382 |
| **첨단소재** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 274 | 308 | 258 | 271 | 286 | 300 | 292 | 301 | 1,111 | 1,179 | 1,290 |
| 영업이익 | -2 | 10 | 4 | -5 | 12 | 29 | 39 | 31 | 6 | 110 | 82 |
| 영업이익률 | -0.7% | 3.2% | 1.4% | -2.0% | 4.3% | 9.6% | 13.3% | 10.1% | 0.6% | 9.4% | 6.4% |
| **기타** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 148 | 124 | 195 | 294 | 145 | 335 | 151 | 242 | 760 | 873 | 856 |
| 영업이익 | -13 | -17 | -10 | 14 | -16 | 24 | -9 | -12 | -26 | -12 | -32 |
| 영업이익률 | -8.7% | -13.8% | -5.1% | 4.7% | -10.9% | 7.2% | -5.8% | -5.0% | -3.4% | -1.4% | -3.7% |

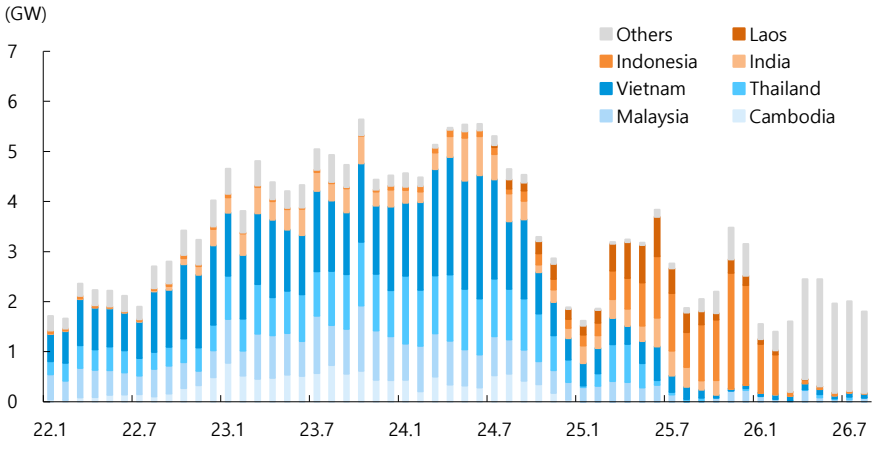
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 추이



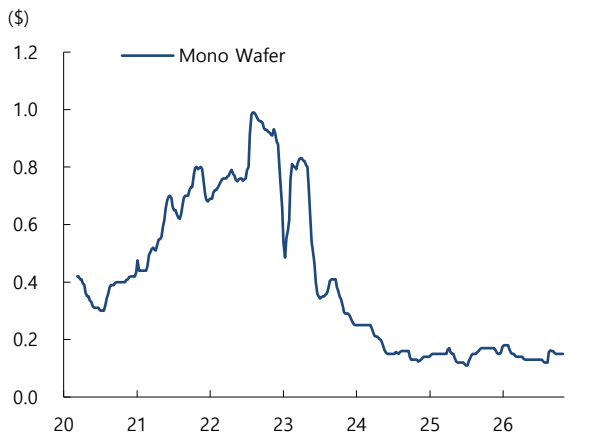

자료: iM증권 리서치본부

그림2. 2022년 이후 미국 내 모듈 국가별 수입량 추이



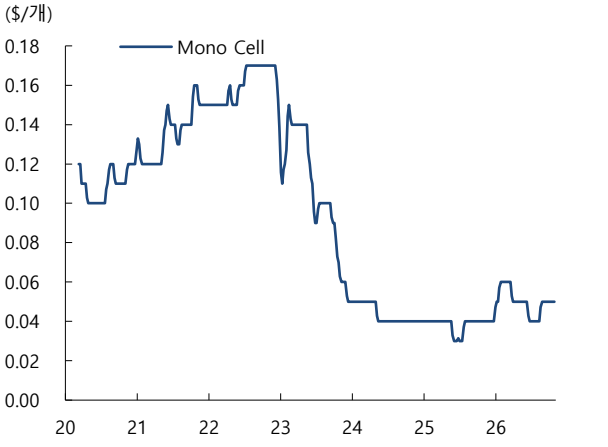

자료: USITC, iM증권 리서치본부

그림3. PV 웨이퍼 가격 추이



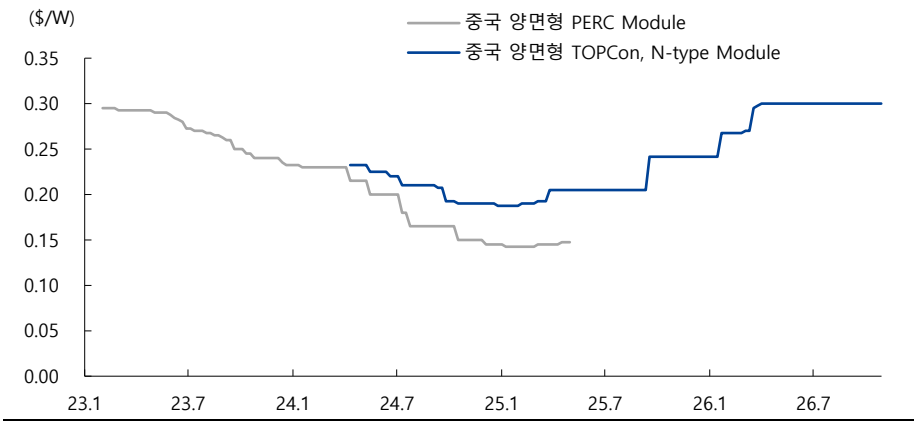

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. PV 셀 가격 추이



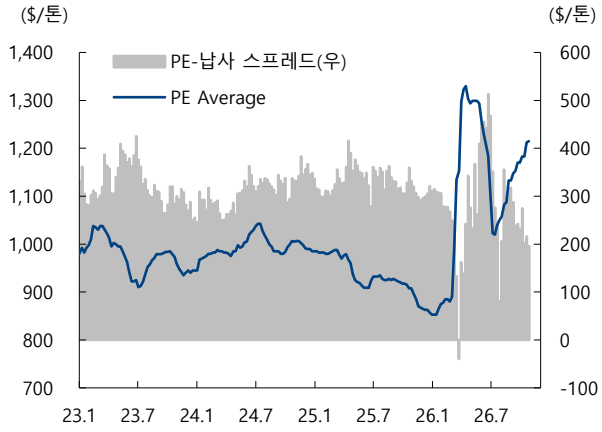

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 중국산 PV 모듈 가격 추이



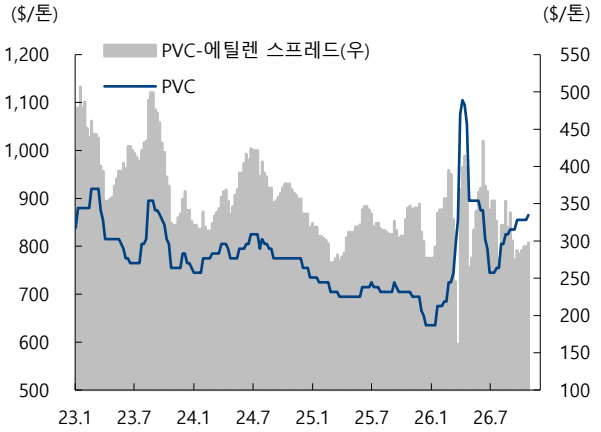

자료: Infolink, iM증권 리서치본부

그림6. PE 가격 및 스프레드 추이



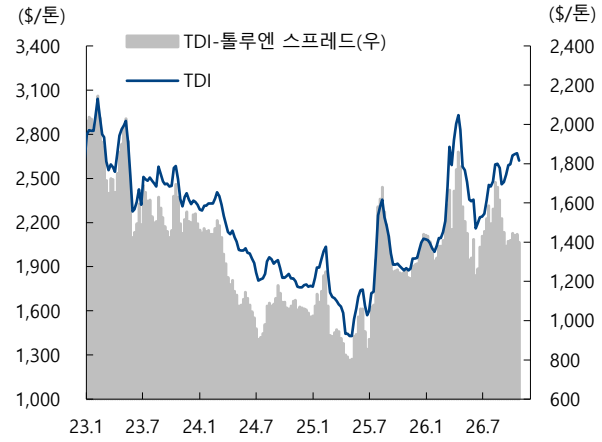

자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림7. PVC 가격 및 스프레드 추이



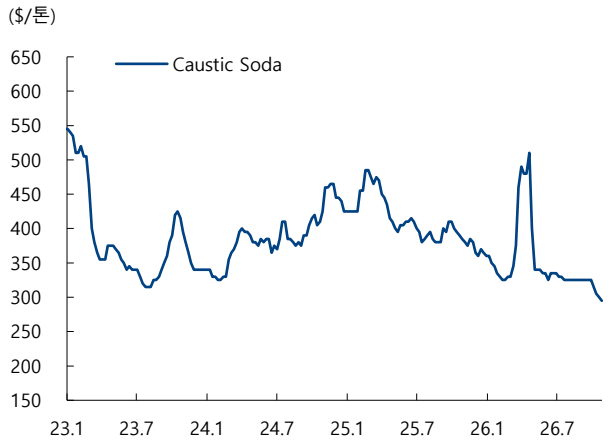

자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림8. TDI 가격 및 스프레드 추이




자료: Cischem, iM증권 리서치본부

그림9. 가성소다 가격 추이




자료: Cischem, iM증권 리서치본부

**K-IFRS 연결 요약 재무제표**

**재무상태표**

| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 12,637 | 13,587 | 13,526 | 13,570 |
| 현금 및 현금성자산 | 2,470 | 3,278 | 2,177 | 900 |
| 단기금융자산 | 387 | 407 | 427 | 448 |
| 매출채권 | 3,203 | 3,825 | 4,192 | 4,656 |
| 재고자산 | 5,680 | 5,024 | 5,604 | 6,367 |
| 비유동자산 | 20,507 | 20,121 | 20,582 | 21,056 |
| 유형자산 | 11,182 | 11,693 | 12,147 | 12,593 |
| 무형자산 | 1,846 | 1,784 | 1,732 | 1,687 |
| 자산총계 | 33,144 | 33,708 | 34,107 | 34,627 |
| 유동부채 | 12,736 | 12,501 | 12,498 | 12,501 |
| 매입채무 | 2,709 | 3,067 | 3,137 | 3,392 |
| 단기차입금 | 6,320 | 5,820 | 5,700 | 5,400 |
| 유동성장기부채 | 805 | 644 | 644 | 644 |
| 비유동부채 | 9,223 | 7,923 | 7,723 | 7,423 |
| 사채 | 2,176 | 2,176 | 2,176 | 2,176 |
| 장기차입금 | 5,676 | 4,376 | 4,176 | 3,876 |
| 부채총계 | 21,959 | 20,424 | 20,221 | 19,924 |
| 지배주주지분 | 9,101 | 11,209 | 11,840 | 12,701 |
| 자본금 | 889 | 1,169 | 1,169 | 1,169 |
| 자본잉여금 | 1,771 | 3,306 | 3,306 | 3,306 |
| 이익잉여금 | 3,443 | 3,536 | 3,967 | 4,627 |
| 기타자본항목 | 2,301 | 2,502 | 2,702 | 2,903 |
| 비지배주주지분 | 2,084 | 2,075 | 2,046 | 2,002 |
| 자본총계 | 11,185 | 13,284 | 13,886 | 14,703 |

**포괄손익계산서**

| (십억원,%) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 13,333 | 17,039 | 17,951 | 19,409 |
| 증가율(%) | 7.6 | 27.8 | 5.4 | 8.1 |
| 매출원가 | 11,845 | 14,344 | 14,756 | 15,785 |
| 매출총이익 | 1,488 | 2,695 | 3,195 | 3,624 |
| 판매비와관리비 | 1,853 | 2,142 | 2,237 | 2,420 |
| 연구개발비 | 91 | - | - | - |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | -365 | 554 | 958 | 1,204 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 73.0 | 25.7 |
| 영업이익률(%) | -2.7 | 3.2 | 5.3 | 6.2 |
| 이자수익 | 96 | 111 | 78 | 34 |
| 이자비용 | 539 | 513 | 461 | 378 |
| 지분법이익(손실) | 34 | 88 | 63 | 52 |
| 기타영업외손익 | -67 | -30 | 75 | 161 |
| 세전계속사업이익 | -838 | 211 | 715 | 1,076 |
| 법인세비용 | -225 | 59 | 201 | 302 |
| 세전계속이익률(%) | -6.3 | 1.2 | 4.0 | 5.5 |
| 당기순이익 | -615 | 152 | 514 | 774 |
| 순이익률(%) | -4.6 | 0.9 | 2.9 | 4.0 |
| 지배주주귀속 순이익 | -650 | 161 | 544 | 818 |
| 기타포괄이익 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 총포괄이익 | -415 | 352 | 715 | 974 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

**현금흐름표**

| (십억원) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 영업활동 현금흐름 | -655 | 1,834 | 1,040 | 1,215 |
| 당기순이익 | -615 | 152 | 514 | 774 |
| 유형자산감가상각비 | 720 | 839 | 847 | 854 |
| 무형자산상각비 | 64 | 64 | 57 | 51 |
| 지분법관련손실(이익) | 34 | 88 | 63 | 52 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,749 | 17 | -633 | -660 |
| 유형자산의 처분(취득) | -1,972 | -1,350 | -1,300 | -1,300 |
| 무형자산의 처분(취득) | -6 | -1 | -5 | -5 |
| 금융상품의 증감 | -389 | 699 | 4 | -22 |
| 재무활동 현금흐름 | 2,714 | 464 | 223 | -102 |
| 단기금융부채의증감 | - | -661 | -120 | -300 |
| 장기금융부채의증감 | 2,269 | -1,300 | -200 | -300 |
| 자본의증감 | - | 1,814 | - | - |
| 배당금지급 | - | - | - | - |
| 현금및현금성자산의증감 | 286 | 807 | -1,100 | -1,278 |
| 기초현금및현금성자산 | 2,184 | 2,470 | 3,278 | 2,177 |
| 기말현금및현금성자산 | 2,470 | 3,278 | 2,177 | 900 |

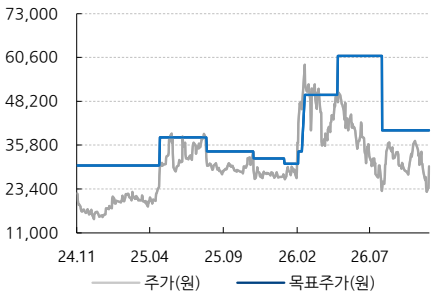
**주요투자지표**

| | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | -3,728 | 793 | 2,359 | 3,549 |
| BPS | 52,166 | 48,637 | 51,376 | 55,110 |
| CFPS | 767 | 5,245 | 6,277 | 7,473 |
| DPS | - | 300 | 500 | 700 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | | 37.6 | 12.6 | 8.4 |
| PBR | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| PCR | 33.0 | 5.7 | 4.7 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 39.4 | 11.0 | 9.0 | 8.3 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | -7.0 | 1.6 | 4.7 | 6.7 |
| EBITDA이익률 | 3.1 | 8.5 | 10.4 | 10.9 |
| 부채비율 | 196.3 | 153.7 | 145.6 | 135.5 |
| 순부채비율 | 108.4 | 70.2 | 72.7 | 73.1 |
| 매출채권회전율(x) | 4.2 | 4.8 | 4.5 | 4.4 |
| 재고자산회전율(x) | 2.7 | 3.2 | 3.4 | 3.2 |

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

**한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이**

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2025-04-25 | Buy | 38,000 | -17.8% | -2.9% |
| 2025-07-10 | Hold | 38,000 | -9.2% | -3.0% |
| 2025-07-31 | Hold | 34,000 | -17.6% | -6.1% |
| 2025-11-05 | Hold | 32,000 | -19.0% | -12.8% |
| 2026-01-08 | Hold | 30,500 | -10.3% | 12.9% |
| 2026-02-06 | Hold | 34,000 | 31.0% | 33.4% |
| 2026-02-19 | Hold | 50,000 | -14.3% | 0.2% |
| 2026-04-29 | Buy | 61,000 | -41.4% | -21.5% |
| 2026-07-30 | Buy | 40,000 | | |




## 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 기관투자가 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
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

**[투자등급 비율 2026-09-30 기준]**

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|---|---|---|
| 92% | 8% | - |