

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 33,000원
현재주가(26/10/29)	23,600원
상승여력	39.8%

영업이익(26F,십억원)	613
Consensus 영업이익(26F,십억원)	879
EPS 성장률(26F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(26F,%)	278.0
P/E(26F,x)	17.9
MKT P/E(26F,x)	5.9
KOSPI	5,937.66
시가총액(십억원)	5,307
발행주식수(백만주)	225
유동주식비율(%)	58.7
외국인 보유비중(%)	11.6
베타(12M) 일간수익률	0.46
52주 최저가(원)	22,850
52주 최고가(원)	55,180

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-27.4	-47.8	-19.2
상대주가	-16.0	-41.2	-44.4



[Energy Transition]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

한화솔루션

단기 실적 우려 있으나, 커지는 중장기 기대감

목표주가 3.3만원으로 하향 조정, 매수 의견 유지

한화솔루션의 목표주가를 3.8만원에서 3.3만원으로 하향 조정하나, 매수 의견은 유지한다. 목표주가 하향은 EPC 부문의 비용 부담 지속과 케미칼 부진 심화에 따른 실적 전망치 하향 조정을 반영했다. 다만 1) Section 232 발효에 따른 모듈 가격 상승, 2) DCA 모듈 판매 확대에 따른 제품 믹스 개선, 3) 주택용 부문의 성장성을 고려하면 2027년 실적은 크게 개선될 전망이다. 특히 카터스빌의 2027년 DCA 모듈 물량은 이미 판매 완료됐으며, 달튼 모듈과의 번들 판매는 전체 미국 생산설비의 가동률 개선으로 이어질 수 있다. 이에 2027년에는 AMPC 증가분 아니라 제품 믹스 개선과 고정비 부담 완화가 이익 회복을 뒷받침할 것으로 판단한다.

3Q26 Review: 화학 및 EPC/개발자산 매각 부문 부진

동사의 3Q26 영업이익은 905억원으로 컨센서스 2,034억원을 56% 하회했다. 컨센서스 하회 요인은 1) 케미칼 부문의 스프레드 부진 및 역래깅 효과, 2) EPC/개발자산 매각 부문의 부진, 3) 원화 강세에 따른 수익성 부담이다. 케미칼 부문은 447억원의 영업적자를 기록하며 적자전환했으며, 원료비 상승분을 다운스트림 제품 가격에 전가하기 어려워 스프레드가 악화되었다. EPC/자산 매각 부문은 미국 내 현장 인력 부족과 일부 기자재 불량에 따른 공기 지연 및 원가 상승으로 576억원의 영업적자를 기록했다. 유럽에서도 낮은 PPA 가격에 따른 개발사업 손실이 발생하며 수익성 부담이 확대됐다.

4Q26 Preview: 부진한 화학을 상쇄할 신재생의 호실적

동사의 4Q26 영업이익은 1,233억원으로 전분기 대비 36.2% 증가할 전망이다. 케미칼 부문은 부진한 스프레드, 비수기 진입, 정기보수 영향 등으로 인해 영업적자가 1,044억원으로 확대될 전망이다. 반면 신재생에너지 영업이익은 2,074억원으로 전분기 대비 97.3% 증가하며 화학 부진을 상쇄할 것으로 예상된다. 카터스빌 통합 생산 확대에 따른 AMPC 증가(+688억원 QoQ)와 DCA 모듈 판매에 따른 수익성 개선(+448억원 QoQ), 기획보 TPO 계약의 순차적 실적 반영에 따른 주택용 사업 성장(+251억원 QoQ)이 이익 개선을 견인할 전망이다. 다만 발전자산 매각/EPC 부문의 추가 비용 부담으로 영업 손익은 전분기 대비 449억원 악화될 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	12,394	13,333	16,572	18,308	18,903
영업이익 (십억원)	-300	-365	613	1,246	1,373
영업이익률 (%)	-2.4	-2.7	3.7	6.8	7.3
순이익 (십억원)	-1,404	-650	272	460	572
EPS (원)	-7,292	-3,377	1,318	2,024	2,514
ROE (%)	-16.0	-7.0	2.9	4.6	5.5
P/E (배)	-	-	17.9	11.7	9.4
P/B (배)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
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	2Q26	3Q26P	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	합계	3,882.0	4,582.6	3,948.6	4,158.5	4,089.5	5,175.8	4,355.2	4,688.0	13,354.4	16,571.7	18,308.5
	신재생에너지	2,110.9	2,482.3	2,163.2	2,586.5	2,521.9	3,603.5	2,753.3	3,139.3	6,859.4	9,342.9	12,017.9
	케미칼	1,340.1	1,465.0	1,342.6	1,150.8	1,129.1	1,119.0	1,157.1	1,124.7	4,624.1	5,298.5	4,530.0
	첨단소재	285.6	300.3	291.9	271.3	288.5	303.3	294.8	274.0	1,110.9	1,149.1	1,160.6
	기타	145.4	335.0	150.9	150.0	150.0	150.0	150.0	150.0	760.0	781.3	600.0
영업이익	합계	92.6	306.5	90.5	123.3	194.0	286.2	335.3	430.7	-353.3	612.9	1,246.2
	신재생에너지	62.2	166.4	105.1	207.4	220.0	289.9	320.3	480.7	-85.2	541.1	1,311.0
	케미칼	34.1	87.1	-44.7	-104.4	-28.3	-9.9	3.4	-48.7	-249.1	-27.9	-83.5
	첨단소재	12.2	28.8	38.9	35.3	17.3	21.2	26.5	13.7	6.2	115.2	78.8
	기타	-15.9	24.2	-8.8	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-25.2	-15.5	-60.0
세전이익		-42.4	258.1	23.4	-36.3	27.5	120.2	188.3	263.1	-838.0	202.9	599.1
당기순이익(지배)		-48.9	283.5	67.5	-29.7	21.1	92.3	144.7	202.2	-650.4	272.4	460.3

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,970.1	7.5	14,776.0	First Solar 12MF EV/EBITDA
케미칼	291.1	6.0	1,746.7	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	172.1	7.4	1,273.3	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			17,906.3	
순차입금			10,500.0	4Q27 전망
우선주 시가총액			36.1	
Equity Value			7,370.2	
주식수(백만주)			224.9	
적정주가			32,772	목표주가 3.3만원 산출

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 연간 실적 추정 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	3Q26F	2027F	3Q26P	2027F	3Q26P	2027F
매출액	4,617	19,491	3,949	18,308	-14.5	-6.1
영업이익	266	1,638	91	1,246	-65.9	-23.9
당기순이익(지배)	108	784	68	460	-37.5	-41.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

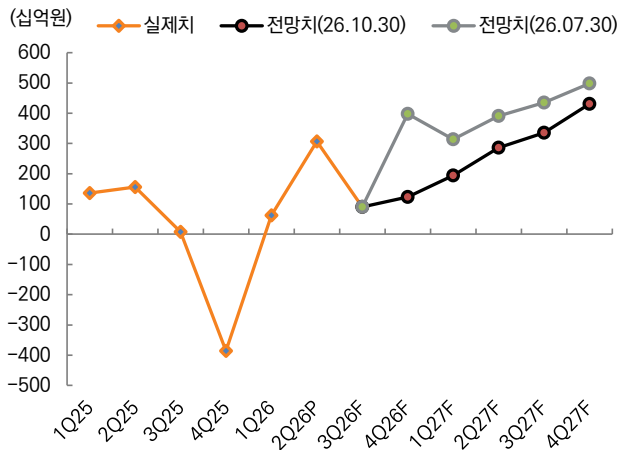
표 4. 신재생에너지 부문 영업이익 구분 추정치

(십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26F
모듈 및 기타	-164.2	-71.0	-196.5	-143.2
AMPC	215.4	214.0	211.8	280.6
주택용 에너지 사업	5.1	14.0	94.9	120.0
EPC 및 발전자산매각	8.1	8.2	-5.1	-50.0
합산	64.5	165.2	105.1	207.4

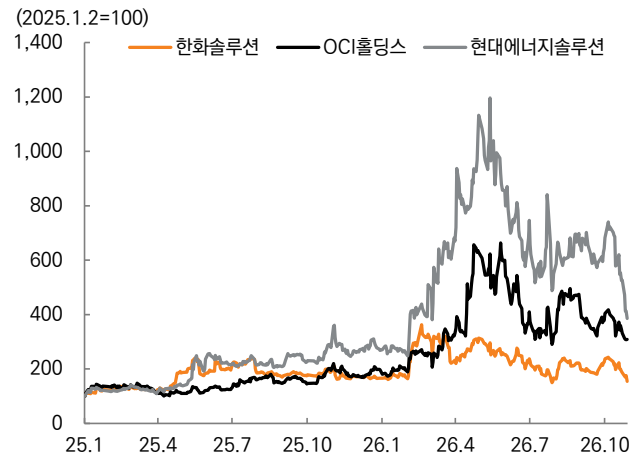
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한화솔루션 영업이익 전망치 변화



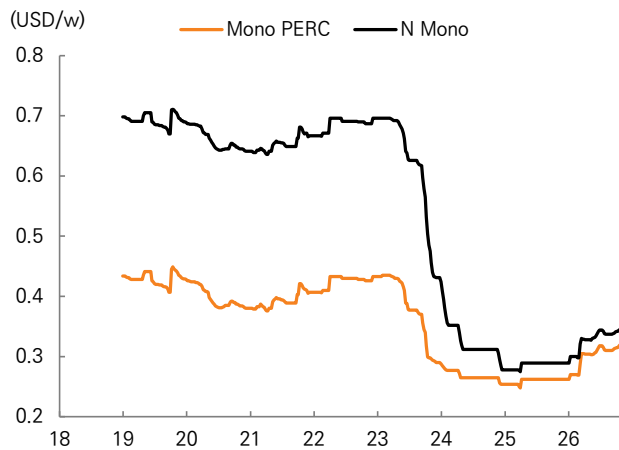
자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한화솔루션 국내 Peer 상대주가 추이



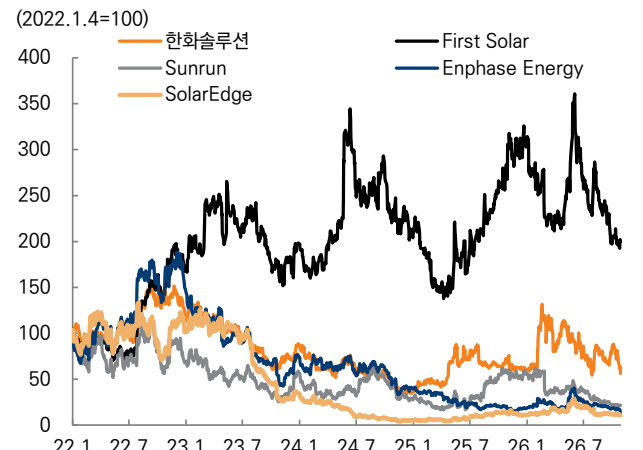
자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 미국 태양광 모듈 가격 추이



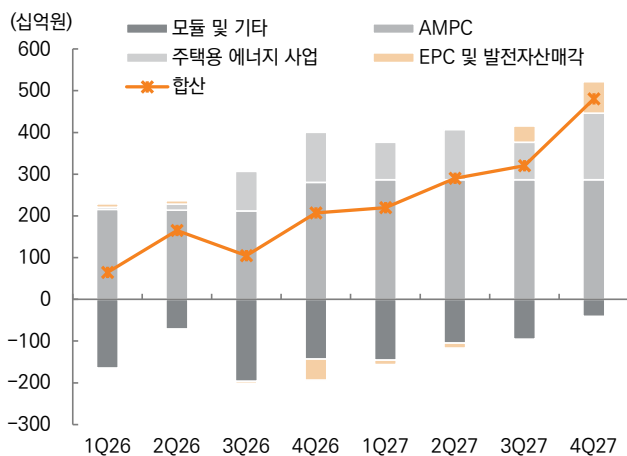
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 태양광 Peer 상대주가 추이



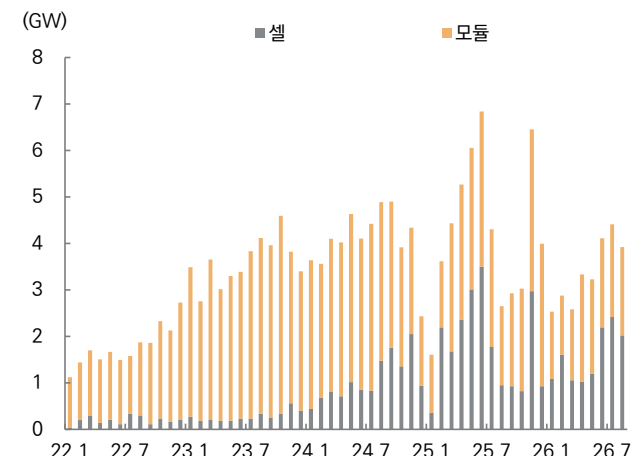
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

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	16,572	18,308	18,903
매출원가	11,845	13,981	15,085	15,552
매출총이익	1,488	2,591	3,223	3,351
판매비와관리비	1,853	1,978	1,978	1,978
조정영업이익	-365	613	1,246	1,373
영업이익	-365	613	1,246	1,373
비영업손익	-473	-410	-647	-629
금융손익	-443	-300	-618	-598
관계기업등 투자손익	34	116	-29	-31
세전계속사업손익	-838	203	599	744
계속사업법인세비용	-225	-88	132	164
계속사업이익	-613	291	467	580
중단사업이익	-2	4	0	0
당기순이익	-615	295	467	580
지배주주	-650	272	460	572
비지배주주	35	22	7	9
총포괄이익	-415	689	467	580
지배주주	-483	619	370	459
비지배주주	68	70	97	121
EBITDA	419	1,485	2,126	2,219
FCF	-2,665	191	987	1,513
EBITDA 마진율 (%)	3.1	9.0	11.6	11.7
영업이익률 (%)	-2.7	3.7	6.8	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-4.9	1.6	2.5	3.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	12,637	13,130	13,241	13,789
현금 및 현금성자산	2,470	2,113	1,209	1,372
매출채권 및 기타채권	2,339	2,578	2,907	3,015
재고자산	5,680	6,248	6,873	7,129
기타유동자산	2,148	2,191	2,252	2,273
비유동자산	20,507	22,015	22,676	22,475
관계기업투자등	5,037	5,576	6,286	6,520
유형자산	11,182	11,774	11,748	11,350
무형자산	1,846	1,887	1,834	1,785
자산총계	33,144	35,145	35,917	36,263
유동부채	12,736	14,170	14,349	14,073
매입채무 및 기타채무	3,165	3,077	3,411	3,521
단기금융부채	7,288	8,566	8,089	7,597
기타유동부채	2,283	2,527	2,849	2,955
비유동부채	9,223	8,512	8,639	8,681
장기금융부채	8,325	7,518	7,518	7,518
기타비유동부채	898	994	1,121	1,163
부채총계	21,959	22,682	22,987	22,754
지배주주지분	9,101	9,702	10,163	10,734
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,771	1,808	1,808	1,808
이익잉여금	3,443	3,702	4,162	4,734
비지배주주지분	2,084	2,760	2,767	2,776
자본총계	11,185	12,462	12,930	13,510

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-655	1,248	1,787	1,913
당기순이익	-615	295	467	580
비현금수익비용가감	1,432	1,490	1,642	1,622
유형자산감가상각비	720	813	826	798
무형자산상각비	64	59	54	48
기타	648	618	762	776
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1,395	-596	-171	-107
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	471	129	-216	-71
재고자산 감소(증가)	-1,464	-315	-625	-257
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	320	-397	334	110
법인세납부	-71	53	-132	-164
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,749	-1,054	-812	-351
유형자산처분(취득)	-1,972	-1,051	-800	-400
무형자산감소(증가)	-6	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-22	-67	-92	-31
기타투자활동	251	67	80	80
재무활동으로 인한 현금흐름	2,714	-350	-1,139	-1,134
장단기금융부채의 증가(감소)	2,353	472	-477	-492
자본의 증가(감소)	209	37	0	0
배당금의 지급	-166	-80	0	0
기타재무활동	318	-779	-662	-642
현금의 증가	286	-358	-903	163
기초현금	2,184	2,470	2,113	1,209
기말현금	2,470	2,113	1,209	1,372

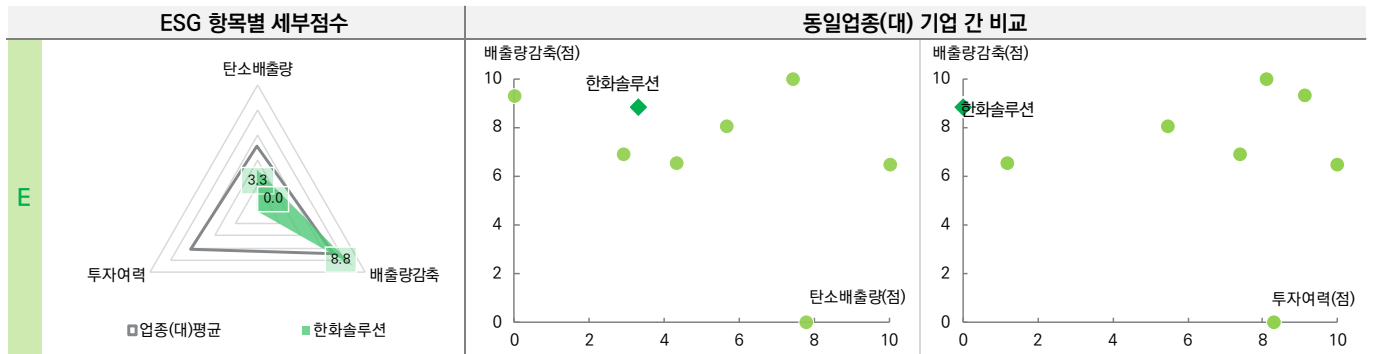
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

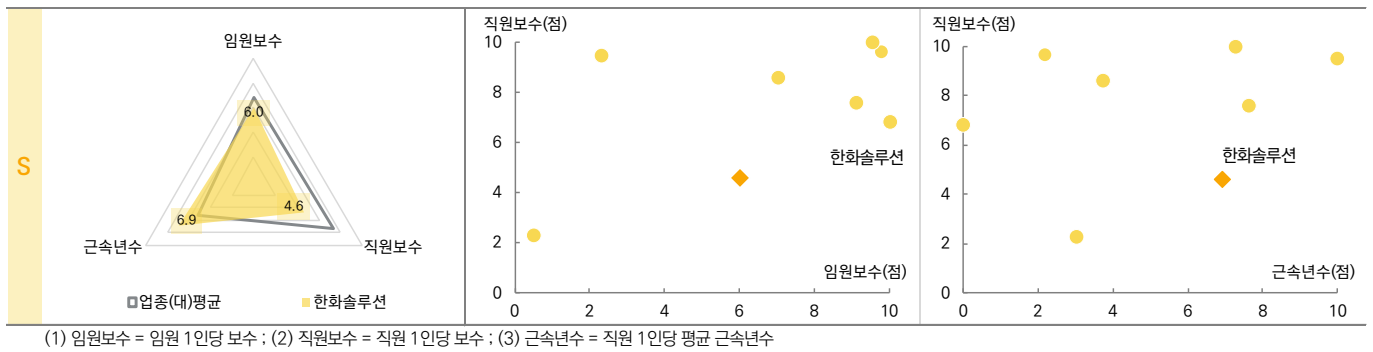
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	17.9	11.7	9.4
P/CF (x)	6.0	2.7	2.5	2.4
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	46.4	14.5	10.3	9.6
EPS (원)	-3,377	1,318	2,024	2,514
CFPS (원)	4,241	8,632	9,273	9,683
BPS (원)	47,828	43,124	45,148	47,661
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.6	24.3	10.5	3.2
EBITDA증가율 (%)	1.0	254.1	43.1	4.4
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	103.3	10.2
EPS증가율 (%)	적지	흑전	53.6	24.2
매출채권 회전율 (회)	6.9	10.2	10.1	9.7
재고자산 회전율 (회)	2.7	2.8	2.8	2.7
매입채무 회전율 (회)	4.5	5.2	5.4	5.2
ROA (%)	-1.9	0.9	1.3	1.6
ROE (%)	-7.0	2.9	4.6	5.5
ROIC (%)	-1.5	4.0	5.1	5.5
부채비율 (%)	196.3	182.0	177.8	168.4
유동비율 (%)	99.2	92.7	92.3	98.0
순차입금/자기자본 (%)	113.6	108.3	107.2	97.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.7	1.7	1.8	2.0

ESG 레이팅 : 한화솔루션 (009830)

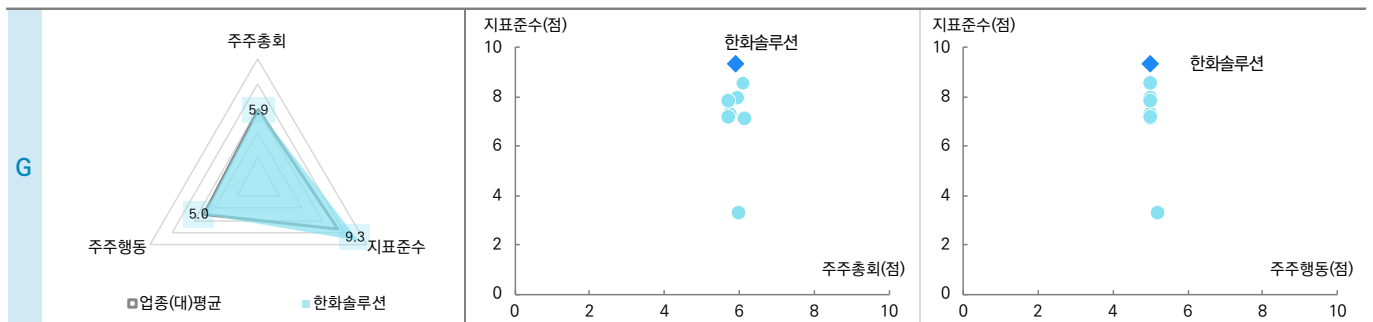
종합		세부항목						
E S G	<div><p>카본</p><p>거버넌스 인센티브</p><p>■업종(대)평균 ■한화솔루션</p></div>	ESG 점수	4.0	▼	직전점수	4.1	업종(대)	에너지
		ESG 등급	B	=	직전등급	B	업종(중)	에너지
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	이진호
		카본(E)	1.7	BB	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	6.0	BBB	10	=		
		거버넌스(G)	5.4	A	50	=		
가중치 변경 없음								



(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



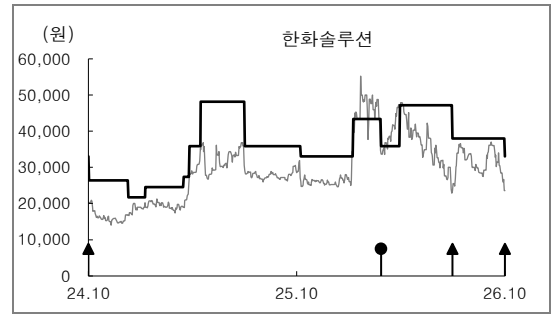
(1) 주주총회 = 주총 안전 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브스코어) + (G 가중치 × 거버넌스스코어)
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

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)				
2026.10.30	매수	33,000	-	-
2026.07.30	매수	38,000	-17.48	-2.63
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 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 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.