



BUY(Maintain)

목표주가: 60,000원(상향)

주가(4/28): 49,400원

시가총액: 84,915억원

유틸리티/스몰캡

Analyst 조재원

jwon2004@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/28)		6,641.02pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	58,500원	26,100원
등락률	-15.6%	89.3%
수익률	절대	상대
1M	38.6%	13.5%
6M	63.6%	0.7%
1Y	64.1%	-37.0%

Company Data

발행주식수	171,893 천주
일평균거래량(3M)	7,659천주
외국인 자본율	13.5%
배당수익률(2026E)	0.6%
BPS(2026E)	49,265원
주요 주주	한화 외 8인 36.9%

투자지표

(십억 원, IFRS 연결)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	13,333.1	18,484.1	20,214.6	21,023.2
영업이익	-364.8	798.5	972.8	1,259.6
EBITDA	419.5	1,700.9	1,928.5	2,327.2
세전이익	-838.0	305.9	550.4	1,046.9
순이익	-615.3	233.5	418.3	795.6
지배주주지분순이익	-650.4	222.8	418.3	795.6
EPS(원)	-3,728	1,104	1,831	3,483
증감률(% YoY)	적지	흑전	65.8	90.2
PER(배)	-7.2	44.7	27.0	14.2
PBR(배)	0.51	1.00	0.96	0.89
EV/EBITDA(배)	46.1	13.0	11.4	8.5
영업이익률(%)	-2.7	4.3	4.8	6.0
ROE(%)	-7.0	2.2	3.6	6.5
순차입금비율(%)	112.7	85.2	81.8	61.8

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

Price Trend



한화솔루션 (009830)

1분기부터 확인된 긍정적인 변화



1Q26에는 미국 모듈 판매량 회복과 평가 상승 효과, 케미칼 흑자 전환 등 다수의 긍정적인 변화들이 관찰됐다. 향후 수년간 신재생에너지 부문 실적 성장이 지속될 것으로 판단한다. 뚜렷한 실적 성장 가시성에 주목하며, 투자자의 BUY를 유지한다. 유상증자 규모 축소 등을 반영해, 목표주가는 60,000원으로 상향한다.

>>> 케미칼이 견인한 1Q26 서프라이즈

연결 매출액 3,88조원(+3%QoQ, +25%YoY), 영업이익 926억원(흑전 QoQ, +206%YoY)으로, 당사 추정치(410억원)와 시장 기대치(115억원)를 상회했다.

신재생에너지: 미국 통관 정상화에 따른 판매량 회복, 평가 상승 효과 덕분에 영업이익 622억원을 기록했다. 1Q26 모듈 출하량(1.9GW)은 전분기 대비 약 80% 증가했다. 1Q26 AMPC는 2,180억원으로, 전분기 대비 114% 급증했다. 태양광 모듈 ASP는 전분기 대비 약 14% 상승했다. 연초부터 관찰되는 미국 셀/모듈 가격 상승은 FEOC 규제 강화 이후 구조적인 수급 개선에 기인하는 만큼, 가격 상승 추세의 지속 가능성이 높다고 판단한다.

2Q26부터는 EPC 프로젝트향 모듈 공급 확대 및 프로젝트 진행 가속화, 미국 주택용 에너지 사업 물량 확대 영향으로 추가적인 실적 성장이 기대된다. 특히 모듈 판매 가격이 가장 높은 주택용 비중이 확대됨에 따라, 하반기로 갈수록 ASP 상승 및 수익성 개선 효과가 강화될 전망이다. 2026년 신재생에너지 부문 영업이익 7,357억원(OPM 6.6%)을 예상한다.

케미칼/첨단소재: 케미칼 부문은 유가 상승, 단기 수급 변화 등 외부 요인과 체질 개선을 위한 내부적인 노력이 맞물리며, 흑자 전환(영업이익 341억원)에 성공했다. 특히 경쟁력이 낮은 범용 제품 생산라인 합리화, 전력직접구매 등 자체적인 체질 개선 노력들이 손익에 상당 부분 기여했다는 점이 고무적이다. 동사는 에틸렌 수급처 다변화를 통해, 앞으로도 90% 이상의 가동률을 유지할 수 있다고 설명했다. 따라서 현재와 유사한 유가 수준과 수급 환경이 유지될 경우, 2Q26에도 추가적인 이익 개선과 함께 2026년 연간 케미칼 영업이익 흑자 전환도 가능할 전망이다.

>>> 뚜렷한 실적 성장 가시성에 주목

향후 수년간 신재생에너지 부문의 실적 성장이 지속될 전망이다. 2027년까지는 모듈 가격 상승과 미국 공장 생산 확대가 실적을 견인할 예정이다. 2028년까지 TOPCon 셀 전환, 미국/말레이시아 생산 라인 대면적 전환이 완료되고, 2029년부터 Tandem 셀 양산이 시작되면서, 셀/모듈 생산능력 확대 및 수익성 개선 추세가 지속될 것으로 판단한다. 이를 위해 동사는 신재생에너지 부문에 3.5조원의 투자를 계획하고 있으며, 유상증자로 조달하는 0.9조원도 해당 계획에 포함될 예정이다. Peer 그룹 주가 상승에 따른 멀티플 조정, 유상증자 규모 축소를 반영해, 목표주가를 60,000원으로 상향한다.

한화솔루션 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,095	3,117	3,364	3,757	3,882	4,954	4,666	4,982	13,333	18,484	20,215
YoY	31%	18%	23%	-19%	25%	59%	39%	33%	8%	39%	9%
신재생에너지	1,599	1,446	1,752	2,041	2,111	3,022	2,913	3,092	6,838	11,138	12,905
태양광 모듈	587	574	432	279	624	608	610	605	1,872	2,447	2,359
개발/EPC	419	394	819	1,422	1,226	1,855	1,537	1,534	3,054	6,152	7,119
주택용 에너지	594	478	501	340	262	559	766	953	1,913	2,539	3,428
케미칼	1,074	1,239	1,160	1,151	1,340	1,467	1,273	1,299	4,624	5,380	5,272
첨단소재	274	308	258	271	286	312	307	296	1,111	1,200	1,248
기타	148	124	195	294	145	153	173	295	760	767	790
영업이익	30	102	-7	-490	93	228	232	246	-365	798	973
YoY	흑전	흑전	적지	적전	206%	123%	흑전	흑전	적지	흑전	22%
신재생에너지	136	156	8	-386	62	190	225	259	-85	736	1,047
태양광 모듈	49	162	-90	-196	49	19	22	18	-75	108	58
개발/EPC	-42	-61	19	-168	8	85	68	65	-253	225	393
주택용 에너지	129	55	80	-21	5	85	136	176	243	402	596
AMPC	184	182	68	102	218	225	251	261	536	954	1,133
케미칼	-91	-47	-9	-102	34	38	6	-32	-249	47	-77
첨단소재	-2	10	4	-5	12	13	11	5	6	41	25
기타	-13	-17	-10	15	-16	-13	-10	14	-25	-25	-22
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	4.6%	5.0%	4.9%	-2.7%	4.3%	4.8%
신재생에너지	9%	11%	0%	-19%	3%	6%	8%	8%	-1%	7%	8%
케미칼	-8%	-4%	-1%	-9%	3%	3%	0%	-2%	-5%	1%	-1%
첨단소재	-1%	3%	1%	-2%	4%	4%	3%	2%	1%	3%	2%
기타	-9%	-14%	-5%	5%	-11%	-9%	-6%	5%	-3%	-3%	-3%
금융손익	-107	-108	-108	-118	-131	-107	-98	-86	-441	-405	-367
세전이익	-68	-148	-40	-582	-42	61	191	96	-838	306	550
법인세비용	-39	29	-44	-171	-4	13	42	21	-225	72	132
법인세율(%)	58%	-19%	111%	29%	10%	22%	22%	22%	27%	24%	24%
지배주주순이익	-44	-202	-12	-392	-49	48	149	75	-650	223	418

자료: 키움증권 리서치센터

한화솔루션 목표주가 업데이트

(단위: 십억 원)

	12개월 선행 EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정 가치	비고
사업 부문별 영업가치 ①			21,255	Peer 평균 12개월 선행 EV/EBITDA 적용
신재생에너지	1,333	13.5	17,991	Peer: FSLR, CSIQ, HD현대에너지솔루션
케미칼, 첨단소재	371	8.8	3,264	Peer: LG화학, HS효성첨단소재, 코오롱인더
지분 가치 ②			2,519	장부가액*할인율(50%)
2026E 순차입금 ③			10,075	
우선주 시가총액 ④			73	
목표 시가총액 ①+②-③-④			13,626	
발행 주식 수 (백만 주)			228	예상 발행 주식수 5,600만주 반영
목표 주가 (원)			60,000	
현재 주가 (원)			49,400	
상승 여력 (%)			21%	

자료: 키움증권 리서치센터

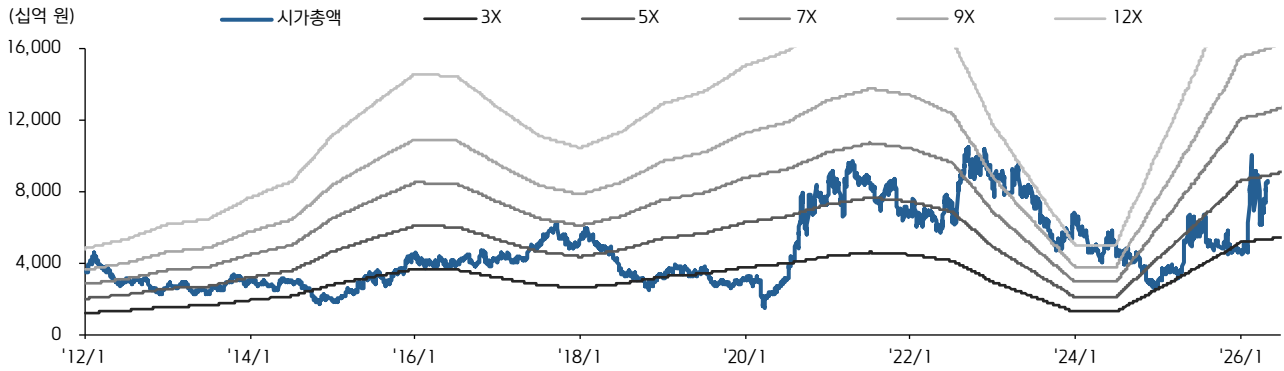
(2026/04/08 기준) 변경 전 목표주가

(단위: 십억 원)

	12개월 선행 EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정 가치	비고
사업 부문별 영업가치 ①			19,535	
신재생에너지	1,637	11.0	18,010	유사 기업 평균 12개월 선행 EV/EBITDA(11배) 적용
케미칼, 첨단소재	193	7.9	1,525	유사 기업 평균 12개월 선행 EV/EBITDA(7.9배) 적용
지분 가치 ②			2,519	장부가액*할인율(50%)
2026E 순차입금 ③			10,075	
우선주 시가총액 ④			61	
목표 시가총액 ①+②-③-④			11,918	
발행 주식 수 (백만 주)			244	예상 발행 주식수 7,200만주 반영
목표 주가 (원)			49,000	
현재 주가 (원)			40,300	
상승 여력 (%)			22%	

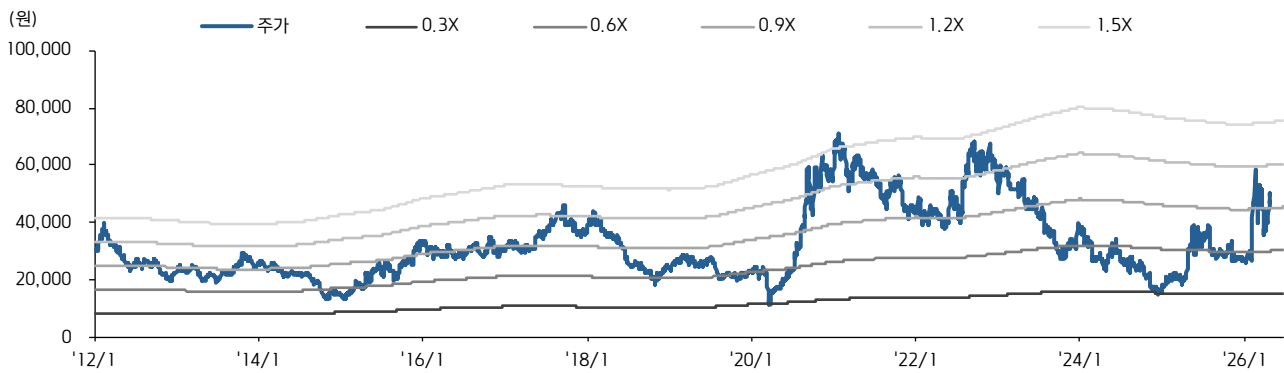
자료: 키움증권 리서치센터

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	18,484.1	20,214.6	21,023.2
매출원가	11,008.2	11,845.1	15,534.1	16,584.1	17,037.3
매출총이익	1,385.9	1,487.9	2,950.0	3,630.5	3,985.9
판매비	1,686.1	1,852.7	2,151.5	2,657.6	2,726.3
영업이익	-300.2	-364.8	798.5	972.8	1,259.6
EBITDA	415.2	419.5	1,700.9	1,928.5	2,327.2
영업외손익	-1,123.5	-473.2	-492.6	-422.4	-212.7
이자수익	103.4	96.0	87.4	87.6	161.8
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	63.5	50.8	34.5
기타	-275.7	8.7	-117.9	-61.5	90.3
법인세차감전이익	-1,423.7	-838.0	305.9	550.4	1,046.9
법인세비용	-315.6	-225.1	72.4	132.1	251.3
계속사업손익	-1,109.2	-613.1	233.5	418.3	795.6
당기순이익	-1,369.0	-615.3	233.5	418.3	795.6
지배주주순이익	-1,404.4	-650.4	222.8	418.3	795.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.2	7.6	38.6	9.4	4.0
영업이익 증감율	-151.8	21.5	-318.9	21.8	29.5
EBITDA 증감율	-66.9	1.0	305.5	13.4	20.7
지배주주순이익 증감율	흑전	-53.7	-134.3	87.7	90.2
EPS 증감율	적지	적지	흑전	65.8	90.2
매출총이익율(%)	11.2	11.2	16.0	18.0	19.0
영업이익률(%)	-2.4	-2.7	4.3	4.8	6.0
EBITDA Margin(%)	3.4	3.1	9.2	9.5	11.1
지배주주순이익률(%)	-11.3	-4.9	1.2	2.1	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	638.5	-655.0	420.8	1,557.6	1,958.2
당기순이익	-1,369.0	-615.3	233.5	418.3	795.6
비현금항목의 가감	1,942.2	1,432.0	1,972.8	2,059.3	2,216.3
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	1,104.9	1,138.1	1,183.2
영업활동자산부채증감	94.5	-1,394.8	-1,313.1	-414.3	-503.1
매출채권및기타채권의감소	-274.3	471.0	-691.6	-322.0	-150.4
재고자산의감소	-473.5	-1,464.2	-1,455.0	-263.7	-295.9
매입채무및기타채무의증가	688.1	319.6	1,130.2	440.0	257.6
기타	154.2	-721.2	-296.7	-268.6	-314.4
기타현금흐름	-29.2	-76.9	-472.4	-505.7	-550.6
투자활동 현금흐름	-3,287.4	-1,748.6	51.1	-467.6	1,309.7
유형자산의 취득	-3,397.6	-2,010.5	-1,300.0	-1,800.0	0.0
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	-84.9	-103.6	-126.3
기타	1,115.9	688.2	688.2	688.2	688.2
재무활동 현금흐름	2,675.9	2,714.2	919.1	543.7	543.7
차입금의 증가(감소)	2,687.6	2,269.4	-1,489.8	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1,798.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-138.0	-165.9	0.0	-67.0	-67.0
기타	126.3	610.7	610.7	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	-340.0	-97.2	2,080.7
기초현금 및 현금성자산	1,958.1	2,184.4	2,470.5	2,130.5	2,033.3
기말현금 및 현금성자산	2,184.4	2,470.5	2,130.5	2,033.3	4,114.0

자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,882.7	12,636.7	14,757.9	15,618.7	18,586.3
현금 및 현금성자산	2,184.4	2,470.5	2,130.5	2,033.3	4,114.0
단기금융자산	317.8	387.4	472.3	575.9	702.1
매출채권 및 기타채권	2,967.6	2,747.2	3,438.8	3,760.8	3,911.2
재고자산	4,257.5	5,679.9	7,134.9	7,398.6	7,694.6
기타유동자산	1,155.4	1,351.7	1,581.4	1,850.1	2,164.4
비유동자산	19,154.2	20,507.3	20,191.5	20,322.5	18,541.5
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	11,526.2
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	34,949.5	35,941.2	37,127.8
유동부채	11,707.6	12,735.9	13,224.6	13,664.6	13,922.2
매입채무 및 기타채무	4,023.2	4,200.9	5,331.2	5,771.2	6,028.8
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	1,304.7	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	21,599.4	22,039.4	22,297.0
지배지분	9,449.7	9,101.2	11,255.6	11,807.3	12,736.3
자본금	888.6	888.6	1,158.6	1,158.6	1,158.6
자본잉여금	1,562.4	1,771.4	3,299.6	3,299.6	3,299.6
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	3,598.8	3,950.1	4,678.8
비지배지분	1,157.2	2,083.8	2,094.5	2,094.5	2,094.5
자본총계	10,606.9	11,185.0	13,350.1	13,901.8	14,830.8
투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	-8,050	-3,728	1,104	1,831	3,483
BPS	54,163	52,166	49,265	51,680	55,747
CFPS	3,285	4,681	10,939	10,845	13,183
DPS	300	0	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-2.0	-7.2	44.7	27.0	14.2
PER(최고)	-4.9	-10.9	53.7		
PER(최저)	-1.8	-4.3	23.3		
PBR	0.30	0.51	1.00	0.96	0.89
PBR(최고)	0.73	0.78	1.20		
PBR(최저)	0.27	0.31	0.52		
PSR	0.23	0.35	0.54	0.56	0.54
PCFR	4.9	5.7	4.5	4.6	3.7
EV/EBITDA	35.2	46.1	13.0	11.4	8.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-3.7	0.0	28.7	16.0	8.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.9	0.0	0.6	0.6	0.6
ROA	-5.0	-1.9	0.7	1.2	2.2
ROE	-16.0	-7.0	2.2	3.6	6.5
ROIC	-1.9	-2.2	3.2	3.6	4.5
매출채권회전율	4.0	4.7	6.0	5.6	5.5
재고자산회전율	3.2	2.7	2.9	2.8	2.8
부채비율	183.2	196.3	161.8	158.5	150.3
순차입금비율	100.6	112.7	85.2	81.8	61.8
이자보상배율	-0.5	-0.7	1.6	2.1	2.7
총차입금	13,170.4	15,466.4	13,976.6	13,976.6	13,976.6
순차입금	10,668.2	12,608.5	11,373.8	11,367.4	9,160.4
NOPLAT	415.2	419.5	1,700.9	1,928.5	2,327.2
FCF	-2,831.7	-2,974.1	-1,101.2	-519.3	1,521.9

Compliance Notice

- 당사는 4월 28일 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.

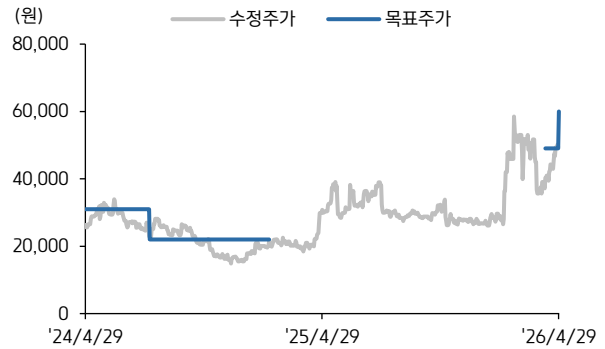
고지사항

- 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.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한화솔루션 (009830)	2024/08/06	Marketperform (Maintain)	22,000 원	6 개월	26.80	165.91
	2026/04/08	BUY (Reinitiate)	49,000 원	6 개월	-9.22	2.45
	2026/04/29	BUY(Maintain)	60,000 원	6 개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 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 (2025/04/01~2026/03/31)

매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%