한화솔루션 (009830)

두 축의 반등, 중심은 태양광

2026년 7월 30일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	40,000 원 (하향)
✓ 상승여력	75.1%	✓ 현재주가 (7월 29일)	22,850 원

신한생각 태양광 중심의 실적 개선 지속

미국 태양광 시장 내 현지 생산 기반의 경쟁력 부각되며 하반기 신재생에너지 실적 모멘텀 지속 전망. 상반기 판가 상승에 이어 카터스빌 셀·웨이퍼 생산 정상화로 판매량 회복과 AMPC(생산세액공제) 증가 예상. 미국 내 수직계열화에 따른 DCA(미국산 부품 사용 추가세액공제) 프리미엄까지 더해지며 중장기 이익 체력 강화 기대. 케미칼은 상고하저 흐름 불가피하나 원가 경쟁력 개선으로 이익 하방은 제한적일 전망

2Q26 Review: 태양광·케미칼 동반 개선으로 시장 기대치 상회

2Q26 영업이익 3,065억원(+231%, 이하 QoQ)으로 컨센서스 1,877억원 상회. 신재생에너지 영업이익은 1,664억원(+168%) 기록. 모듈 판매량은 EPC 프로젝트 출하 지연으로 1.3GW(1Q 1.9GW) 시현. 다만 주택용 비중 확대로 ASP가 5% 상승했고 관세 환급(약 900억원)도 반영. 주택용 사업은 TPO 물량 증가로 호조를 보였으며 AMPC는 2,140억원(-2%) 반영

케미칼 영업이익은 871억원(+155%) 기록. 중동 공급차질에 따른 제품 가격 상승과 저가 원료 확보에 따른 스프레드 확대 영향. 첨단소재는 북미 태양광 소재 판매 증가 등으로 288억원(+136%) 시현. 지분법손익은 한화임팩트 금융투자상품 평가이익 등으로 1,490억원(+136%) 기록

Valuation & Risk: 재평가의 조건은 갖춰지는 중

목표주가는 글로벌 피어 멀티플 하향 등을 반영해 40,000원(-27%)으로 변경. 하반기 모듈 출하량 반등(5.8GW vs. 상반기 3.2GW)과 카터스빌 램프업에 따른 AMPC 확대 지속 전망. 수직계열화와 DCA 프리미엄을 통한 이익 체력 강화가 확인될 경우 북미 태양광 사업가치 본격 재평가 가능

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2024	12,474.0	(296.2)	(1,404.4)	-	(16.0)	0.3	35.3	1.8
2025	13,354.4	(364.9)	(650.4)	-	(7.0)	0.5	46.4	-
2026F	17,565.1	795.2	664.1	7.1	7.0	0.5	10.7	-
2027F	19,192.3	1,366.5	1,035.5	5.0	10.1	0.5	7.4	-
2028F	22,635.0	1,875.5	1,448.2	3.6	12.6	0.4	5.7	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화학]

이진명 수석연구원
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

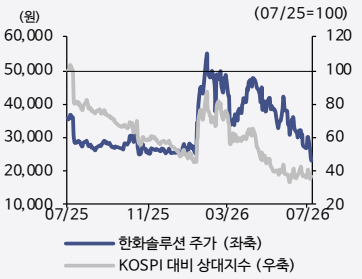
김명주 연구원
✉ kimmj@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	하향

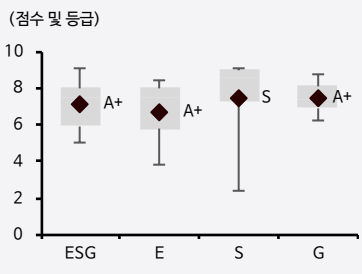
시가총액	3,927.7 십억원
발행주식수(유동비율)	224.9 백만주(63.0%)
52주 최고가/최저가	55,180 원/22,850 원
일평균 거래액 (60일)	96,958 백만원
외국인 지분율	11.9%
주요주주 (%)	
한화 외 8 인	35.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(35.3)	(49.5)	(36.4)	(9.4)
상대	(4.0)	(40.3)	(63.7)	(31.1)

주가



ESG 컨센서스



한화솔루션 2026년 2분기 실적 리뷰

(십억원, %)	2Q26P	1Q26	QoQ	2Q25	YoY	컨센서스
매출액	4,582.7	3,882.0	18.1	3,117.3	47.0	4,664.2
영업이익	306.5	92.6	231.0	102.1	200.3	187.7
세전이익	258.3	(40.8)	흑전	(149.5)	흑전	62.3
순이익	310.1	(48.9)	흑전	(201.6)	흑전	68.3
영업이익률	6.7	2.4	-	3.3	-	4.0

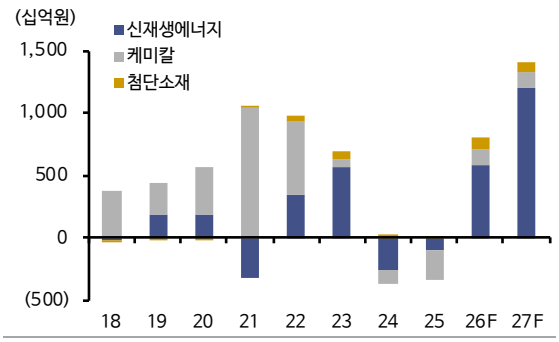
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

한화솔루션 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	**3,094.5**	**3,117.3**	**3,364.3**	**3,778.3**	**3,882.0**	**4,582.7**	**4,418.9**	**4,681.6**	**13,198.4**	**12,474.0**	**13,354.4**	**17,565.1**	**19,192.3**
케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,340.1	1,465.0	1,272.9	1,181.3	5,097.4	4,817.2	4,624.1	5,259.3	5,004.4
신재생에너지	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,041.0	2,110.9	2,482.3	2,640.1	2,909.1	6,525.6	5,765.8	6,838.1	10,142.4	11,969.5
첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	285.6	300.3	307.2	291.8	988.9	1,037.6	1,110.9	1,184.9	1,220.4
영업이익	**30.3**	**102.1**	**(7.4)**	**(489.8)**	**92.6**	**306.5**	**176.1**	**219.9**	**578.6**	**(296.2)**	**(364.9)**	**795.2**	**1,366.5**
케미칼	(91.2)	(46.8)	(9.0)	(102.1)	34.1	87.1	30.9	(12.6)	60.7	(121.3)	(249.1)	139.5	127.8
신재생에너지	136.2	156.2	7.9	(396.0)	62.2	166.4	123.9	224.2	568.2	(257.5)	(95.7)	576.7	1,208.2
AMPC	*183.9*	*182.0*	*68.2*	*101.9*	*218.0*	*214.0*	*229.5*	*298.1*	*209.6*	*555.1*	*536.0*	*959.6*	*1,127.7*
첨단소재	(1.8)	9.8	3.6	(5.4)	12.2	28.8	31.3	17.3	64.3	23.5	6.2	89.6	69.0
지분법이익	134.6	3.2	99.1	(202.4)	63.2	149.0	45.2	28.7	14.1	(327.6)	34.5	286.1	192.4
세전이익	**(69.4)**	**(149.5)**	**(39.6)**	**(581.6)**	**(40.8)**	**258.3**	**116.5**	**524.2**	**(36.7)**	**(1,652.1)**	**(840.1)**	**858.2**	**1,338.2**
순이익(지배)	**(44.5)**	**(201.6)**	**(12.1)**	**(392.3)**	**(48.9)**	**310.1**	**91.3**	**311.6**	**(141.0)**	**(1,404.4)**	**(650.4)**	**664.1**	**1,035.5**
영업이익률	**1.0**	**3.3**	**(0.2)**	**(13.0)**	**2.4**	**6.7**	**4.0**	**4.7**	**4.4**	**(2.4)**	**(2.7)**	**4.5**	**7.1**
케미칼	(8.5)	(3.8)	(0.8)	(8.9)	2.5	5.9	2.4	(1.1)	1.2	(2.5)	(5.4)	2.7	2.6
신재생에너지	8.5	10.8	0.5	(19.4)	2.9	6.7	4.7	7.7	8.7	(4.5)	(1.4)	5.7	10.1

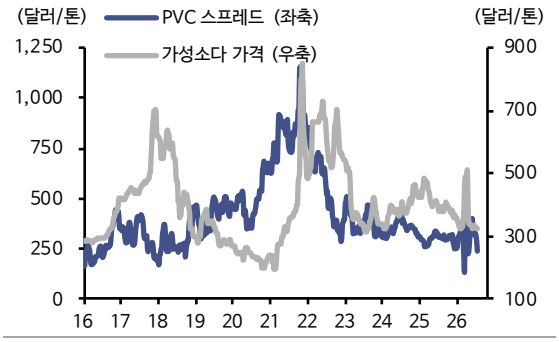
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 영업이익 추이 및 전망



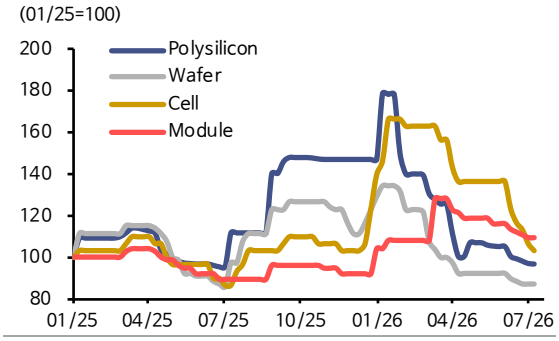
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

PVC 스프레드 및 가성소다 가격 추이



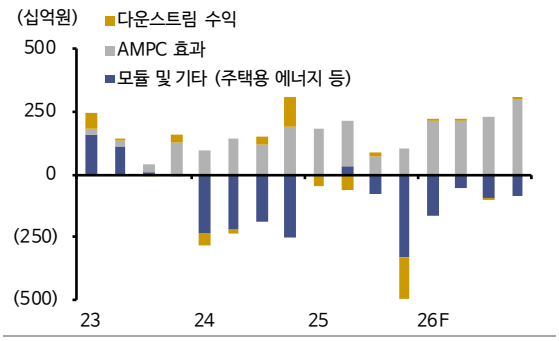
자료: Platts, Cischem, 신한투자증권

태양광 밸류체인 상대가격 추이



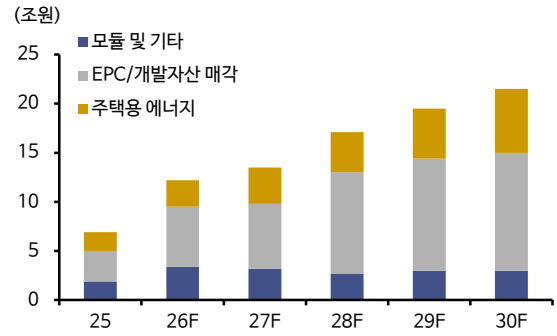
자료: PVinsight, 신한투자증권

신재생에너지 분기 영업이익 추이 및 전망



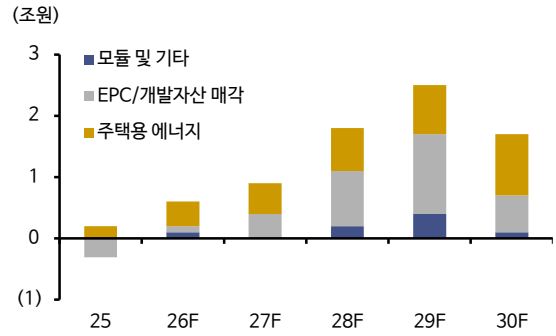
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

신재생에너지 매출액 연도별 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

신재생에너지 영업이익 연도별 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한화솔루션 SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치			20,982	
1) 케미칼	430.7	4.1	1,766	국내 화학업체 평균
2) 큐셀	1,683.7	11.1	18,689	글로벌 Peers 평균
3) 첨단소재	128.6	4.1	527	국내 화학업체 평균
총합	2,243.0	9.4	20,982	
② 자산가치			2,935	한화임팩트, 여천NCC 등 적용
③ 순차입금			12,900	26년 기준, 유상증자 반영
④ 우선주 시가총액			70	
⑤ 비지배지분			2,048	
목표 시가총액			8,900	(①+②-③-④-⑤)
발행주식수 (천주)			222,318	자사주 제외, 유상증자 반영
목표주가 (원)			40,000	

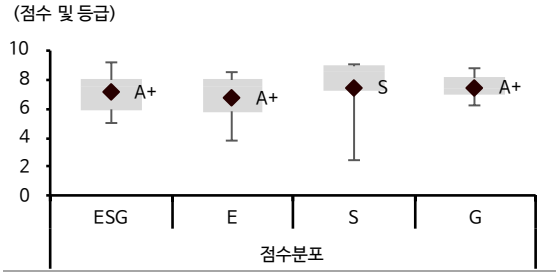
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

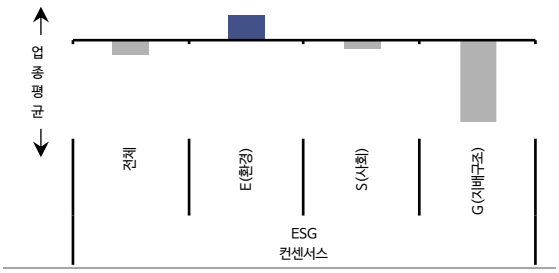
- 환경: 에너지·소재 기술 기반으로 지속가능한 친환경 성장 달성
- 사회: 구성원 중심의 조직문화와 화합의 노사관계 추구
- 지배구조: 투명한 지배구조와 적극적인 이해관계자와의 소통

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: Sustinvest, 신한투자증권

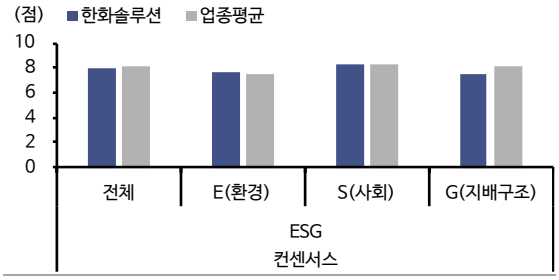
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: Sustinvest, 신한투자증권

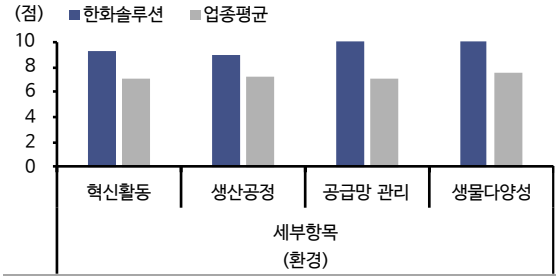
Key Chart

ESG 필라



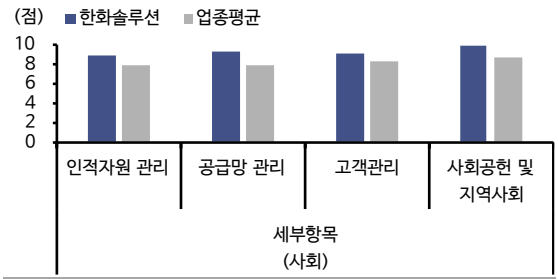
자료: Sustinvest, 신한투자증권

세부항목 - E(환경)



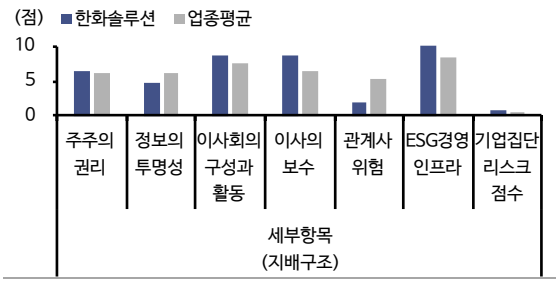
자료: Sustinvest, 신한투자증권

세부항목 - S(사회)



자료: Sustinvest, 신한투자증권

세부항목 - G(지배구조)



자료: Sustinvest, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
자산총계	**30,036.8**	**33,144.0**	**35,693.7**	**37,033.0**	**39,341.9**
유동자산	10,882.7	12,636.7	14,804.2	15,208.3	17,429.6
현금및현금성자산	2,184.4	2,470.5	1,846.3	1,050.0	731.6
매출채권	2,305.0	1,543.3	2,534.9	2,769.7	3,266.6
재고자산	4,257.5	5,679.9	6,545.9	7,152.3	8,435.2
비유동자산	19,154.2	20,507.3	20,889.5	21,824.6	21,912.3
유형자산	10,727.0	11,181.8	11,401.2	12,253.5	12,225.2
무형자산	1,755.7	1,846.4	1,819.9	1,794.1	1,769.0
투자자산	5,433.9	5,875.8	6,060.6	6,164.6	6,301.0
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**19,430.0**	**21,959.0**	**23,881.0**	**24,241.4**	**25,181.0**
유동부채	11,707.6	12,735.9	14,651.8	15,330.5	16,440.5
단기차입금	5,109.9	6,320.2	6,520.2	6,520.2	6,194.1
매입채무	2,610.3	2,708.9	3,503.8	3,828.4	4,515.1
유동성장기부채	1,189.2	805.2	805.2	805.2	805.2
비유동부채	7,722.4	9,223.1	9,229.3	8,910.9	8,740.6
사채	2,191.4	2,176.4	2,176.4	2,013.2	1,862.2
장기차입금(장기금융부채 포함)	4,642.1	6,148.2	5,869.2	5,604.4	5,353.1
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**10,606.9**	**11,185.0**	**11,812.6**	**12,791.6**	**14,160.9**
자본금	888.6	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	1,562.4	1,771.4	1,771.4	1,771.4	1,771.4
기타자본	(150.4)	(150.5)	(150.5)	(150.5)	(150.5)
기타포괄이익누계액	2,319.8	2,451.9	2,451.3	2,450.7	2,450.1
이익잉여금	4,132.4	3,443.1	4,107.2	5,142.7	6,590.9
지배주주지분	**9,449.7**	**9,101.2**	**9,764.7**	**10,799.7**	**12,247.3**
비지배주주지분	1,157.2	2,083.8	2,047.9	1,991.9	1,913.6
*총차입금	13,258.7	15,612.1	15,584.6	15,176.3	14,489.9
*순차입금(순현금)	10,700.6	12,705.8	13,164.0	13,498.8	13,018.3

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**12,394.0**	**13,333.1**	**17,565.1**	**19,192.3**	**22,635.0**
증감률 (%)	(5.2)	7.6	31.7	9.3	17.9
매출원가	**11,008.2**	**11,845.1**	**14,405.6**	**15,252.3**	**17,724.2**
매출총이익	**1,385.9**	**1,487.9**	**3,159.5**	**3,940.0**	**4,910.8**
매출총이익률 (%)	11.2	11.2	18.0	20.5	21.7
판매관리비	**1,686.1**	**1,852.7**	**2,364.3**	**2,573.5**	**3,035.3**
영업이익	**(300.2)**	**(364.8)**	**795.2**	**1,366.5**	**1,875.5**
증감률 (%)	적전	적지	흑전	71.8	37.2
영업이익률 (%)	(2.4)	(2.7)	4.5	7.1	8.3
영업외손익	(1,123.5)	(473.2)	65.9	(25.4)	(1.1)
금융손익	(440.1)	(441.0)	(486.6)	(499.9)	(495.9)
기타영업외손익	(356.6)	(66.7)	266.5	282.1	297.0
종속 및 관계기업관련손익	(326.7)	34.5	286.1	192.4	197.8
세전계속사업이익	**(1,423.7)**	**(838.0)**	**861.1**	**1,341.1**	**1,874.3**
법인세비용	(284.3)	(225.1)	230.0	358.6	501.5
계속사업이익	(1,109.2)	(613.1)	630.4	981.7	1,372.0
중단사업이익	(228.4)	(2.2)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
당기순이익	**(1,369.0)**	**(615.3)**	**628.2**	**979.6**	**1,369.9**
증감률 (%)	적지	적지	흑전	55.9	39.8
순이익률 (%)	(11.0)	(4.6)	3.6	5.1	6.1
(지배주주)당기순이익	(1,404.4)	(650.4)	664.1	1,035.5	1,448.2
(비지배주주)당기순이익	35.4	35.2	(35.9)	(56.0)	(78.3)
총포괄이익	756.9	(414.9)	627.6	979.0	1,369.3
(지배주주)총포괄이익	648.0	(483.1)	730.8	1,139.9	1,594.3
(비지배주주)총포괄이익	108.9	68.2	(103.2)	(160.9)	(225.1)
EBITDA	**415.2**	**419.5**	**1,795.9**	**2,633.5**	**3,322.4**
증감률 (%)	(66.9)	1.0	328.1	46.6	26.2
EBITDA 이익률 (%)	3.4	3.1	10.2	13.7	14.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	**638.5**	**(655.0)**	**537.2**	**1,585.2**	**1,722.8**
당기순이익	(1,369.0)	(615.3)	628.2	979.6	1,369.9
유형자산상각비	649.4	719.9	980.6	1,247.7	1,428.3
무형자산상각비	66.1	64.3	20.1	19.3	18.6
외화환산손실(이익)	111.1	35.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	8.3	30.0	77.8	77.8	77.8
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	424.0	(692.7)	(944.3)	(850.7)	(856.0)
운전자본변동	94.5	(1,394.8)	(703.6)	(378.6)	(801.1)
(법인세납부)	(71.8)	(70.7)	(230.0)	(358.6)	(501.5)
기타	725.9	1,269.3	708.4	848.7	986.8
투자활동으로인한현금흐름	**(3,287.4)**	**(1,748.6)**	**(1,143.3)**	**(1,990.5)**	**(1,391.8)**
유형자산증가(CAPEX)	(3,397.6)	(2,010.5)	(1,200.0)	(2,100.0)	(1,400.0)
유형자산감소	53.7	38.7	0.0	0.0	0.0
무형자산감소(증가)	(21.3)	(6.4)	6.5	6.5	6.4
투자자산감소(증가)	230.7	1,011.4	109.2	96.4	69.4
기타	(152.9)	(781.8)	(59.0)	6.6	(67.6)
FCF	(3,280.4)	(2,710.0)	(620.8)	(326.6)	374.7
재무활동으로인한현금흐름	**2,675.9**	**2,714.2**	**(587.6)**	**(960.5)**	**(1,219.0)**
차입금증가(감소)	2,687.6	2,269.4	(27.6)	(408.3)	(686.4)
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(138.0)	(165.9)	0.0	0.0	0.0
기타	126.3	610.7	(560.0)	(552.2)	(532.6)
기타현금흐름	(2.6)	0.0	569.5	569.6	569.4
연결범위변동으로인한현금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	201.9	(24.6)	0.0	0.0	0.0
현금증가(감소)	**226.3**	**286.1**	**(624.2)**	**(796.2)**	**(318.5)**
기초현금	1,958.1	2,184.4	2,470.5	1,846.3	1,050.1
기말현금	2,184.4	2,470.5	1,846.3	1,050.1	731.6

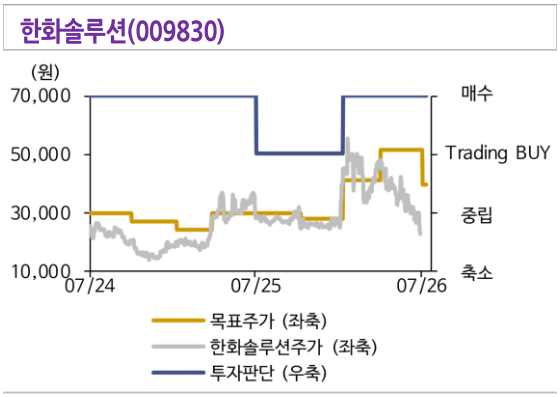
자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (당기순이익, 원)	(7,113)	(3,195)	3,049	4,306	6,022
EPS (지배순이익, 원)	(7,297)	(3,377)	3,223	4,552	6,366
BPS (자본총계, 원)	55,075	58,077	51,931	56,235	62,254
BPS (지배지분, 원)	49,066	47,257	42,928	47,478	53,842
DPS (원)	271	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	-	-	7.5	5.3	3.8
PER (지배순이익, 배)	-	-	7.1	5.0	3.6
PBR (자본총계, 배)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	35.3	46.4	10.7	7.4	5.7
배당성향 (%)	(3.7)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	1.8	-	-	-	-
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	3.4	3.1	10.2	13.7	14.7
영업이익률 (%)	(2.4)	(2.7)	4.5	7.1	8.3
순이익률 (%)	(11.0)	(4.6)	3.6	5.1	6.1
ROA (%)	(5.0)	(1.9)	1.8	2.7	3.6
ROE (지배순이익, %)	(16.0)	(7.0)	7.0	10.1	12.6
ROIC (%)	(2.0)	(2.3)	3.7	5.4	7.1
안정성					
부채비율 (%)	183.2	196.3	202.2	189.5	177.8
순차입금비율 (%)	100.9	113.6	111.4	105.5	91.9
현금비율 (%)	18.7	19.4	12.6	6.8	4.4
이자보상배율 (배)	(0.5)	(0.7)	1.4	2.4	3.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.2	3.6	3.6	3.4	3.6
재고자산회수기간 (일)	113.5	136.0	127.0	130.3	125.7
매출채권회수기간 (일)	63.7	52.7	42.4	50.4	48.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2024년 07월 26일	매수	30,184	(24.0)	(12.2)
2024년 10월 31일	매수	27,354	(38.4)	(23.6)
2025년 02월 07일	매수	24,524	(19.6)	4.2
2025년 04월 25일	매수	30,184	5.8	22.0
2025년 07월 31일	Trading BUY	30,184	(7.4)	5.6
2025년 11월 06일	Trading BUY	28,297	(6.9)	21.5
2026년 02월 06일	매수	41,503	4.1	33.0
2026년 04월 29일	매수	51,878	(31.1)	(7.8)
2026년 07월 30일	매수	40,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명, 김명주)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 07월 28일 기준)

매수 (매수)	91.67%	Trading BUY (중립)	5.30%	중립 (중립)	3.03%	축소 (매도)	0.00%