

한화솔루션 (009830)

미국/중국 태양광 업체들 대비 과도한 저평가

목표주가 4만원 하향, 투자의견 매수 유지

목표주가 6.1만원에서 4.0만원으로 하향한다. 실적 추정치는 크게 변동이 없으나, 시장 전반에 걸친センチ멘털 악화와 글로벌 Peer 업체들의 멀티플 하락을 반영하였다.

미국의 중국산 배제 강화로 비중국산 프리미엄이 강화되는 한편, Cartersville 가동으로 동사 모듈은 DCA 조건을 충족하는 만큼 고객사들의 선호도는 더 높아질 수밖에 없다. 이는 최근 동남아 제재 및 이에 따른 모듈 수입량 감소로 강세인 미국 가격과 별개로 동사의 평가 추가 인상력이 존재한다는 의미이다. 비중국산 프리미엄 강화에, 우주/AI 소재로 시장이 한층 확장될 수 있다는 점도 긍정적인 만큼 투자의견은 매수 유지한다.

2Q26 Review: 3,065억원(+230%QoQ) vs 컨센서스 1,697억원

2분기 영업이익은 3,065억원(+230%QoQ)으로 큰 폭 증가했고, 컨센서스 1,697억원 대비로도 +80% 상회하는 호실적이었다. 케미칼/신재생에너지/첨단소재 전 사업부에 걸쳐 실적이 개선됐는데, 특히 신재생에너지는 미국 모듈 평가 상승과 900억원의 세금 환급으로 영업이익은 1,664억원(+167%QoQ)에 달했다. 케미칼도 저가 원재료 투입에 따른 레깅효과로 871억원(+155%QoQ) 달성했고, 첨단소재는 북미 태양광 관련 소재 판매 호조로 역대 최고치인 288억원(+136%QoQ) 및 10% 육박하는 OPM 기록했다.

3분기는 1,901억원으로 -38%QoQ 내외의 감익을 예상한다. 케미칼 부문에서 역레깅 반영으로 영업이익이 대폭 감소하고, 신재생에너지 일회성 이익도 소멸되는 영향이다. 2분기에 EPC 공사 지연으로 일부 지연됐던 모듈 출하가 3분기 재개되고, DCA 충족에 따른 평가 인상세 지속과 AMPC 보조금은 확대 예상된다. EPC/개발자산 매각 및 TPO 사업의 이익도 소폭 늘어나긴 하겠으나, 금번 분기 반영됐던 900억원의 일회성 수익을 상회하진 못하며 신재생에너지 전제로는 QoQ 유사한 수준의 이익을 예상한다.

미국/중국 태양광 업체 대비 과도하게 저평가된 현재 구간

이번주 들어 동사를 비롯한 신재생에너지 업종 전반의 주가 하락 폭이 컸다. 전체적인 시장 조정 영향도 있었지만, 주말 사이 미-이란 협상 재개되며 급락한 유가와 Meta의 RE100 탈퇴 뉴스가 특히 재생에너지 업종センチ멘털 악화를 부추긴 것으로 해석된다. 그러나 이란과 후티 반군의 무력행위는 간헐적으로 계속되고 있으며, 지난 5개월 간의 행보를 봤을 때 양측이 온전한 협상을 합의하기도 쉽진 않아 보인다.

대외적인 유가 방향을 제외하고 보더라도, 국내 태양광 업체들이 비중국산 제조사로서 프리미엄을 누릴 수 있는 여건이 점차 고착화되고 있다는 점은 분명하다. 특히 지난주 OCI홀딩스 말레이시아 폴리실리콘 증설 발표는 비중국산에 대한 고객사들의 선호도가 점점 뚜렷해지고 있음을 분명히 확인시켜 줬다는 점에서 동사에게 시사하는 바도 매우 크다. 또한 육상용 발전에만 한정되어 있던 태양광 시장이 우주/AI 인프라 소재로 한층 더 확장될 수 있는 잠재력을 보여준다는 점에서도 의의가 있다.

한국 업체가 누릴 수 있는 비중국산 프리미엄과 태양광 시장의 구조적 확장, AIDC 관련 발전수요 증가 등 단기 및 중장기적 성장 동력원이 다분함에도 오히려 최근 미국/중국 태양광 업체들 대비 한국 업체들 주가만 과도하게 조정되었다[그림2]. 26~27년 PBR 기준 First Solar 1.8배, 중국 모듈 3사(Jinko, JA, Trina Solar) 평균 1.4배 대비 동사는 0.46배에 그쳐 디스카운트 폭이 두드러진다. 미국과 중국 시장이 평균적으로 더 높은 밸류에이션을 받고 있음을 감안해도 현재 멀티플은 상대평가 관점에서 과도하게 낮다.

Company Brief

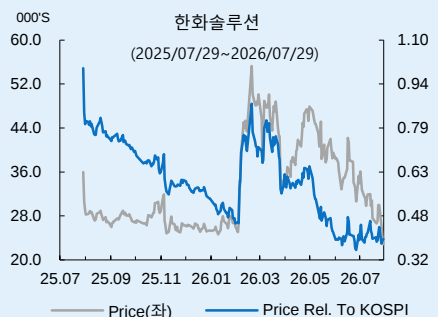
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000원(하향)
종가(2026.07.29)	22,850원
상승여력	75.1%

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	3,928십억원
외국인지분율	11.9%
52주 주가	22,850~55,272원
60일평균거래량	2,431,982주
60일평균거래대금	96.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-35.3	-45.2	-8.9	-31.0
상대수익률	-2.7	-29.8	-17.4	-106.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	13,333	17,961	18,619	19,755
영업이익(십억원)	-365	809	1,111	1,294
순이익(십억원)	-650	353	661	891
EPS(원)	-3,728	1,739	2,870	3,864
BPS(원)	52,166	49,469	52,719	56,768
PER(배)		13.1	8.0	5.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	-7.0	3.4	5.6	7.1
배당수익률(%)		1.3	2.2	3.1
EV/EBITDA(배)	39.4	7.8	6.9	6.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 한화솔루션 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	3,094	3,117	3,364	3,757	3,882	4,583	4,717	4,779	12,394	13,333	17,961
영업이익	30	102	-7	-490	93	307	190	220	-300	-365	809
영업이익률	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	2.4%	6.7%	4.0%	4.6%	-2.4%	-2.7%	4.5%
케미칼											
매출액	1,074	1,239	1,160	1,151	1,340	1,465	1,371	1,308	4,817	4,624	5,483
영업이익	-91	-47	-9	-102	34	87	10	8	-122	-249	139
영업이익률	-8.5%	-3.8%	-0.8%	-8.9%	2.5%	5.9%	0.7%	0.6%	-2.5%	-5.4%	2.5%
신재생에너지											
매출액	1,599	1,446	1,752	2,041	2,111	2,482	2,782	2,922	5,766	6,838	10,298
모듈 및 기타	587	574	432	279	624	559	710	816	2,528	1,872	2,708
개발자산 매각/EPC	419	394	819	1,422	1,226	1,652	1,451	1,474	2,960	3,054	5,802
주택용 에너지 사업	594	478	501	340	262	272	622	632	278	1,913	1,787
영업이익	136	156	8	-396	62	166	157	209	-258	-96	595
모듈 및 기타	-135	-20	-159	-308	-169	-70	-121	-106	-957	-622	-466
개발자산 매각/EPC	-42	-61	19	-168	8	8	17	11	89	-253	44
주택용 에너지 사업	129	55	80	-21	5	14	22	22	56	243	63
IRA	184	182	68	102	218	214	239	281	555	536	953
영업이익률	8.5%	10.8%	0.5%	-19.4%	2.9%	6.7%	5.6%	7.1%	-4.5%	-1.4%	5.8%
모듈 및 기타	-23.0%	-3.4%	-36.7%	-110.6%	-27.1%	-12.5%	-17.0%	-13.0%	-37.9%	-33.2%	-17.2%
개발자산 매각/EPC	-10.0%	-15.6%	2.3%	-11.8%	0.7%	0.5%	1.1%	0.8%	3.0%	-8.3%	0.8%
주택용 에너지 사업	21.8%	11.5%	15.9%	-6.2%	1.9%	5.2%	3.5%	3.5%	19.9%	12.7%	3.5%
IRA 제외 영업이익	-48	-26	-60	-498	-156	-48	-82	-73	-813	-632	-358
첨단소재											
매출액	274	308	258	271	286	300	329	283	1,038	1,111	1,198
영업이익	-2	10	4	-5	12	29	31	16	24	6	88
영업이익률	-0.7%	3.2%	1.4%	-2.0%	4.3%	9.6%	9.5%	5.7%	2.3%	0.6%	7.4%
기타											
매출액	148	124	195	294	145	335	235	266	773	760	982
영업이익	-13	-17	-10	14	-16	24	-9	-12	55	-26	-13
영업이익률	-8.7%	-13.8%	-5.1%	4.7%	-10.9%	7.2%	-3.6%	-4.7%	7.1%	-3.4%	-1.3%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기존 (2026.04.29)			변경 (2026.07.30)			참고 내용
	2026~27F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2026~27F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
사업가치 합계			20,348			15,345	(A)= (a)+(b)+(c)
태양광	1,371	11.5	15,769	1,495	8.6	12,901	(a) 중국 Peer 및 FirstSolar 평균 적용
케미칼	419	9.3	3,900	279	5.5	1,478	(b) 한국 및 아시아 주요 석유화학 업체 평균
가공소재	55	12.3	679	92	11.0	966	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	5,210		3,647	5,151		3,606	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			10,029			9,850	(C): 2026년 당사 예상치 (유상증자 효과 반영)
우선주 시가총액			72.9			39.1	(D): 2026년 07월 29일 종가 기준
보통주 적정 시가총액			13,893			9,062	(E): (A)+(B)-(C)-(D)
보통주 총 발행주수			227,892,536			224,892,536	유상증자 금액 변경으로 최종 발행주식수 증가분 조정
적정주가 (원)			60,965			40,295	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			61,000			40,000	이전 대비 -34% 하향 조정
현재주가 (원)						22,850	2026년 07월 29일 종가 기준
상승여력 (%)						75.1%	

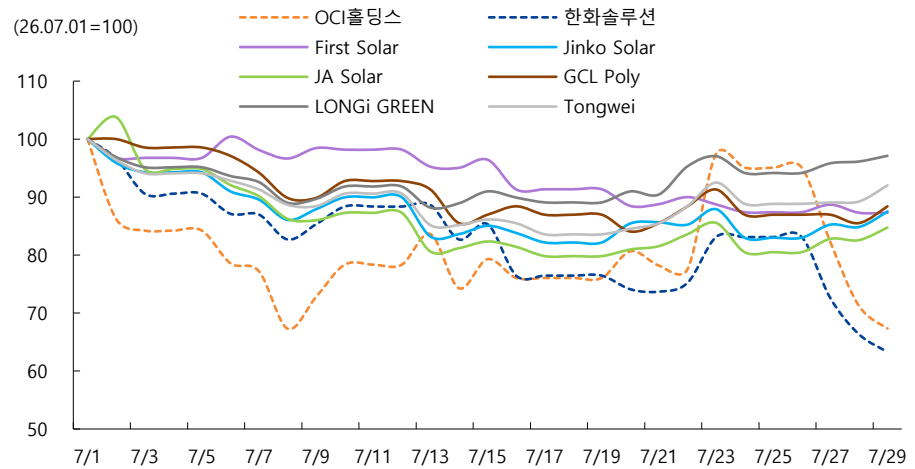
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 ROE-PBR 밸류에이션 추이



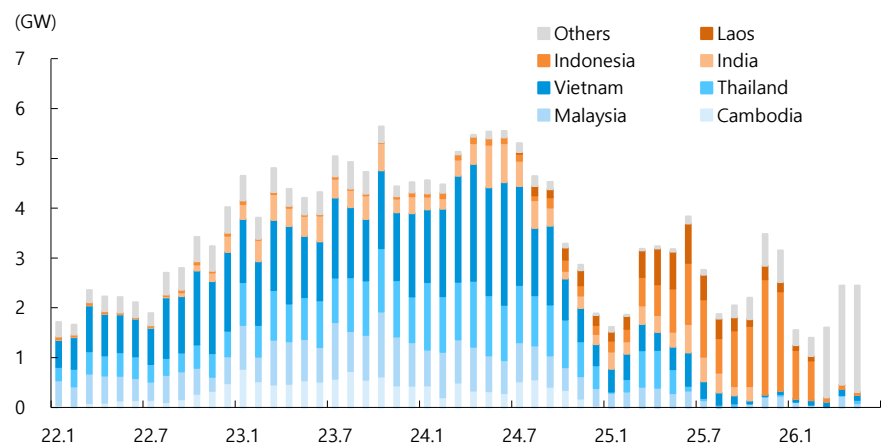
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 글로벌 주요 태양광 업체 26년 7월 이후 주가 추이



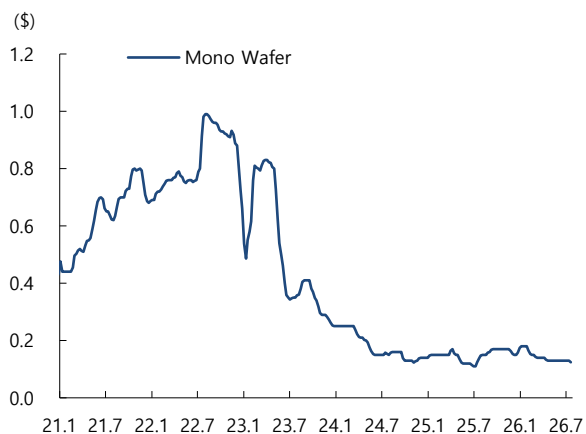
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 2022년 이후 미국 내 모듈 국가별 수입량 추이



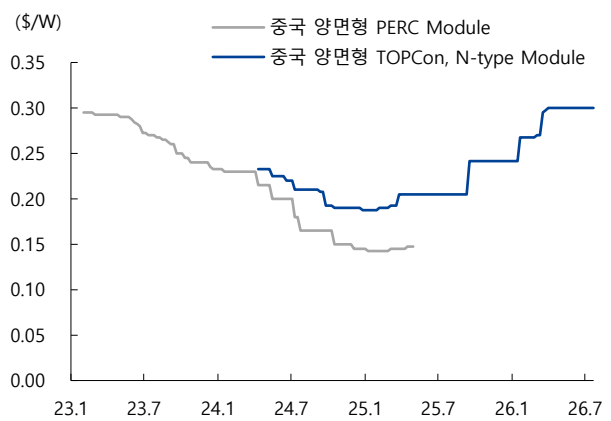
자료: USITC, iM증권 리서치본부

그림4. PV 웨이퍼 가격 추이



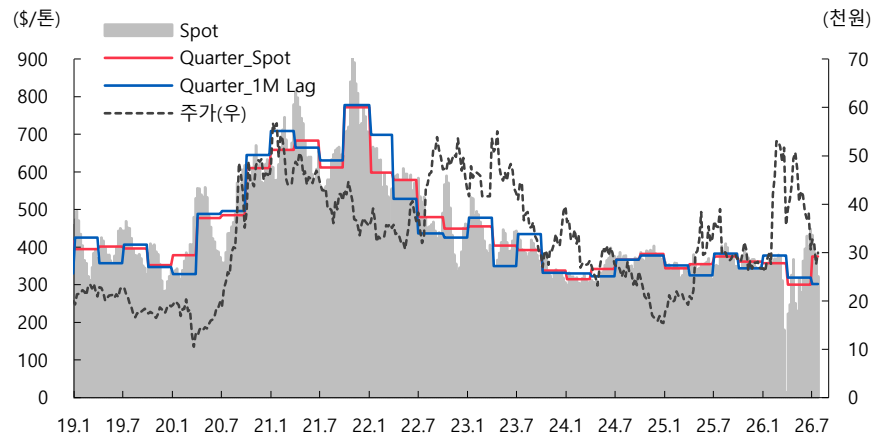
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. PV 모듈 가격 추이



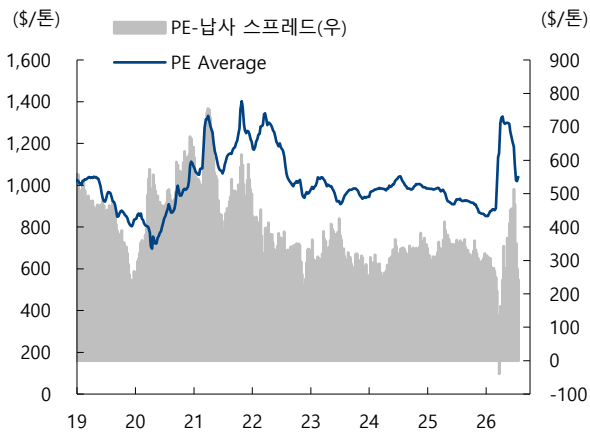
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 한화솔루션 석유화학 부문 가중평균 스프레드 추이



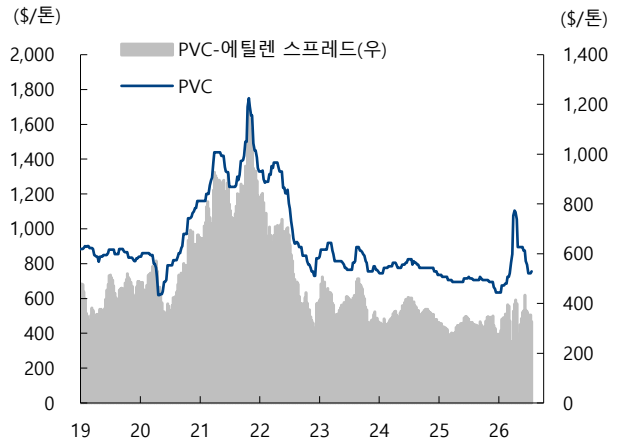
자료: iM증권 리서치본부

그림7. PE 가격 및 스프레드 추이



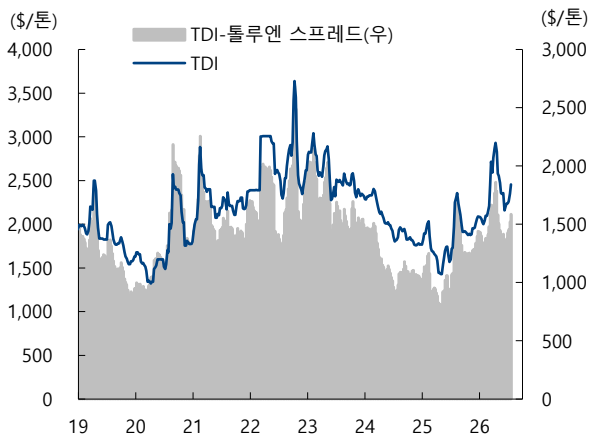
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림8. PVC 가격 및 스프레드 추이



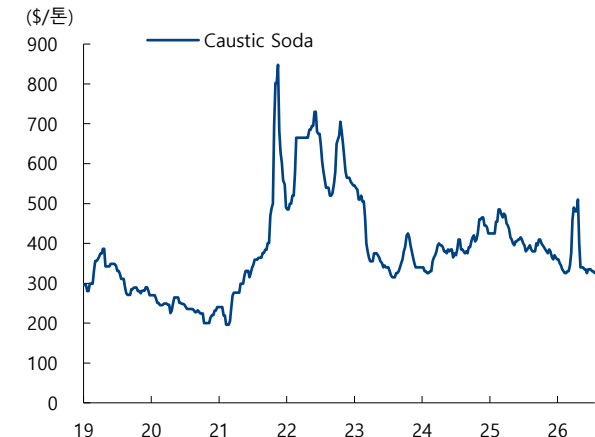
자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림9. TDI 가격 및 스프레드 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

그림10. 가성소다 가격 추이



자료: Ciscchem, iM증권 리서치본부

표3. OCI홀딩스 글로벌 Peer Valuation

(백만\$, %, 배)	한화솔루션	First Solar	Jinko Solar	JA Solar	Trina Solar	Canadian Solar
증가(현지통화)	22,850	202.6	4.3	7.4	13.5	13.7
시가총액(백만\$)	2.9	21.8	6.5	3.6	4.7	0.9
현지통화	KRW	USD	CNY	CNY	CNY	USD
매출액(백만\$)						
FY2025	9,384	5,219	9,116	6,838	9,322	5,595
FY2026	11,937	5,073	10,066	7,626	11,399	6,155
FY2027	12,524	5,936	11,850	8,780	13,250	7,300
영업이익(백만\$)						
FY2025	-257	1,597	-1,083	-641	-862	43
FY2026	495	1,867	-11	-151	0	186
FY2027	819	2,594	418	187	366	391
EBITDA(백만\$)						
FY2025	295	2,146	61	178	8	636
FY2026	1,098	2,609	1,155	580	915	714
FY2027	1,451	3,328	1,560	911	1,088	978
당기순이익(백만\$)						
FY2025	-458	1,528	-958	-641	-979	-104
FY2026	158	1,882	-82	-193	-70	-31
FY2027	460	2,584	319	88	274	125
OPM(%)						
FY2025	-2.7	30.6	-11.9	-9.4	-9.2	0.8
FY2026	4.1	36.8	-0.1	-2.0	0.0	3.0
FY2027	6.5	43.7	3.5	2.1	2.8	5.4
ROE(%)						
FY2025	17.7	-18.0	-18.0	-22.6	-3.7	-4.3
FY2026	17.4	-2.5	-6.0	-1.4	-3.9	-0.5
FY2027	19.8	7.4	1.2	9.7	1.2	3.1
PER(배)						
FY2025	-	17.6	-	-	-	-
FY2026	11.1	11.5	-	-	-	-
FY2027	6.3	8.5	21.9	49.6	17.1	10.2
PBR(배)						
FY2025	0.50	2.94	2.22	1.69	1.81	0.57
FY2026	0.47	1.93	1.73	1.12	1.49	0.32
FY2027	0.44	1.59	1.58	1.08	1.37	0.31
EV/EBITDA(배)						
FY2025	45.9	12.0	192.6	56.9	1,261.8	13.9
FY2026	12.4	7.6	8.4	14.0	9.5	11.2
FY2027	9.4	6.0	6.2	8.9	8.0	8.1

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: FY2026, FY2027 수치는 Bloomberg 추정치 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

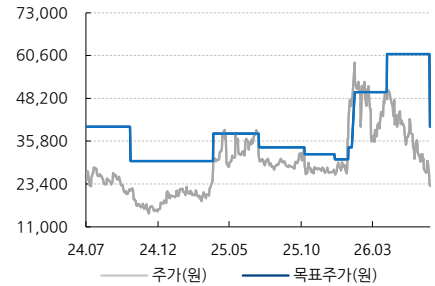
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	12,637	13,935	13,935	13,992	매출액	13,333	17,961	18,619	19,755
현금 및 현금성자산	2,470	3,166	2,236	1,131	증가율(%)	7.6	34.7	3.7	6.1
단기금융자산	387	407	427	448	매출원가	11,845	14,894	15,187	15,998
매출채권	3,203	4,012	4,334	4,732	매출총이익	1,488	3,066	3,432	3,757
재고자산	5,680	5,296	5,813	6,480	판매비와관리비	1,853	2,257	2,321	2,463
비유동자산	20,507	20,121	20,582	21,056	연구개발비	91	-	-	-
유형자산	11,182	11,693	12,147	12,593	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,846	1,784	1,732	1,687	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	33,144	34,056	34,517	35,049	영업이익	-365	809	1,111	1,294
유동부채	12,736	12,667	12,615	12,562	증가율(%)	적지	흑전	37.3	16.4
매입채무	2,709	3,233	3,254	3,452	영업이익률(%)	-2.7	4.5	6.0	6.5
단기차입금	6,320	5,820	5,700	5,400	이자수익	96	107	80	39
유동성장기부채	805	644	644	644	이자비용	539	513	461	378
비유동부채	9,223	7,923	7,723	7,423	지분법이익(손실)	34	88	63	52
사채	2,176	2,176	2,176	2,176	기타영업외손익	-67	-30	75	161
장기차입금	5,676	4,376	4,176	3,876	세전계속사업이익	-838	464	870	1,172
부채총계	21,959	20,590	20,338	19,985	법인세비용	-225	130	245	329
지배주주지분	9,101	11,401	12,150	13,083	세전계속이익률(%)	-6.3	2.6	4.7	5.9
자본금	889	1,169	1,169	1,169	당기순이익	-615	334	626	842
자본잉여금	1,771	3,306	3,306	3,306	순이익률(%)	-4.6	1.9	3.4	4.3
이익잉여금	3,443	3,728	4,277	5,010	지배주주귀속 순이익	-650	353	661	891
기타자본항목	2,301	2,502	2,702	2,903	기타포괄이익	200	200	200	200
비지배주주지분	2,084	2,065	2,029	1,981	총포괄이익	-415	534	826	1,043
자본총계	11,185	13,466	14,179	15,064	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	-655	1,722	1,210	1,388	주당지표 (원)				
당기순이익	-615	334	626	842	EPS	-3,728	1,739	2,870	3,864
유형자산감가상각비	720	839	847	854	BPS	52,166	49,469	52,719	56,768
무형자산감가상각비	64	64	57	51	CFPS	767	6,191	6,788	7,787
지분법관련손실(이익)	34	88	63	52	DPS	-	300	500	700
투자활동 현금흐름	-1,749	17	-633	-660	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,972	-1,350	-1,300	-1,300	PER		13.1	8.0	5.9
무형자산의 처분(취득)	-6	-1	-5	-5	PBR	0.5	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-389	699	4	-22	PCR	33.0	3.7	3.4	2.9
재무활동 현금흐름	2,714	464	223	-102	EV/EBITDA	39.4	7.8	6.9	6.6
단기금융부채의증감	-	-661	-120	-300	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,269	-1,300	-200	-300	ROE	-7.0	3.4	5.6	7.1
자본의증감	-	1,814	-	-	EBITDA0이익률	3.1	9.5	10.8	11.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	196.3	152.9	143.4	132.7
현금및현금성자산의증감	286	696	-930	-1,105	순부채비율	108.4	70.1	70.8	69.8
기초현금및현금성자산	2,184	2,470	3,166	2,236	매출채권회전율(x)	4.2	5.0	4.5	4.4
기말현금및현금성자산	2,470	3,166	2,236	1,131	재고자산회전율(x)	2.7	3.3	3.4	3.2

자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-10-31	Buy	30,000	-39.3%	-14.7%
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 기관투자자 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-