

한화솔루션 (009830)

2026년 유상증자 꼭 필요하다!

2026년 불완전한 실적 반등 예상

2026년 영업실적은 바닥을 벗어나지만, 금융비용 부담 때문에 불완전한 실적 회복이 예상된다. 연간 예상 실적은 '매출액 16.7조원, 영업이익 1,225억원(영업이익률 0.7%), 지배주주 순손실 △3,177억원' 등이다. 영업손익은 전년 △3,648억원에서 흑자 전환하지만, 13조원 규모의 순차입금에 따른 금융비용 △4,700억원 영향으로 4개년 연속 순손실이 불가피할 전망이다. 주요 부문 실적은 '기초소재 △1,208억원, 신재생에너지 2,457억원(=제조/EPC △5,650억원 + AMPC 8,107억원)' 등이다. 2026년 가장 중요한 이슈는 재무 부담 축소일 것이다.

2026년 이자발생 채무 19조원(?)

2026년 이자 발생 차입성 채무 18.9조원으로, 풀어야 할 과제이다. '장기차입금 12.5조원 + 기업어음 1조원 + 회사채 3.2조원 + 신종자본증권 2.3조원(=무보증무담보 사채 7,000억원, 신종자본대출 4,500억원, 상환전환우선주 6,000억원, PRS 5,000억원)' 등으로 구성되어 있다. 1) 만기 구조를 살펴보면, 2026년 1.6조원, 2027년 1.8조원, 2028년 1.7조원, 2029년 1.0조원 등으로, 2026 ~ 2027년에 상환 부담이 증가한다. 그런데, 2) 2026년 현금 과부족 상태이다. Capex △1.2조원(신재생 1조원 + 화학 2,000억원)에 비해, 세금 및 이자 차감후 EBITDA 규모는 3,000억원에 그치기 때문이다.

유상증자 긍정효과 반영, 목표주가 35,900원으로 상향

2026년 1.7조원(=5,300만주 x 발행 예정가 32,250원) 유상증자가 진행되고 있다. 유상증자는 반드시 필요하다. ① 2026 ~ 2027년 만기가 도래하는 3.4조원에 대한 재무 부담을 줄일 뿐만 아니라, ② 국가 차원에서 진행 중인 여수지역 석화 구조조정(여천NCC㈜ + 롯데케미칼㈜ 여수공장 통합)을 성공하기 위해서 모기업의 재무 안정성이 절실하기 때문이다. 참고로, 긍정적인 2.4조원 현금 확보 노력(유증 1.7조원+자산매각 0.7조원)을 반영해, 적정주가를 35,900원(기존 3.0만원)으로 높인다.



황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

HOLD (M)

목표주가 35,900원 (U)
직전 목표주가 **30,000원**
현재주가 (5/29) **41,850원**
상승여력 **-14%**

| | |
|-------------|-------------------|
| 시가총액 | 71,937억원 |
| 총발행주식수 | 174,467,885주 |
| 60일 평균 거래대금 | 2,060억원 |
| 60일 평균 거래량 | 4,491,331주 |
| 52주 고/저 | 58,500원 / 26,100원 |
| 외인지분율 | 15.68% |
| 배당수익률 | 0.00% |
| 주요주주 | 한화 외 8 인 |

| 주가수익률 (%) | 1개월 | 3개월 | 12개월 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 절대 | (12.7) | (21.0) | 42.8 |
| 상대 | (31.1) | (41.8) | (54.2) |
| 절대 (달러환산) | (14.4) | (24.6) | 30.3 |

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

| | 2Q26E | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|--------|----------|----------|--------|----------|
| 매출액 | 37,544 | 20.4 | -3.3 | 45,046 | -16.7 |
| 영업이익 | 408 | -60.0 | -55.9 | 1,863 | -78.1 |
| 세전계속사업이익 | -981 | 적지 | 적지 | 1,110 | -188.4 |
| 지배순이익 | -577 | 적지 | 적지 | 759 | -176.0 |
| 영업이익률 (%) | 1.1 | -2.2 %pt | -1.3 %pt | 4.1 | -3.0 %pt |
| 지배순이익률 (%) | -1.5 | 적지 | 적지 | 1.7 | -3.2 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 123,940 | 133,331 | 167,433 | 150,468 |
| 영업이익 | -3,002 | -3,648 | 1,225 | 4,691 |
| 지배순이익 | -14,044 | -6,504 | -3,177 | 1,458 |
| PER | -3.2 | -7.3 | -25.9 | 64.9 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 39.5 | 46.7 | 22.4 | 17.0 |
| ROE | -16.0 | -7.0 | -3.2 | 1.4 |

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

표 1. 한화솔루션(주)의 실적 추정치 : 2025년 영업손실 △3,648억원 → 2026년 1,225억원(e) → 2027년 4,691억원(e)

| [석화업종] | 석화 호황기 | | 석화 하락 사이클 | | Covid 이후 호황기 | | PVC 사이클 하락기 | | 점진적 반동기 | | | | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|------------------|---------------|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|
| | [태양광 회복기] | | 태양광 모듈 경쟁기 | | 태양광 미국 수요 호조 | | 태양광 원가부담 증가 | | 미국 태양전지 공급망 축소 | | 글로벌 수요 정체 국면 | | | | | | | | | | | | | |
| | [한화솔루션 개편전] | | [한화솔루션 개편후] | | [2020년 이전NCC중립] | | [2020년 이후NCC중립] | | [2024~2026년 미국 태양전지 확장] | | [유상증자] | | | | | | | | | | | | | |
| 연간실적 | 2025 | | | | 2026 | | | | 연간실적 | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | | | |
| 생산capa | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| PVC(한국+중국) | (만톤) | 28.3 | 28.3 | 28.3 | 28.3 | 28.3 | 28.3 | 28.3 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 110 | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| LDPE(LLDPE/EVA) | (만톤) | 20.8 | 20.8 | 20.8 | 20.8 | 20.8 | 20.8 | 20.8 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 | 83 |
| 가성소다 | (만톤) | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 87 | 86 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 | 89 | 96 | 116 | 116 |
| 석유수지 | (만톤) | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | | | | | | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 태양전지 모듈(한화큐셀+큐셀코리아) | (MW) | 3,150 | 3,150 | 3,150 | 3,150 | 3,150 | 3,150 | 3,150 | 3,171 | 4,150 | 8,000 | 8,500 | 10,150 | 10,850 | 11,575 | 12,400 | 11,525 | 13,275 | 12,600 | 12,600 | 12,600 | 12,600 | 12,600 | 12,600 |
| 폴리실리콘 | (만톤) | | | | | | | | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | | | | | | | | | | | |
| TDI | (만톤) | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| NCC(여천NCC+한화토탈) | (만톤) | 92.3 | 92.3 | 92.3 | 92.3 | 92.3 | 92.3 | 92.3 | 304 | 304 | 304 | 304 | 304 | 320 | 335 | 369 | 369 | 369 | 369 | 369 | 369 | 369 | 369 | 369 |
| TPAI(한화일렉트) | (만톤) | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| PX(한화토탈) | (만톤) | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 105 | 105 | 105 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 주요제품 가격 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| LDPE(범용필름, EVA필름 등) | \$/MT | 1,159 | 1,076 | 1,064 | 995 | 1,081 | 1,526 | 1,498 | 1,423 | 1,248 | 1,280 | 1,293 | 1,299 | 1,158 | 1,101 | 1,441 | 1,324 | 1,009 | 1,130 | 1,073 | 1,382 | 1,310 | 1,330 | 1,330 |
| PVC(창호 등 건자재) | \$/MT | 719 | 708 | 714 | 678 | 754 | 926 | 898 | 853 | 834 | 818 | 904 | 922 | 861 | 879 | 1,369 | 1,081 | 828 | 787 | 705 | 858 | 860 | 860 | 860 |
| 가성소다(알루미늄 세정제) | \$/MT | 465 | 417 | 396 | 380 | 367 | 400 | 400 | 380 | 286 | 310 | 495 | 482 | 314 | 239 | 300 | 617 | 385 | 395 | 414 | 387 | 350 | 350 | 350 |
| TDI(인조가죽 등 우레탄) | \$/MT | 1,755 | 1,605 | 1,589 | 1,665 | 1,758 | 2,626 | 2,498 | 2,303 | 1,690 | 2,133 | 3,574 | 3,484 | 1,648 | 1,580 | 2,215 | 2,518 | 2,194 | 1,796 | 1,654 | 2,266 | 1,960 | 1,960 | 1,960 |
| 태양전지 모듈(단결정, 다결정 평균) | \$/Watt | 0.076 | 0.070 | 0.069 | 0.071 | 0.085 | 0.088 | 0.088 | 0.088 | 0.620 | 0.528 | 0.385 | 0.315 | 0.250 | 0.204 | 0.233 | 0.294 | 0.194 | 0.089 | 0.071 | 0.087 | 0.087 | 0.087 | 0.087 |
| 에틸렌(석화 원재료, 구입 추정가격) | \$/MT | 852 | 799 | 783 | 721 | 858 | 1,276 | 1,248 | 1,173 | 811 | 753 | 835 | 989 | 833 | 640 | 859 | 1,010 | 838 | 553 | 789 | 1,139 | 1,139 | 1,139 | 1,139 |
| 웨이퍼(태양광모듈 원재료) | \$/Watt | 0.088 | 0.084 | 0.085 | 0.093 | 0.091 | 0.080 | 0.080 | 0.081 | 0.841 | 0.678 | 0.643 | 0.414 | 0.248 | 0.183 | 0.275 | 0.318 | 0.227 | 0.098 | 0.088 | 0.083 | 0.083 | 0.083 | 0.083 |
| 나프타 가격(참고) | \$/배럴 | 663 | 578 | 591 | 563 | 737 | 1,026 | 986 | 913 | 497 | 406 | 497 | 616 | 527 | 383 | 651 | 789 | 654 | 683 | 589 | 916 | 760 | 760 | 760 |
| Dubai 원유가격(참고) | \$/배럴 | 76 | 67 | 70 | 64 | 90 | 108 | 105 | 93 | 52 | 40 | 53 | 69 | 63 | 43 | 70 | 101 | 82 | 80 | 69 | 100 | 80 | 80 | 80 |
| 주요제품 스프레드 | | 247 | 222 | 223 | 221 | 201 | 249 | 223 | 211 | 350 | 354 | 477 | 396 | 264 | 375 | 576 | 440 | 251 | 247 | 228 | 221 | 210 | 210 | 210 |
| LDPE - 25%-에틸렌-75%(나프타+300) | \$/MT | 308 | 277 | 280 | 274 | 223 | 250 | 250 | 250 | 437 | 528 | 458 | 310 | 325 | 460 | 582 | 314 | 161 | 276 | 285 | 243 | 300 | 300 | 300 |
| PVC - 0.5-에틸렌 | \$/MT | 293 | 309 | 323 | 318 | 325 | 288 | 274 | 296 | 428 | 442 | 487 | 445 | 559 | 940 | 576 | 409 | 361 | 311 | 288 | 345 | 345 | 345 | |
| 가성소다 - 23% (소금+전력비 등) | \$/MT | 235 | 187 | 166 | 150 | 137 | 170 | 170 | 150 | 56 | 80 | 265 | 252 | 84 | 9 | 160 | 387 | 155 | 165 | 184 | 157 | 120 | 120 | |
| TDI - 톨루엔 -120% | \$/MT | -353 | -470 | -402 | -248 | -350 | 551 | 100 | 50 | 1,053 | 371 | 1,787 | 1,532 | -212 | 730 | 283 | 426 | 130 | -271 | -368 | 88 | -150 | -150 | |
| 태양전지 - 0.315-웨이퍼가격 | \$/Watt | 0.048 | 0.044 | 0.042 | 0.042 | 0.056 | 0.063 | 0.063 | 0.063 | 0.355 | 0.314 | 0.182 | 0.184 | 0.176 | 0.147 | 0.146 | 0.194 | 0.122 | 0.058 | 0.044 | 0.061 | 0.063 | 0.063 | |
| 매출액 | 억원 | 30,945 | 31,173 | 33,844 | 37,570 | 38,820 | 37,544 | 39,982 | 51,107 | 80,370 | 92,588 | 93,418 | 90,460 | 94,574 | 91,850 | 107,262 | 131,308 | 132,887 | 123,840 | 133,331 | 167,433 | 150,468 | 150,468 | |
| 케미칼(PE, PVC, TDI, 석유수지) | 억원 | 10,736 | 12,390 | 11,603 | 11,512 | 13,401 | 15,018 | 16,453 | 15,542 | 37,854 | 38,718 | 43,276 | 43,722 | 35,265 | 33,301 | 53,640 | 59,164 | 50,974 | 48,172 | 46,241 | 60,414 | 47,046 | 47,046 | |
| 신재생에너지(태양전지+발전소매각) | 억원 | 15,982 | 14,464 | 17,515 | 20,623 | 21,109 | 17,118 | 18,577 | 30,330 | 26,794 | 36,484 | 24,633 | 25,217 | 35,553 | 37,022 | 35,685 | 55,685 | 66,159 | 57,802 | 68,594 | 87,134 | 83,310 | 83,310 | |
| 유통(갤러리아/타임월드) | 억원 | | | | | | | | | 5,853 | 6,734 | 7,124 | 7,042 | 5,936 | 4,921 | 5,147 | 5,327 | | | | | | | |
| 첨단소재/기타(한화L&C) | 억원 | 4,217 | 4,319 | 4,526 | 5,435 | 4,310 | 5,408 | 4,932 | 5,235 | 9,869 | 10,652 | 18,385 | 14,479 | 17,820 | 16,706 | 12,780 | 11,132 | 15,754 | 17,966 | 18,496 | 19,885 | 20,112 | 20,112 | |
| 영업이익 | 억원 | 303 | 1,021 | -74 | -4,897 | 926 | 408 | -493 | 384 | 3,370 | 7,792 | 7,564 | 3,543 | 4,592 | 5,942 | 7,383 | 9,237 | 6,045 | -3,002 | -3,048 | 1,225 | 4,691 | 4,691 | |
| 케미칼(PE, PVC, TDI, 석유수지) | 억원 | -912 | -468 | -90 | -1,021 | -341 | -309 | -636 | -674 | 1,665 | 4,710 | 6,311 | 3,672 | 1,749 | 3,755 | 10,468 | 5,799 | 883 | -2,944 | -2,491 | -1,236 | 766 | 766 | |
| 신재생에너지(태양전지+발전소매각) | 억원 | 1,362 | 1,562 | 79 | -3,855 | 622 | 785 | 343 | 707 | 784 | 2,125 | 143 | -107 | 2,235 | 1,867 | -3,285 | 3,501 | 5,682 | -2,583 | -852 | 2,457 | 4,916 | 4,916 | |
| *미국 IRA 보조금 | 억원 | 1,839 | 1,820 | 682 | 1,019 | 2,180 | 2,132 | 1,693 | 2,102 | | | | | | | | | 2,096 | 5,551 | 5,360 | 8,107 | 8,961 | 8,961 | |
| 유통(갤러리아/타임월드) | 억원 | | | | | | | | | 174 | -10 | 229 | 191 | 76 | 28 | 289 | 263 | | | | | | | |
| 첨단소재/기타(한화L&C) | 억원 | -147 | -73 | -63 | -21 | -37 | -68 | -170 | 251 | 366 | 412 | 881 | -213 | 532 | 292 | -89 | -326 | -520 | 805 | -305 | -24 | -991 | -991 | |
| 영업이익률 | % | 1.0% | 3.3% | -0.2% | -13.0% | 2.4% | 1.1% | -1.2% | 0.8% | 4.2% | 8.4% | 8.1% | 3.9% | 4.9% | 6.5% | 6.9% | 7.0% | 4.5% | -2.4% | -2.7% | 0.7% | 3.1% | 3.1% | |
| 케미칼(PE, PVC, TDI, 석유수지) | % | -8.5% | -3.8% | -0.8% | -8.9% | 2.5% | -2.1% | -4.0% | -3.7% | 4.4% | 12.2% | 14.6% | 8.4% | 5.0% | 11.3% | 19.5% | 9.8% | 1.7% | -2.5% | -5.4% | -2.0% | 1.6% | 1.6% | |
| 신재생에너지(태양전지+발전소매각) | % | 8.5% | 10.8% | 0.5% | -18.7% | 2.9% | 4.6% | 1.8% | 2.3% | 2.9% | 5.8% | 0.6% | -0.4% | 6.3% | 5.0% | -9.2% | 6.3% | 8.6% | -4.5% | -1.2% | 2.8% | 5.9% | 5.9% | |
| 유통(갤러리아/타임월드) | % | | | | | | | | | 3.0% | -0.1% | 3.2% | 2.7% | 1.3% | 0.6% | 5.6% | 4.9% | | | | | | | |
| 첨단소재/기타(한화L&C) | % | -3.5% | -1.7% | -1.4% | -0.4% | -0.9% | -1.3% | -3.4% | 4.8% | 3.7% | 3.9% | 4.8% | -1.5% | 3.0% | 1.7% | -0.7% | -2.9% | -3.3% | 4.5% | -1.6% | -0.1% | -4.9% | -4.9% | |
| 지분법손익(여천NCC 등) | 억원 | 1,346 | 32 | 991 | -2,024 | 832 | -464 | -380 | -515 | 1,682 | 4,106 | 5,905 | 4,178 | 2,138 | 1,802 | 2,629 | 1,018 | 141 | -3,117 | 345 | -707 | 1,022 | 1,022 | |
| 순이자비용 | 억원 | -1,083 | -1,107 | -1,092 | -1,292 | -1,159 | -1,278 | -1,177 | -1,175 | -1,584 | -1,541 | -1,334 | -1,382 | -1,987 | -1,807 | -1,280 | -1,724 | -3,231 | -4,461 | -4,435 | -4,787 | -4,442 | -4,442 | |
| 순차입금 | 조원 | 11.5 | 11.2 | 12.1 | 12.2 | 12.2 | 12.3 | 11.4 | 11.3 | 4.0 | 3.6 | 3.2 | 4.5 | 4.8 | 4.3 | 4.1 | 4.4 | 7.1 | 10.4 | 12.2 | 11.3 | 10.8 | 10.8 | |
| 지배주주 순이익 | 억원 | -445 | -2,016 | -121 | -3,923 | -489 | -577</ | | | | | | | | | | | | | | | | | |

표 2. 한화솔루션(주) 실적 추정 변경 내역

| | 기존 추정(억원) | | | 신규 추정(억원) | | | 변화율(%) | | |
|-------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|--------|---------|--------|
| | 2Q26E | 2026E | 2027E | 2Q26E | 2026E | 2027E | 2Q26E | 2026E | 2027E |
| 매출액 | 33,608 | 142,383 | 145,562 | 37,544 | 167,433 | 150,468 | 11.7% | 17.6% | 3.4% |
| 영업이익 | 507 | 2,149 | 2,949 | 408 | 1,225 | 4,691 | △19.5% | △43.0% | 59.1% |
| OPM | 1.5% | 1.5% | 2.0% | 1.1% | 0.7% | 3.1% | △0.4% | △0.8% | 1.1% |
| 세전이익 | △584 | △2,130 | △1,113 | △981 | △4,607 | 1,539 | △67.9% | △116.3% | 238.2% |
| 지배순이익 | △554 | △2,237 | △1,156 | △577 | △3,177 | 1,458 | △4.3% | △42.0% | 226.1% |

자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 한화솔루션(주) 연결 기준, 이자상환부담 채무 규모 : 2026년 5월 기준, 18.9조원

| 구분 | | | | (2026.5월 기준) |
|---------------------------------|--|-------------|--------|--|
| 현금성자산(연결) | | (억원) | | 27,374 |
| | 현금성 자산 | | | 23,227 |
| | 기타 단기 금융자산 | | | 4,147 |
| 이자상환 부담 채무(연결) (A+B+C+D) | | (억원) | | 189,268 |
| 기업어음 (A) | | (만기) | (억원) | 10,100 [주권회사] |
| | 한화솔루션 | 2026.05.08 | 1,000 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.05.11 | 800 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.06.08 | 1,000 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.06.16 | 400 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.06.30 | 400 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.06.30 | 600 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.07.09 | 200 | 하나은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.07.28 | 700 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.08.10 | 1,000 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.08.11 | 800 | 신한은행 |
| | 한화솔루션 | 2026.11.09 | 500 | IM증권 |
| | 한화솔루션 | 2026.12.18 | 700 | KB증권 |
| | 한화솔루션 | 2027.01.15 | 2,000 | KB증권 |
| 회사채 (B) | | (만기) | (억원) | 31,895 [특정] |
| | 한화솔루션 | 2026.06.12 | 1,400 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | 한화솔루션 | 2026.06.27 | 300 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | 한화솔루션 | 2026.06.30 | 400 | |
| | 한화솔루션 | 2026.08.10 | 500 | |
| | 한화솔루션 | 2026.10.07 | 1,733 | |
| | 한화솔루션 | 2026.10.24 | 600 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | H&M Development B.GK | 2026.12.31 | 20 | |
| | 한화솔루션 | 2027.01.15 | 1,550 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | 한화솔루션 | 2027.01.22 | 1,050 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | 한화솔루션 | 2027.02.19 | 1,500 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | Q Energy Solutions SE | 2027.08.05 | 3,776 | |
| | Hanhwa Qcells USA | 2027.11.13 | 1,513 | |
| | 한화솔루션 | 2028.02.21 | 500 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | 한화솔루션 | 2028.04.28 | 757 | |
| | 한화솔루션 | 2028.05.04 | 1,211 | |
| | 한화솔루션 | 2028.05.15 | 757 | |
| | 한화솔루션 | 2028.06.13 | 600 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | Hanhwa Qcells America Holdings | 2028.07.27 | 5,796 | |
| | 한화솔루션 | 2028.10.13 | 1,513 | |
| | 한화솔루션 | 2028.10.17 | 757 | |
| | 한화솔루션 | 2029.01.16 | 400 | 재무약정 : 무채비율 300% 이하 |
| | Hanhwa Qcells America Holdings | 2029.05.21 | 5,282 | 수출입은행류에서 지급보증 |
| 금융기관 장기차입금 (C) | | | 억원 | 124,788 |
| | 산업은행 외(원화차입금) | 2019.12.02일 | 50,619 | 2026.12월 2,900억원 만기 |
| | 산업은행 외(원화차입금) | | 74,144 | |
| 신용자본증권 (D) | | 발행일 | 억원 | 22,500 [특정] |
| | 한화솔루션(무기명 무보증무담보 사채) | 2024.08.14 | 7,500 | 만기 : 2054.8.14일, 2027.8.14일부터 조기상환 가능(이자율 Step-Up) |
| | 미 Hanhwa Qcells America Holdings(신용자본대출) | 2025.04.01 | 4,500 | 만기 : 2055.4.1일, 2030.4.1일부터 글리 Step-Up |
| | Q Energy(PRS) | 2025.06.24 | 5,000 | 만기 : 2028.6.26일 |
| | 미 Enfin(상환전환우선주) | 2024.12.31 | 2,000 | |
| | 미 Hanhwa Qcells USA(상환전환우선주) | 2026.03.26 | 4,000 | 만기 : 2029.3.27일 |

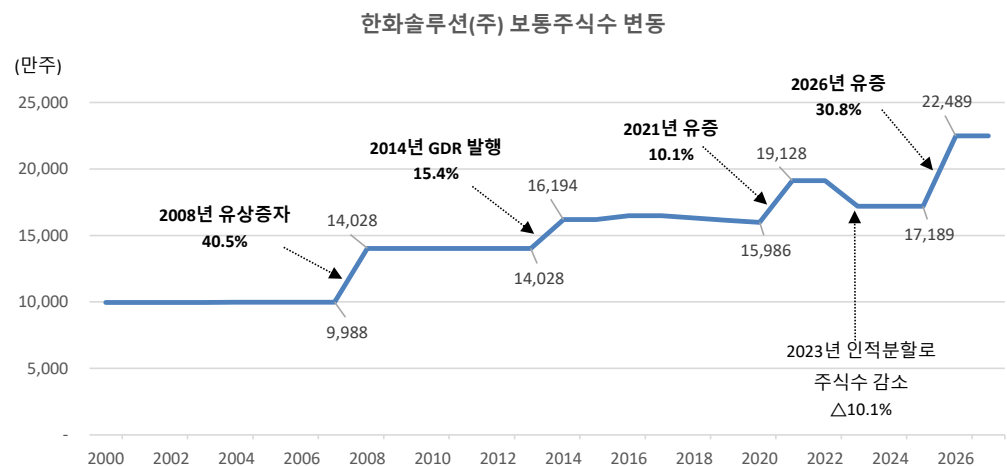
자료: 한화솔루션 사업보고서, 언론 기사

표 4. 한화솔루션(주) 2026년 유상증자 진행 내용

| 구분 | 주요 내용 | |
|------------|--|--|
| 유상증자 결정 배경 | 최초 결정일 목적 | 2026년 03월 26일 → 정정 신고일 2026년 05월 26일 유상증자를 통해, 재무부담 경감과 미래 투자비 확보 차원 |
| 유상증자 규모 | 발행주식수 발행 예정가격 예상 현금유입규모 | 53,000,000주 (기존 총발행 주식 171,892,536주 대비 30.8%) 32,250원/주 (최종 발행가격 2026.7.16일 결정) 1.7조원 |
| 자금 사용처 | 채무상환 시설투자 | 8,016억원 9,077억원 태양광 탠덤 파일럿 1,000억원 탠덤 양산설비 8,000억원 |
| 일정 | 권리 확정일 신주인수권 상장거래 청약일 납입일 신주 상장예정일 | 2026년 06월 16일 2026년 7월 6~10일(5거래일) 2026년 7월 22~23일 2026년 07월 30일 2026년 08월 11일 |
| 기타 | 채무 상환 자금 마련을 위해, 추가로 7,000억원 규모의 자산유동화를 동시에 추진 매각 가능대상) | 미 Qcells USA 상환전환우선주 발행 3,000억원 한화임팩트(주)/한화호텔앤드리조트(주) 지분 유동화 3,000억원 미국 벤처 투자사 유동화 1,000억원 |

자료: 한화솔루션 공시

그림 1. 한화솔루션(주) 발행 주식수 변화 : 2008년, 2014년, 2021년, 2026년 유상증자



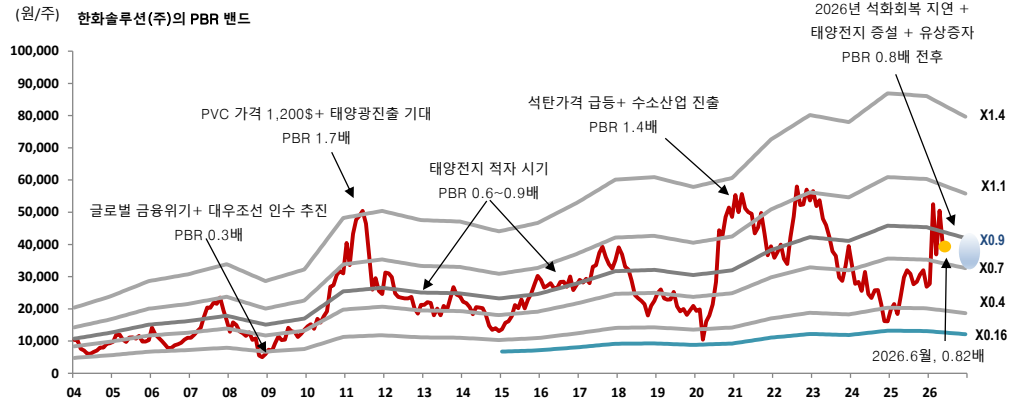
자료: 유안타증권 리서치센터

표 5. 한화솔루션(주) 적정 주가 : 2026년 35,900 원으로 상향(기존 30,000 원, 배경 : 유상증자로 차입금 부담 축소를 반영함)

| 구분 | 기준일 (2026.6월) | 주요 내역 | | | | | | | | | |
|--------------------|------------------|---|--|-------------|--------|-----------|------------------------|--|---------|---------|--|
| (+) 영업자산가치 (억원) | 139,615 | 사업 부문 | 실효 지분율 | 평균 영업이익 | 평가상각비 | 평균 EBITDA | 적정배율 | 판단 기준 | 환인율 | 적정사업가치 | |
| | | | | (억원) | (억원) | (억원) | (배) | | (비상장여부) | (억원) | |
| | | ▶기초소재 부문 | 100% | 3,885 | 2,700 | 6,555 | 6.5 | -- 사이클 회복 지연(PVC/LDPE) | 0% | 42,608 | |
| | | ▶태양광모듈 부문 | 100% | 2,977 | 4,000 | 6,977 | 4.5 | -- 모듈부문 미국 공급과잉 진압 | 20% | 25,116 | |
| | | ▶태양광발전소 부문 | 100% | 1,800 | 1,800 | 1,800 | 10.0 | -- 연간 매출 4조원 xx 이익률 4.5% | 20% | 14,400 | |
| | | ▶태양광 PV, 보조금 현재가치 | 100% | 9,718 | | 9,718 | | -- 연간 이익률 현재가치로 환산 -- | 0% | 47,431 | |
| | | ▶기공소재부문 | 100% | 320 | 700 | 1,020 | 4.9 | -- 사이클 회복 지연 | 0% | 5,100 | |
| | | ▶도시개발/기타 | 100% | 240 | 380 | 620 | 10.0 | | 20% | 4,960 | |
| | | 사업가치 합산 | | 18,909 | 7,780 | 26,689 | 5.2 | | | 139,615 | |
| | | 주1) 사업가치 = 평균적인 EBITDA 환율 규모 x 합환판단 EV/EBITDA배율 x 비상장 환인율 x 실효 지분율 주2) 평균적인 영업이익 = 최근 3개년 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 사이클에 상관없이 평균적으로 얻을 수 있는 이익 규모를 의미함 주3) 업종 판단 EV/EBITDA는 적자 분할 2.5배, 분할 4.5배, 평균 업종 6.5배, 호황 8.5배, 초호황 10배 등을 적용함 | | | | | | | | | |
| (+) 투자자산가치 (억원) | 44,100 | 투자자산 구성 | 보유 지분율 | 순자산(지분 적용후) | PBR(배) | 적정가치(억원) | 비고 | | | | |
| | | 연천NCC | 50.0% | 3,980 | 0.5 | 1,990 | 연수 NCC업체 | | | | |
| | | 한화임팩트 | 47.9% | 35,948 | 1.0 | 35,948 | 대산 NCC업체(한화토탈) +TPA 생산 | | | | |
| | | 한화축산발효소재 | 49.0% | 49,070 | 1.0 | 5,600 | 축산사업 | | | | |
| | | 한화커넥트 | 48.3% | 1,920 | 1.0 | 1,920 | 상업설비(서울역/청량리역) | | | | |
| | | Hanwha Defence & Energy | 25.0% | 1,681 | 1.0 | 1,681 | 미국 신사업 | | | | |
| | | 투자부동산 | | 1,623 | 1.0 | 1,623 | | | | | |
| | | 기타 | | 4,678 | 0.5 | 2,339 | 환주(株) 등 | | | | |
| | | 2026년 자산매각 | | | | | -7,000 | 한화임팩트/한화축산발효소재 등 <3,000억원, 기타 <4,000억원 | | | |
| | | 합계 | | | 55,429 | 0.8 | 44,100 | | | | |
| (-) 순차입금 (억원) | 103,837 | 현금성자산 | 53,371 ※ 2026년 초 연결 현금자산 2.9조원 + (2026년 유상증자 1.7조원+자산매각 0.7조원) | | | | | | | | |
| | | (-) 총차입금 | 149,773 ※ 2026년 초 연결 차입금 | | | | | | | | |
| | | (-) 우선주 | 509 ※ 우선주 (2,575,345주 - 지사주 30,733주) x 주가 2.0만원 | | | | | | | | |
| | | (-) 탄소배출부담 | 6,926 연간배출량(톤) 탄소가격(달러/톤) 환율(원/달러) 연간 사회회무담약(억원) WACC 현재가치 환산액(억원) | | | | | | | | |
| 보통주 주주가지(사, 억원) | 79,876 | 4,873,691 10 1350 658 9.5% 6,926 | | | | | | | | | |
| 유종 주식수(B, 주) | 222,455,055 | ※ 2026년 초 발행주식수 171,892,536주 - 지사주 2,437,481주 ※ 2026년 종자 계획 53,000,000주 | | | | | | | | | |
| 보통주 1주당 가치(원/주) | 35,900 | ※ 목표주가 상향 배경(기준 3.0만원 → 3.59만원) : ① 2026년 유상증자 1.7조원 및 자산매각 7,000억원으로, 차입금 부담을 줄일 수 있음 ② 유상증자에 따른 유통발행주식수 31% 증가에 따른 희석화 반영 | | | | | | | | | |
| (목적 목표주가) | 30,000 | | | | | | | | | | |

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 한화솔루션(주) PBR 밴드 : 2026년 석화 회복 지연 + 태양전지 증설 + 유상증자 = PBR 0.8 배 전후



자료: 유안타증권 리서치센터

한화솔루션 (009830) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 | (단위: 억원) | | | | |
|-------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 | 123,940 | 133,331 | 167,433 | 150,468 | 153,332 |
| 매출원가 | 110,082 | 118,451 | 143,144 | 125,334 | 124,765 |
| 매출충이익 | 13,859 | 14,879 | 24,289 | 25,134 | 28,567 |
| 판매비 | 16,861 | 18,527 | 23,064 | 20,443 | 20,832 |
| 영업이익 | -3,002 | -3,648 | 1,225 | 4,691 | 7,735 |
| EBITDA | 4,152 | 4,195 | 9,399 | 12,449 | 14,975 |
| 영업외손익 | -11,235 | -4,732 | -5,833 | -3,152 | -3,600 |
| 외환관련손익 | -761 | -730 | 21 | 245 | 265 |
| 이자손익 | -4,450 | -4,435 | -4,789 | -4,442 | -4,297 |
| 관계기업관련손익 | -3,267 | 345 | -1,091 | 1,022 | 408 |
| 기타 | -2,757 | 88 | 27 | 23 | 25 |
| 법인세비용차감전순손익 | -14,237 | -8,380 | -4,607 | 1,539 | 4,135 |
| 법인세비용 | -3,156 | -2,251 | -1,121 | 339 | 976 |
| 계속사업순손익 | -11,092 | -6,131 | -3,487 | 1,200 | 3,159 |
| 중단사업순손익 | -2,598 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -13,690 | -6,153 | -3,487 | 1,200 | 3,159 |
| 지배지분순이익 | -14,044 | -6,504 | -3,177 | 1,458 | 3,017 |
| 포괄순이익 | 7,569 | -4,149 | -3,487 | 1,200 | 3,159 |
| 지배지분포괄이익 | 6,480 | -4,831 | -3,177 | 1,458 | 3,017 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 | (단위: 억원) | | | | |
|-----------------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동 현금흐름 | 6,385 | -6,550 | 8,533 | 3,718 | 14,346 |
| 당기순이익 | -13,690 | -6,153 | -3,487 | 1,200 | 3,159 |
| 감가상각비 | 6,494 | 7,199 | 7,556 | 7,211 | 6,754 |
| 외환손익 | 1,111 | 350 | -21 | -245 | -265 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 3,267 | -345 | 1,091 | -1,022 | -408 |
| 자산부채의 증감 | 945 | -13,948 | 2,951 | -3,818 | 4,758 |
| 기타현금흐름 | 8,258 | 6,347 | 442 | 392 | 346 |
| 투자활동 현금흐름 | -32,874 | -17,486 | -7,460 | -4,541 | -4,445 |
| 투자자산 | -3,471 | -687 | -799 | 191 | 87 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -33,976 | -20,105 | -12,000 | -6,000 | -6,000 |
| 유형자산 감소 | 537 | 387 | 0 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | 4,036 | 2,920 | 5,339 | 1,268 | 1,468 |
| 재무활동 현금흐름 | 26,759 | 27,142 | 5,363 | -9,651 | -840 |
| 단기차입금 | 21,103 | 12,463 | 289 | 242 | -539 |
| 사채 및 장기차입금 | 13,747 | 11,071 | -6,453 | -3,914 | 5,729 |
| 자본 | 661 | 2,090 | 17,093 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -1,380 | -1,659 | 0 | -676 | -676 |
| 기타현금흐름 | -7,373 | 3,176 | -5,566 | -5,302 | -5,353 |
| 연결범위변동 등 기타 | 1,993 | -246 | 944 | 6,360 | 3,674 |
| 현금의 증감 | 2,263 | 2,861 | 7,380 | -4,115 | 12,734 |
| 기초 현금 | 19,581 | 21,844 | 24,705 | 32,084 | 27,970 |
| 기말 현금 | 21,844 | 24,705 | 32,084 | 27,970 | 40,703 |
| NOPLAT | -3,002 | -3,648 | 1,225 | 4,691 | 7,735 |
| FCF | -27,591 | -26,655 | -3,467 | -2,282 | 8,346 |

자료: 유안타증권

- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 | (단위: 억원) | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 유동자산 | 108,827 | 126,367 | 146,097 | 141,246 | 147,159 |
| 현금및현금성자산 | 21,844 | 24,705 | 32,084 | 27,970 | 40,703 |
| 매출채권 및 기타채권 | 29,676 | 27,472 | 38,285 | 35,485 | 34,575 |
| 재고자산 | 42,575 | 56,799 | 58,000 | 61,188 | 55,786 |
| 비유동자산 | 191,542 | 205,073 | 209,645 | 207,696 | 206,369 |
| 유형자산 | 107,270 | 111,818 | 116,262 | 115,051 | 114,297 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 49,304 | 50,374 | 50,374 | 50,374 | 50,374 |
| 기타투자자산 | 5,035 | 8,384 | 9,183 | 8,992 | 8,905 |
| 자산총계 | 300,368 | 331,440 | 355,742 | 348,942 | 353,529 |
| 유동부채 | 117,076 | 127,359 | 136,218 | 134,101 | 134,446 |
| 매입채무 및 기타채무 | 40,232 | 42,009 | 51,137 | 49,337 | 47,089 |
| 단기차입금 | 51,099 | 63,202 | 62,906 | 63,288 | 62,812 |
| 유동성장기부채 | 11,892 | 8,052 | 2,999 | 3,516 | 7,136 |
| 비유동부채 | 77,224 | 92,231 | 94,068 | 88,862 | 90,619 |
| 장기차입금 | 42,315 | 56,756 | 55,448 | 51,263 | 55,776 |
| 사채 | 21,914 | 21,764 | 21,671 | 21,425 | 19,021 |
| 부채총계 | 194,300 | 219,590 | 230,286 | 222,963 | 225,066 |
| 지배지분 | 94,497 | 91,012 | 104,928 | 105,710 | 108,051 |
| 자본금 | 8,886 | 8,886 | 11,536 | 11,536 | 11,536 |
| 자본잉여금 | 15,624 | 17,714 | 32,157 | 32,157 | 32,157 |
| 이익잉여금 | 41,324 | 34,431 | 31,254 | 32,036 | 34,377 |
| 비지배지분 | 11,572 | 20,838 | 20,528 | 20,269 | 20,412 |
| 자본총계 | 106,069 | 111,850 | 125,456 | 125,980 | 128,463 |
| 순차입금 | 107,006 | 127,058 | 117,873 | 118,316 | 110,771 |
| 총차입금 | 132,587 | 156,121 | 149,958 | 146,285 | 151,475 |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) | | | | |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| EPS | -8,175 | -3,784 | -1,618 | 645 | 1,338 |
| BPS | 54,974 | 52,947 | 46,635 | 46,982 | 48,023 |
| EBITDAPS | 2,380 | 2,404 | 4,710 | 5,473 | 6,583 |
| SPS | 71,039 | 76,421 | 83,915 | 66,149 | 67,408 |
| DPS | 300 | 0 | 300 | 300 | 300 |
| PER | -3.2 | -7.3 | -25.9 | 64.9 | 31.3 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 39.5 | 46.7 | 22.4 | 17.0 | 13.6 |
| PSR | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |

| 재무비율 | (단위: 배, %) | | | | |
|---------------|------------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액 증가율 (%) | -5.2 | 7.6 | 25.6 | -10.1 | 1.9 |
| 영업이익 증가율 (%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 282.8 | 64.9 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 106.9 |
| 매출총이익률 (%) | 11.2 | 11.2 | 14.5 | 16.7 | 18.6 |
| 영업이익률 (%) | -2.4 | -2.7 | 0.7 | 3.1 | 5.0 |
| 지배순이익률 (%) | -11.3 | -4.9 | -1.9 | 1.0 | 2.0 |
| EBITDA 마진 (%) | 3.4 | 3.1 | 5.6 | 8.3 | 9.8 |
| ROIC | -1.7 | -1.6 | 1.1 | 1.9 | 3.3 |
| ROA | -5.1 | -2.1 | -0.9 | 0.4 | 0.9 |
| ROE | -16.0 | -7.0 | -3.2 | 1.4 | 2.8 |
| 부채비율 (%) | 183.2 | 196.3 | 183.6 | 177.0 | 175.2 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 113.2 | 139.6 | 112.3 | 111.9 | 102.5 |
| 영업이익/금융비용 (배) | -0.5 | -0.7 | 0.2 | 0.8 | 1.4 |

Key Chart

연간 영업이익의 전망 : 반등

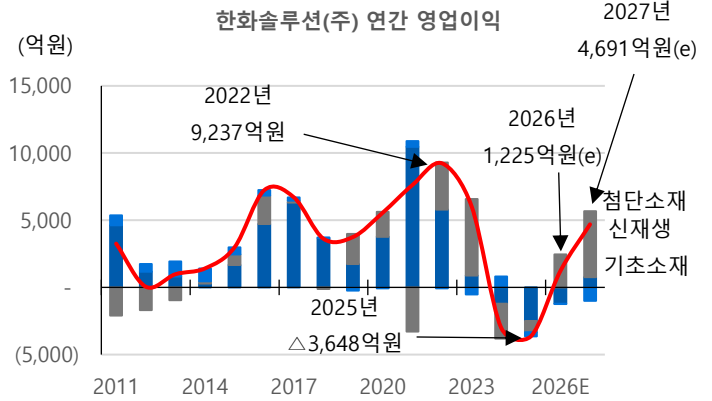
2022년 9,237억원(교정)

...

2025년 $\Delta 3,648$ 억원(저점)

2026년 1,225억원(e)

2027년 4,691억원(e)



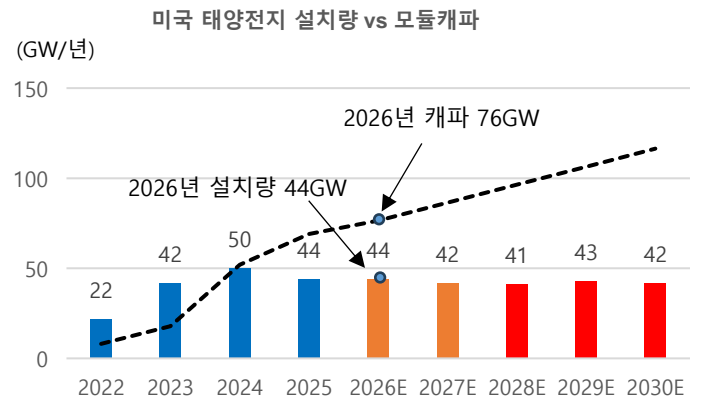
자료: 유안타증권 리서치센터

미국 태양전지 수급 : 공급과잉

2026년 캐파 76GW

vs

2026년 설치량 44GW



자료: SEIA(2026년 5월), 유안타증권 리서치센터

한화솔루션(주) 채무 만기 부담 :

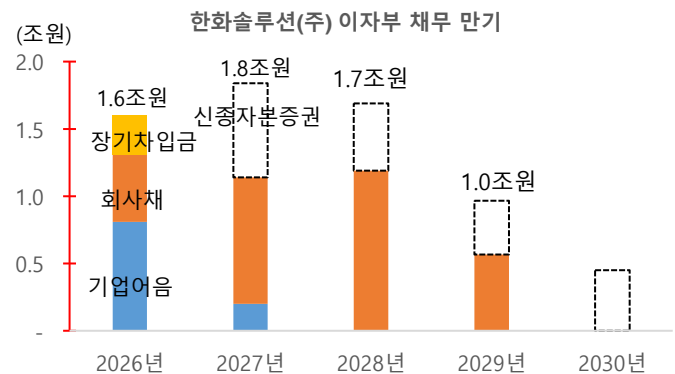
2026년 1.6조원

2027년 1.8조원

vs

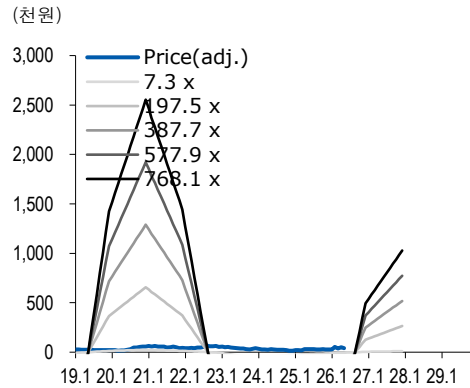
2026년 유상증자 1.7조원

+ 자산매각 0.7조원

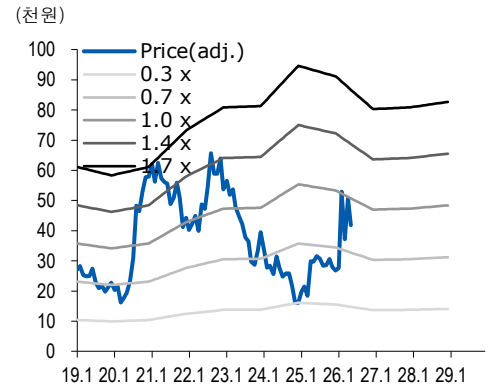


자료: 한화솔루션 사업보고서, 유안타증권 리서치센터

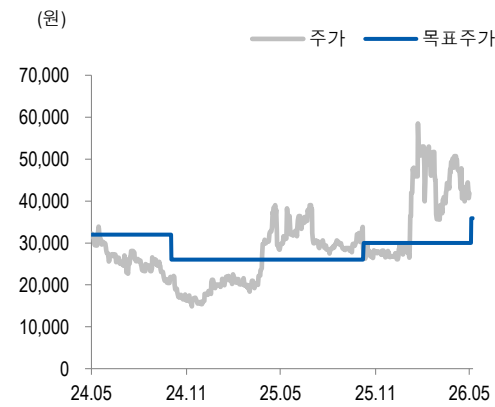
P/E band chart



P/B band chart



한화솔루션 (009830) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|----------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2026-06-01 | HOLD | 35,900 | 1년 | | |
| 2025-11-06 | HOLD | 30,000 | 1년 | 24.72 | 95.00 |
| 2025-10-31 | 1년 경과 이후 | | 1년 | 22.63 | 10.58 |
| 2024-10-31 | HOLD | 26,000 | 1년 | -1.27 | 50.19 |
| 2024-04-02 | HOLD | 32,000 | 1년 | -17.59 | 5.94 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자여건 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 95.6 |
| Hold(중립) | 4.4 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2026-05-29

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.