

한화솔루션 (009830)

변곡점

이차전지/석유화학

Analyst 노우호

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 황현식

hyeonsig.hwang@meritz.co.kr

2Q26 Review: 예상치 상회

한화솔루션은 2Q26 매출액 4.5조원, 영업이익 3,065억원으로 시장 예상치를 상회했다(전일 증가 -4.5% 마감). 특이사항은 (1) 재생에너지 AMPC 2,140억원/미국 관세환급금 900억원 발생, (2) 케미칼 및 첨단소재부문은 판매단가 상승이 호실적을 견인했다. 당분기 미국 카터스빌 공장 완공, 판매단가 상승 효과에 이익 창출능력이 높아진 점을 주목한다.

2026년 연간 재생에너지부문 상향, 케미칼 중립

차분기 매출액 5.2조원, 영업이익 2,778억원을 추정한다. 앞서 언급한 태양광부문 생산기지의 점진적 가동률 개선, 출하량 증가(2.5Gw, +92% QoQ)에 따른 AMPC 기여도 증가/판매단가는 flat을 추정한다. 사측은 케미칼부문에 부정적 레깅효과 발생 등 다소 보수적 가이던스를 제시했다. 단, 공급망 병목 현상 지속/국제유가 재차 반등 영향에 흑자기조는 유지될 가능성이 있다.

연간 순차입금 축소 실행력이 기업가치 변동 요인

동사의 재생에너지부문의 현재와 미래 사업은 여전히 매력적이다. 미국 Section 232 등 비-중국 공급망의 정책 프리미엄, 그룹사와 연계한 차세대 기술 로드맵 등. 단, 기대치를 하회한 유상증자 자금규모로 재무 건전성 압박이 여전하다. 사측이 계획한 연간 순차입금 축소 계획 실행력이 기업가치 재평가 우선순위로 판단한다.

투자의견 Buy, 적정주가는 3.9만원으로 상향

동사의 주가 상승 잠재력 유효하다. 연간 재생에너지부문 실적 추정치 상향, 다소 개선된 재무여건 등을 감안, EV/EBITDA 10배 적용(미국 태양광 Peer Firstsolar, Canadian Solar, 유틸리티 Nextera의 평균을 20% 할인)한 3.9만원의 적정주가를 제시한다.

Meritz Research 2026. 7. 30

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	39,000원
현재주가 (7.29)	22,850원
상승여력	70.7%

표1 한화솔루션 2Q26P Review Table

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	기존 추정치	(% diff.)
매출액	4,582.7	3,117.3	47.0	3882.0	18.1	4,664.2	-1.7	4,232.3	8.3
영업이익	306.5	102.1	200.3	92.6	231.0	187.7	63.3	225.6	35.9
세전이익	258.1	-149.5	흑전	-40.8	흑전	62.3	314.2	50.8	408.2
순이익(지배주주)	283.5	-201.6	흑전	-38.2	흑전	68.3	315.1	41.7	580.1
영업이익률(%)	6.7	3.3		2.4		4.0		5.3	
세전이익률(%)	5.6	-4.8		-1.1		1.3		1.2	
순이익률(%)	6.2	-6.5		-1.0		1.5		1.0	

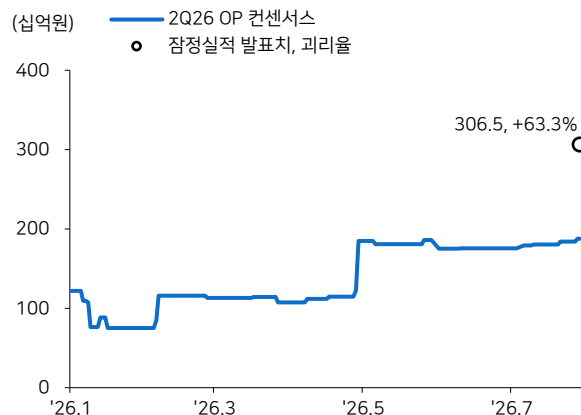
자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표1 한화솔루션 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	19,183.3	17,773.7	7.9	22,613.2	21,468.8	5.3
영업이익	953.2	797.7	19.5	1,417.2	1,446.6	-2.0
세전이익	301.1	-105.5	흑전	290.9	111.4	161.1
순이익(지배주주)	327.0	-96.1	흑전	268.3	95.5	180.9
영업이익률(%)	5.0	4.5		6.3	6.7	
세전이익률(%)	1.6	-0.6		1.3	0.5	
순이익률(%)	1.7	-0.5		1.2	0.4	

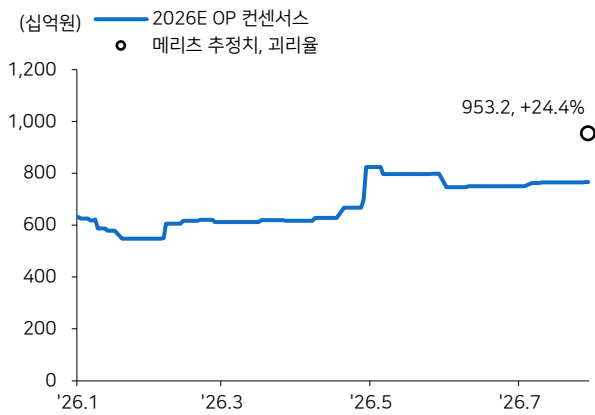
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 컨센서스 대비 63% 상회



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 대비 24% 상회 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,094.5	3,117.3	3,364.3	3,757.0	3,882.0	4,582.7	5,221.5	5,497.2	13,333.1	19,183.3	22,613.2
케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,340.1	1,465.0	1,315.8	1,318.5	4,624.1	5,439.4	5,208.1
첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	285.6	300.3	315.6	318.5	1,110.9	1,220.0	1,283.4
신재생에너지	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,062.3	2,110.9	2,482.3	3,348.0	3,606.2	6,859.4	11,547.3	15,101.7
기타	147.9	123.9	194.7	293.5	145.4	335.0	242.2	254.0	760.0	976.6	1,020.1
영업이익	30.3	102.1	-7.4	-478.3	92.6	306.5	277.8	276.3	-353.3	953.2	1,417.2
%OP	1.0%	3.3%	-0.2%	-12.7%	2.4%	6.7%	5.3%	5.0%	-2.7%	5.0%	6.3%
케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-102.1	34.1	87.1	41.9	36.2	-249.1	199.3	124.1
첨단소재	-1.8	9.8	3.6	-5.4	12.2	28.8	31.9	28.3	6.2	101.2	70.7
신재생에너지	136.2	156.2	7.9	-385.5	62.2	166.4	199.8	197.5	-85.2	626.0	1,180.1
기타	-12.9	-17.1	-9.9	14.7	-15.9	24.2	4.2	14.2	-25.2	26.6	42.3
세전이익	-69.4	-149.5	-39.6	-581.6	-40.8	258.1	60.8	22.9	-840.1	301.1	290.9
순이익(지배주주)	-44.5	-201.6	-12.1	-392.3	-38.2	292.9	49.9	22.4	-650.4	327.0	268.3
%YoY											
매출액	29.3	17.0	21.3	-19.1	25.4	47.0	55.2	46.3	6.9	43.9	17.9
영업이익	흑전	흑전	적자축소	적전	205.5	200.3	흑전	흑전	적자확대	흑전	48.7
세전이익	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	흑전	흑전	적자축소	흑전	-3.4
순이익(지배)	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	흑전	흑전	적자축소	흑전	-17.9
%QoQ											
매출액	-33.4	0.7	7.9	11.7	3.3	18.1	13.9	5.3			
영업이익	-71.7	236.7	적전	적자확대	흑전	231.0	-9.4	-0.5			
세전이익	적자축소	적자확대	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	-76.4	-62.3			
순이익(지배)	적자축소	적자확대	적자축소	적자확대	적자축소	흑전	-82.9	-55.1			

자료: 한화솔루션, 메리츠증권 리서치센터

표2 한화솔루션의 적정주가 3.9만원으로 상향

사업가치 (A)	26년 추정 EBITDA	Fair Value	Multiple(배)
(단위: 십억원)	1,948	20,262	10
자산가치 (B)		BV/시가	
관계기업		2,644	
매도가능 금융자산		30	
총기업가치 (C=A+B)		22,936	
순차입금 (D)		14,594	
우선주가치 (E)		39	
적정 시가총액 (C-D-E)		8,302	
발행주식수 (천주)		212,864	
적정 주당 주주가치 (원)		39,000	

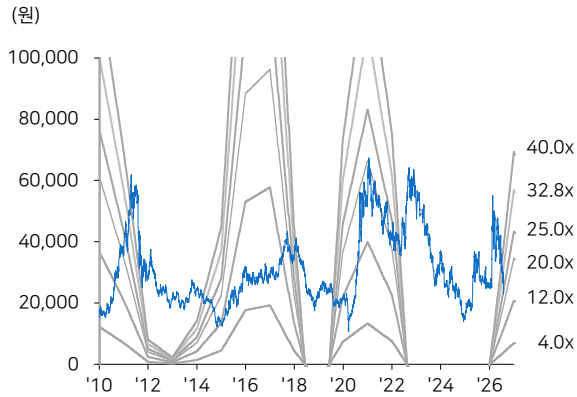
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 태양광 밸류체인 멀티플 Table

	국가	기업명	P/E(배)			P/B(배)			EV/EBITDA(배)			ROE(%)		
			2025Y	2026Y	2027Y	2025Y	2026Y	2027Y	2025Y	2026Y	2027Y	2025Y	2026Y	2027Y
셀	중국	TONGWEI	N/A	N/A	462.8	1.3	1.5	1.5	22.7	14.0	9.5	-14.1	-11.3	1.8
		SHANGHAI AIKO	N/A	82.7	20.0	4.1	4.6	3.7	34.2	14.5	9.7	-18.2	4.9	18.0
		JA SOLAR TECHNOLOGY	N/A	N/A	49.7	1.0	1.1	1.1	36.7	14.0	8.9	-18.0	-6.0	1.2
	한국	한화솔루션	N/A	11.2	6.4	0.5	0.5	0.4	25.9	12.4	9.4	-5.4	4.2	7.8
		HD현대에너지솔루션	32.8	N/A	N/A	2.8	N/A	N/A	18.2	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
	미국	FIRST SOLAR	13.9	11.5	8.5	2.3	1.9	1.6	9.2	7.6	6.0	17.7	17.4	19.8
		MAXEON SOLAR TECHNOLOGIE	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	17.0	N/A	N/A	47.2	N/A
		평균	23.4	35.1	109.5	2.0	1.9	1.7	24.5	13.2	8.7	-4.9	9.4	9.7
모듈	중국	JINKO SOLAR	N/A	N/A	21.9	1.6	1.7	1.6	20.7	8.4	6.2	-18.0	-2.5	7.4
		LONGI GREEN ENERGY TECHNOL	N/A	N/A	46.1	1.7	1.8	1.8	65.8	21.3	10.5	-8.0	-3.5	3.3
		TRINA SOLAR	N/A	N/A	17.1	1.4	1.5	1.4	35.1	9.5	8.0	-22.6	-1.4	9.7
		JA SOLAR TECHNOLOGY	N/A	N/A	49.7	1.0	1.1	1.1	36.7	14.0	8.9	-18.0	-6.0	1.2
	한국	한화솔루션	N/A	11.2	6.4	0.5	0.5	0.4	25.9	12.4	9.4	-5.4	4.2	7.8
	미국	FIRST SOLAR	13.9	11.5	8.5	2.3	1.9	1.6	9.2	7.6	6.0	17.7	17.4	19.8
		SUNRUN	6.5	8.7	20.5	0.6	0.6	0.5	11.1	6.5	5.7	9.8	7.6	-1.1
		T1 ENERGY	N/A	N/A	N/A	2.0	3.8	3.0	69.1	26.5	6.7	-30.8	-8.4	39.6
	캐나다	CANADIAN SOLAR	N/A	N/A	10.2	0.3	0.3	0.3	13.0	11.2	8.1	-3.7	-3.9	1.2
	인도	WAAREE ENERGIES	39.5	19.3	16.4	7.8	5.7	4.0	29.1	12.1	10.0	26.5	34.7	27.3
		PREMIER ENERGIES	49.5	32.3	23.5	16.5	10.9	7.4	28.5	20.9	13.3	50.0	40.2	36.9
		평균	27.5	16.6	22.0	3.3	2.7	2.1	31.3	13.7	8.5	-0.2	7.1	13.9
유틸리티	중국	CHINA LONGYUAN POWER GROUP	22.5	30.5	25.6	1.8	1.7	1.7	10.7	11.4	9.9	7.7	5.8	6.6
	일본	RENOVA	14.8	46.4	23.7	1.0	0.9	0.8	19.4	13.4	11.8	8.5	1.8	3.1
	미국	NEXTERA ENERGY	24.2	22.0	20.2	3.1	2.8	2.5	18.2	16.1	14.2	13.0	12.7	12.9
		FLUENCE ENERGY	N/A	N/A	53.0	4.3	4.5	4.0	378.2	45.5	19.6	-10.4	-2.9	6.7
		CLEARWAY ENERGY	15.4	N/A	99.5	1.9	1.5	1.5	15.3	13.3	12.0	9.3	-4.7	7.2
	프랑스	ENGIE	13.1	13.4	12.7	1.8	1.8	1.7	8.6	7.8	7.2	13.6	13.4	13.1
	인도	ADANI GREEN ENERGY	107.3	116.0	75.7	18.5	11.2	10.1	35.6	30.1	21.0	19.3	11.7	14.0
	싱가포르	SEMBCORP INDUSTRIES	9.8	10.8	8.9	1.6	1.7	1.5	11.3	10.4	8.5	18.0	16.0	18.1
		평균	29.6	39.9	39.9	4.3	3.3	3.0	62.2	18.5	13.0	9.9	6.7	10.2

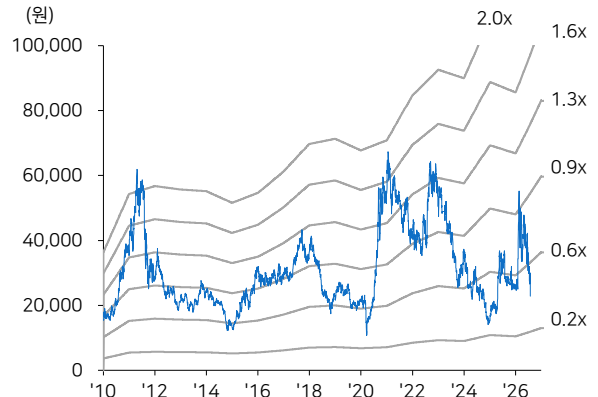
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드



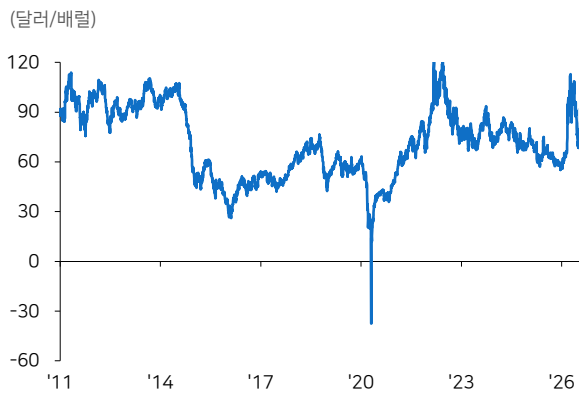
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드



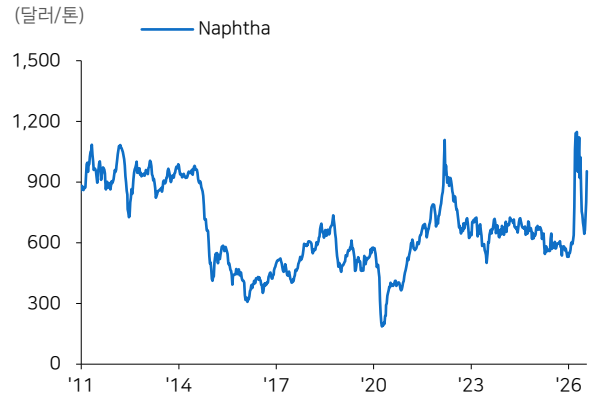
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 WTI 유가 추이



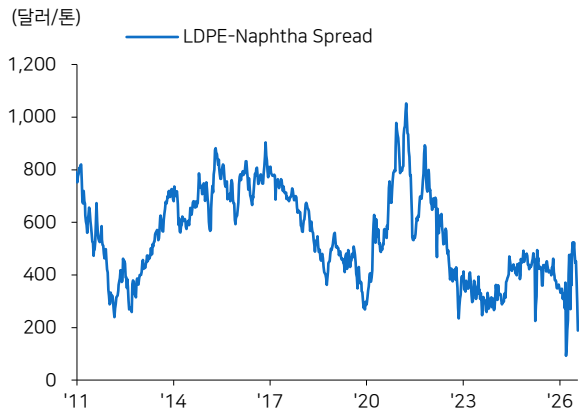
자료: Petronet, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Naphtha 가격 추이



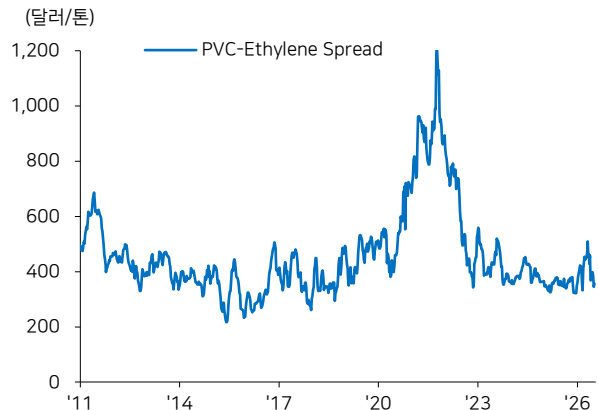
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 LDPE - Naphtha Spread 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PVC - Ethylene Spread 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 폴리실리콘 가격 추이



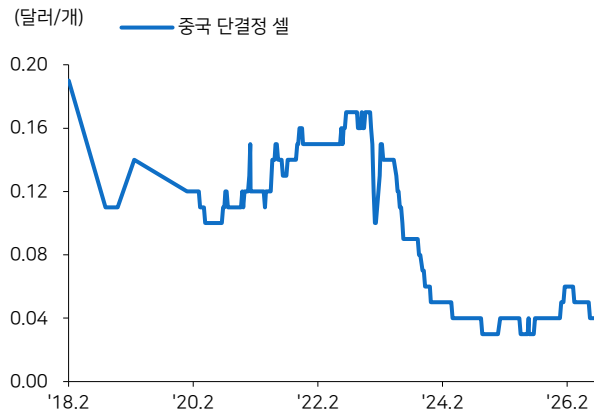
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 156mm 다결정 웨이퍼 가격 추이



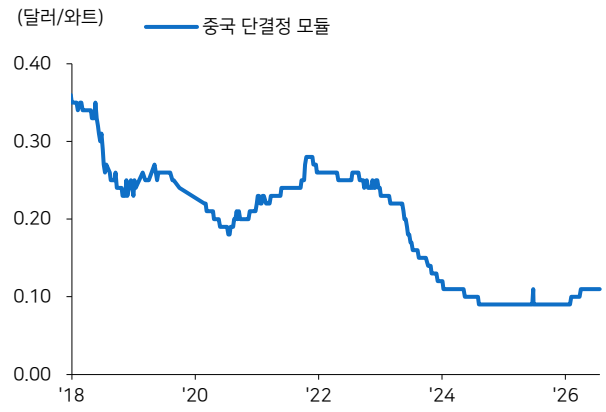
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국 셀 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 모듈 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

한화솔루션 (009830)

KOSPI	5,663.24pt
시가총액	39,277억원
발행주식수	22,489만주
유동주식비율	62.98%
외국인비중	11.88%
52주 최고/최저가	55,180원/22,850원
평균거래대금	969.3억원

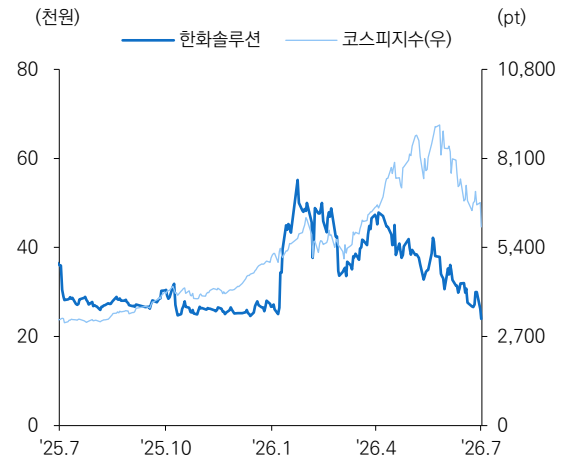
주요주주(%)

한화 외 8 인	35.27
----------	-------

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-35.3	-16.0	-36.4
상대주가	-4.0	-22.6	-63.7

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	12,394.0	-300.2	-1,404.4	-7,396	519.6	49,066	-2.1	0.31	35.3	-16.2	183.2
2025	13,333.1	-364.8	-650.4	-3,423	-53.7	47,257	-7.4	0.53	46.4	-7.0	196.3
2026E	19,183.3	953.5	327.0	1,484	-143.3	48,100	15.4	0.48	11.3	3.0	206.3
2027E	22,613.2	1,417.2	268.3	1,134	-23.6	48,227	20.2	0.47	9.2	2.3	229.3
2028E	24,042.7	1,555.8	151.4	640	-43.6	47,917	35.7	0.48	9.0	1.3	251.1

한화솔루션 (009830)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,394.0	13,333.1	19,183.3	22,613.2	24,042.7
매출액증가율(%)	-6.7	7.6	43.9	17.9	6.3
매출원가	11,008.2	11,845.1	15,549.6	17,906.2	18,987.9
매출총이익	1,385.9	1,487.9	3,633.7	4,707.1	5,054.8
판매관리비	1,686.1	1,852.7	2,250.0	2,652.3	2,820.0
영업이익	-300.2	-364.8	953.5	1,417.2	1,555.8
영업이익률(%)	-2.4	-2.7	7.2	9.1	9.3
금융손익	-440.1	-441.0	-968.8	-1,419.3	-1,596.1
총속/관계기업손익	-326.7	34.5	381.4	293.1	203.9
기타영업외손익	-356.7	-66.7	-67.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-1,423.7	-838.0	301.1	291.0	163.6
법인세비용	-315.7	-225.1	-25.9	22.6	12.2
당기순이익	-1,369.0	-615.3	326.6	268.4	151.4
지배주주지분 손이익	-1,404.4	-650.4	303.4	255.0	143.8

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,882.7	12,636.7	16,997.6	19,289.8	21,223.0
현금및현금성자산	2,184.4	2,470.5	2,122.6	3,578.0	4,504.6
매출채권	2,305.0	1,543.3	2,258.2	2,385.2	2,538.0
재고자산	4,257.6	5,679.9	8,310.8	8,778.3	9,340.7
비유동자산	19,154.2	20,507.3	24,040.3	24,966.1	25,734.4
유형자산	10,727.0	11,181.8	12,052.4	12,563.0	12,827.7
무형자산	1,755.7	1,846.4	1,869.6	1,851.9	1,834.8
투자자산	5,433.9	5,875.8	8,397.3	8,830.2	9,350.9
자산총계	30,036.8	33,144.0	41,037.9	44,255.9	46,957.4
유동부채	11,707.6	12,735.9	17,153.5	18,095.3	19,410.8
매입채무	2,610.3	2,708.9	3,963.6	4,186.5	4,454.7
단기차입금	5,109.9	6,320.2	7,939.6	8,119.6	8,479.6
유동성장기부채	1,189.2	805.2	1,004.8	1,304.8	1,704.8
비유동부채	7,722.4	9,223.1	10,487.6	12,721.5	14,170.5
사채	2,191.4	2,176.4	1,974.9	2,134.9	2,294.9
장기차입금	4,231.5	5,675.6	6,658.4	8,658.4	9,858.4
부채총계	19,430.0	21,959.0	27,641.1	30,816.8	33,581.3
자본금	888.6	888.6	888.6	888.6	888.6
자본잉여금	1,562.4	1,771.4	2,965.8	2,965.8	2,965.8
기타포괄이익누계액	2,319.8	2,451.9	2,789.0	2,562.8	2,348.4
이익잉여금	4,132.4	3,443.1	3,748.0	4,003.0	4,146.8
비지배주주지분	1,157.2	2,083.8	2,455.6	2,469.0	2,476.6
자본총계	10,606.9	11,185.0	13,396.8	13,439.0	13,376.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	638.5	-655.0	423.5	1,967.3	2,113.1
당기순이익(손실)	-1,369.0	-615.3	326.6	268.4	151.4
유형자산상각비	649.4	720.0	965.9	1,089.4	1,135.3
무형자산상각비	66.1	64.3	28.9	17.7	17.1
운전자본의 증감	94.5	-1,394.8	-1,368.5	-278.5	-335.0
투자활동 현금흐름	-3,287.4	-1,748.6	-3,491.1	-1,775.7	-1,760.1
유형자산의증가(CAPEX)	-3,397.6	-2,010.5	-1,570.5	-1,600.0	-1,400.0
투자자산의감소(증가)	-1,338.7	-399.4	-2,140.2	-139.8	-316.9
재무활동 현금흐름	2,675.9	2,714.2	2,645.3	1,263.8	573.5
차입금의 증감	3,490.0	2,353.4	2,742.4	2,653.4	2,136.1
자본의 증가	65.3	209.0	1,194.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	226.3	286.1	-347.9	1,455.5	926.6
기초현금	1,958.1	2,184.4	2,470.5	2,122.6	3,578.0
기말현금	2,184.4	2,470.5	2,122.6	3,578.0	4,504.6

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	65,227	70,169	93,965	100,551	106,907
EPS(지배주주)	-7,396	-3,423	1,484	1,134	640
CFPS	3,017	4,298	8,801	10,219	11,089
EBITDAPS	2,185	2,208	9,543	11,225	12,042
BPS	49,066	47,257	48,100	48,227	47,917
DPS	271	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-2.1	-7.4	15.4	20.2	35.7
PCR	5.0	5.9	2.6	2.2	2.1
PSR	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
PBR	0.31	0.53	0.48	0.47	0.48
EBITDA(십억원)	415.2	419.5	1,948.3	2,524.4	2,708.2
EV/EBITDA	35.3	46.4	11.3	9.2	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-16.2	-7.0	3.0	2.3	1.3
EBITDA 이익률	3.4	3.1	10.2	11.2	11.3
부채비율	183.2	196.3	206.3	229.3	251.1
금융비용부담률	4.4	4.0	4.4	6.3	6.6
이자보상배율(x)	-0.5	-0.7	1.1	1.0	1.0
매출채권회전율(x)	5.7	6.9	10.1	9.7	9.8
재고자산회전율(x)	3.3	2.7	2.7	2.6	2.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.06.05	산업분석	Buy	47,162	노우호	-46.9	-32.2	(원)
2024.10.02	산업분석	Buy	40,559	노우호	-54.7	-40.7	
2025.03.26	산업분석	Buy	33,014	노우호	-14.2	11.6	
2025.10.17	기업브리프	Buy	31,127	노우호	10.2	77.3	
2026.07.30	기업브리프	Buy	39,000	노우호	-	-	