

# IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

## [에너지/소재]

### 한화솔루션 유증, 얼마가 아니라 언제의 문제

#### 이번 유상증자의 본질은 조달 선택권 방어에 있다

한화솔루션의 이번 유상증자는 표면적으로는 재무구조 개선과 성장 투자 재원 확보를 위한 자본확충이지만, 보다 본질적으로는 자금 부족을 해소하는 차원을 넘어 조달 선택권의 상실을 막기 위한 방어적 딜로 해석할 필요가 있다. 동사는 증자 규모를 기존 2.4조원에서 1.8조원으로 축소하는 대신, 부족분 6천억원을 자본성 조달 3천억원과 비영업용 자산 매각 3천억원으로 보완하는 구조를 제시했다. 이는 현 시점에서 동사가 중시하는 핵심 변수가 조달 규모 자체보다도, 얼마나 빠르고 확실하게 유동성을 확보할 수 있느냐에 있음을 보여준다. 실제로 동사는 작년말 순차입금 12.6조원, 부채비율 196.3%를 기록했으며, 유상증자 이후 올해에는 순차입금을 약 9조원 수준으로 낮추고 부채비율도 150% 미만으로 관리하겠다는 목표를 제시하였다. 이는 단순한 재무지표 개선이 아니라, AA- 부정적 등급 하에서 추가적인 신용도 저하와 차환금리 상승을 선제적으로 차단하겠다는 의도가 보다 선명하게 드러난다.

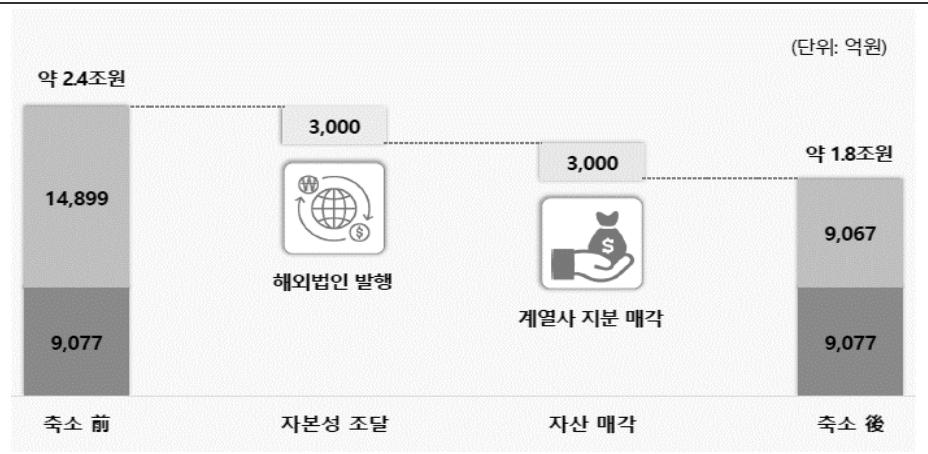
따라서 시장이 주목해야 할 지점은 증자 성사 여부 그 자체보다, 동사가 연내 약속한 자산 매각과 자본성 조달을 실제로 클로징할 수 있는지 여부다. 한화임팩트 지분 매각 규모를 3천억원 수준으로 설정한 것 역시 최적 가격 실현보다 연내 실행 가능한 시장 소화 물량을 우선시한 판단으로 해석된다. 결국 이번 증자의 핵심은 성장 투자를 위한 실탄 확보도 있지만, 향후 2~3년간 필요한 전략적 선택지를 지키기 위한 시간 확보에 있다. 이 두 축이 예정대로 마무리되는 시점에는 이번 딜에 대한 시장의 시각도 단순한 희석 이벤트에서 벗어나, 재무 디스카운트 해소의 출발점으로 이동할 가능성이 높다.

#### 이번 증자는 단순 증설이 아니라 통합 에너지 솔루션 사업자로의 체질 전환

사업 측면에서 이번 자본조달의 의미는 단순한 태양광 생산능력 확대에 머물지 않는다. 동사는 조달 자금의 절반인 9,077억원을 탠덤 파일럿, GW급 양산라인, TOPCon 셀라인 구축에 투입해 2028년 미국/말레이시아 공장의 TOPCon 전환을 완료하고, 2029년부터 탠덤 상업 양산에 진입하는 로드맵을 제시했다. 동사의 이번 시설투자는 단순한 증설보다도, 대면적/고출력 모듈 전환과 탠덤 상업화 기반 확보에 초점이 맞춰져 있다. 또한 중장기적으로는 모듈 생산능력을 2026년 8.5GW에서 2030년 13.5GW로 확대하고, 신재생에너지부문 매출을 2025년 6.9조원에서 2030년 21.5조원까지 키우겠다는 목표를 제시하였다. 결국 이번 증자는 생산량 확대 자체보다 기술 전환과 제품 믹스 고도화를 통해 수익성 구조를 바꾸겠다는 선언에 가깝다.

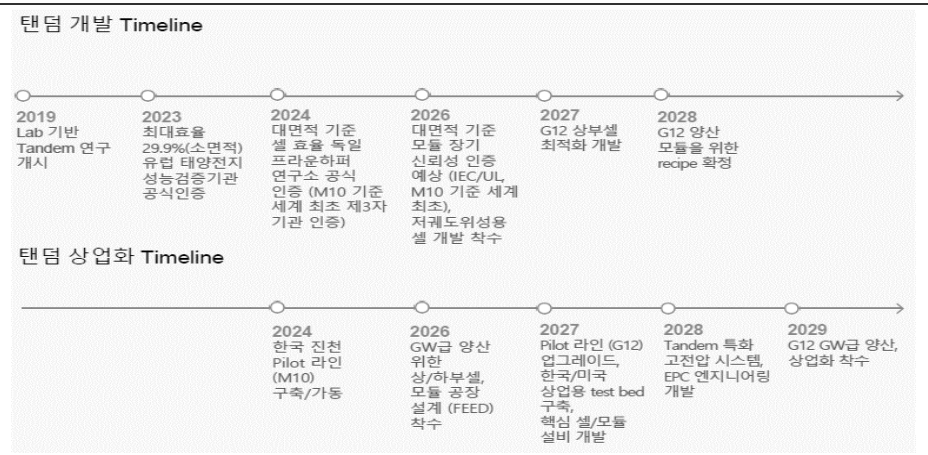
더 중요한 점은 동사가 더 이상 모듈 판매량 중심의 제조업체에 머물지 않고, 고효율 셀/모듈/인버터/ESS/소프트웨어를 포괄하는 통합 에너지 솔루션 사업자로의 전환을 시도하고 있다는 사실이다. 동사는 에너지 중장기 전략에서 모듈 제조를 출발점으로 하드웨어/소프트웨어 통합, 개발, 시공, 플랫폼, 전력시장 운용으로 이어지는 확장 구조를 제시하고 있으며, 이는 단순 제조를 넘어 에너지 시스템과 서비스 전반으로 사업 영역을 확장하겠다는 전략적 방향을 의미한다. 여기에 자체 개발한 마이크로 인버터를 미국 현지 EMS를 통해 생산해 모듈에 선부착하는 전략까지 감안하면, 탠덤은 단순히 셀 효율을 몇 %포인트 높이는 기술이 아니라 설치 효율성, 발전수익률, 시스템 통합 경쟁력을 동시에 끌어올리는 프리미엄 시장 진입 수단으로 해석하는 것이 적절해 보인다. 결국 향후 밸류에이션 재평가의 핵심은 증설 규모 그 자체가 아니라, 재무 안정화 이후 이러한 기술 전환이 실제 수익성 개선과 플랫폼형 사업 확장으로 연결되는지 여부에 달려 있다.

그림 1. 한화솔루션 증가 금액 축소에 따른 자구안



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

그림 2. 한화솔루션 탠덤 개발/상업화 타임라인



자료: 한화솔루션, IBK투자증권

### Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.