

태양광

한화솔루션 2.4조원 규모 유상증자 Comment

Issue Comment

한화솔루션 주배실 일반공모 방식으로 2.4조원 규모 유상증자 공시

전일(3/26) 약 2.4조원 규모 유상증자 계획 공시. 신규 발행주식 수 72백만주로 기존 발행주식 172백만주 감안하면 증자비율 42% 수준으로 꽤 큼. 참고로 지난 2021년 3월에도 동사는 1.3조원 규모의 유상증자를 단행한 바 있는데, 당시 증자비율은 20% 내외였음. 이번에 조달한 자금 중 1.5조원은 차입금 상환, 나머지 0.9조원은 Tandem 및 TOPCon 셀 설비 구축 등에 투자할 계획

이해는 되지만, 유상증자 규모와 시기 측면에서 아쉬움은 크다

태양광 시장은 더 이상 생산능력과 규모의 경제를 통한 비용절감 등에서 경쟁우위를 확보하기가 어렵고, 주력 기술도 현재 PERC 기반에서 Tandem, TOPCon 등으로 전환되고 있는 만큼 동사 역시 관련 기술개발과 대규모 생산설비 구축이 필요한 상황. 이에 금번 자금조달을 통해 2029년까지 Tandem GW 규모 양산라인 가동 및 상업화 통해 태양광 이익체력 개선시키겠다는 목표. 지난해부터 울산 사택부지, 한화저축은행 지분 등 여러 자산매각 통해 1.6조원, 영구채 발행 0.7조원 등의 자금을 조달하는 등 재무구조 개선 시도했음에도 업황 부진 장기화와 15조원에 달하는 차입금을 줄이기는 턱없이 부족했던 것이 사실. 이에 최후의 보루로 유상증자를 단행한 것으로 보여짐

회사 전반적 상황과 노력은 이해되고, 중장기 성장동력 확보를 위한 자금 필요했다는 점도 백번 동의. 그러나 연초 이후 이어지고 있는 주가 강세 속에 기습적으로, 그것도 40% 달하는 꽤 높은 비율의 증자가 이뤄진 점에서는 아쉬움이 매우 클 수밖에 없음

또한 한화그룹은 자본시장 이해도가 높고, 전 계열사에서 자금조달 위해 자본시장을 적극적으로 활용해왔던 만큼 이번 증자 이후에도 추가 유상증자 가능성을 배제할 수 없다는 점이 우려. 마침 지난 3월 24일 진행된 주주총회에서 동사의 발행주식 총수를 기존 3억주에서 5억주로 대폭 확대한 것도 향후 그 연장선에 있는 것으로 해석됨

본업에서 바뀐 것은 없다. 오히려 최근 환경을 보다 합리적으로 재평가할 기회

이번 유상증자는 규모 측면 뿐만 아니라, 한참 좋아지고 있던 분위기에 찬물을 끼얹은 셈이 된 것 같아 타이밍 측면에서도 아쉬움이 큼. 그러나 태양광 본업에서 바뀐 것은 없고, 오히려 연초 이후부터 긍정적인 환경들이 지속적으로 조성되고 있다는 점에 더 주목할 필요 있다는 판단. 대내적으로는 1)미국 셀 통관 정상화, 2)Cartersville 하반기 상업가동, 3)DCA 조건과 동일한 FEOC 적용으로 모듈 판가 협상력이 높아질 수 있고, 대외적으로는 4)이란 사태로 재부각되고 있는 에너지 안보의 중요성, 5)우주 태양광 발전과 같은 신시장 개척 등의 기회들이 점점 확대되고 있다는 점에서 긍정적

따라서 단기로는 대규모 유상증자 여파로 주가 충격 불가피하겠으나, 일단락되고 나면 본업 개선 모멘트들이 점점 더 부각될 것으로 예상. 1차 예상 발행가액 33,300원을 감안하면 단기 주가 하단은 33,000~35,000원 레벨로 접근할 수 있을 듯

연초 이후 대내외적 모멘텀 속에서도 동사는 우주 태양광 기대감이 과하게 반영되며 글로벌 Peer 대비 주가 상승이 다소 과도했던 측면이 없지 않았음. 유상증자로 -18% 급락한 전일 주가 기준 동사 EV/EBITDA 14배인데, Elon Musk 팀과 우주태양광 발전 관련해 접촉 이뤄졌던 JA Solar, Jinko Solar 각각 10~11배, 미국 First Solar 7배 등과 비교하면 상당히 높은 수준 <표3 참고>

당사는 이 같은 긍정적 모멘텀에도 불구하고, 주가는 이미 그 이상을 반영하고 있다고 판단해 동사 목표주가 5만원, 투자 의견 Hold 유지해왔음. 그러나 이번 유상증자로 인한 주가 조정은 오히려 향후 보다 객관적이고 합리적으로 적정주가를 재평가하는 기회가 될 수 있다고 판단. 발행주식수 증가에 따른 목표주가는 다음달 발표될 동사 1분기 실적 및 향후 추정치 함께 반영해 재산정 예정

표1. 전일(3/26) 공시된 한화솔루션 유상증자 관련 내용: 2021년 3월 유상증자와 세부내용 비교

구분	한화솔루션 2021년, 2026년 유상증자 세부내용 비교		
	2021년 3월 5일 (납입일 기준)	2026년 6월 (예정)	
증자 방식	주주배정 후 실권주 일반공모	주주배정 후 실권주 일반공모	
유상증자 발행주식수 (보통주)	31,414,000주	72,000,000주	
증자전 발행주식수 (보통주)	159,864,497주 (우선주 1,123,737주 별도)	171,892,536주 (우선주 2,575,349주 별도)	
증자 비율	19.51%	41.89%	
1차 발행가액	44,900원	33,300원 (예정)	
2차(최종) 발행가액	42,850원		
유상증자 규모	1조 3,461억원	2조 3,976억원	
자금조달 목적	시설자금	6,356억원	9,077억원
	운영자금	3,000억원	-
	채무상환자금	-	1조 4,899억원
	타법인증권취득자금	4,105억원	-
할인율	15%	20%	
우리스자조합 배정 비율	20%	20%	
(주)한화 참여 여부	85% 참여 (당시 (주)한화 지분 37.25% → 36.31% 일부 희석)	최소 100% 이상 참여 검토 예정 (현재 (주)한화, 한화솔루션 지분 36.31% 보유)	
최초 이사회 결의일	2020년 12월 21일	2026년 03월 26일	

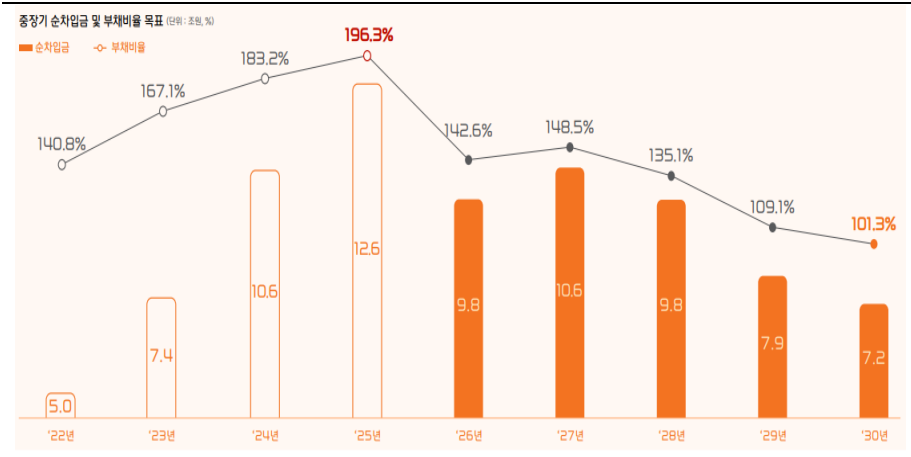
자료: Dart, iM증권 리서치본부

표2. 한화솔루션 이번 유상증자로 조달한 2.4조원의 자금 사용 세부 계획

자금용도	세부 내용	금액(억원)	자금 사용시기	비율
채무상환	회사채, CP, FRN	7,281	2026년	30.4%
	시설자금, 운영자금	3,134	2026년	13.1%
	한도대출	4,483	2026년	18.7%
	소계	14,899	-	62.2%
미래성장투자 (시설 투자)	Tandem 파일럿 운영 및 양산 검증 - 실제 양산 규격에 부합하는 제품 생산 위한 파일럿 설비 업그레이드	963	2026~2028년	4.0%
	- 탠덤 기술 신뢰성, 공정 안정화 및 양산성 사전 검증			
	Tandem GW 규모 양산라인 + TOPCon 셀라인 투자 구축 - Tandem (상부셀: 페로브스카이트 / 하부셀 TOPCon) 양산 공정 구축	8,114	2026~2028년	33.8%
	소계	9,077	-	37.8%
합계		23,976	-	100.0%

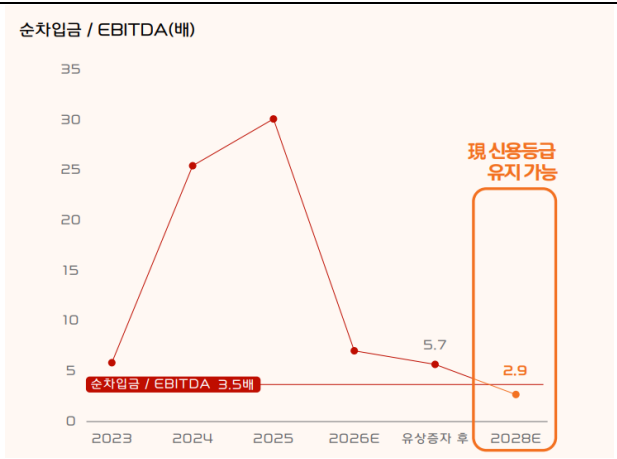
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림1. 한화솔루션 중장기 순차입금 및 부채비율 목표



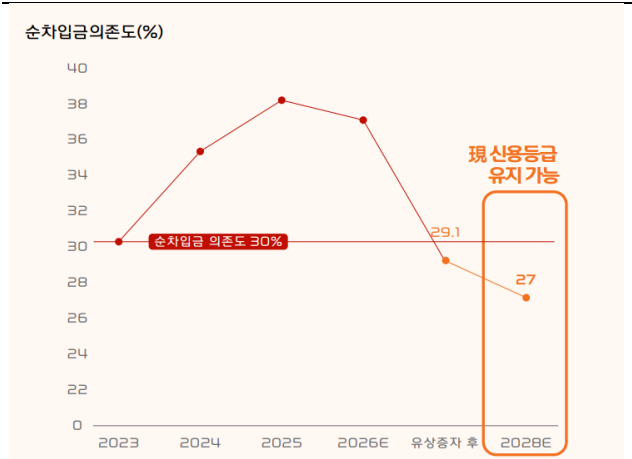
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림2. 한화솔루션 순차입금/EBITDA 배수 추이 및 중장기 목표



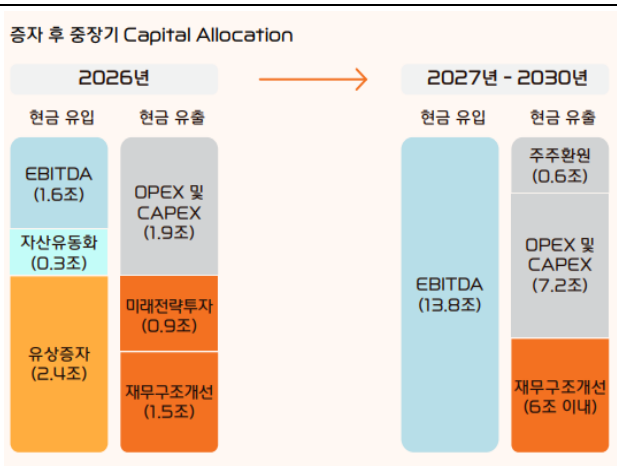
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림3. 한화솔루션 순차입금의존도 추이 및 중장기 목표



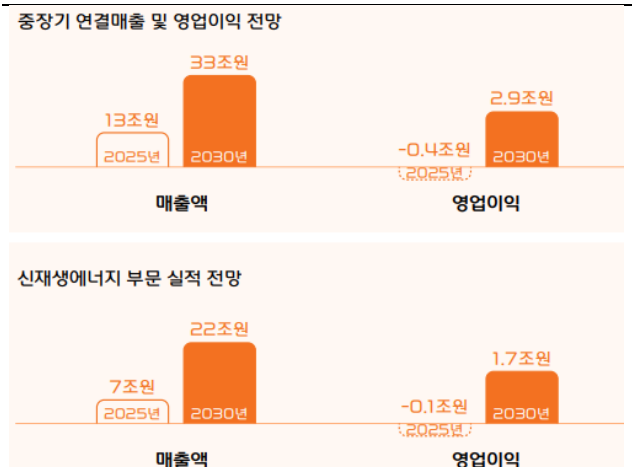
자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림4. 한화솔루션 중장기 현금유출입 구성 및 규모 목표



자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

그림5. 한화솔루션 중장기 연결, 태양광 부문 실적 전망



자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

표3. 한화솔루션 태양광 부문 글로벌 Peer Valuation

(백만\$, %, 배)	한화솔루션	First Solar	Jinko Solar	JA Solar	Trina Solar	Canadian Solar
증가(현지통화)	36,800	193.5	7.3	11.8	18.2	14.3
시가총액(백만\$)	4.3	20.8	10.6	5.7	6.2	1.0
현지통화	KRW	USD	CNY	CNY	CNY	USD
매출액(백만\$)						
FY2024	9,090	4,206	12,844	9,739	11,151	5,993
FY2025	9,384	5,219	10,170	7,350	10,324	5,595
FY2026	10,347	5,342	12,392	8,422	12,487	7,017
영업이익(백만\$)						
FY2024	-220	1,394	71	-613	-448	-30
FY2025	-257	1,597	-842	-675	-833	43
FY2026	401	2,013	75	69	166	189
EBITDA(백만\$)						
FY2024	305	1,832	1,146	235	332	496
FY2025	295	2,146	463	218	232	598
FY2026	1,015	2,651	1,258	906	990	743
당기순이익(백만\$)						
FY2024	-1,030	1,292	14	-647	-478	36
FY2025	-458	1,528	-767	-620	-768	-104
FY2026	10	1,982	25	13	92	-3
OPM(%)						
FY2024	-2.4	33.2	0.6	-6.3	-4.0	-0.5
FY2025	-2.7	30.6	-8.3	-9.2	-8.1	0.8
FY2026	3.9	37.7	0.6	0.8	1.3	2.7
ROE(%)						
FY2024	-17.6	17.5	3.4	-9.3	-8.8	0.7
FY2025	-5.4	17.7	-18.0	-18.2	-23.1	-3.7
FY2026	0.2	18.8	1.4	3.7	4.3	-0.7
PER(배)						
FY2024	N/A	13.9	711.0	N/A	N/A	4.3
FY2025	N/A	17.6	N/A	N/A	N/A	N/A
FY2026	189.2	10.4	113.9	117.9	65.8	N/A
PBR(배)						
FY2024	0.29	2.37	2.20	1.61	1.59	0.26
FY2025	0.50	2.94	2.73	1.67	1.91	0.57
FY2026	0.80	1.83	2.68	1.66	1.86	0.30
EV/EBITDA(배)						
FY2024	35.1	9.7	11.1	47.7	34.1	11.6
FY2025	45.9	12.0	28.5	44.4	49.4	14.7
FY2026	14.0	7.0	10.5	10.7	11.6	10.5

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 2026년 수치는 Bloomberg 추정치 기준

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 기관투자가 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급 종목투자 의견은 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 : 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-