

# 한화솔루션 (009830)

## FEOC 세부안 발표: 비중국산 프리미엄 근거 확보

### 목표주가 5.0만원 상향, 그럼에도 투자 의견 Hold 유지하는 이유

당사는 4분기 실적발표 후 <그래도 꽤 많은 불확실성을 덜어냈다: 2/6 발간> 보고서를 통해 ①미국 셀 통관 정상화, ②Cartersville 상업가동 2~3분기부터 시작되는 등 여러 불확실성이 상당부분 해소되고 있다는 점에서 고무적으로 판단했다. 그러나 모듈 생산 재개와 하반기 Cartersville 상업가동으로 수직계열화 갖추게 된다는 긍정적 변화에도 불구하고, 미국 내 모듈 과잉 재고는 여전히 부담이었다. 이에 재고의 추세적 감소를 이끌 수 있는 FEOC 실행 or 인도/인도네시아/라오스산 추가 제재 등이 확인되어야 하고, 해당 부분이 확인될 때 투자 의견 상향을 검토하겠다고 밝힌 바 있다.

지난 2월 12일 미국 재무부와 IRS(국세청)에서 OBBBA 법안 내 FEOC 잠정 세부안을 발표했는데, 금번 PFE 세부사항은 동사 판가 협상력 향상 및 판매량 확대의 모멘텀이 될 수 있는 만큼 태양광 부문 멀티플을 기존 10.1배에서 12.2배로 +20% 할증하였다. 다만, 상향된 멀티플을 감안하더라도 예상 EBITDA 및 11.6조원에 달하는 순차입금을 반영한 동사 적정주가는 5만원으로 산출되는데, 2월 들어 Elon Musk 우주 태양광 발전 및 태양광 업황 회복 등에 대한 기대감으로 전일 5.8만원을 넘어선 주가는 적정주가 레벨을 크게 상회하고 있다. 이에 목표주가 상향에도 투자 의견은 Hold 유지한다.

### DCA 기준 따르는 FEOC: 웨이퍼/셀/모듈 + 주요 부품들로 충분히 충족

3월 30일까지 관계자 의견수렴 예정이며 향후 일부 내용이 변경될 가능성은 존재한다. OBBBA 법안에서는 PFE(Prohibited Foreign Entity) 주체로부터 조달한 부품이 특정 비율 초과하면 48E/45Y/45X 혜택이 불가하도록 명시했는데, Non-PFE 비중이 26년 40% 시작으로 27년 45%, 28년 50%, 29년 55%, 30년 및 그 이후에는 60% 등으로 매년 상향된다. 이미 확정된 내용 안에서 지금까지 최대 이슈는 부품별 비율을 어떻게 산출할 것인지였는데, 현재 발표된 지침에는 DCA 조건과 동일하게 적용될 예정이다.

유틸리티 기준 미국에서 생산된 웨이퍼를 활용하면 셀의 비율을 51.6% 인정하고 있어 Cartersville 상업가동으로 수직계열화가 이뤄지면 Non-FEOC 조건을 충족하게 된다. 또한 당사는 웨이퍼/셀 외에도 encapsulant, backsheet, torque tube, junction box 등 주요 부품들 설비 투자를 진행했는데, 그 부품품까지 모두 합산하면 이미 DCA 비율은 약 70% 달해 매년 높아지는 조건을 충분히 맞출 수 있다. 디벨로퍼들에게 48E/45Y 혜택은 IRR에 매우 중요한 만큼 FEOC 조건을 안전하게 충족시킬 수 있는 동사 모듈의 경쟁력이 높아질 수밖에 없고, 이는 곧 동사 모듈 판가 인상의 요인으로 작용할 것이라 판단된다. 특히 26년부터 설치되는 태양광 프로젝트에 적용되는 만큼 현재 미국 내 쌓여 있는 모듈 재고 영향을 일부 상쇄시킬 수도 있다는 점에 주목할 필요가 있겠다.

이번 가이드라인에서 눈에 띈 점은 DCA 표에 기재되지 않은 부품은 MACR 산출에서 제외한다는 것이다. DCA 계산이 셀과 웨이퍼에서 시작되는 만큼 폴리실리콘 조달처를 따지지 않겠다는 의미이다. Non-FEOC 폴리실리콘 공급처는 Wacker, OCI홀딩스 정도 한정적이라 가격 급등 피할 수 없고, 모든 업스트림 조달처까지 확인하는 과정이 매우 까다로운 만큼 최대한 FEOC 실행을 간단 명료하게 실행하겠다는 의도로 해석된다.

FEOC 시행은 비중국 프리미엄을 현실화할 수 있는 분명한 근거가 될 수 있다. 동시에 동사의 대내적 불확실성까지 해소되고 있는 만큼 펀더멘털의 뚜렷한 개선을 전망한다. 그러나 전일 증가 기준 동사 EV/EBITDA는 16배 달하는데, 미국업체 First Solar 7.7배 및 Musk 팀이 우주 태양광 발전용으로 컨택했던 Jinko Solar 10.5배, JA Solar 10.7배 등과 비교해도 조금은 과한 느낌이다(표4 참고). 아무리 밸류에이션이 무색해진 시장 분위기가긴 하나, 그래도 현 주가는 펀더/센티멘털 개선을 충분히 설명하기 어렵다.

### Company Brief

## Hold (Maintain)

목표주가(12M)	50,000원(상향)
증가(2026.02.19)	58,500원
상승여력	-14.5%

Stock Indicator	
자본금	889십억원
발행주식수	17,189만주
시가총액	10,056십억원
외국인지분율	14.4%
52주 주가	18,410~58,500원
60일평균거래량	4,403,813주
60일평균거래대금	173.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	108.2	117.5	90.9	167.1
상대수익률	92.4	73.0	10.7	54.6

### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	12,394	13,354	16,369	15,904
영업이익(십억원)	-300	-353	471	1,180
순이익(십억원)	-1,404	-621	-61	498
EPS(원)	-8,050	-3,558	-349	2,855
BPS(원)	54,163	62,493	73,839	88,388
PER(배)				20.5
PBR(배)	0.3	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	-16.0	-6.1	-0.5	3.5
배당수익률(%)	1.9	0.5	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	31.4	42.6	15.7	9.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

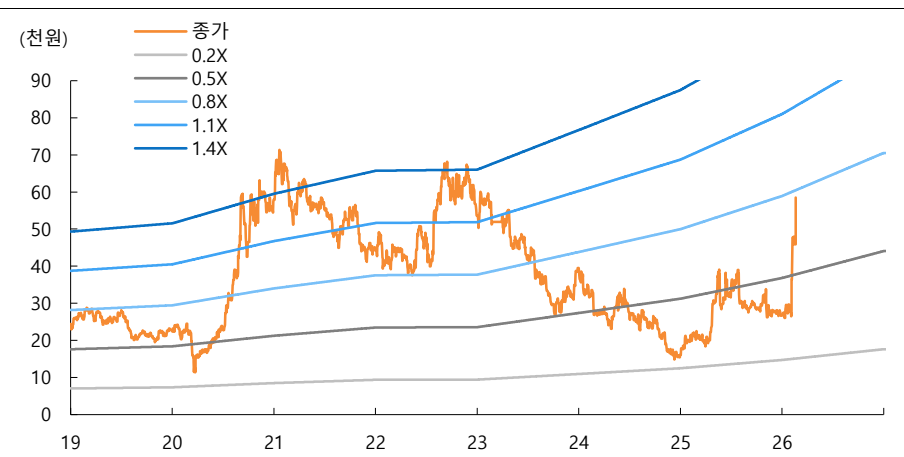
표1. 한화솔루션 목표주가 산정: SOTP Valuation

(십억원, 배)	기존 (2026.02.06)			변경 (2026.02.20)			참고내용
	2026F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	2026F EBITDA	EV/EBITDA (x)	EV	
<b>사업가치 합계</b>			<b>13,339</b>			<b>16,114</b>	<b>(A)= (a)+(b)+(c)</b>
태양광	1,174	10.2	11,980	1,205	12.2	14,755	(a) 글로벌 Peer 평균이었던 기존 대비 +20% 할증**
케미칼	123	6.9	850	123	6.9	850	(b) 한국 및 아시아 주요 석유화학 업체 평균
가공소재	48	10.6	510	48	10.6	510	(c) KOSPI200 적용
투자자산가치	6,157		4,310	6,157		4,310	(B): 2026년 당사 예상치 기준 30% 할인 적용
순차입금			11,620			11,597	(C): 2026년 당사 예상치
우선주 시가총액			69.7			85.2	(D): 2026년 02월 19일 증가 기준
<b>보통주 적정 시가총액</b>			<b>5,959</b>			<b>8,741</b>	<b>(E): (A)+(B)-(C)-(D)</b>
보통주 총 발행주수			174,467,885			174,467,885	
적정주가 (원)			34,155			50,102	(G) = (E)/(F)
<b>목표주가 (원)</b>			<b>34,000</b>			<b>50,000</b>	<b>이전 대비 +47.1% 상향 조정</b>
현재주가 (원)						58,500	2026년 02월 19일 증가 기준
<b>상승여력 (%)</b>						<b>-14.5%</b>	<b>추천일 증가 대비 변동율 -15% 미만으로 Hold 의견 유지</b>

자료: iM증권 리서치본부

주: (a) 태양광 부문 EV/EBITDA 기존 대비 +20% 할증은 FEOC 세부 가이드라인 발표로 비중국산 프리미엄 보다 본격화될 수 있다는 판단에 근거

그림1. 한화솔루션 12M Forward PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

표2. 미국 태양광 유틸리티 기준 DCA 각 부품별 비율 (회색음영은 한화솔루션이 직접 생산하는 부품들)

APC	MPC	Ground-mount (Tracking)	Ground-mount (Tracking) with Domestic c-Si PV Cells & Wafers	Ground-mount (Fixed)	Ground-mount (Fixed) with Domestic c-Si PV Cells & Wafers
PV module	Cells	38.0	51.6	53.2	66.6
	Frame/Backrail	6.0	4.7	8.5	6.1
	Front Glass	6.0	4.7	8.4	6.1
	Encapsulant	3.8	3.0	5.4	3.8
	Backsheet/Backglass	3.8	3.0	5.4	3.8
	Junction Box	1.0	0.8	1.4	1.0
	Edge Seals	0.3	0.2	0.4	0.3
	Pottants	0.3	0.2	0.4	0.3
	Bus Ribbons	1.5	1.2	2.1	1.5
	Bypass Diodes	0.4	0.3	0.6	0.4
	Production	4.7	3.7	6.7	4.8
Inverter	Printed Circuit Board Assemblies	2.4	1.7	3.1	2.2
	Electrical Parts	0.8	0.6	1.1	0.8
	Thermal Management System	0.5	0.4	0.7	0.5
	Enclosure & Skids	0.6	0.5	0.9	0.6
	Production	1.2	1.0	1.8	1.3
PV Tracker	Torque Tube	11.0	8.6	-	-
	Structural Fasteners	0.4	0.3	-	-
	Drive System	1.9	1.5	-	-
	Dampers	0.5	0.4	-	-
	Actuator	2.8	2.2	-	-
	Controller	0.7	0.6	-	-
	Rails	2.0	1.6	-	-
	Production	9.4	7.3	-	-
Total		100	100	100	100

자료: IRS, iM증권 리서치본부

표3. 미국 태양광 주거용 기준 DCA 각 부품별 비율 (회색음영은 한화솔루션이 직접 생산하는 부품들)

APC	MPC	Rooftop (MLPE)	Rooftop (MLPE) with Domestic c-Si PV Cells & Domestic Wafers	Rooftop (String)	Rooftop (String) with Domestic c-Si PV Cells & Domestic Wafers
PV module	Cells	31.1	43.9	38.5	52.1
	Frame/Backrail	4.9	4.0	6.1	4.8
	Front Glass	4.9	4.0	6.1	4.7
	Encapsulant	3.1	2.5	3.9	3.0
	Backsheet/Backglass	3.1	2.5	3.9	3.0
	Junction Box	0.8	0.6	1.0	0.8
	Edge Seals	0.2	0.2	0.3	0.2
	Pottants	0.2	0.2	0.3	0.2
	Bus Ribbons	1.2	1.0	1.5	1.2
	Bypass Diodes	0.3	0.3	0.4	0.3
	Production	5.8	4.8	7.2	5.6
Inverter	Printed Circuit Board Assemblies (DC-DC)	7.8	6.4	1.6	1.3
	Printed Circuit Board Assemblies (DC-AC)	11.8	9.5	2.4	1.9
	Thermal Management System	-	-	0.5	0.4
	Enclosure	4.3	3.5	1.3	1.0
	Production	1.0	0.8	0.6	0.5
Non-Steel Roof Racking	Structural Fasteners	3.5	2.9	4.4	3.4
	Rails	15.0	12.2	18.7	14.6
	Production	1.2	1.0	1.5	1.2
Total		100	100	100	100

자료: IRS, iM증권 리서치본부

표4. 한화솔루션 태양광 Peer Valuation

(백만\$, %, 배)	한화솔루션	First Solar	Jinko Solar	JA Solar	Trina Solar	Canadian Solar
증가(현지통화)	58,300	238.6	7.6	11.9	19.8	19.8
시가총액(백만\$)	6.9	25.6	11.0	5.7	6.7	1.3
현지통화	KRW	USD	CNY	CNY	CNY	USD
<b>매출액(백만\$)</b>						
FY2024	9,090	4,206	12,844	9,739	11,151	5,993
FY2025	9,079	5,091	10,245	7,333	10,324	5,710
FY2026	10,577	6,091	12,583	8,402	12,487	7,471
<b>영업이익(백만\$)</b>						
FY2024	-220	1,394	71	-613	-448	-30
FY2025	-25	1,626	-820	-673	-833	56
FY2026	415	2,541	106	69	166	298
<b>EBITDA(백만\$)</b>						
FY2024	305	1,832	1,146	235	332	496
FY2025	548	2,155	492	217	232	618
FY2026	1,044	3,126	1,296	904	990	827
<b>당기순이익(백만\$)</b>						
FY2024	-1,030	1,292	14	-647	-478	36
FY2025	-335	1,566	-747	-619	-768	-93
FY2026	14	2,370	56	13	92	68
<b>OPM(%)</b>						
FY2024	-2.4	33.2	0.6	-6.3	-4.0	-0.5
FY2025	-0.3	31.9	-8.0	-9.2	-8.1	1.0
FY2026	3.9	41.7	0.8	0.8	1.3	4.0
<b>ROE(%)</b>						
FY2024	35.1	9.7	11.1	47.7	34.1	11.6
FY2025	31.6	11.2	27.7	44.6	51.8	12.4
FY2026	16.3	7.7	10.5	10.7	12.1	9.3
<b>PER(배)</b>						
FY2024	N/A	13.9	711.0	N/A	N/A	4.3
FY2025	N/A	16.4	N/A	N/A	N/A	N/A
FY2026	256.0	10.7	90.4	118.7	71.6	32.4
<b>PBR(배)</b>						
FY2024	0.3	2.4	2.2	1.6	1.6	0.3
FY2025	1.2	2.7	2.8	1.7	2.1	0.5
FY2026	1.2	2.2	2.7	1.7	2.0	0.5
<b>EV/EBITDA(배)</b>						
FY2024	35.1	9.7	11.1	47.7	34.1	11.6
FY2025	31.6	11.2	27.7	44.6	51.8	12.4
FY2026	16.3	7.7	10.5	10.7	12.1	9.3

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 2025, 2026년 수치는 Bloomberg 추정치 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	10,883	12,718	14,063	15,092	매출액	12,394	13,354	16,369	15,904
현금 및 현금성자산	2,184	2,817	2,845	4,036	증가율(%)	-5.2	7.7	22.6	-2.8
단기금융자산	318	321	324	327	매출원가	11,008	12,092	13,852	12,758
매출채권	3,114	3,752	4,238	4,172	매출총이익	1,386	1,262	2,517	3,147
재고자산	4,258	4,808	5,647	5,559	판매비와관리비	1,686	1,616	2,047	1,967
비유동자산	19,154	20,644	21,502	22,267	연구개발비	92	-	-	-
유형자산	10,727	11,930	12,380	12,791	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,756	1,691	1,632	1,585	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	30,037	33,363	35,565	37,359	영업이익	-300	-353	471	1,180
유동부채	11,708	11,780	12,253	11,708	증가율(%)	적전	적지	흑전	150.7
매입채무	2,610	2,404	2,946	2,706	영업이익률(%)	-2.4	-2.6	2.9	7.4
단기차입금	5,110	5,460	5,280	4,930	이자수익	103	104	95	131
유동성장기부채	1,189	1,289	1,189	1,189	이자비용	548	642	566	502
비유동부채	7,722	9,522	9,272	9,072	지분법이익(손실)	-327	35	88	63
사채	2,191	2,891	2,891	2,891	기타영업외손익	-357	-64	-177	-185
장기차입금	4,231	5,331	5,081	4,881	세전계속사업이익	-1,424	-843	-85	691
부채총계	19,430	21,302	21,526	20,781	법인세비용	-316	-223	-24	193
자배주주지분	9,450	10,903	12,882	15,421	세전계속이익률(%)	-11.5	-6.3	-0.5	4.3
자본금	889	889	889	889	당기순이익	-1,369	-621	-61	498
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562	순이익률(%)	-11.0	-4.6	-0.4	3.1
이익잉여금	4,132	3,460	3,314	3,726	자배주주귀속 순이익	-1,404	-621	-61	498
기타자본항목	2,169	4,295	6,421	8,547	기타포괄이익	2,126	2,126	2,126	2,126
비자배주주지분	1,157	1,157	1,157	1,157	총포괄이익	757	1,505	2,065	2,624
자본총계	10,607	12,060	14,040	16,578	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

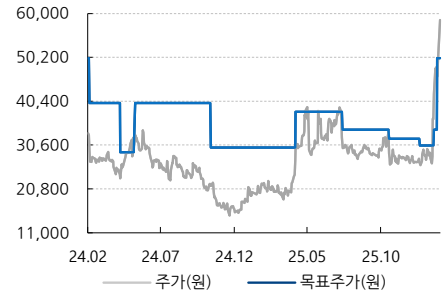
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	638	-1,363	147	1,300	주당지표(원)				
당기순이익	-1,369	-621	-61	498	EPS	-8,050	-3,558	-349	2,855
유형자산감가상각비	649	800	830	840	BPS	54,163	62,493	73,839	88,388
무형자산상각비	66	68	60	53	CFPS	-3,949	1,415	4,748	7,970
지분법관련손실(이익)	-327	35	88	63	DPS	300	300	500	500
투자활동 현금흐름	-3,287	-1,211	-546	-482	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,344	-2,003	-1,280	-1,250	PER				20.5
무형자산의 처분(취득)	-21	-3	-1	-5	PBR	0.3	0.9	0.8	0.7
금융상품의 증감	-1,040	-317	-378	-339	PCR	-4.1	41.3	12.3	7.3
재무활동 현금흐름	2,676	2,325	-455	-509	EV/EBITDA	31.4	42.6	15.7	9.5
단기금융부채의증감	-	450	-280	-350	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2,688	1,800	-250	-200	ROE	-16.0	-6.1	-0.5	3.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	3.4	3.9	8.3	13.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	183.2	176.6	153.3	125.4
현금및현금성자산의증감	226	633	28	1,191	순부채비율	96.4	98.1	80.3	57.5
기초현금및현금성자산	1,958	2,184	2,817	2,845	매출채권회전율(x)	3.5	3.9	4.1	3.8
기말현금및현금성자산	2,184	2,817	2,845	4,036	재고자산회전율(x)	3.2	2.9	3.1	2.8

자료: 한화솔루션, iM증권 리서치본부

한화솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-22	Buy	40,000	-33.1%	-27.4%
2024-04-26	Buy	29,000	-0.8%	11.2%
2024-05-27	Buy	40,000	-34.9%	-15.3%
2024-10-31	Buy	30,000	-35.8%	-9.7%
2025-04-25	Buy	38,000	-13.0%	2.8%
2025-07-10	Hold	38,000	-3.9%	2.6%
2025-07-31	Hold	34,000	-12.8%	-0.6%
2025-11-05	Hold	32,000	-14.3%	-7.7%
2026-01-08	Hold	30,500	-5.0%	19.5%
2026-02-06	Hold	34,000	38.7%	41.2%
2026-02-19	Hold	50,000		



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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-