



BUY (신규)

목표주가(12M) 550,000원(신규)
현재주가(5.22) 314,500원

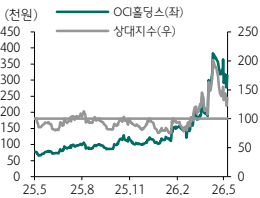
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,847.71
52주 최고/최저(원)	384,000/65,200
시가총액(십억원)	5,871.8
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	18,670.2
60일 평균 거래량(천주)	375.0
60일 평균 거래대금(십억원)	97.5
외국인지분율(%)	19.44
주요주주 지분율(%)	
이화영 외 26인	30.59
국민연금공단	13.29

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	4,208.1	4,471.1
영업이익(십억원)	387.7	535.4
순이익(십억원)	289.6	395.2
EPS(원)	13,187	17,792
BPS(원)	220,847	238,505

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,577.4	3,380.1	4,324.5	4,606.9
영업이익	101.5	(57.6)	355.0	551.7
세전이익	175.6	(139.5)	381.3	580.6
순이익	97.7	(89.9)	255.0	388.3
EPS	5,005	(4,772)	13,659	20,799
증감율	(86.10)	적전	흑전	52.27
PER	11.75	(24.14)	23.03	15.12
PBR	0.28	0.55	1.41	1.30
EV/EBITDA	8.28	19.67	11.70	9.04
ROE	2.54	(2.27)	6.30	8.96
BPS	209,224	210,598	223,257	241,065
DPS	2,200	1,000	3,000	4,000



Analyst 윤재성 jsyoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 05월 26일 | 기업분석_Initiation

OCI홀딩스 (010060)

GE Vernova가 부럽지 않다

태양광은 미국의 에너지 안보 자산. 그 과정에서 OCI홀딩스의 가치 재평가 기대

Petro-State 미국에게 태양광은 균형 잡힌 Energy Mix와 단기 전력 수급 대응 수단을 넘어 우주 산업 주도권 경쟁의 핵심 에너지 안보 자산이다. 우주 태양광은 당장 우주 데이터센터 전력 공급원으로 주목받고 있으나, 중국이 태양광 마이크로파 형태로 지상에 송전하는 SBSP (Space-Based Solar Power) 기술 개발을 본격화하고 있어 미국 또한 태양광 산업 육성과 공급망 내재화는 불가피하다. SpaceX의 텍사스 오스틴 태양광 10GW는 이미 상당 부분 공사가 진척되었고, 생산관련 인력 채용도 본격화되고 있다. 미국의 공급망 내재화 니즈와 경쟁사 대비 상대적으로 저렴한 변동비(12\$ vs. Wacker 16\$, Hemlock 20\$) 감안 시, OCI홀딩스의 SpaceX향 폴리실리콘 다년 공급계약과 3만톤/년 증설은 현실화 가능성이 높다. 이는 중장기 가치 재평가 요인이다. 1) 불특정 다수를 중심으로 범용 소재를 공급하는 구조에서 미국 AI 전력 공급의 핵심 업체로 프레임이 변화되며 2) 이 과정에서 70~80%에 달하는 폴리실리콘을 고부가 영역으로 판매하며 높은 계약/판매 가시성을 확보하게 된다. 3) 성장성도 더욱 뚜렷해진다. 2026~28년 수주 CAGR은 +36%에 달하며, 추가 수주 가능성을 감안하면 2030년까지 성장 기대가 가능하다. 가스발전 시장의 핵심 업체인 GE Vernova가 EV/EBITDA 28배로 높은 가치를 인정받는 것과 유사한 논리 구조가 미국 태양광 발전 핵심 업체 OCI홀딩스에서 재현될 수 있다고 판단한다. 2026~28년 OCI Capa는 CAGR +36%로 GEV의 수주 CAGR +21%를 상회하며, 증설 가능성 감안 시 GEV 대비 밸류에이션 할인폭은 점차 축소될 것이다.

지상 태양광 수요도 증가. 미국 Non-PFE 폴리실리콘/웨이퍼 공급자로서의 가치

이란 전쟁으로 중동향 데이터센터 건설이 미국으로 유턴하면서 단기 대안으로 태양광+ESS 조합의 수요가 늘어나는 점도 긍정적이다. 미국 내 가파른 태양광 셀 증설(3.2GW→20GW) 감안 시, Non-PFE를 만족하는 웨이퍼 수요는 가파르게 증가할 전망이며, 이 과정에서 OCI홀딩스의 NeoSilicon(2.7GW, 2027년 +2.7GW 증설)의 가치 부각도 기대된다. 특히, 폴리실리콘은 UFLPA, Section 301 규정을 통해 이미 중국산 규제의 벽이 높으며, 국가 안보와 직결된 규제인 Section 232 또한 발표를 앞두고 있어 중장기 판가 프리미엄이 확대될 가능성이 높다.

미국 에너지 안보 자산으로서의 가치 재평가 전망

BUY, TP 55만원(Upside +75%)으로 커버리지를 개시한다. 기타사업 영업가치와 2026~29년 순차입금이 서로 상쇄되어, OCI TRS 영업가치 10조원이 곧 목표 시총이다. 이는 2026~29년 EBITDA 5천억원에 Daqo 10배, GE Vernova 28배를 평균한 EV/EBITDA Multiple 19배를 적용했다. 2011년 OCI는 Capa 4.2만톤, 영업이익 1.3조원으로 최대 시총 약 12조원(분할 전), PBR 약 4배를 기록했다. 향후 OCI TRS는 미국 에너지 안보의 핵심 고부가 태양광 소재 기업으로서 자리매김 할 가능성이 높다. Capa는 6.5만톤+α로 당시보다 더 크고, PBR은 1.4배에 불과해 당시에 필적하는 시총 재도전은 충분히 가능하다. 미국 에너지 안보를 책임지며 대규모 수주를 바탕으로 재평가에 성공한 전력기업체, 조선업체, 원전업체 대비 저평가 될 이유는 없다.

목차

1. Petro-State 미국에게 태양광이 필요한 이유	3
1) 급증하는 전력 수요에 가장 빠르게 대응 가능한 발전원	3
2) 태양광은 우주 산업 주도권 경쟁까지 연결될 수 있는 전략 기술	6
2. 우주 태양광, 외형 및 밸류에이션 확장의 근거	8
1) SpaceX의 태양광 설비, 이미 꽤 진척되었다	8
2) OCI홀딩스의 태양광 폴리실리콘, SpaceX향 대규모 수주 가능성	11
3) SpaceX향 장기공급계약 확정 시 기업가치 재평가 가능	12
3. 미국 셀 증설로 Non-PFE 웨이퍼 수요 확대	13
1) 미국 내 잉곳/웨이퍼 공급부족 전망. 해외 조달 불가피	13
2) 미국 셀 업체는 PFE 웨이퍼 사용하기 어려워	15
3) Non-PFE 웨이퍼 제조업체는 한정적	18
4. 웨이퍼보다 더 많은 중국산 폴리실리콘 규제	20
1) UFLPA 규제 강화로 비(非)신장 지역 폴리실리콘 수요 확대	20
2) Section 232 조사 개시. ‘폴리실리콘 및 파생제품’이 대상	21
3) 비중국산 폴리실리콘 업체들도 한정되어 있어	23
5. 텍사스 전력 혼풍 속 준비된 승자	25
1) 시발 텍사스 전력 수요 증가와 태양광 발전 확대 가능성	25
2) OCI Energy는 텍사스주 No.1 재생에너지 디벨로퍼	27
6. 실적 및 Valuation	28
1) 실적 전망	28
2) Valuation	32

1. Petro-State 미국에게 태양광이 필요한 이유

1) 급증하는 전력 수요에 가장 빠르게 대응 가능한 발전원

**Petro-State 미국도
에너지 안보 강화를 위해선
태양광이 필요**

글로벌 No.1 원유(20%)/천연가스(26%) 생산국 미국은 입장에서는, 자국이 경쟁 우위를 보유한 화석연료를 기반으로 Energy Dominance를 강화하고 있다. 그러나 AI/데이터센터에 따른 '전력 부족 현상' 및 러-우 전쟁과 이란 전쟁 이후 '에너지 안보'의 중요성 증대로 미국도 특정 에너지원에 대한 과도한 의존보다 균형 잡힌 에너지 Mix 구축이 필요해졌다. 최근 원전/SMR, 연료전지 등에 대한 우호적인 정책이 이를 뒷받침한다. 태양광 또한 급증하는 전력 수요에 적시에 대응 가능하며, 공급 제약에서도 자유로워 미국의 에너지 포트폴리오 다변화에 크게 기여할 수 있다.

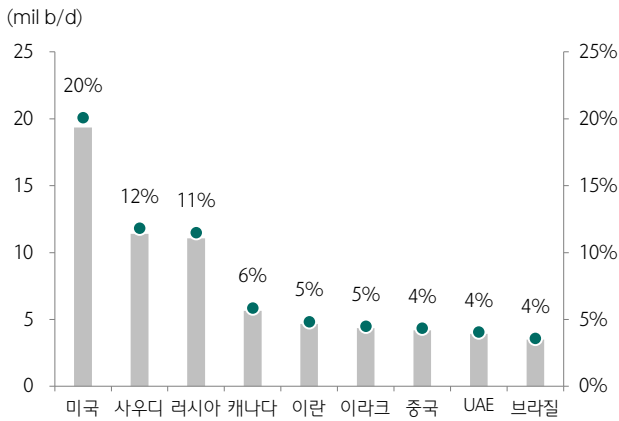
**태양광은 시발 전력 수요에
빠르게 대응 가능,
전략적 중요성 높아지고 있어**

특히나 태양광은 AI/데이터센터를 중심으로 급증하는 전력 수요에 원전/SMR 대비 빠른 대응이 가능하다는 점에서 전략적 중요성이 매우 높다. 게다가, 중국과의 전기화 패권 경쟁에서 크게 뒤쳐진 미국 입장에서는 저렴한 발전 설비 확충은 더 이상 선택이 아닌 필수가 되었다. 가스발전은 터빈 공급망 병목으로 즉각적인 대응이 어렵고, 원전/SMR 역시 상용화 및 증설까지 상당한 시간이 필요하다. 반면, 태양광은 상대적으로 짧은 구축 기간과 ESS 연계 가능성을 바탕으로 단기 전력 공급 대응 수단으로서의 그 가치가 더욱 부각되고 있다. EIA에 따르면, 태양광은 Concept-to-Operation 기간이 약 1.4년으로 주요 발전원 중 가장 짧은 리드타임을 보인다. 재생에너지의 간헐성을 보완하는 ESS 역시 1.7년 내로 구축이 가능해, 태양광과 ESS를 결합할 경우 단기간 내 안정적인 전력 공급 확대가 가능하다. 경제성 관점에서도 태양광+ESS 조합은 매력적인 선택지다. Lazard에 따르면, 신규 설비 기준으로 태양광+ESS의 LCOE는 ITC(48E)/PTC(45Y) 등 보조금이 없는 상태에서도 복합화력 가스발전과 유사하며, 피크수요 대응 가스터빈과 원전 대비해서도 저렴한 편이다.

**미국 내 신규 발전 설비
태양광이 주도**

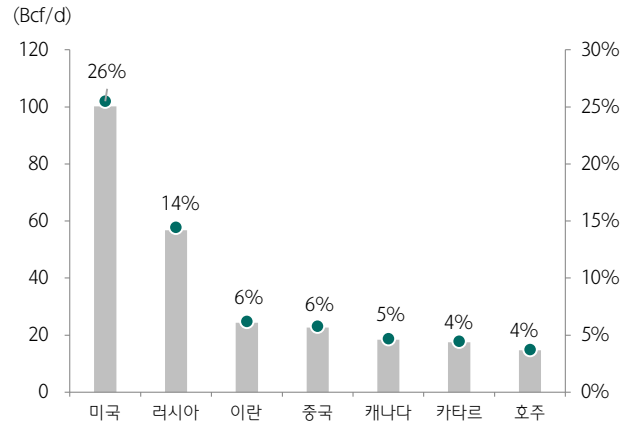
실제, 미국의 신규 발전 설비 투자 또한 이러한 흐름에 맞춰 태양광과 ESS 중심으로 빠르게 재편 중이다. 2026년 1월 공개된 미 연방 에너지 규제위원회(FERC)의 <Energy Infrastructure Update>에 따르면, 2025년 11월 YTD 기준 미국 내 설치된 유틸리티급 태양광 설비는 25.5GW으로, 전체 신규 발전원 중 가장 높은 비중(72%)을 차지했다. 2025년 12월~2028년 11월 중 실제 가동 가능성이 높은(High Probability) 신규 설비 역시 태양광(86.5GW)이 가장 큰 비중을 차지하며, 향후 가장 빠르게 확장될 에너지원(전체의 66%)으로 전망되었다. 참고로, 동기간 가동 가능성이 높은 신규 가스 발전/원전은 각각 22.8GW/0.3GW로 예상되며 이는 전체의 17%/0.3%에 불과하다. EIA 또한 2026년 미국 신규 전력 설비 증설이 ① 유틸리티급 태양광(43GW)과 ② ESS(24GW)가 주도할 것으로 전망했다.

도표 1. 미국 원유 생산 글로벌 No.1이며 M/S 20% 차지



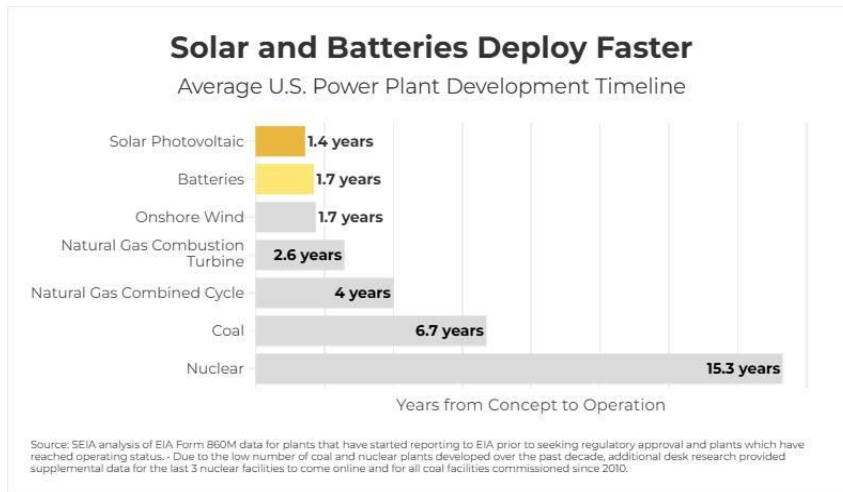
자료: E, 하나증권

도표 2. 미국 가스 생산 글로벌 No.1이며 M/S 20% 차지



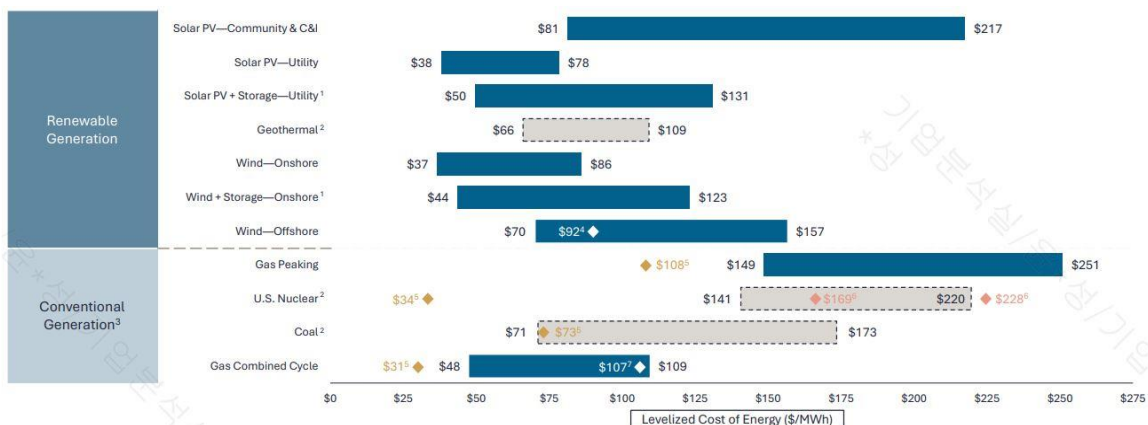
자료: E, 하나증권

도표 3. 미국 내 발전원별 사업 구상부터 상업운전까지의 Concept-to-Operation 기간. 태양광이 1.4년으로 가장 짧아



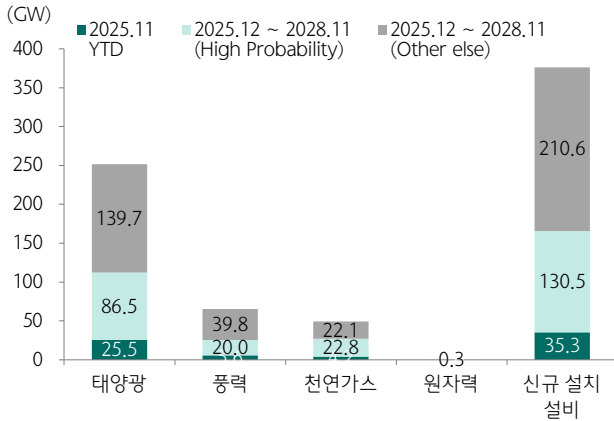
자료: EIA, SEIA, 하나증권

도표 4. 발전원별 LCOE 비교(2025년 기준)



자료: Lazard, 하나증권

도표 5. 미국 내 발전원별 신규 설치 규모 및 향후 전망치 비교

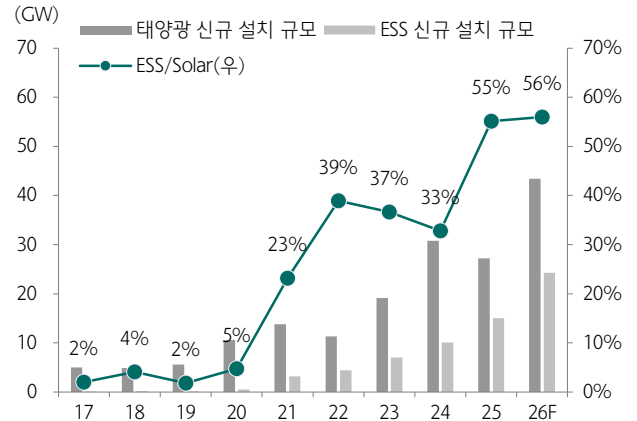


자료: FERC, 하나증권

주1: AC 기준, 모듈 기준 용량(DC)은 AC의 1.3~1.4배 적용

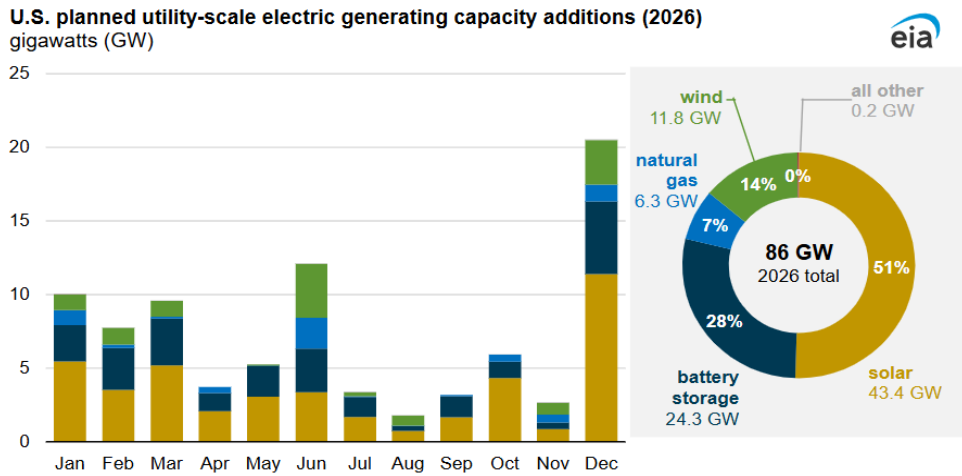
주2: High Probability: 실제 완공 가능성이 높다고 판단된 설비(착공 중이거나, 주요 인허가 완료했거나, 자금 조달 완료 또는 거의 확정된 설비)

도표 6. 미국 내 유틸리티급 태양광 & ESS 신규 설치 규모 추이



자료: Ember, EIA, 하나증권

도표 7. EIA는 2026년 미국 신규 전력 설비 증설을 ① 유틸리티급 태양광과 ② ESS가 주도할 것으로 전망



Data source: U.S. Energy Information Administration, Preliminary Monthly Electric Generator Inventory, December 2025

자료: EIA, 하나증권

2) 태양광은 우주 산업 주도권 경쟁까지 연결될 수 있는 전략 기술

미국 태양광 시장의 성장
시뿐 아니라
우주 산업 패권 측면에서도
불가피한 방향성이 될 것

미국 태양광 시장의 확장은 시뿐 아니라 중장기 우주 산업의 패권 장악 측면에서도 불가피한 방향성이다. 현재는 SpaceX 등이 우주 데이터센터에서의 전력 공급을 위한 태양광 발전 기술을 개발 중이지만, 중장기적으로는 지구 궤도상에서 태양광을 수집한 뒤 이를 마이크로파 형태로 지상에 송전하는 우주 태양광(SBSP, Space-Based Solar Power) 기술 발전도 가속화될 가능성이 높다. 실제, 미국 우주 태양광 전문가이자 American Foreign Policy Council 소속 연구원인 Peter Garretson은 2025년 6월 의회 브리핑에서 “중국은 20년 이내 SBSP 기술을 상용화할 것이며, 미국은 결국 중국으로부터 이를 구매하게 될 수 있다”고 경고한 바 있다. 참고로, SBSP는 날씨/계절/주야간 변화에 영향을 받지 않고 24시간 발전이 가능하다는 점에서 차세대 에너지원으로 주목받고 있다. 특히 우주 공간에서는 대기와 구름의 영향을 받지 않기 때문에, 지상 대비 더 높은 일사량과 이용률(Capacity Factor)을 확보할 수 있다.

중국의 우주 태양광
기술 개발 본격화 중

현재 중국은 미국보다 먼저 국영 우주 기관을 중심으로 우주 태양광 기술 개발을 본격화하고 있다. 중국 공정원(CAE) 소속 원사이자 로켓 과학자인 Long Lehao는, 중국이 2028년 10kW급 저궤도 시험 위성 발사를 시작으로 2030년 1MW급 정지궤도 발전소 구축을 추진하고 있다고 밝혔다. 장기적으로는 2050년까지 약 1km 규모의 우주 태양광 어레이 기반 2GW급 상업용 우주 발전소 운영을 목표로 하는 로드맵을 제시했다. 해당 구상이 현실화될 경우, 이는 인류가 구축한 최대 규모의 우주 구조물 중 하나가 된다. 이는 또한 단순한 차세대 에너지원 확보를 넘어 초대형 우주 인프라 구축 역량과 무선 전력 전송 기술, 나아가 군사/전략적 활용 가능성까지 보여주는 국가 전략 프로젝트라는 점에서 의미가 있다.

미국에게 태양광은
빠른 전력 공급원 뿐 아니라
우주 산업 주도권 경쟁의
전략적 핵심 기술
한국 태양광 수혜

결국, 미국은 자체적으로 태양광 산업을 육성하고 내재화된 공급망을 구축할 수 밖에 없다. 이는 태양광이 단순한 친환경의 아젠다를 넘어 단기적으로는 AI/데이터센터 중심의 급증하는 전력 수요에 대응하고, 중장기적으로는 에너지 안보와 우주 산업 주도권 경쟁까지 연결될 수 있는 핵심 전략 기술이기 때문이다. 즉, 미국에게 태양광은 중국과의 패권 경쟁 속에서 반드시 확보해야 할 핵심 에너지 자산인 것이다. 그리고 이러한 에너지 핵심 에너지 안보 자산에 대한 공급망 구축 과정에서 한국 태양광 업체, 특히 OCI홀딩스의 전략적 가치는 크게 부각될 것으로 판단된다.

도표 8. 우주 데이터센터에서의 데이터 플로우

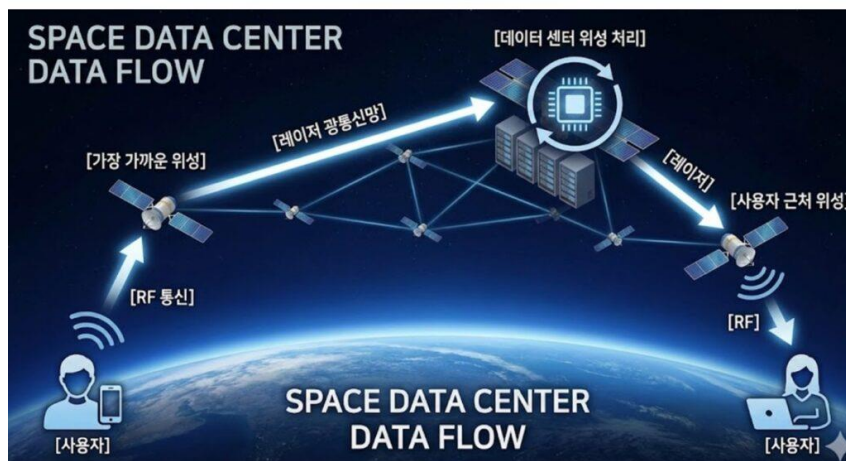
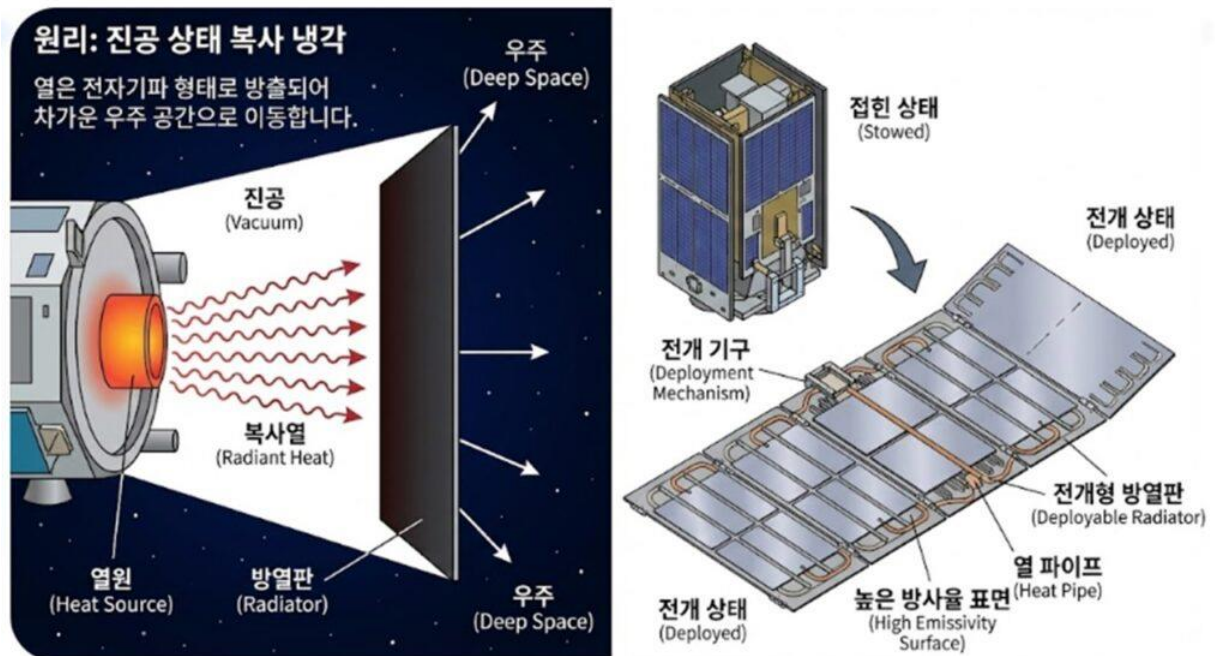


도표 9. 우주 태양광과 데이터센터 개념도



자료: KOECONOMY, 하나증권

도표 10. 진공 상태에서의 복사 냉각 기술 원리와 전개형 방열판 구조도



자료: KOECONOMY, 하나증권

2. 우주 태양광, 외형 및 밸류에이션 확장의 근거

1) SpaceX의 태양광 설비, 이미 꽤 진척되었다

SpaceX, 태양광 설비
이미 공사 진행 중

5/21일 Bloomberg는 SpaceX가 Bastrop County에 제출한 Permit Filing(허가신청서)를 입수해, 텍사스 오스틴 Bastrop에 10GW의 태양광 제조설비를 계획하고 있다고 보도했다. 구체적으로는 110만 제곱피트 공장 내 2개 층에서 각각 5GW의 태양전지(Solar cell)를 생산하는 구조로 알려진다. 확보된 사진과 일부 언론에 따르면, SpaceX의 태양전지 공장은 이미 상당히 공사가 진행 중(Deep into construction)이다. 게다가, SpaceX는 Bastrop 858 FM 1209 부지에서의 해당 P1와 관련해 세제 혜택을 신청했고, 5/26일 Bastrop County 위원회는 해당 P1가 텍사스 기업 특구 프로그램 상 최고의 인센티브인 'Triple Jumbo Project'에 해당되는지 여부를 판단할 계획이다. 이에 해당되려면 최소 500개의 신규 일자리 창출이 필요하며, 승인 시에는 약 380만\$의 주 판매세 및 사용세 환급 혜택이 가능하다. 참고로, Bastrop County의 FM 1209는 텍사스주 오스틴 동쪽 약 48km에 위치해 있으며, SpaceX의 위성 인터넷 사업부 Starlink의 주요 시설에서 약 1천명 이상을 고용 중이다. 또한 해당 부지에는 이미 Elon Musk 관련 기업인 The Boring Company, SNS기업 X의 본사 및 주거지 등이 함께 위치해 텍사스 내 핵심 클러스터로 여겨진다.

실리콘 기반 태양광 셀
생산 인력 채용도
이미 진행 중

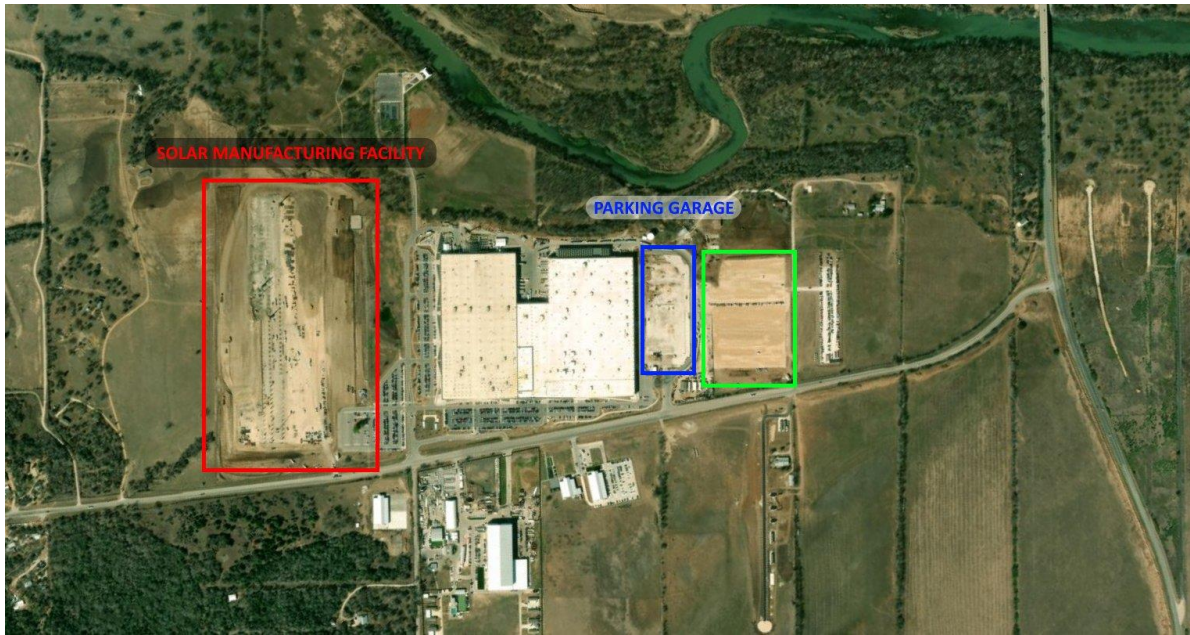
SpaceX의 태양광 관련 인력 채용도 본격화 되고 있다. 태양광 생산 담당 이사 Noah Cowles는 3주 전 LinkedIn를 통해 '텍사스 Bastrop에서 전 세계에서 가장 진화된 태양광 설비를 건설 중'이라며 지원을 독려했다. 특히, 해당 직무는 태양광 셀 Facility Engineer, Equipment Reliability Engineer 등으로 '건설에서 생산 단계로 전환하는 과정에서 필요한 유틸리티, 공정 장비, 클린룸 시스템, 신뢰성 프로그램을 직접 책임지는 역할'이라고 밝혀 상업 생산 단계를 준비하고 있음을 확인할 수 있다. 실제, 홈페이지의 채용 공고에는 'we are building the next generation of space infrastructure to enable large-scale AI data centers in orbit'이라는 문장이 등장하며, PECVD, PVD/sputtering, metallization, wet chemistry, cleaning, vacuum systems, robotics, cleanroom 등 실리콘 웨이퍼 기반 태양전지 셀 제조공정과 관련된 직무 표현도 등장한다.

도표 11. 이미 상당한 진척이 이뤄진 텍사스 오스틴 Bastrop의 태양광 제조설비



자료: statesman.com, 하나증권

도표 12. 텍사스주 오스틴에 위치한 Bastrop FM 1209 구조. 태양광 제조설비 이미 구축 중



자료: statesman.com, 하나증권

도표 13. 3주 전 올라온 SpaceX의 태양광 생산 담당 이사 Noah Cowles의 채용 공고(LinkedIn)

Noah Cowles • 3rd+
 Director, Solar Production at SpaceX
 3w • 🌐

+ Follow ...

SpaceX is constructing one of the world's most advanced solar cell factories in Bastrop, TX. Hands-on ownership of utilities, process equipment, cleanroom systems, and reliability programs during build and commissioning. High-intensity, on-site, not a 9-5. If you thrive turning construction into flawless production, this is your shot.

📍 Bastrop, Texas (full-time on-site)

Apply direct:

- Facilities Engineer → <https://lnkd.in/gbCdMNQA>
- Sr. Facilities Engineer → <https://lnkd.in/gwHCfpyr>
- Equipment Reliability Engineer → <https://lnkd.in/gbp5SjdC>
- Sr. Equipment Reliability Engineer → <https://lnkd.in/gMMkKxrC>

#SpaceX #Starlink #Solar #SolarManufacturing #FacilitiesEngineering #ReliabilityEngineering #OrbitalAI #NowHiring

SPACEX Sr. Equipment Reliability Engineer, Solar Cells (Starlink)
job-boards.greenhouse.io

👍❤️🔗 64 2 comments • 6 reposts

자료: LinkedIn, 하나증권

도표 14. SpaceX의 태양광 관련 직무 채용 현황

SPACEX		VEHICLES	HUMAN SPACEFLIGHT	STARLINK	STARSHIELD	xAI	TERAFAB	COMPANY	SHOP
PROGRAM		Q solar							
<input checked="" type="checkbox"/> ANY <input type="checkbox"/> STARLINK <input type="checkbox"/> STARSHIP <input type="checkbox"/> CORPORATE		AEROSPACE & MECHANICAL							
		CVD Equipment Engineer, Solar Cells (Starlink)							
		Equipment Reliability Engineer, Solar Cells (Starlink)							
LOCATION		Fluids Systems Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
<input type="checkbox"/> ANY <input type="checkbox"/> HAWTHORNE, CA <input checked="" type="checkbox"/> BASTROP, TX <input type="checkbox"/> REDMOND, WA <input type="checkbox"/> STARBASE, TX <input type="checkbox"/> CAPE CANAVERAL, FL		Mechanical Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		Sr. CVD Equipment Engineer, Solar Cells (Starlink)							
		Sr. Equipment Reliability Engineer, Solar Cells (Starlink)							
		Sr. Fluids Systems Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
DISCIPLINE		AUTOMATION & CONTROLS							
<input type="checkbox"/> SALES & BUSINESS OPERATIONS <input checked="" type="checkbox"/> ENGINEERING <input checked="" type="checkbox"/> AEROSPACE & MECHANICAL <input checked="" type="checkbox"/> AUTOMATION & CONTROLS <input type="checkbox"/> CIVIL <input checked="" type="checkbox"/> ELECTRICAL <input type="checkbox"/> INDUSTRIAL & OPERATIONS <input checked="" type="checkbox"/> INFORMATION TECHNOLOGY <input checked="" type="checkbox"/> MATERIALS <input type="checkbox"/> NETWORK <input type="checkbox"/> SECURITY <input type="checkbox"/> SILICON <input type="checkbox"/> SOFTWARE & ANALYTICS <input type="checkbox"/> INTERNSHIP <input type="checkbox"/> INTERNSHIP/CO-OP <input type="checkbox"/> MANUFACTURING <input type="checkbox"/> ASSEMBLY & INTEGRATION <input type="checkbox"/> AUTOMATION & CONTROLS AND MAINTENANCE <input type="checkbox"/> ELECTRONICS		Automation & Controls Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		Instrumentation & Controls Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		Process Controls Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		Sr. Instrumentation & Controls Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		Sr. Process Controls Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		ELECTRICAL							
		Facilities Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		Sr. Facilities Engineer, Solar Cell Factory (Starlink)							
		MATERIALS							
		Device Physics Engineer, Solar Cells (Starlink)							
		PVD Process Engineer, Solar Cells (Starlink)							
		Sr. Device Physics Engineer, Solar Cells (Starlink)							
CLEAR ALL									

자료: SpaceX, 하나증권

2) OCI홀딩스의 태양광 폴리실리콘, SpaceX향 대규모 수주 가능성

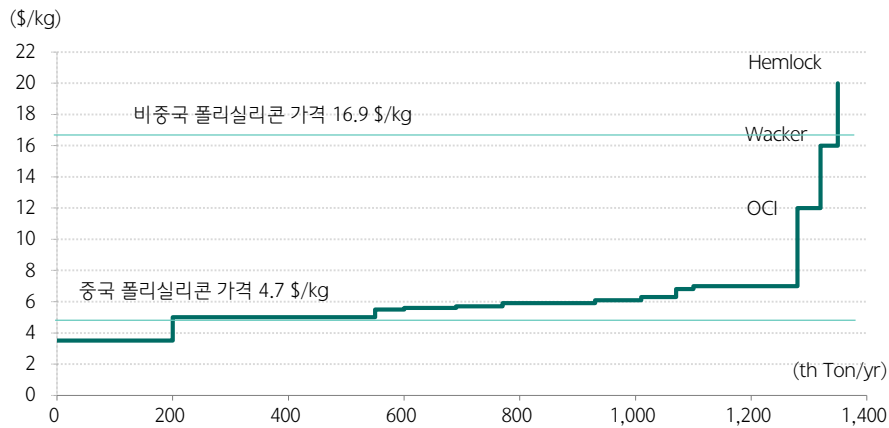
OCI홀딩스의
SpaceX향 대규모
수주 가능성 높아

앞서 살펴본 바와 같이, SpaceX의 태양광 설비 구축 및 양산 인력 채용 과정이 본격적으로 진행되는 가운데 4/14일 매경이코노미의 단독 보도로 OCI홀딩스의 말레이 자회사 OCI TerraSus의 SpaceX향 태양광 폴리실리콘 다년 공급계약이 보도되었다. 계약 규모와 기간 등에 대해서는 사실상 교섭이 끝났으며, 세부 조건 조율만 남았다는 것이다. 게다가, 1Q26 실적 컨콜에서 이우현 회장은 우주 태양광 뿐 아니라 반도체 등 신규 고객의 구매 문의 확대에 향후 최소 3만톤/년의 폴리실리콘 신규 증설을 상반기 중 발표할 계획을 밝혀 SpaceX향 대량 납품 가능성은 상당히 높아진 상태다.

OCI홀딩스가
선택될 가능성이
높은 이유

우주 산업의 국가 안보 측면에서의 중요성을 감안하면, SpaceX의 중국산 폴리실리콘 사용 가능성은 매우 낮다. 게다가, OCI홀딩스는 말레이시아 수력 발전을 기반으로 Non-China 업체 중 가장 낮은 변동비(12\$/kg)를 보유해, 가격 경쟁력 측면을 감안하면 Wacker (16\$/kg), Hemlock(20\$/kg) 대비 우선 공급 업체로 선정될 가능성이 매우 높다.

도표 15. 글로벌 폴리실리콘 Cash Cost Curve



자료: 하나증권

도표 16. 매경이코노미 OCI홀딩스 SpaceX 폴리실리콘 공급 보도

[단독] OCI홀딩스, 스페이스X에 폴리실리콘 공급

말레이 자회사 OCI테라서스와 다년 계약
非중국 전략 자산 공급자로 위상 재평가

배준희 기자 | 입력 : 2026.04.14 15:30:00 수정 : 2026.04.14 15:47:36



OCI홀딩스의 말레이시아 자회사 OCI TerraSus 전경 (OCI홀딩스 제공)

자료: 매경이코노미, 하나증권

3) SpaceX향 장기공급계약 확정 시 기업가치 재평가 가능

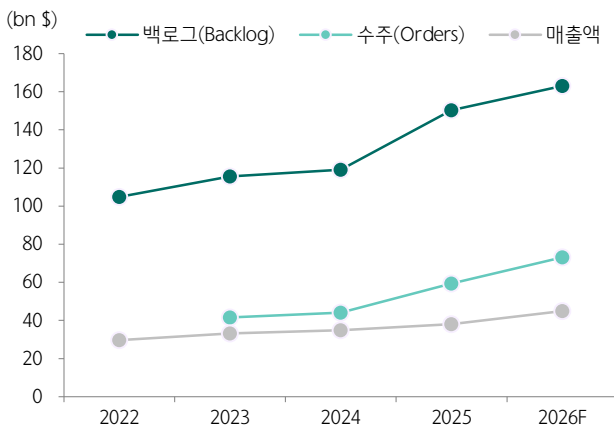
밸류에이션
Re-rating의 근거

OCI홀딩스가 SpaceX향 장기공급계약을 확정 짓고 실질적으로 3만톤/년의 증설을 현실화할 경우, 구조적인 밸류에이션 Re-rating이 가능하다. 1) 불특정 다수 업체를 중심으로 범용 소재를 공급하는 기업 구조에서 미국 AI 전력의 핵심 공급자로 프레임이 변화되며 2) 이 과정에서 OCI홀딩스는 70~80%에 달하는 폴리실리콘을 우주 데이터센터용 태양광이라는 고부가 영역으로 바인딩 계약 기반의 판매를 현실화하며 높은 계약/판매 가시성을 확보하게 된다. 과거 범용 제품을 불특정 다수에 판매하면서 발생하는 낮은 계약/매출 가시성이 제거되는 셈이다. 3) 회사의 성장성도 더욱 뚜렷해진다. 2026~28년 수주 기준 CAGR은 +36%에 달하며, 추후 추가적인 수주 가능성을 감안하면 2030년까지 성장 기대가 가능해진다. 즉, 장기공급계약에 기반한 2030년까지의 수주-증설-매출의 선순환 구조 가능해지는 것이다.

GEV 대비 밸류에이션
할인폭 점차 축소될 것

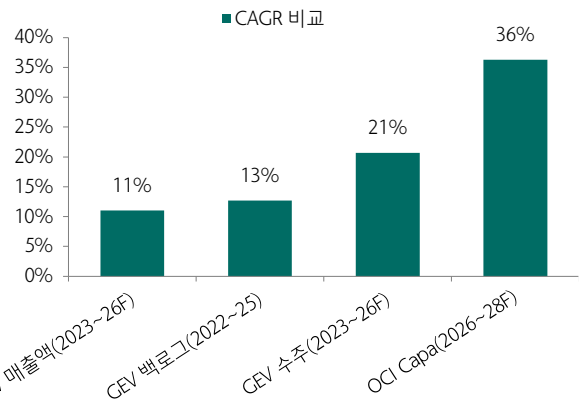
가스발전 시장의 핵심 업체인 GE Vernova가 EV/EBITDA 28배로 높은 가치를 인정받는 것과 유사한 논리 구조가 미국 태양광 발전의 핵심 업체인 OCI홀딩스에서 재현될 수 있다. 2026~28년 OCI Capa는 CAGR +36%로 GEV의 수주 CAGR +21%를 상회하며, 추후 증설 가능성 감안 시 GEV 대비 밸류에이션 할인폭은 점차 축소될 것이다.

도표 17. GE Vernova의 매출액/수주/백로그 추이



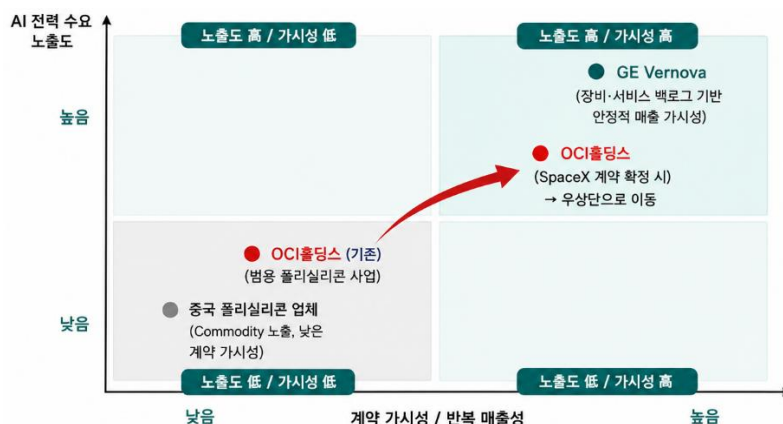
주: 1Q26 연율화 / 자료: GEV, 하나증권

도표 18. GEV와 OCI홀딩스의 주요 성장성 비교



주: 1Q26 연율화 / 자료: GEV, 하나증권

도표 19. OCI홀딩스의 리레이팅 논리



자료: 하나증권

3. 미국 셀 증설로 Non-PFE 웨이퍼 수요 확대

1) 미국 내 잉곳/웨이퍼 공급부족 전망. 해외 조달 불가피

미국 내 웨이퍼 Capa 5GW
 착공 중 설비 3.3GW는
 2Q26부터 상업 가동 개시
 → Total 8.3GW

2027년 미국 태양광 밸류체인 내 잉곳/웨이퍼(이하 웨이퍼) 공급부족이 발생할 것으로 판단한다. SEIA에 따르면, 2026년 2월 기준 미국 내 가동 중인 웨이퍼 Capa는 5GWdc/년으로, 셀(3.2GW) 다음으로 가장 낮은 수준이다. 해당 5GW는 미국 소재·부품 기업인 Corning의 설비로, Suniva 등 미국 내 타 밸류체인 업체들과 수직계열화 공급망을 구축하고 있다. 착공 중인 설비는 한화큐셀의 카터스빌 웨이퍼 3.3GW로, 현재 시생산 중에 있으며 2분기부터 본격적인 상업 가동 및 판매에 돌입할 예정이다. 이를 감안하면, 2027년부터 미국 내 총 8.3GW 규모의 웨이퍼 설비가 갖춰진다.

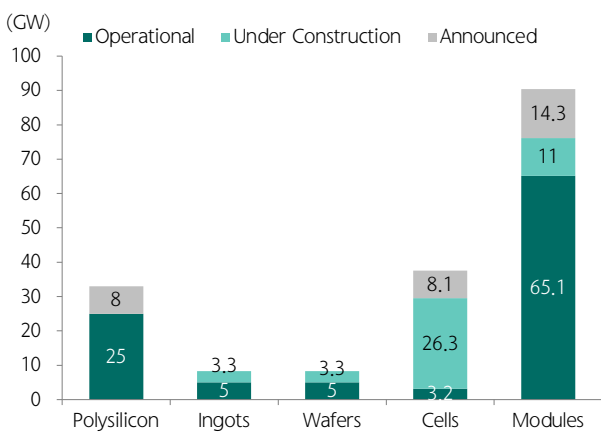
미국 내 셀 Capa 3.2GW
 2026년 말 완공 예정 16.6GW
 → Total 19.8GW

웨이퍼의 전방인 셀 부문은 현재 미국 내 가장 낮은 Capa(3.2GW)를 보이고 있으나, 착공 중인 설비가 26.3GW라는 점에서 향후 공급 확대 여력이 확인된다. 특히 2026년 말까지 완공 예정인 규모가 16.6GW로 파악되어, 셀 Capa는 단기간 내 큰 폭의 확대가 예상된다. 이를 감안하면, 2027년부터 미국 내 총 19.8GW의 셀 설비가 갖춰지는 셈이다.

2027년 미국 내 11.5GW의
 웨이퍼 부족 발생
 미확인된 착공 셀까지 감안 시
 웨이퍼 해외 조달 불가피

종합하면, 2027년부터 미국 내 11.5GW(19.8GW - 8.3GW)의 셀 설비는 자국 내에서 생산된 웨이퍼로 충당하기 어려울 것으로 판단된다. 현재 확인되지 않은 착공 중인 셀 Capa 9.7GW(26.3GW-16.6GW)의 추가 완공 가능성까지 감안하면, 향후 미국 내 웨이퍼 수급 불균형은 더욱 심화될 것이며 이에 따라 웨이퍼의 해외 조달은 불가피할 것으로 판단된다.

도표 20. 미국 내 태양광 밸류체인 Capa(2026년 2월 기준)



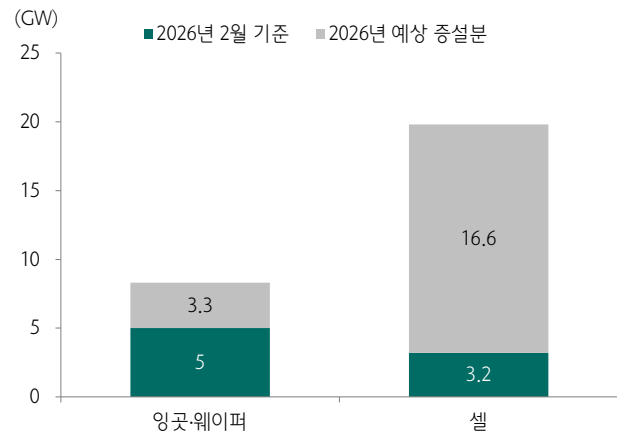
자료: SEIA, 하나증권

주1: DC 기준(AC * 1.3 ~ 1.4배)

주2: 폴리실리콘은 NREL의 2.0g/W 가정을 활용해 GW로 환산

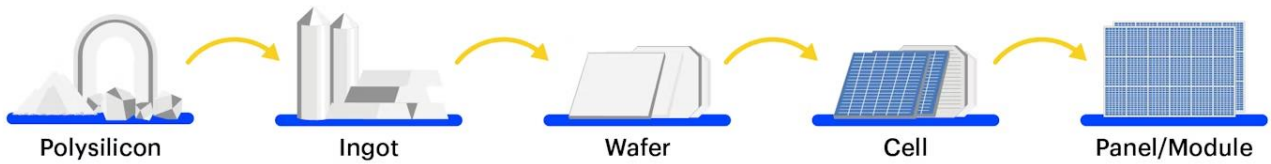
주3: 폴리실리콘은 반도체용과 태양광용을 모두 합산한 Capa

도표 21. 미국 내 잉곳·웨이퍼 Vs. 셀 Capa 비교



자료: SEIA, 하나증권

도표 22. 결정질 실리콘(c-Si) 태양광 모듈 제조 공정



자료: IEA, 하나증권

도표 23. 미국 내 셀 설비 현황(2026년 2월 기준)

회사	진행상황	기술	Capa(GW/년)	위치	비고
Suniva	Operational	PERC	1	Norcross, GA	• 2026년 중 2.5GW로 확장 예정 • Hemlock(폴리실리콘) → Corning(잉곳/웨이퍼) → Suniva(셀) → Heliene(모듈)로 미국 내 수직계열화 구축 협의
ES Foundry	Operational	N/A	1	Greenwood, SC	• 2026년 말까지 3GW로 확장 예정
Sifab	Operational	TOPCon	1.2	Fort Mill, SC	
Talon PV	Under Construction	TOPCon	4.8	Houston, TX	• 2026년 말 ~ 2027년 초 가동 예정 • 독일 태양광 업체인 NexWafe와 2032년까지 총 7GW 규모의 웨이퍼 공급받는 계약 체결
Toyo Solar	Under Construction	TOPCon	-	Humble, TX	
Canadian Solar	Under Construction	TOPCon	5	Jeffersonville, IN	• 1Q26 Phase 1(2GW) 가동 예정
Qcells	Under Construction	TOPCon	3.3	Cartersville, GA	• 3Q26 가동 개시 예정. 카터스빌/잉곳/웨이퍼 공장(3.3GW)은 2월부터 양산 돌입 • 즉, 카터스빌 공장은 2H26부터 미국 내 잉곳 → 웨이퍼 → 셀 → 모듈 수직계열화 달성
Houen Solar	Under Construction	PERC	-	Orangeburg, SC	
Boviet	Under Construction	TOPCon	3	Greenville, NC	• 2H26 가동 예정
Mission Solar	Announced	N/A	-	San Antonio, TX	
Waaree	Announced	HJT	3	Brookshire, TX	
Hybrid Cell Technology	Announced	HJT	-	Riviera Beach, FL	

자료: SEIA, 하나증권

도표 24. Hemlock → Corning → Suniva → Heliene은 미국 내 수직계열화 구축

Hemlock(폴리실리콘)
 Corning(잉곳·웨이퍼)
 Suniva(셀)
 Heliene(모듈)
 Hemlock은 Corning의 자회사

Corning, Suniva and Heliene Announce First 'Made in America' Solar Module Supply Chain

March 10, 2025

Premium American Polysilicon, Wafers, and Solar Cells Maximize Domestic Content, Enable U.S.-Made Module

Corning, NY, Norcross, GA, and Mountain Iron, MN — Suniva, the largest and oldest U.S. manufacturer of high-efficiency monocrystalline silicon solar cells, and Heliene Inc., a leading U.S. solar PV module manufacturer, today announced a landmark deal with Corning Incorporated (NYSE: GLW) to provide the U.S. domestic market with the only solar module made with polysilicon, wafers and cells manufactured in the United States.

자료: Suniva, 하나증권

2) 미국 셀 업체는 PFE 웨이퍼 사용하기 어려워

IRA와 달리, OBBBA 법안 하 AMPC 세액공제 수취를 위해선 Non-PFE 공급망을 통한 원재료 조달 필요

미국 셀 업체들은 셀 제조 및 판매 시 AMPC(45X)를 통해 세액공제 인센티브를 수취할 수 있다. 태양광 제품의 경우 폴리실리콘(\$3/kg), 웨이퍼(\$12/m²), 셀(\$0.04/W), 모듈(\$0.07/W) 등 밸류체인 단계별로 차등 지급되며, 각 공정별 중복 수취도 가능하다. AMPC는 IRA 개정 법안인 OBBBA 하에서도 유지되고 있어, 미국 셀 제조업체들은 셀 생산 시 세액공제를 수취할 수 있다. 단, 기존의 IRA는 배터리 섹터의 FEOC(해외우려기 관) 배제에 집중했다면, OBBBA는 이를 PFE(금지 외국 단체) 규정으로 격상하여 태양광을 포함한 재생에너지 제조품 전체로 적용 범위를 확대했다. 즉, 미국 셀 제조업체는 해외로부터 웨이퍼를 조달하더라도 Non-PFE 국가/기업에서 제조된 웨이퍼를 사용해야 AMPC 수취가 가능하다.

PFE 초기 가이드언스의 핵심은
① MACR ② Safe Harbor

2026년 2월 12일, 미 재무부와 국세청(IRS)은 OBBBA 법안에 포함된 PFE 조항을 이행하기 위한 초기 가이드언스를 발표했다. 핵심은 ① MACR(Material Assistance Cost Ratio)을 도입해 프로젝트 또는 부품의 총 직접비용(Direct Costs) 중 Non-PFE 기여분이 법정 최소 기준을 충족해야 한다는 점, ② 원가 및 공급망 추적 부담을 감안해 정식 규정 확정 전까지 납세자가 선택적으로 임시 Safe Harbor를 활용할 수 있다는 점이다.

Safe Harbor는 총 3가지
① Identification
② Cost Percentage
③ Certification Safe Harbor

Safe Harbor는 3가지 유형으로 구성된다. ① Identification Safe Harbor는 IRS의 DCA Table에 명시된 구성요소에 한해 식별·추적을 허용하는 방식이며, ② Cost Percentage Safe Harbor는 해당 Table에 기재된 Assigned Cost Percentage(고정 배정비율)를 적용해 비용 귀속을 단순화하는 제도다. ③ Certification Safe Harbor는 공급자의 인증을 통해 PFE 여부를 입증할 수 있도록 한 장치다.

①과 ②는
Listed Eligible Component
에 한해서만 적용 가능

① Identification 및 ② Cost Percentage Safe Harbor를 적용할 경우, IRS Notice 2025-08의 DCA(Domestic Content Adder) Table(도표.28 참고)에 제시된 구성요소만 확인하면 된다(Ex. 모듈은 폴리실리콘 및 웨이퍼의 출처를 추적하지 않아도 됨). 다만, 이러한 Table 기반 Safe Harbor는 Listed Eligible Component(PV module, inverter, PV tracker 등)에 한해 적용 가능하다.

셀은 Safe Harbor 적용 불가
Listed Eligible Component가
아니기 때문

셀의 경우, Notice 2025-08의 Listed Eligible Component에 포함되어 있지 않다. 이에 따라 셀 제조업체는 Table 기반 Safe Harbor 활용이 제한되며, 이에 따라 구성 자재 범위 및 직접 비용을 개별 식별·산정해야 한다. 즉, AMPC 수취를 위해 MACR 요건을 충족해야 하는 셀 업체들의 Non-PFE 웨이퍼 조달 필요성이 확대될 수 있으며, 이에 따라 Non-PFE 웨이퍼의 수요 증가 및 가격 상승을 기대할 수 있다.

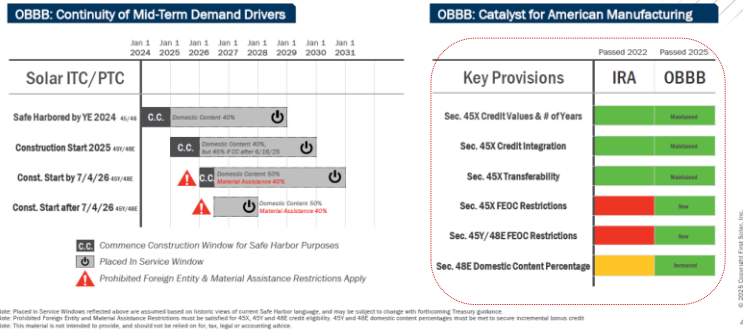
Talon PV,
초기 가이드언스 발표 이후
웨이퍼 장기공급 계약 체결

참고로, PFE 초기 가이드언스 발표 직후인 2월 19일, 독일 태양광 기업 NexWafe는 Talon PV와 2032년까지 총 7GW 규모의 웨이퍼 장기공급 계약을 체결했다. Talon PV가 4Q26 미국 내 4.8GW 규모의 셀 공장 가동을 목표로 하고 있는 점을 감안하면, 해당 계약은 Non-PFE산 웨이퍼를 안정적으로 확보하기 위한 조치로 판단된다.

도표 25. OBBBA는 FEOC(PFE)를 태양광을 포함한 재생에너지 제조품 전체로 적용 범위를 확대

First Solar, 2Q25 실적발표에서
AMPC(45X)/ITC(48E)/PTC(45Y)
FEOC(PFE로 격상) 규정 신설 언급

Utility Scale Solar | One Big Beautiful Bill Act H.R. 1



자료: First Solar, 하나증권

도표 26. Eligible Listed Component에 셀은 포함되지 않아(1)

글로벌 로펌 회사 Mayer Brown,
Eligible Listed Component에 셀은
포함되지 않는다고 설명

2. ELIGIBLE COMPONENT MACR: RULES FOR SECTION 45X COMPONENTS

Under the Notice, any Section 45X eligible components sold in taxable years beginning after July 4, 2025 can rely on the MACR calculations provided until the date forthcoming safe harbor tables are published.

Step 1: Identification. For Section 45X eligible components, taxpayers must identify constituent elements, materials or subcomponents ("Constituent Materials") incorporated into the eligible component or consumed in the production of the eligible component. Each eligible component is considered a separate component for Eligible Component MACR calculation purposes. Taxpayers may be able to rely on the Identification Safe Harbor (discussed below) to identify constituent materials, but only to the extent the eligible component is specifically listed in the Notice. For example, the list includes solar modules but does not include solar cells. Thus, a taxpayer that produces a solar module would not need to track subcomponents other than those listed in the Identification Safe Harbor (i.e., similar to the rules for the domestic content bonus credit), whereas a taxpayer that produces solar cells would not be able to rely on the Identification Safe Harbor for determining which subcomponents constitute Constituent Materials.

자료: Mayer Brown, 하나증권

도표 27. Eligible Listed Component에 셀은 포함되지 않아(2)

SEIA 또한
폴리실리콘, 웨이퍼, 셀이
IRS의 DCA Table를 활용할 수
없다고 설명

The new guidance provides meaningful clarity in several key areas. Most importantly, developers and manufacturers can satisfy supply chain tracing requirements if the components are listed in the existing domestic content safe harbor tables. They don't have to trace every subcomponent and raw material. This practical approach significantly reduces compliance challenges.

Manufacturers attempting to claim 45X tax credits for polysilicon, wafer, and cell production cannot use the domestic content safe harbor tables to calculate the eligible component Material Assistance Cost Ratio (MACR). However, they can use other methods to determine direct costs, including the certification safe harbor. The guidance also sets out three alternative supplier certification frameworks that are workable and can be provided directly by suppliers.

자료: SEIA, 하나증권

도표 28. IRS Notice 2025-08(DCA Table). 모듈과 달리, 셀은 Listed Eligible Component에 포함되지 않아

Table 1

(1) SOLAR PV TABLE

APC	MPC	Ground-mount (Tracking)	Ground-mount (Fixed)	Rooftop (MLPE)	Rooftop (String)
PV module	Cells	36.9	49.2	21.5	30.8
	Frame/Backrail	5.3	7.0	3.1	4.4
	Front Glass	3.7	4.9	2.2	3.1
	Encapsulant	2.2	3.0	1.3	1.8
	Backsheet/Backglass	3.7	4.9	2.1	3.1
	Junction Box	1.6	2.2	1.0	1.4
	Edge Seals	0.2	0.2	0.1	0.2
	Pottants	0.2	0.2	0.1	0.2
	Adhesives	0.2	0.2	0.1	0.2
	Bus Ribbons	0.4	0.5	0.2	0.3
	Bypass Diodes	0.4	0.5	0.2	0.3
		Production³	11.5⁴	15.3⁴	6.7⁴
Inverter	Printed Circuit Board Assemblies	3.0	4.0	16.0 ⁵	2.5
	Electrical Parts ⁶	1.0	1.3	1.6	1.1
	Climate Control	0.7	0.9	-	0.3
	Enclosure	1.0	1.3	1.6	0.8
	Production	3.3⁴	4.4⁴	16.4⁴	2.9⁴
PV Tracker or Non-Steel Roof Racking	Torque tube	9.7	-	-	-
	Fasteners	0.4	-	11.1	16.0
	Slew Drive	2.0	-	-	-
	Dampers	0.4	-	-	-
	Motor	3.1	-	-	-
	Controller	0.9	-	-	-
	Rails	2.0	-	8.6	12.3
	Production	6.2⁴	-	6.1⁴	8.7⁴
Steel photovoltaic module racking	-	-	Steel/Iron Product	-	-
Pile or ground screw	-	Steel/Iron Product	Steel/Iron Product	-	-
Steel or iron rebar in foundation	-	Steel/Iron Product	Steel/Iron Product	-	-
Total	-	100	100	100	100

자료: IRS, 하나증권

도표 29. Talon PV, 독일 웨이퍼 업체인 NexWafe와 2032년까지 총 7GW 규모의 웨이퍼 장기 공급 계약 체결

NexWafe and Talon PV Announce a Strategic Partnership and Wafer Supply Agreement to Advance Next-Generation TOPCon Solar Manufacturing in the United States



자료: PR Newswire, 하나증권

3) Non-PFE 웨이퍼 제조업체는 한정적

웨이퍼의 해외 조달 불가피
셀은 Safe Harbor 적용 X
해외 Non-PFE 웨이퍼 수요 ↑

웨이퍼의 해외 조달이 불가피한 상황 속, 셀이 MACR 산정을 위해 DCA Table을 활용할 수 없다는 점을 감안하면, 셀 업체들은 우선적으로 ‘신뢰 가능한’ 해외 Non-PFE 업체로부터 웨이퍼를 조달할 개연성이 높다. 현재까지 뉴스 및 공개 자료를 통해 확인되는 주요 해외 Non-PFE 웨이퍼 제조업체로는 동사의 NeoSilicon Technologies, NexWafe, SEG Solar 등이 있다.

NexWafe의 현재 Capa
파일럿 설비인 0.05GW에 불과
2027년 중 3GW까지 확대
Talon PV향 공급은
2027년 이후 본격화 예정

이들 중 2026년 말 실질적인 생산능력을 보유할 업체는 NeoSilicon(2.7GW, 2027년 중 2.7GW 추가 증설)과 SEG Solar(2026년 중 3GW 증설)로 한정된다. NexWafe의 경우, 앞서 서술했듯이 미국 셀 제조업체인 Talon PV(4.8GW)를 상대로 2032년까지 총 7GW 규모의 웨이퍼 장기 공급 계약을 체결한 바 있다. 다만, NexWafe의 현재 Capa는 파일럿 설비인 0.05GW로 알려져 있으며, 2027년까지 3GW로 확대할 예정이다. 즉, NexWafe의 Talon PV향 공급은 실질적으로 2027년 이후 본격화될 것으로 예상된다.

SEG Solar, 3Q26 3GW 가동
인니 셀 공장에 투입해
미국 셀에 미치는 영향 제한적

SEG Solar는 3Q26 중 인도네시아 내 3GW 규모의 웨이퍼 설비 가동을 추진하고 있다. 다만 해당 설비는 수직계열화 목적으로, 생산된 웨이퍼는 SEG의 인도네시아 셀 공장에 투입될 예정이다. 이러한 흐름을 감안하면, 해당 설비가 미국 셀 업체의 웨이퍼 수요에 미치는 영향은 제한적인 것으로 판단된다. 또한 현재 미국 내 인니/라오스/인도 셀/모듈에 대한 AD/CVD 판결이 진행 중이란 점을 감안하면, 향후 미국향 셀 공급에는 제약이 발생할 가능성이 높다.

웨이퍼 공급 공백에 대해
즉각적으로 대응 가능한 업체
NeoSilicon이 가장 유력

결과적으로, 2027년부터 예상되는 미국 내 웨이퍼 공급 공백에 실질적으로 대응 가능한 해외 Non-PFE 업체는 NeoSilicon이 가장 유력하다. 이에 따라 향후 NeoSilicon의 가격 협상력 강화와 함께, 셀 업체들과의 선제적인 공급 계약 체결 가능성을 기대해볼 수 있다. 참고로, 미국 웨이퍼 제조업체 Corning은 3Q25 어닝콜에서 웨이퍼 상업 가동을 시작했다고 밝히며, 이미 향후 5년간 생산 물량의 80% 이상에 대해 고객과의 계약을 확보했다고 언급한 바 있다.

도표 30. 주요 해외 Non-PFE 웨이퍼 업체. 증설 예정 물량까지 합산 시 11.4GW

업체	위치	현 Capa (GW/년)	셀 업체와의 수직계열화 구축	비고
NeoSilicon Technologies	베트남	2.7	X	• 2027년 중 2.7GW 추가 증설 예정
NexWafe	독일	0.05	O	• Talon PV와 2032년까지 총 7GW 규모의 웨이퍼 장기공급 계약 체결 • 2027년까지 Capa 3GW로 확대할 계획. Talon PV향 공급 2027년 이후 본격화 예정 • 미국 셀 업체 Talon PV 2026년 말 예상 Capa 4.8GW
SEG Solar	인도네시아	개발 단계	O	• 3Q26 3GW 상업 가동 목표 • 해당 물량은 인도네시아 내 셀 설비에 투입, 이후 생산된 셀은 미국 내 모듈 설비로 공급될 예정 • 미국 셀 수요에 미치는 영향 제한적 + AD/CVD 판결 진행 중으로 향후 미국향 셀 공급 제약 발생 가능성

자료: 하나증권

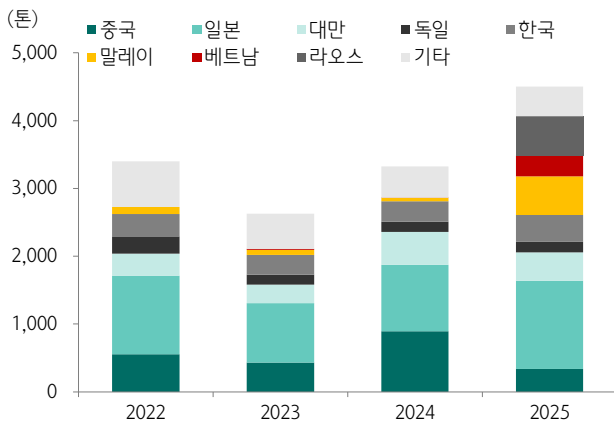
2025년 미국으로 유입된 웨이퍼 물량은 2.25GW, 절반 가량이 반도체용으로 확인

참고로, 2025년 미국의 웨이퍼 수입량은 약 4,500톤(2.25GW)으로 NeoSilicon의 2026년 Capa에도 미치지 못하는 규모다. 심지어 HTS Code 상 웨이퍼는 반도체용과 태양광용이 구분되지 않아, 해당 수입 물량에는 반도체용 웨이퍼가 포함되어 있다는 점을 감안할 필요가 있다. 2025년 수입 물량의 약 절반은 일본(29%), 대만(9%), 한국(9%), 독일(3%)에서 유입된 것으로 나타나는데, 이들 국가에는 Shin-Etsu(일본), Sumco(일본), GlobalWafers(대만), SK실트론(한국), Siltronic(독일) 등 글로벌 반도체용 웨이퍼 M/S의 70% 이상을 차지하는 주요 업체들이 자리하고 있다.

중국 + 말레이·베트남·라오스산 0.89GW 수준에 그쳐

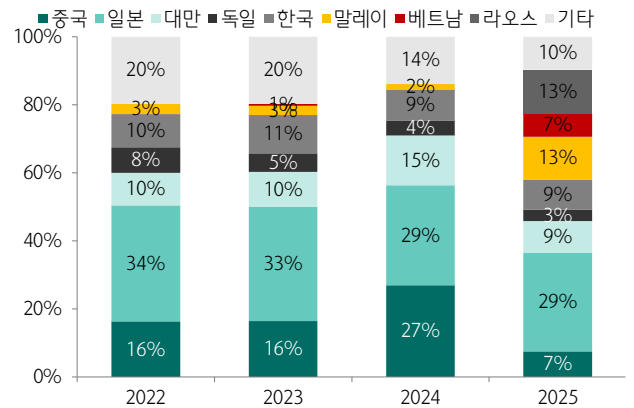
2025년 들어 말레이시아·베트남·라오스 등 셀/모듈에 대한 AD/CVD 관세 대상국의 웨이퍼 수입 비중이 확대되고 있으나, 해당 국가와 중국을 합산한 수입 물량은 1,452톤(0.89GW)에 불과하다. 향후 인도네시아/라오스/인도 셀/모듈에 대한 AD/CVD가 최종 확정되어 이들 또한 웨이퍼로 전환 수출할 개연성이 존재하나, 해당 설비에 중국계 자본이 투입됐을 가능성이 높은 점을 감안하면, 미국 셀 업체들은 신뢰 가능한 Non-PFE 웨이퍼를 우선적으로 조달할 것으로 판단된다.

도표 31. 미국 웨이퍼 수입 물량 추이



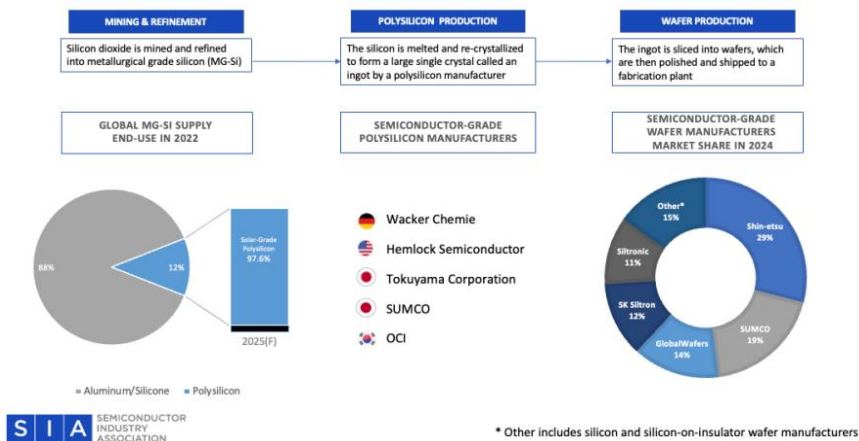
자료: ITC, 하나증권

도표 32. 미국 웨이퍼 수입 물량 국가별 비중 추이



자료: ITC, 하나증권

도표 33. 글로벌 반도체용 폴리실리콘·웨이퍼 주요 업체 및 M/S



자료: SIA, 하나증권

4. 웨이퍼보다 더 많은 중국산 폴리실리콘 규제

미국 웨이퍼 업체들 또한 Non-PFE산 폴리실리콘 조달에 집중할 것으로 판단

앞서 서술한 셀의 IRS Table 활용 불가는 셀의 후방 밸류체인인 폴리실리콘/웨이퍼 또한 IRS Table 활용이 제한된다는 점을 의미한다. 이에 따라 2027년 미국 내 가동 예정인 8.3GW 규모의 웨이퍼 설비 역시 AMPC 세액공제 수취를 위해 Non-PFE산 폴리실리콘 조달에 집중할 것으로 보이며, 셀 설비들 또한 간접 하위 구성품인 폴리실리콘 조달에 대한 관리 필요성이 높아질 전망이다. 그러나 무엇보다도, 미국의 중국산 폴리실리콘에 대한 규제 강도는 웨이퍼 대비 더욱 높은 수준이라는 점에 주목할 필요가 있다.

1) UFLPA 규제 강화로 비(非)신장 지역 폴리실리콘 수요 확대

웨이퍼/셀/모듈 업체 미국 수출 시 UFLPA 유의해야 신장 지역은 글로벌 폴리실리콘 생산량의 약 45% 차지

웨이퍼/셀/모듈 업체가 미국으로 제품을 수출할 경우, UFLPA 규정에 따라 신장 위구르 자치구와 연관되지 않은 폴리실리콘을 원재료로 사용해야 한다는 점에 유의할 필요가 있다. 해당 법안은 신장 위구르 자치구에서 생산되었거나 관련 기업이 관여한 제품에 대해 강제노동으로 생산되었다는 반증 가능 추정 원칙을 적용한다. 이에 따라 기업이 공급망 전반에 걸쳐 강제노동과 무관함을 입증하지 못할 경우, 해당 제품의 미국 수입은 원칙적으로 금지된다. 신장 지역은 글로벌 폴리실리콘 생산량의 약 45%를 차지하고 있다는 점에서, UFLPA는 폴리실리콘 공급망에 있어 핵심적인 규제에 적용된다.

2024년 이후 78개 기업 UFLPA Entity List 추가 등재 한화큐셀, UFLPA 통관 강화로 4개월간 미국향 셀 통관 지연

2022년 6월 시행된 UFLPA는 이후에도 규제 강도가 강화되고 있다. 2025년 8월 미 국토안보부(DHS)가 발표한 UFLPA 전략 연례 업데이트에 따르면, 2024년 이후 78개 기업이 UFLPA Entity List에 추가 등재되었다. 또한 한화큐셀은 UFLPA 통관 절차 강화로 인해 2025년 6월부터 약 4개월간 미국향 셀 통관 지연을 겪었으며, 이에 따라 동기간 한국의 대미 셀 수출 역시 크게 감소한 바 있다.

통관 불확실성 상시화될 경우 폴리실리콘 공급망 관리 중요성 더욱 높아질 것

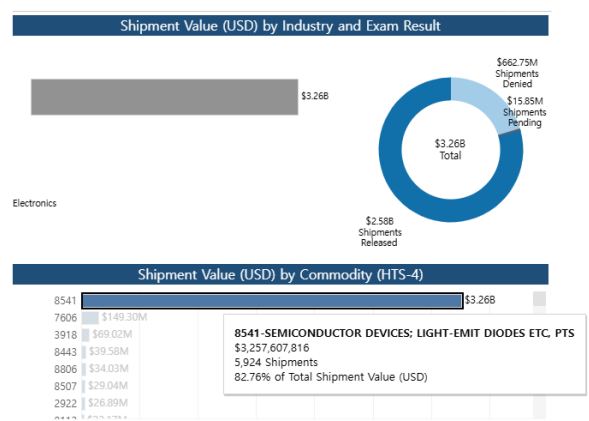
향후 통관 불확실성이 상시화될 경우, 웨이퍼/셀/모듈 업체들의 폴리실리콘 공급망 관리의 중요성은 더욱 높아질 것으로 예상된다. 이에 따라 신장 연관성이 없는 폴리실리콘을 안정적으로 확보할 수 있는 공급망의 선호도 역시 높아질 것이다. 참고로, 한화큐셀은 셀 통관 지연 이후 4Q25부터 OCI홀딩스의 주요 객사로 자리잡았으며, NeoSilicon 또한 동사의 폴리실리콘을 활용해 웨이퍼를 생산할 계획이다.

도표 34. 한국의 셀 수출 물량 추이



자료: TRASS, 하나증권

도표 35. UFLPA 시행 후 통관 보류된 물량 82%가 태양광 제품



자료: CBP(2026.02), 하나증권

2) Section 232 조사 개시. ‘폴리실리콘 및 파생제품’이 대상인 점에 주목

폴리실리콘 및 파생상품 수입에 대한 Section 232 조사 착수

2025년 7월, 미 상무부는 폴리실리콘 및 파생제품 수입이 국가안보에 미치는 영향을 평가하기 위해 Section 232 조사를 개시했다. 주요 검토 대상은 외국 공급망 의존도, 수입 집중도, 외국 정부 보조금 및 불공정 무역이 미국 산업 경쟁력에 미치는 영향 등이다.

우회 생산 거점 사후 규제보다 Upstream에 위치한 폴리실리콘 직접 규제가 근본적인 대응책

이번 조사는 그간 미국 정부가 동남아시아 지역의 중국 제조업체들을 대상으로 AD/CVD 등을 통해 대응해 온 ‘두더지 잡기(whack-a-mole)’식 규제의 한계를 보완하기 위한 조치다. 우회 생산 거점을 사후적으로 규제하기보다, 공급망의 upstream에 위치한 폴리실리콘을 직접 규제하는 것이 보다 근본적인 대응이 될 수 있기 때문이다.

조사 대상이 폴리실리콘 및 파생제품이라는 점에 주목

본 조치는 형식적으로 모든 수입산 제품을 대상으로 하나, 실제 집행 과정에서는 우방국 예외 적용과 원산지 추적 시스템을 결합하는 등 중국산 공급망을 선별적으로 겨냥하는 방식이 될 것으로 예상된다. 또한 현재 시행 중인 UFLPA와 유사하게 Section 232 조사 역시 ‘폴리실리콘 및 파생제품’을 대상으로 하고 있어, 중국산 폴리실리콘을 원재료로 사용하는 제품 역시 규제 대상에 포함될 수 있다. 향후 절차가 긍정적으로 마무리될 경우, 신장 지역에 한정된 UFLPA와 달리 중국산 폴리실리콘 공급망 전반을 차단할 수 있다는 점에서 그 영향력은 UFLPA를 상회할 것으로 판단된다. 이에 따라, 중국산 폴리실리콘을 기반으로 형성된 공급 구조에 변화가 발생하며 비중국산 폴리실리콘 수요 확대가 나타날 수 있다.

도표 36. 미국의 동남아산 셀·모듈에 대한 AD/CVD 타임라인 정리

날짜	구분	주요 내용
2024년 04월 24일	청원 제출	• 태양광제조연합(AASM), 동남아 4개국산(말레이, 베트남, 태국, 캄보디아) 태양광 셀·모듈에 대해 AD/CVD 조사 청원 제출 • 중국 기업의 보조금과 우회 생산을 기반으로 덤핑 판매되고 있다고 주장
2024년 05월 15일	조사 착수	• 미 상무부(DoC), AASM 청원 제기에 따라 동남아 4개국산 셀·모듈에 대한 AD/CVD 정식 조사 개시
2024년 06월 07일	예비 판정	• 미 국제무역위원회(ITC), 동남아 4개국산 셀·모듈 수입으로 인해 미국 태양광 제조업이 실질적 피해 또는 피해 가능성이 있다고 예비 판정 • 이에 따라 상무부 조사 절차 지속 요건 충족
2024년 10월 01일	예비 관세율 발표	• 미 상무부(DoC), 동남아 4개국산 셀·모듈에 대해 예비 CVD 발표. 범위는 0.14~292.61%
2024년 11월 29일	예비 관세율 발표	• 미 상무부(DoC), 동남아 4개국산 셀·모듈에 대한 예비 AD 발표. 범위는 21.31~271.28%
2025년 04월 21일	최종 관세율 발표	• 미 상무부(DoC), 동남아 4개국산 셀·모듈에 대한 AD/CVD 최종 판정 • CVD: 14.64~3,403.96%로 최소최대치 모두 기존 대비 상향, AD: 0~271.28%로 최소치만 기존 대비 하향, AD/CVD 합산 시 14.64 ~ 3,521.14%
2025년 05월 20일	최종 판정	• 미 국제무역위원회(ITC), 동남아 4개국산 셀·모듈 수입으로 인해 미국 태양광 제조업이 실질적 피해 또는 피해 가능성이 있다고 최종 판정
2025년 06월 24일	관세 발효	• 미 상무부(DoC), 동남아 4개국산 셀·모듈에 대해 AD/CVD 관세 발효
2025년 초~중순	셀·모듈 수입 변화	• 2025년 1월 이후 미국 태양광 모듈 수입량 재차 증가. 동남아 4개국에 대한 AD/CVD로 인해 중국 업체들이 인도네시아/라오스/인도를 우회해 수출한 데 따른 영향
2025년 07월 17일	청원 제출	• 태양광제조연합(AASM), 인나·라오스·인도산 셀·모듈에 대해 AD/CVD 조사 청원 제출
2025년 08월 07일	조사 착수	• 미 상무부(DoC), AASM 청원 제기에 따라 동남아 4개국산 셀·모듈에 대한 AD/CVD 정식 조사 개시
2025년 08월 29일	예비 판정	• 미 국제무역위원회(ITC), 인나·라오스·인도산 셀·모듈 수입으로 인해 미국 태양광 제조업이 실질적 피해 또는 피해 가능성이 있다고 예비 판정 • 이에 따라 상무부 조사 절차 지속 요건 충족
2026년 02월 24일	예비 CVD 발표	• 미 상무부(DoC), 인나·라오스·인도산 셀·모듈에 대해 예비 CVD 발표. 범위는 80.67% ~ 143.30%

자료: 하나증권

도표 37. 미국의 폴리실리콘 관련 규제 타임라인 정리

날짜	구분	주요 내용
2021년 06월 24일	태양광 기업 제재	• 미국 관세국경보호청(CBP), 중국 폴리실리콘 업체인 Hoshine Silicon Industry 관련 제품에 대한 강제 노동 의혹 근거로 WRO(인도 보류 명령) 발동
2021년 12월 23일	UFLPA 법 제정	• Uyghur Forced Labor Prevention Act(UFLPA) 대통령 서명
2022년 06월 21일	UFLPA 시행	• 미 관세국경보호청(CBP), 신장위구르자치구에서 생산되거나 특정 지정기업("UFLPA Entity List")이 생산한 모든 제품을 Section 307에 따라 수입 금지 대상으로 간주. 2022년 6월 21일 공식 발효
2024년 12월 26일	관세 인상	• 미 무역대표부(USTR), Section 301에 따라 중국산 폴리실리콘-태양광 웨이퍼 관세율 25% → 50% 인상 발표. 2025년 1월 1일 발효
2025년 07월 01일	조사 착수	• 미국 상무부(DoC), 폴리실리콘 및 파생제품 수입에 대한 Section 232 국가안보 조사 착수

자료: 하나증권

3) 비중국산 폴리실리콘 업체들도 한정되어 있어

**Wacker,
반도체용 폴리실리콘에
집중하는 전략**

현재 동사의 OCI TerraSus를 제외한 비중국산 폴리실리콘 생산업체로는 Wacker와 Hemlock이 있다. Wacker는 미국(약 2만톤/년 추정 = 10GW)과 독일(약 6만톤/년 추정 = 30GW)에 폴리실리콘 생산 설비를 보유하고 있다. 다만 미국 공장은 반도체용 생산 설비로 알려져 있으며, 독일 공장 또한 태양광용과 반도체용을 모두 생산하고 있는 것으로 파악되나 구체적인 생산 비중은 공개되지 않았다. 회사는 3Q25 어닝콜에서 글로벌 반도체용 폴리실리콘 M/S가 약 50% 수준이며, 향후에도 반도체용 제품 중심의 전략을 유지할 것이라고 밝힌 바 있다. 또한 태양광용 폴리실리콘은 Section 232 등 정책적 기회가 발생할 경우에 한해 대응을 검토할 수 있다는 입장을 언급했다. 이를 종합하면, Wacker는 태양광용 폴리실리콘 공급 여력을 일부 보유하고 있으나, 현재로서는 반도체용 중심의 생산 전략을 유지할 가능성이 높다.

**Hemlock,
미국 내 타 밸류체인 업체들과
수직계열화 공급망 구축**

Hemlock(약 3만톤 추정 = 15GW)은 미국 웨이퍼 업체 Corning의 자회사로, Hemlock(폴리실리콘) → Corning(잉곳·웨이퍼) → Suniva(셀) → Heliene(모듈)로 이어지는 미국 내 수직계열화 공급망을 구축하고 있다. 이에 따라 Hemlock은 Corning에 폴리실리콘을 안정적으로 공급할 것으로 예상된다. Hemlock 역시 반도체용 폴리실리콘을 생산하는 것으로 알려져 있으나, 반도체용과 태양광용의 구체적인 생산 비중은 공개되지 않았다.

**Highland Materials,
신규 설비 투자임에도 불구하고
실현 가능성에 의문**

신규 설비 투자로는 Highland Materials가 있다. 회사는 초기 설비 1.6만톤에서 4년 내 2만톤으로 확대하는 계획을 발표했으며, 2H26 착공 후 27년 말~28년 초 상업 가동을 목표로 하고 있다. 다만 SEIA는 폴리실리콘 생산 설비 구축에 통상 5년이 소요되는 것으로 추산하고 있어 일정 지연 가능성이 제기된다. 또한 해당 설비는 업계 표준인 Siemens 공정이 아닌 새로운 공정을 적용할 계획인데, 절단 과정에서 발생하는 kerf 재활용을 목표로 하는 만큼 태양광 셀에 요구되는 고순도 확보 여부는 아직 검증되지 않았다. 참고로 미국의 REC Silicon 또한 유동층 반응기(FBR) 공정 기반 제품의 순도 문제로 2024년 말 모지스 레이크 공장의 폴리실리콘 생산을 중단한 바 있다.

도표 38. 비중국산 폴리실리콘 생산업체 비교

기업	Capa(년)	주요 생산거점	생산 제품	특징
OCI Terrasus	3.5만톤(17.5GW)	말레이시아 사라왁주	태양광용	• 수력 발전 기반 전력을 활용한 폴리실리콘 생산
Wacker	약 8만톤(40GW, 추정)	미국(2만톤), 독일(6만톤)	반도체용 + 태양광용	• 반도체용 중심 전략 유지 • 태양광용은 정책 기회(Section 232 등) 발생 시 대응 검토
Hemlock	약 3만톤(15GW, 추정)	미국 미시간주	반도체용 + 태양광용	• Corning과 수직계열화 공급망 구축
Highland Materials	1.6만톤 → 2만톤	미국 테네시주	태양광용 목표	• 신규 공정 적용 예정, 27~28년 가동 목표 • 일정 지연 & 설비 트러블 가능성

자료: 하나증권

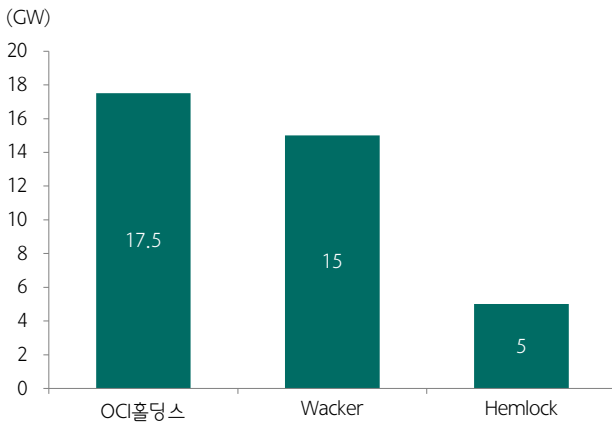
**비중국 3사 Capa
37.5GW로 추정**

OCI TRS, Wacker, Hemlock의 태양광용 폴리실리콘 합산 생산능력은 약 37.5GW 수준으로 추정된다. 이는 ① 반도체용 폴리실리콘의 태양광 대비 높은 수익성 ② Wacker의 반도체 중심 전략 ③ Hemlock과 수직계열화를 이룬 Corning의 웨이퍼 Capa 5GW를 감안했다.

**미국 내 가동 중인
실리콘계 모듈 51GW를 하회**

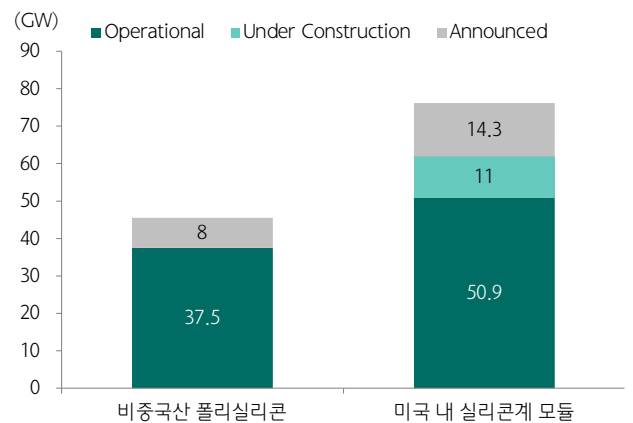
합산 추정 Capa 37.5GW는 현재 미국 내 가동 중인 결정질 실리콘(c-Si) 태양광 모듈 Capa 50.9GW를 하회하는 수치다. 향후에도 미국 내 실리콘계 모듈 증설이 예정되어 있는 만큼, 비중국산 폴리실리콘 수요는 지속될 것으로 판단하며 17.5GW(3.5만톤)의 폴리실리콘 Capa를 보유한 동사의 수혜를 예상한다.

도표 39. 비중국산 태양광용 폴리실리콘 Capa 분류



자료: SEIA, 하나증권
 주1: Wacker, Hemlock의 Capa는 추정치
 주2: NREL의 2.0g/W 가정을 활용해 GW로 환산(1만톤=5GW)

도표 40. 비중국산 폴리실리콘 Vs. 미국 내 실리콘계 모듈 Capa 비교



자료: SEIA, 하나증권
 주1: Wacker, Hemlock의 Capa는 추정치
 주2: NREL의 2.0g/W 가정을 활용해 GW로 환산(1만톤=5GW)

5. 텍사스 전력 혼풍 속 준비된 승자

1) 시발 텍사스 전력 수요 증가와 태양광 발전 확대 가능성

텍사스는 전력 수요 증가가 두드러지는 시장

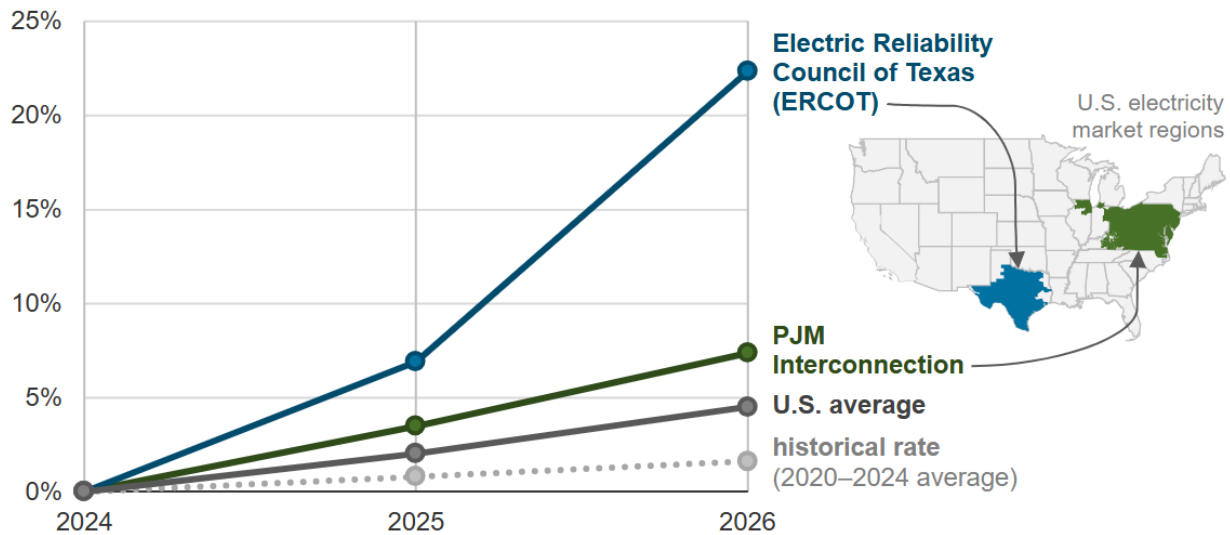
텍사스주는 버지니아에 이어 미국 내 두 번째로 데이터센터가 밀집된 지역인 만큼, 전력 수요 증가가 두드러지는 시장이다. EIA는 텍사스 내 데이터센터 및 대형 제조설비 영향으로 2025년 ~ 26년 ERCOT의 전력 수요가 각각 YoY +7%, +14% 증가할 것으로 전망했다. 또한 Grid Strategies는 2030년 ERCOT의 여름철 피크 전력 수요가 2025년 대비 +53GW 확대되며, 미국 주요 전력망 관할 지역 가운데 가장 큰 폭의 증가를 기록할 것으로 예상했다.

텍사스는 태양광 개발이 가장 활발한 시장 중 하나

텍사스의 전력 수요가 빠르게 증가하며 신규 발전원 확보의 필요성 또한 커지고 있다. 앞서 서술했듯이, 태양광 발전은 빠른 납기와 경제성을 바탕으로 신규 발전원 중 가장 현실적인 대안으로 평가된다. 특히, 텍사스는 풍부한 일사량과 개발 친화적인 인허가 환경을 바탕으로 미국 내에서 태양광 개발이 가장 활발한 시장 중 하나다. 실제, 2024년 유틸리티급 태양광 발전량 기준으로 캘리포니아를 추월하며 미국 1위를 기록했으며, 현재에도 그 순위를 유지하고 있다.

도표 41. EIA, 2025년 ~ 26년 ERCOT의 전력 수요가 각각 YoY +7%, +14% 증가할 것으로 전망

Forecast change in U.S. electricity sales to ultimate customers (2024-2026)
percentage change since 2024

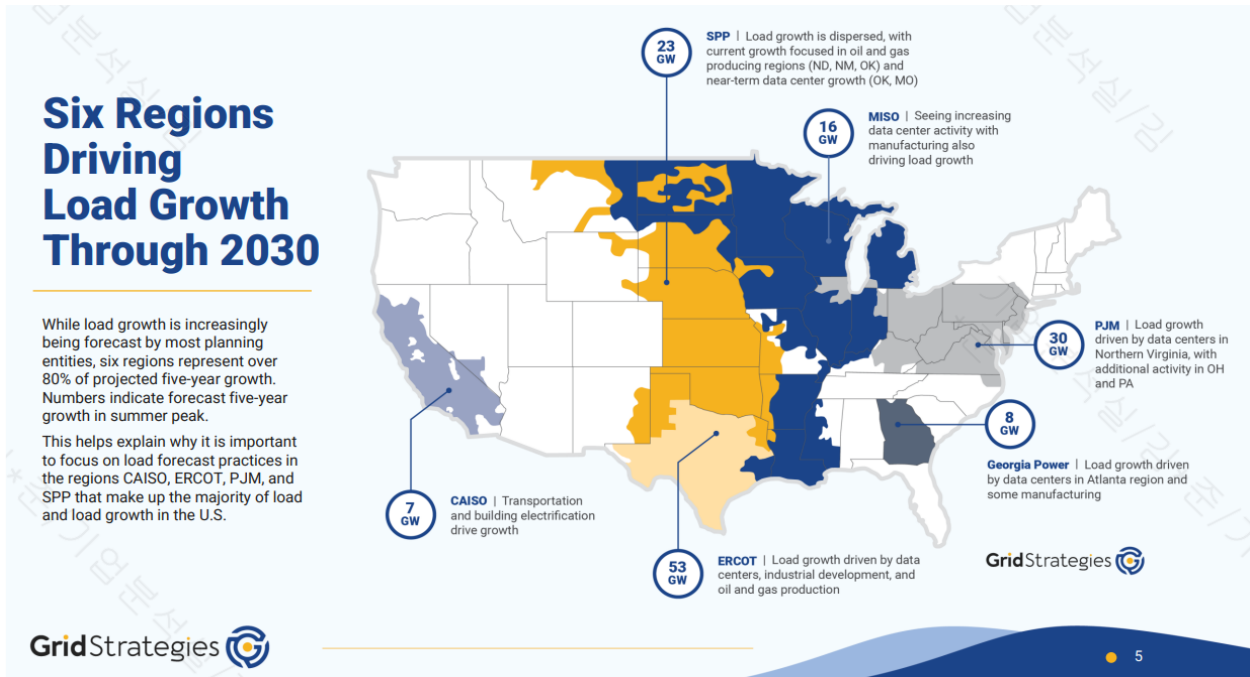


Data source: U.S. Energy Information Administration, *Short-Term Energy Outlook*, July 2025

Data values: U.S. Regional Electricity Sales to Ultimate Customers and U.S. Regional Electricity Generation, Electric Power Sector

자료: EIA, 하나증권

도표 42. Grid Strategies, 2030년 ERCOT의 여름철 피크 전력 수요가 2025년 대비 +53GW 확대될 것으로 전망



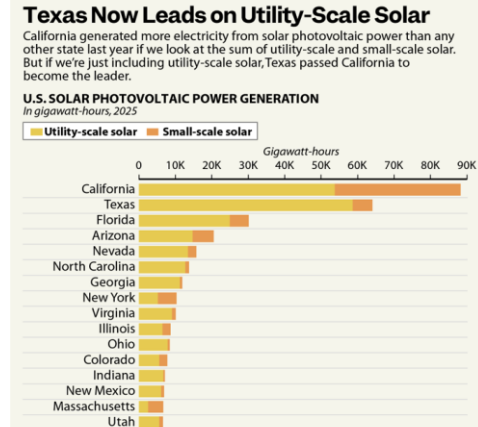
자료: GridStrategies, 하나증권

도표 43. 텍사스는 미국 내 두 번째로 데이터센터가 밀집된 주

순위	주	데이터센터 개수
1	Virginia	572
2	Texas	411
3	California	289
4	Illinois	209
5	Georgia	208
6	Ohio	200
7	Arizona	162
8	New York	133
9	Oregon	123
10	Florida	108

자료: Datacentermap, 하나증권
 주: 운영 & 개발 중인 데이터센터 모두 포함

도표 44. 텍사스, 2025년 유틸리티급 태양광 발전량 1위 기록



자료: EIA, Inside Climate News, 하나증권

2) OCI Energy는 텍사스주 No.1 재생에너지 디벨로퍼

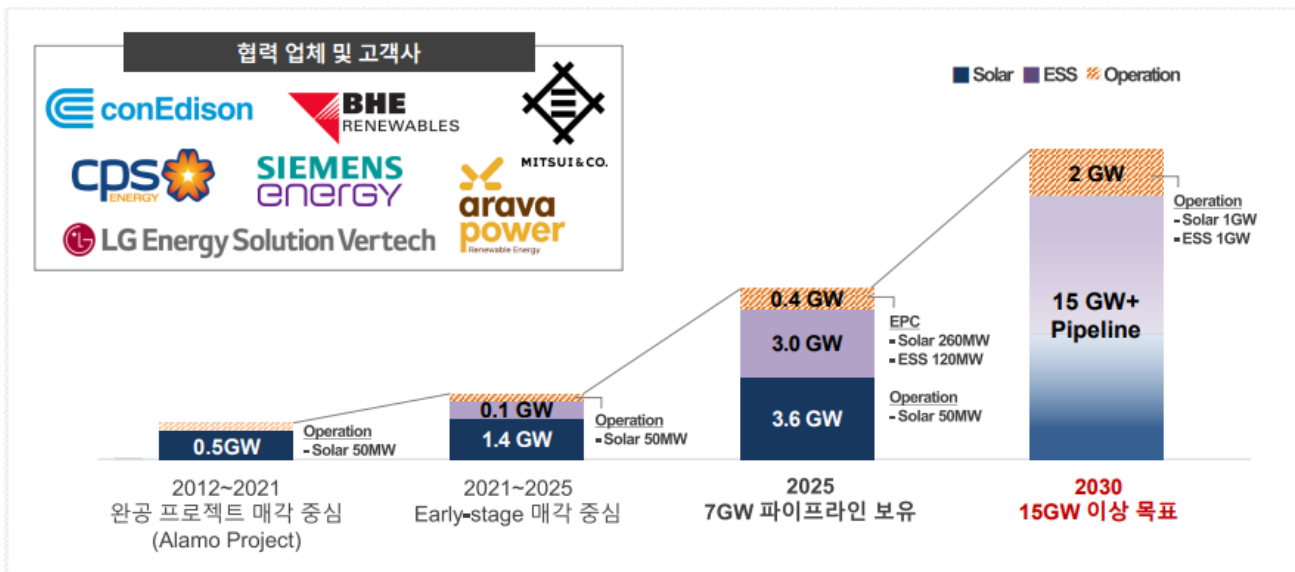
텍사스 전력 수요 증가와
재생에너지 수요 확대 맞물리며
OCI Energy 수혜 예상

이러한 환경 속에서 태양광 & ESS 프로젝트 개발 및 매각 사업을 영위하는 OCI Energy의 수혜가 기대된다. OCI Energy는 OCI Enterprises 산하 사업 부문으로, 텍사스주 No.1 재생에너지 디벨로퍼다. 현재 약 6.6GW 규모의 프로젝트 파이프라인을 보유하고 있으며, 2030년까지 이를 15GW 이상으로 확대할 계획이다. 전력 수요 증가와 재생에너지 수요 확대가 맞물리며 태양광 프로젝트의 매각 단가 역시 상승 압력이 높아질 것으로 예상된다.

현재 발전 자산 규모 0.05GW
2030년까지 2GW 이상
확대 목표

OCI Energy는 단순 프로젝트 개발 및 매각을 넘어, 발전 자산을 직접 보유하는 전략도 병행하고 있다. 현재 약 0.05GW 규모의 운영 자산을 보유하고 있으며, 이를 2030년까지 2GW 이상으로 확대하는 것을 목표로 하고 있다. 전력 수요 증가로 전력 가격 상승 및 PPA 체결 여건이 개선될 가능성이 높다는 점을 고려하면, 향후 운영 자산 확대는 안정적인 현금흐름 창출의 기반으로 작용할 것으로 기대된다.

도표 45. OCI Energy 장기 로드맵



자료: OCI홀딩스, 하나증권

6. 실적 및 Valuation

1) 실적 전망

2Q26 영업이익 1,173억원
2Q26부터 본격적인
회복세 진입 전망

OCI홀딩스의 영업이익은 2Q26를 기점으로 본격적인 회복세에 진입할 전망이다. 2Q26 영업이익은 1,173억원(OPM +10%, QoQ +986%)으로 컨센서스(1,276억원)에 부합할 것으로 예상된다. OCI TRS의 폴리실리콘 공장 법적 정비 종료에 따른 가동 정상화, OCI Energy의 프로젝트 매각 반영(500MW), SMP 상승에 따른 OCI SE의 수익성 개선이 전사 실적 개선을 견인할 전망이다.

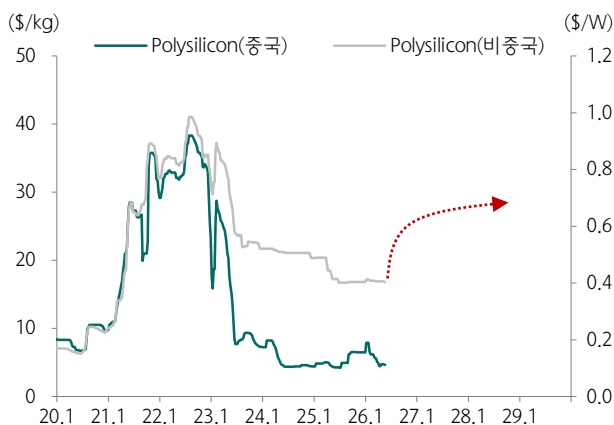
2026년 영업이익 3,555억원
2H26 중 Section 232 조사의
긍정적 발표를 전제로
폴리실리콘 가격 상승 가정

OCI홀딩스의 2026년 영업이익은 3,555억원(OPM +8%, YoY +4,127억원)을 전망한다.
① 2H26 중 미국 Section 232 조사가 긍정적으로 마무리되며 비중국산 폴리실리콘 가격 상승 및 이에 따른 Full 가동이 가능할 것으로 가정했다. 현재 비중국산 폴리실리콘 가격은 2025년 4월 초인 20\$/kg 대비 3~4\$ 하락한 수준으로, 트럼프 행정부의 상호관세 발표 이후에도 유의미한 반등은 나타나지 않고 있다. 다만 미국 대법원의 IEEPA 기반 상호관세 무효화 이후, Section 232 조사가 동시에 우호적인 결과로 이어질 경우 가격은 최소 관세 발표 이전 수준까지 회복 가능할 것으로 판단한다. 동사의 고객사 중 하나인 한화솔루션의 모듈 판가 인상 역시 이를 뒷받침하는 요인이다. 참고로, 하나증권은 폴리실리콘 가격이 QoQ +1\$/kg 상승할 경우 OCI TRS의 분기 영업이익이 +115억 원 개선될 것으로 추정하고 있다. 해당 수치는 Full 가동을 전제로 한 것으로, NeoSilicon향 내부 공급 물량은 반영하지 않았다.

NeoSilicon의 웨이퍼 공장
2Q26부터 가동되며 빠르게
Full 가동 진입 전망

② 2Q26부터 상업 가동되는 NeoSilicon Technologies의 베트남 웨이퍼 공장(2.7GW) 또한 OCI TRS의 이익 체력 강화에 기여할 전망이다. 특히 2027년 미국 셀 업체들의 신규 설비 가동이 대거 예정된 가운데, 2H26 중 최종 발표될 OBBBA의 PFE 규정 충족을 위한 선제적 수요가 Non-PFE 웨이퍼 업체인 NeoSilicon으로 집중되며 빠르게 Full 가동에 진입할 것으로 판단한다. 폴리실리콘과 마찬가지로, Section 232의 긍정적 발표 시 비중국산 웨이퍼의 추가적인 가격 상승도 기대해볼 수 있다.

도표 46. 중국/비중국산 폴리실론 가격 추이



자료: PVInsight, 하나증권

도표 47. 미국 태양광 모듈 가격은 상승 추세 진입

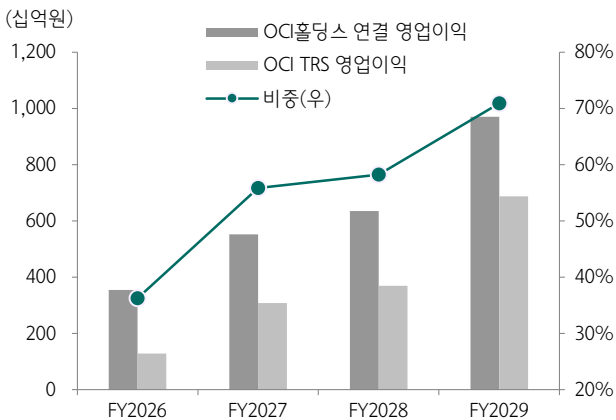


자료: ANZA, 하나증권

**OCI홀딩스(폴리실리콘, 웨이퍼)
와 SpaceX(셀) 간 수직계열화
동맹은 중장기 기대 요인**

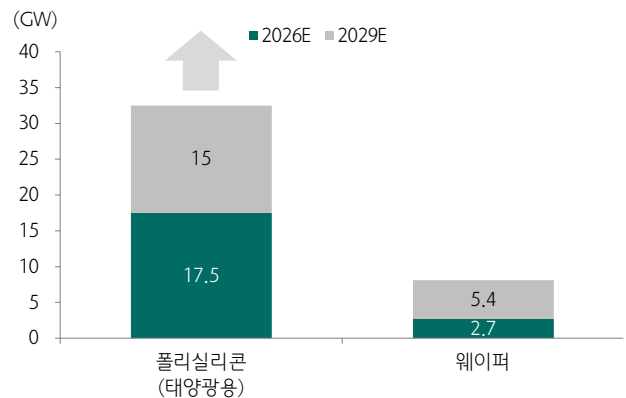
중장기적으로는 2027년 완공 예정인 NeoSilicon의 2.7GW 추가 증설과 2028~29년 OCI TRS의 폴리실리콘 3만톤 증설 가능성에 주목할 필요가 있다. 특히, 현재 SpaceX가 텍사스 오스틴 Bastrop에서 추진 중인 10GW 규모의 태양전지(Solar cell) 공장이 현실화될 경우, 대규모 폴리실리콘/웨이퍼 확보가 필수적인 만큼 OCI TRS의 폴리실리콘 뿐만 아니라 NeoSilicon의 웨이퍼 또한 SpaceX향 공급을 충분히 상정해볼 수 있다. 즉, Hemlock(폴리실리콘) → Corning(잉곳웨이퍼) → Suniva(셀) → Heliene(모듈)로 이어지는 미국 내 수직계열화와 유사하게, OCI홀딩스(폴리실리콘/웨이퍼)와 SpaceX(셀) 간 수직계열화 동맹을 기대해볼 수 있다. 참고로, 연간 10GW 규모의 셀 Capa는 약 2만톤의 폴리실리콘 수요에 해당한다. OCI홀딩스와 SpaceX 간 수직계열화로 인해 폴리실리콘 및 웨이퍼 추가 증설분이 모두 Full 가동된다고 가정할 경우, 2029년 OCI홀딩스 전사 영업이익과 OCI TRS 영업이익을 각각 9,704억원(YoY +53%), 6,877억원(+86%)으로 추정한다. 이에 따른 2029년 OCI TRS의 이익 기여도는 71%에 달할 전망이다. 참고로, 해당 추정치는 2029년 폴리실리콘/웨이퍼 가격이 YoY Flat하다는 가정에 기반했다.

도표 48. OCI홀딩스 & OCI TRS 연간 영업이익 전망 추이



자료: 하나증권

도표 49. OCI홀딩스 폴리실리콘/웨이퍼 Capa 증설분 비교



자료: OCI홀딩스, 하나증권

주1: NREL의 2.0g/W 가정을 활용해 GW로 환산(1만톤=5GW)

도표 50. OCI홀딩스 부문별 실적 BreakDown(1)

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	948.1	776.2	845.1	810.6	892.4	1,146.9	1,146.0	1,139.1	3,577.4	3,380.1	4,324.5	4,606.9
QoQ(%)	11.0%	-18.1%	8.9%	-4.1%	10.1%	28.5%	-0.1%	-0.6%				
YoY(%)	9.6%	-18.3%	-7.0%	-5.1%	-5.9%	47.8%	35.6%	40.5%	35.0%	-5.5%	27.9%	6.5%
OCI TRS	112.5	38.5	131.5	144.9	100.9	203.8	229.0	248.1	497.1	427.4	781.8	1,087.1
OCI E	68.0	44.2	60.9	36.3	80.2	130.7	98.2	76.6	176.0	209.5	385.7	403.4
OCI SE	87.6	80.8	72.5	51.0	70.9	97.5	113.7	95.2	350.3	291.8	377.3	327.8
DCRE	147.8	88.5	105.4	110.1	132.7	169.7	179.6	181.4	531.8	451.8	663.4	714.6
OCI	538.8	527.0	476.4	467.3	506.6	543.9	524.6	537.1	2,050.1	2,009.5	2,112.1	2,069.3
영업이익	48.7	-80.3	-53.3	27.3	10.8	117.3	113.2	113.7	101.5	-57.7	355.0	551.7
영업이익률(%)	5.1%	-10.4%	-6.3%	3.4%	1.2%	10.2%	9.9%	10.0%	2.8%	-1.7%	8.2%	12.0%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	-60.4%	986.4%	-3.5%	0.5%				
YoY(%)	-50.9%	적전	적전	흑전	-77.8%	흑전	흑전	316.4%	-80.9%	적전	흑전	55.4%
OCI TRS	12.3	-73.5	-64.7	33.2	-26.6	33.0	53.0	69.3	71.9	-92.7	128.7	308.2
영업이익률(%)	10.9%	-190.8%	-49.2%	22.9%	-26.4%	16.2%	23.1%	28.0%	14.5%	-21.7%	16.5%	28.4%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	60.5%	30.9%				
YoY(%)	-67.1%	적전	적전	흑전	적전	흑전	흑전	108.9%	-82.2%	적전	흑전	139.5%
OCI E	9.3	-12.4	12.6	-15.6	3.8	48.4	19.8	2.8	-19.5	-6.1	74.8	73.4
영업이익률(%)	13.7%	-28.1%	20.7%	-43.0%	4.7%	37.1%	20.2%	3.6%	-11.1%	-2.9%	19.4%	18.2%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	1,174.8%	-59.1%	-86.1%				
YoY(%)	128.5%	적지	83.4%	적지	-59.1%	흑전	57.3%	흑전	적지	적지	흑전	-1.9%
OCI SE	7.2	2.8	2.2	-12.1	-1.3	13.3	22.9	12.1	59.7	0.1	47.1	25.3
영업이익률(%)	8.3%	3.4%	3.0%	-23.7%	-1.8%	13.7%	20.1%	12.8%	17.0%	0.0%	12.5%	7.7%
QoQ(%)	6.6%	-61.5%	-21.1%	적전	적지	흑전	71.4%	-47.0%				
YoY(%)	-53.9%	-78.1%	-91.0%	적전	적전	379.1%	940.3%	흑전	11.7%	-99.8%	3,805.4%	-46.3%
DCRE	17.8	-4.8	12.6	11.7	8.9	-1.2	11.1	12.7	-142.1	37.3	31.6	44.3
영업이익률(%)	12.0%	-5.4%	12.0%	10.6%	6.7%	-0.7%	6.2%	7.0%	-26.7%	8.3%	4.8%	6.2%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	-7.1%	-23.9%	적전	흑전	14.0%				
YoY(%)	-11.8%	적전	흑전	흑전	-49.9%	적지	-11.6%	8.5%	적전	흑전	-15.3%	40.4%
OCI	10.2	-2.3	-10.3	2.8	27.8	40.1	30.6	32.0	103.0	0.5	130.5	135.0
영업이익률(%)	1.9%	-0.4%	-2.2%	0.6%	5.5%	7.4%	5.8%	6.0%	5.0%	0.0%	6.2%	6.5%
QoQ(%)	-49.7%	적전	적지	흑전	892.9%	44.3%	-23.7%	4.6%				
YoY(%)	-67.3%	적전	적전	-86.3%	171.3%	흑전	흑전	1,043.6%	79.2%	-99.5%	27,487.0%	3.4%
당기순이익	-14.9	-82.4	-73.4	24.5	8.9	83.8	86.4	94.0	113.7	-146.2	289.8	441.7
당기순이익률(%)	-1.6%	-10.6%	-8.7%	3.0%	1.0%	7.3%	7.5%	8.3%	3.2%	-4.3%	6.7%	9.6%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	-63.9%	846.1%	3.1%	8.8%				
YoY(%)	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	283.0%	-84.0%	적전	흑전	52.4%
지배순이익	-2.2	-76.6	-36.4	25.4	0.2	84.0	76.0	94.8	97.7	-89.9	255.0	388.7

자료: 하나증권

도표 51. OCI홀딩스 부문별 실적 BreakDown(2)

(단위: 십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
매출액	2,649.7	3,577.4	3,380.1	4,324.5	4,606.9	4,772.4	5,814.9
QoQ(%)							
YoY(%)		35.0%	-5.5%	27.9%	6.5%	3.6%	21.8%
OCI TRS	938.6	497.1	427.4	781.8	1,087.1	1,209.7	2,171.0
OCI E	248.3	176.0	209.5	385.7	403.4	435.3	485.9
OCI SE	393.2	350.3	291.8	377.3	327.8	309.6	310.0
DCRE	576.0	531.8	451.8	663.4	714.6	743.6	773.8
OCI	1,288.8	2,050.1	2,009.5	2,112.1	2,069.3	2,069.7	2,069.7
영업이익	531.2	101.5	-57.7	355.0	551.7	634.9	970.4
영업이익률(%)	20.0%	2.8%	-1.7%	8.2%	12.0%	13.3%	16.7%
YoY(%)		-80.9%	적전	흑전	55.4%	15.1%	52.9%
OCI TRS	403.6	71.9	-92.7	128.7	308.2	369.7	687.7
영업이익률(%)	43.0%	14.5%	-21.7%	16.5%	28.4%	30.6%	31.7%
YoY(%)		-82.2%	적전	흑전	139.5%	19.9%	86.0%
OCI E	-20.1	-19.5	-6.1	74.8	73.4	77.7	93.3
영업이익률(%)	-8.1%	-11.1%	-2.9%	19.4%	18.2%	17.8%	19.2%
YoY(%)		적지	적지	흑전	-1.9%	5.8%	20.2%
OCI SE	53.4	59.7	0.1	47.1	25.3	17.5	17.7
영업이익률(%)	13.6%	17.0%	0.0%	12.5%	7.7%	5.7%	5.7%
YoY(%)		11.7%	-99.8%	38,054.4%	-46.3%	-30.7%	1.0%
DCRE	55.0	-142.1	37.3	31.6	44.3	46.1	48.0
영업이익률(%)	9.6%	-26.7%	8.3%	4.8%	6.2%	6.2%	6.2%
YoY(%)		적전	흑전	-15.3%	40.4%	4.1%	4.1%
OCI	57.5	103.0	0.5	130.5	135.0	150.8	150.8
영업이익률(%)	4.5%	5.0%	0.0%	6.2%	6.5%	7.3%	7.3%
YoY(%)		79.2%	-99.5%	27,487.0%	3.4%	11.7%	0.0%
EBITDA		295.90	186.00	626.49	840.94	928.05	1,343.61
YoY(%)			-37.1%	236.8%	34.2%	10.4%	44.8%
OCI TRS		116.90	-22.90	224.71	416.24	481.69	879.73
YoY(%)			적전	흑전	85.2%	15.7%	82.6%
당기순이익	710.3	113.7	-146.2	289.8	441.7	508.0	768.2
당기순이익률(%)	26.8%	3.2%	-4.3%	6.7%	9.6%	10.6%	13.2%
QoQ(%)							
YoY(%)		-84.0%	적전	흑전	52.4%	15.0%	51.2%
지배순이익	713.5	97.7	-89.9	255.0	388.7	447.0	676.0

자료: 하나증권

2) Valuation

BUY, TP 55만원
 신규 커버리지 개시
 OCI TRS 가치 재평가 가능성을
 감안해 SOTP 방식 적용

시나리오 ①은
 중국 폴리실리콘 Pure Player
 Daqo(DQ.US)의 멀티플 적용
 밸류에이션 하단을 의미

시나리오 ②은
 글로벌 가스터빈 업체
 GE Vernova(GEV.US)의
 멀티플 적용
 밸류에이션 상단을 의미

BUY, TP 55만원으로 신규 커버리지를 개시한다. AI/데이터센터향 전력 수요 급증, 미국의 대중 규제 강화, 우주태양광으로의 확장 가능성 등을 감안할 때, Non-China 폴리실리콘의은 범용에서 고부가 전력 소재로 전환 중이다. 따라서, OCI TRS의 가치 재평가 가능성을 반영해 SOTP를 적용했다. 이 중 OCI TRS 가치는 2026~29년 평균 EBITDA에 ①, ② 시나리오에서 도출한 Target EV/EBITDA 멀티플 19.1배를 적용해 산출했다.

①중국 No.3 폴리실리콘업체이자 Pure Player인 Daqo New Energy(DQ.US)의 멀티플을 적용했으며, 이는 OCI TRS 밸류에이션 하단을 의미한다. Daqo를 비롯한 중국 업체들은 지난 3~4년간 공급 과잉 속 Cash Cost 이하에서 제품을 판매해 왔으며, 현재 중국 정부의 반(反)내권 정책 기조 아래 구조조정이 진행 중이나 그 속도는 더디다. 또한 미국의 Non-PFE 법안 및 Section 232 조사, 중국 정부의 수출 환급세 폐지 등으로 기존의 미국향 수출 유인이 약화될 가능성이 높아, 중국 폴리실리콘의 수급 정상화는 단기간 내 해소되기 어려울 것으로 판단된다. 공급 과잉에 직면한 중국 업체들과 달리, 동사는 미국 내 전력 수요 급증 속 비중국산 쇼티지의 수혜를 기대해볼 수 있다. 이를 감안할 때, 최소한 Daqo 수준의 멀티플 적용은 무리가 없다고 판단한다.

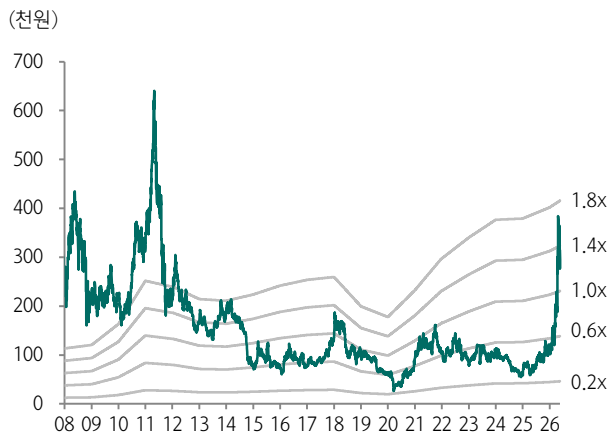
② 글로벌 가스터빈 업체인 GE Vernova(GEV.US)의 멀티플을 적용했으며, 이는 OCI TRS 밸류에이션의 상단을 의미한다. GE Vernova는 미국 내 전력 수요 급증에 대응하기 위한 가스터빈 수요 확대에도 불구하고, 제한적인 공급 여력에 따른 가격 상승 효과를 바탕으로 높은 멀티플을 적용 받고 있다. 미국 태양광 시장 역시 전력 수요 증가에 따라 셀/모듈 증설이 이어지고 있으나, 이를 뒷받침할 수 있는 비중국산 폴리실리콘/웨이퍼 공급은 제한적이다. 판매 구조 또한 기존의 불특정 다수 고객 대상 판매에서 벗어나, 소수 공급업체를 기반으로 전방 고객사와의 바인딩 계약 중심으로 재편되고 있다. 가스터빈 시장 역시 Top 3 중심의 과점 구조를 형성하고 있다는 점을 감안할 때, OCI TRS의 밸류에이션은 GEV 수준의 멀티플까지 확장 가능하다고 판단한다.

도표 52. OCI홀딩스 밸류에이션

	영업이익(26~29F)	감가상각비	EBITDA(26~29F)	Multiple(배)	가치(십억원)	비고
OCI TRS	374	127	501			Peer Valuation 적용
시나리오 (1)				10.0	5,006	중국 폴리실리콘 Pure Player 업체 Daqo New Energy 26 - 29F 평균 10배
시나리오 (2)				28.1	14,067	글로벌 가스터빈 업체 GE Vernova 26 - 29F 평균 28.1배
(1) (2) 평균				19.1	9,536	시나리오 (1)과 (2)의 평균
OCI Energy	80	17	96	6.8	651	미국 재생에너지 중심 발전업체 NextEra Energy 26 - 29F 평균 13.5배 50% 할인
OCI SE	27	32	59	4.1	240	국내 열병합발전 중심 상정업체 SGC에너지 26~29F 평균 8.1배 50% 할인
DCRE	42	1	44	2.5	107	국내 개발사업 중심 상정업체 HDC현대산업개발 26~29F 평균 4.9배 50% 할인
영업가치					10,534	
OCI					297	시가총액 기반 보유지분가치(45%)에 지주사 할인 40% 적용
관계기업투자자산					321	비상장사 정부가액 50% 할인
합계					11,152	
순차입금					827	26 - 29F 평균
총기업가치					10,325	
주식수(천 주)					18,670	
주당 NAV(원)					553,023	
목표주가					550,000	
현재 주가(5/22)					314,500	
Upside					74.9%	

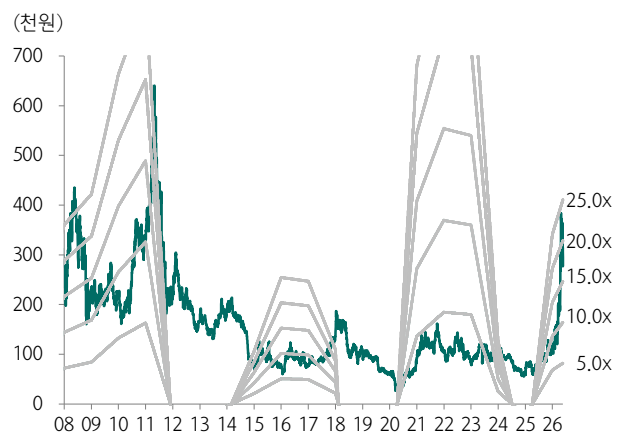
자료: 하나증권

도표 53. OCI홀딩스 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 54. OCI홀딩스 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,577.4	3,380.1	4,324.5	4,606.9	4,772.4
매출원가	3,116.3	3,040.6	3,472.2	3,525.4	3,588.7
매출총이익	461.1	339.5	852.3	1,081.5	1,183.7
판매비	359.5	397.1	497.3	529.8	548.8
영업이익	101.5	(57.6)	355.0	551.7	634.9
금융손익	21.2	(36.1)	(31.0)	(31.4)	(31.2)
종속/관계기업손익	20.0	(1.6)	7.5	7.9	8.4
기타영업외손익	33.0	(44.2)	49.8	52.3	54.5
세전이익	175.6	(139.5)	381.3	580.6	666.5
법인세	61.9	6.7	91.5	139.3	160.0
계속사업이익	113.7	(146.2)	289.8	441.3	506.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	113.7	(146.2)	289.8	441.3	506.6
비배주주지분 손이익	16.1	(56.4)	34.8	53.0	60.8
지배주주순이익	97.7	(89.9)	255.0	388.3	445.8
지배주주지분포괄이익	380.9	1.3	(7.0)	(10.6)	(12.2)
NOPAT	65.7	(60.4)	269.8	419.3	482.5
EBITDA	295.9	186.2	652.1	860.8	943.5
성장성(%)					
매출액증가율	35.01	(5.52)	27.94	6.53	3.59
NOPAT증가율	(85.60)	적전	흑전	55.41	15.07
EBITDA증가율	(53.82)	(37.07)	250.21	32.00	9.61
영업이익증가율	(80.89)	적전	흑전	55.41	15.08
(지배주주)순이익증가율	(86.31)	적전	흑전	52.27	14.81
EPS증가율	(86.10)	적전	흑전	52.27	14.80
수익성(%)					
매출총이익률	12.89	10.04	19.71	23.48	24.80
EBITDA이익률	8.27	5.51	15.08	18.69	19.77
영업이익률	2.84	(1.70)	8.21	11.98	13.30
계속사업이익률	3.18	(4.33)	6.70	9.58	10.62

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,005	(4,772)	13,659	20,799	23,877
BPS	209,224	210,598	223,257	241,065	260,954
CFPS	18,154	13,676	35,276	46,348	50,919
EBITDAPS	15,162	9,885	34,925	46,108	50,537
SPS	183,305	179,476	231,624	246,751	255,613
DPS	2,200	1,000	3,000	4,000	5,000
주가지표(배)					
PER	11.75	(24.14)	23.03	15.12	13.17
PBR	0.28	0.55	1.41	1.30	1.21
PCFR	3.24	8.42	8.92	6.79	6.18
EV/EBITDA	8.28	19.67	11.70	9.04	8.37
PSR	0.32	0.64	1.36	1.27	1.23
재무비율(%)					
ROE	2.54	(2.27)	6.30	8.96	9.51
ROA	1.39	(1.13)	3.17	4.60	5.00
ROIC	1.61	(1.22)	5.22	7.41	7.81
부채비율	67.38	66.35	61.88	56.79	52.15
순부채비율	9.72	15.05	16.82	16.03	14.51
이자보상배율(배)	2.56	(0.95)	6.03	9.71	11.61

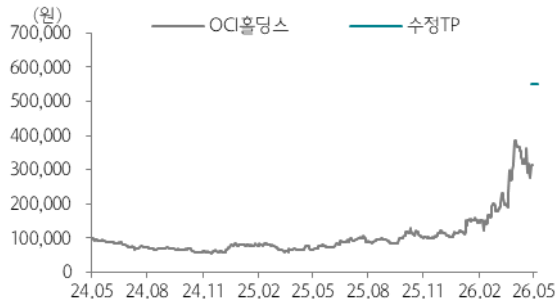
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	4,763.3	4,040.6	4,112.4	4,162.6	4,264.4
금융자산	1,526.6	1,232.5	1,030.0	927.5	868.9
현금성자산	1,143.3	1,034.7	829.0	723.1	661.2
매출채권	412.9	419.3	461.3	484.3	508.5
재고자산	2,345.0	2,295.2	2,524.7	2,651.0	2,783.5
기타유동자산	478.8	93.6	96.4	99.8	103.5
비유동자산	3,330.3	3,830.3	4,096.2	4,499.0	4,902.2
투자자산	448.4	616.3	629.3	641.2	653.0
금융자산	70.6	62.9	64.9	65.4	65.8
유형자산	2,374.0	2,653.1	2,931.6	3,342.4	3,749.2
무형자산	154.8	163.6	138.0	118.1	102.6
기타비유동자산	353.1	397.3	397.3	397.3	397.4
자산총계	8,093.7	7,870.9	8,208.6	8,661.6	9,166.6
유동부채	1,901.4	1,376.1	1,348.3	1,320.3	1,296.3
금융부채	1,083.2	785.6	723.9	654.2	584.4
매입채무	411.1	233.2	256.6	287.3	321.8
기타유동부채	407.1	357.3	367.8	378.8	390.1
비유동부채	1,356.8	1,763.3	1,789.6	1,817.0	1,845.6
금융부채	913.2	1,158.9	1,158.9	1,158.9	1,158.9
기타비유동부채	443.6	604.4	630.7	658.1	686.7
부채총계	3,258.1	3,139.3	3,137.8	3,137.2	3,141.9
지배주주지분	3,979.2	3,931.9	4,168.3	4,500.7	4,872.1
자본금	106.9	106.9	106.9	106.9	106.9
자본잉여금	906.2	906.2	906.2	906.2	906.2
자본조정	(924.2)	(901.5)	(901.5)	(901.5)	(901.5)
기타포괄이익누계액	348.7	442.1	442.1	442.1	442.1
이익잉여금	3,541.6	3,378.3	3,614.6	3,947.1	4,318.4
비배주주지분	856.3	799.6	902.5	1,023.7	1,152.6
자본총계	4,835.5	4,731.5	5,070.8	5,524.4	6,024.7
순금융부채	469.8	712.1	852.9	885.6	874.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	116.4	553.9	372.5	633.3	693.0
당기순이익	113.7	(146.2)	289.8	441.3	506.6
조정	252.7	389.7	278.2	283.3	282.6
감가상각비	194.4	243.8	297.1	309.1	308.7
외환거래손익	0.0	0.0	5.6	3.7	3.3
지분법손익	200.0	(27.5)	(25.0)	(30.0)	(30.0)
기타	(141.7)	173.4	0.5	0.5	0.6
영업활동 자산부채 변동	(250.0)	310.4	(195.5)	(91.3)	(96.2)
투자활동 현금흐름	(108.2)	(401.4)	(478.7)	(620.7)	(620.5)
투자자산감소(증가)	952.6	684.5	80.2	86.3	86.3
자본증가(감소)	(356.6)	(370.8)	(550.0)	(700.0)	(700.0)
기타	(704.2)	(715.1)	(8.9)	(7.0)	(6.8)
재무활동 현금흐름	464.8	(70.5)	(80.4)	(125.6)	(144.2)
금융부채증가(감소)	528.9	(51.9)	(61.7)	(69.7)	(69.7)
자본증가(감소)	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.8)	22.7	(0.0)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(64.6)	(41.3)	(18.7)	(55.8)	(74.4)
현금의 증감	473.0	82.0	174.2	(105.8)	(62.0)
Unlevered CFO	354.3	257.6	658.6	865.3	950.7
Free Cash Flow	(240.3)	183.0	(177.5)	(66.7)	(7.0)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

OCI홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.26	BUY	550,000		
23.10.27	Not Rated	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2026년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.25%	2.75%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 23일