

OCI홀딩스 (010060)

폴리실리콘 증설과 이번 투자에 담긴 3가지 시사점

Flash Note

[에너지/정유/화학] 전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

Check Point

NR

말레이시아 폴리실리콘 3만톤 증설 공시, 이번 투자가 시사하는 것들
Section 232 발표 시나리오: 중국산 vs 비중국산 PS 관세 차별화 예상

목표주가 -
종가(2026.07.23) 247,000원

말레이시아 폴리실리콘 3만톤 증설 공시, 이번 투자가 시사하는 것들

최근까지 태양광 업종 관련해 시장에서 계속 기다렸던 내용은 2가지였음: ①OCI홀딩스 폴리실리콘 증설, ②미국 Section 232 발표. 당초 6~7월엔 해당 이슈들이 발표될 것으로 예상했으나, 예상보다 지연되며 주가도 지지부진한 흐름 이어졌음. 그러나 전일 드디어 동사 폴리실리콘 증설 계획 발표되며 업종センチ멘털 크게 개선됐고, 여기에 미국-이란 MOU 파기 이후 유가 강세로 인한 재생에너지 반사수혜 기대까지 더해지며 주가 전반 강세: OCI홀딩스 +30%, 한화솔루션 +11%, HD현대에너지솔루션 +29%, SK이터닉스 +30%

[시사점1. 비중국산 폴리실리콘 선호도 입증] 29년 1월 상업가동 목표로 말레이시아 3만톤 증설 예정(투자비 1.4조원). 이번 증설이 마무리되면 29년 기준 CAPA 7만톤으로 100% 확대. 이처럼 동사가 대규모 투자를 재추진하게 된 배경은 ①FEOC 규제로 비중국 부품에 대한 고객들의 선호도가 점점 더 뚜렷해지고 있고, ②그럼에도 비중국산 PS 업체는 3~4곳에 그쳐 중장기로도 고수익 향유가 가능하기 때문으로 해석. 참고로 동사는 이번에 미국 신규 고객사와의 장기 공급계약 체결로 기존 생산설비 물량은 모두 소진됐고, 증설 물량도 해당 고객사와 협상 중이다 밝히며 비중국산 PS 수요가 매우 강하다는 것을 다시 한번 확인시켜 줌

[시사점2. 비중국산 웨이퍼로 프리미엄 확대] 이번 PS 증설로 웨이퍼까지 비중국산 프리미엄을 확대하겠다는 계획이 인상적이었음. 동사는 현재 베트남 2.7GW 웨이퍼 생산설비를 28년 7.5GW → 29년 11.5GW까지 늘려 PS 대신 웨이퍼로 고객사에 공급할 예정. 특히 이 과정에서 현재는 전량 스팟인 물량이 27~29년에는 90% 이상 LTA 형태로 판매. 이번 PS 증설을 계기로 동사는 비중국산 PS 프리미엄에 이어 비중국산 웨이퍼 프리미엄까지 추가로 확보하게 되는 만큼, 현재보다 더 높은 수익성 향유가 가능해질 전망

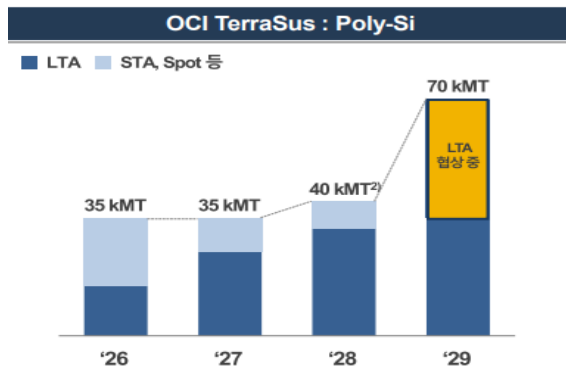
[시사점3. 우주/AI 인프라 소재로 태양광 시장 확장] 한편, 연초부터 Elon Musk는 AIDC 전력 공급원으로 우주 태양광을 적극적으로 구상하고 있다고 여러 차례 언급. 이에 페로브스카이트, GaAs 등이 검토되고는 있지만, 아직까진 상용화와 경제성 측면에서 경쟁력이 낮아 당장은 실리콘 계열 태양전지가 주로 활용될 것으로 예상. 우주산업은 국방/국가안보와 밀접하게 연계되는 만큼 중국산 활용은 쉽지 않을 듯. 결국 폴리실리콘부터 비중국산 확보해야 한다는 의미인데, 이를 고려하면 이번 고객사는 Space X, Tesla 정도로 추정 이번 증설은 단순히 외형성장 모멘텀 확보를 넘어, ①비중국산 부품에 대한 프리미엄 입증과 ②우주/AI 인프라 관련 소재로 태양광 시장의 확장 잠재력을 확인시켰다는 점에서 더 본질적인 의의가 있음. 이는 기존 대비로는 물론, 중국 업체들 대비 더 높은 프리미엄 부여할 수 있는 조건으로 작용. 26~27년 기준 OCI홀딩스 PER 20배, PBR 1.1배로 중국 경쟁사 평균 29배, 1.2배 대비 더 낮음. 이번 증설로 확인된 비중국 프리미엄과 시장 확장력을 고려하면, 적어도 이들과의 밸류에이션 키 맞추기는 이뤄져야 한다는 판단

Section 232 발표 시나리오: 중국산 vs 비중국산 PS 관세 차별화 예상

미국은 현재 폴리실리콘 및 파생상품에 대한 Section 232 조사 진행 중인데, 7~8월 중에 결과 발표 예상. 전 수입품이 대상인 만큼 OCI홀딩스 말레이시아산도 잠재적으로 관세 대상에는 포함. 그러나 PS는 전력비가 높아 웨이퍼/셀/모듈과 달리, 미국에 생산설비를 확보하기 어려움. IRA 이후에도 PS 투자가 전혀 이뤄지지 않고 있음이 이를 방증. 결국 미국은 태양광 PS 계속 수입해야 하는 상황. 따라서 모든 PS 수입품에 관세를 부과하면, 22년처럼 미국 태양광 밸류체인 전반의 가격 상승 및 수요 둔화로 이어질 수밖에 없는 만큼 Section 232 제재에서 모든 수입산 폴리실리콘에 동일한 관세가 적용되지 않을 것으로 판단

비중국산 PS 업체는 Wacker, Hemlock, OCI홀딩스 정도인데, 그 중에서 Wacker/Hemlock은 반도체 PS 주로 생산하고 있어 태양광 시장에는 적극 대응하기 어려울 듯. 오만에서 United Solar가 10만톤 PS 설비를 건설해 26년 말까지 램프업 계획하고 있지만, 신규 진입한 만큼 온스팩 생산과 FEOC 적합성, 미국 세관 인증 등을 거치며 실제 활용되기까지 시간이 소요될 수밖에 없음. 미국 태양광 업체들의 OCI홀딩스 PS 의존도는 계속 높아질 수밖에 없다는 의미. 결국 미국이 태양광 발전비용을 높이지 않으면서, 중국을 배제할 수 있는 유일한 방법은 중국산과 비중국산 PS 관세 차별화. 이렇게 될 경우 비중국산 PS 수요는 더욱 강해질 수밖에 없고, 혹여나 소폭의 세율이 부과된다 하더라도 이를 판가에 충분히 전가할 수 있는 상황인 만큼 동사에게는 큰 부담 없을 듯

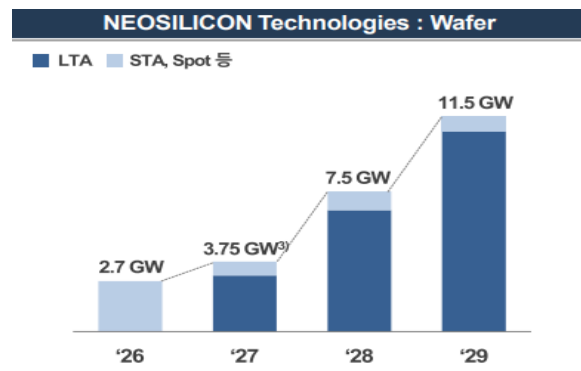
그림1. OCI홀딩스 폴리실리콘(말레이) 증설 계획 및 LTA 비중 전망



- 신규 LTA 체결로 기존 Capacity Sold out 상황
- 추가 수요 대응을 위한 35 kMT 증설 결정 및 2H'26 착수
- 증설 물량 대상 추가 LTA 협상 중

자료: OCI홀딩스, iM증권 리서치본부

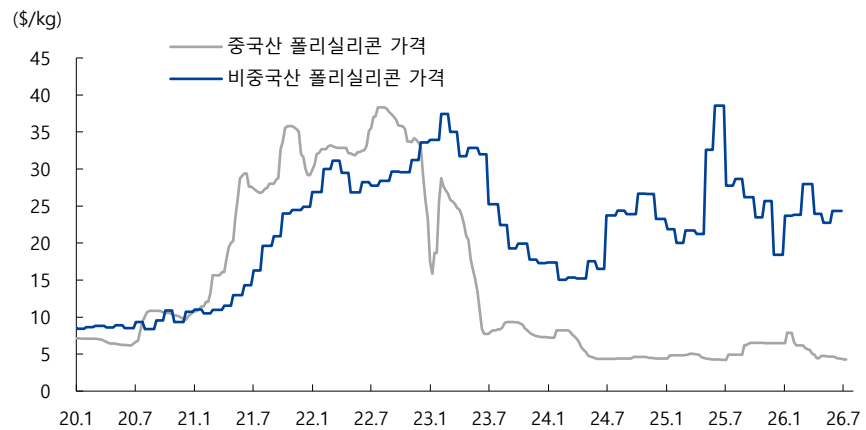
그림2. OCI홀딩스 웨이퍼(베트남) 증설 계획 및 LTA 비중 전망



- 기존 Capacity 상회 수요 기반 LTA 선제적으로 체결
- '29년 Capacity Sold out 상황, 단계적 증설 통해 공급 확대
- 2.7 GW('26) → 7.5 GW('28) → 11.5 GW('29) 증설, 2H'26 착수

자료: OCI홀딩스, iM증권 리서치본부

그림3. 중국산 및 비중국산 폴리실리콘 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표1. 비중국산 폴리실리콘 생산업체 및 용량

업체명	생산지역	2026년 말 기준 생산능력	참고 내용
United Solar Polysilicon	오만	10만톤	2026년 초에 가동 시작했고, 연말까지 full ramp-up 목표
Wacker	독일, 미국(Tennessee)	8만톤	반도체+태양광 폴리실리콘 합산, 제품별 생산용량은 파악되지 않음
OCI Holdings	말레이시아	3.5만톤	현재는 태양광용 폴리실리콘만 생산, 29년부터 7만톤 CAPA 확대
Hemlock	미국 (Michigan)	3만톤	반도체+태양광 폴리실리콘 합산, 제품별 생산용량은 파악되지 않음
REC Silicon	미국 (Moses Lake)	1.6만톤	품질 이슈로 현재는 실제 생산되지 않고 있음
2026년 말 기준 시나리오별 비중국산 폴리실리콘 생산능력 추정			
(Case 1) Wacker, Hemlock 태양광용 PS 생산 50% 가정 & 오만 설비 미반영		약 9만톤 (=태양광 모듈 기준 35~40GW 생산 가능)	
(Case 2) Wacker, Hemlock 태양광용 PS 생산 30% 가정 & 오만 설비 70% ramp-up		약 14만톤 (=태양광 모듈 기준 55~60GW 생산 가능)	
(Case 3) Wacker, Hemlock 태양광용 PS 생산 50% 가정 & 오만 설비 100% ramp-up		약 19만톤 (=태양광 모듈 기준 75~80GW 생산 가능)	

자료: iM증권 리서치본부

주: 모듈 생산에 투입되는 폴리실리콘 양은 1W당 2.3~2.5g으로 가정하여 계산

표2. OCI홀딩스 글로벌 Peer Valuation

(백만\$, %, 배)	OCI홀딩스	한화솔루션	GCL Poly	LONGi Green Energy	Tongwei
증가(현지통화)	247,000	30,000	0.6	12.8	11.6
시가총액(백만\$)	3.1	3.7	2.6	14.3	7.7
현지통화	KRW	KRW	CNY	CNY	CNY
매출액(백만\$)					
FY2025	2,379	9,384	2,008	9,792	11,710
FY2026	2,807	11,937	2,384	10,477	13,612
FY2027	3,087	12,524	2,744	12,182	15,448
영업이익(백만\$)					
FY2025	-41	-257	-96	-1,061	-1,230
FY2026	252	495	32	-134	-264
FY2027	366	819	267	537	558
EBITDA(백만\$)					
FY2025	130	295	477	51	499
FY2026	439	1,098	644	828	1,586
FY2027	569	1,451	870	1,477	2,360
당기순이익(백만\$)					
FY2025	-63	-458	-399	-894	-1,330
FY2026	129	158	-60	-188	-515
FY2027	189	460	164	465	166
OPM(%)					
FY2025	-1.7	-2.7	-4.8	-10.8	-10.5
FY2026	9.0	4.1	1.3	-1.3	-1.9
FY2027	11.9	6.5	9.7	4.4	3.6
ROE(%)					
FY2025	-3.0	-5.4	-4.3	-8.0	-14.1
FY2026	4.7	4.2	-0.5	-2.2	-9.5
FY2027	6.5	7.8	3.1	4.2	3.0
PER(배)					
FY2025	-	-	-	-	-
FY2026	23.9	14.6	-	-	-
FY2027	16.1	8.3	13.3	32.9	39.7
PBR(배)					
FY2025	0.55	0.50	0.79	2.54	2.32
FY2026	1.13	0.62	0.42	1.80	1.45
FY2027	1.07	0.58	0.41	1.71	1.39
EV/EBITDA(배)					
FY2025	19.7	45.9	12.6	349.6	50.7
FY2026	9.8	13.1	6.7	16.2	13.4
FY2027	7.6	9.9	4.9	9.1	9.0

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: FY2026, FY2027 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.

[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 : 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-