

2026년 04월 08일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 유틸리티 Overweight (Maintain)

양수검장

: 태양광 개발/발전 사업에서 찾는 기회

▶ 유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원
▶ US Equity Analyst 박기현

Contents



양수검장

: 태양광 개발/발전 사업에서 찾는 기회 02

I. 미국 태양광 개발/발전 사업에 주목 03

- > 전력 공급 부족에서 발생한 기회 03
- > 고객들의 선택: 재생에너지 07
- > P, Q, C 모두 우호적인 환경 12

II. 미국 모듈 가격: 안개 속 여명 20

- > 미국 모듈 평가, 2027년까지는 견조할 전망 20
- > 머지않아 사라질 미국산 프리미엄 24
- > 아직 한발 더 남았다, Section232 27

III. 투자 전략 29

- > 태양광 개발/발전 사업에서 찾는 기회 29

기업분석 31

- > OCI홀딩스 (010060) 32
- > 한화솔루션 (009830) 38
- > SK이터닉스 (475150) 44
- > Enlight Renewable Energy (ENLT.US) 49
- > Clearway Energy (CWEN.US) 52
- > 넥스트에라 에너지 (NEE.US) 54
- > 퍼스트솔라 (FSLR.US) 60

Compliance Notice

- 당사는 04월 08일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

양수검장

: 태양광 개발/발전 사업에서 찾는 기회

>>> 발전: P, Q, C 모두 우호적

전력 판매 가격 상승, 전력 수요 확대, 태양광 발전소 건설 비용 하향 안정화 트렌드는 재생에너지 디벨로퍼와 IPP에게 매우 우호적인 환경이다. PPA 가격 상승은 기존에 운영 중이거나 신규 건설될 발전소의 가치를 추가 비용 없이 상승시키는 이벤트이다. 여기에 발전소 건설 비용 하락까지 맞물리면, 신규 발전소의 수익성은 추가적으로 상승할 수 있다.

전력 수요 확대는 신규 발전소 수요로 이어지고, 이는 초기 개발이 완료된 발전소 부지 수요로 연결된다. 디벨로퍼들은 전보다 더 높은 프리미엄을 받고 개발 완료된 프로젝트를 매각할 수 있게 된다.

>>> 기자재: 추가 관세 이벤트에 주목

미국 태양광 프로젝트에 대한 세액공제 혜택이 소멸되는 2027년 이후에는 Non PFE 및 미국산 셀/모듈에 대한 차별적인 수요도 감소할 전망이다. 모듈 업체들 간의 가격 경쟁 심화도 우려된다. 따라서 비중국 기업들의 경쟁력이 지속되기 위해서는 Section232와 같은 추가 관세 부과가 필요해 보인다.

Section232 관세 부과 시, 국내 기업들의 수혜 강도가 가장 높을 것으로 판단한다. OCI홀딩스는 저율 관세가 적용되는 수입 쿼터 덕분에, 중국산 제품 대비 상대적인 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 한화솔루션은 비중국 폴리실리콘 공급을 확보하지 못한 셀/모듈 기업 대비 원가 경쟁력에서 우위를 갖게 될 전망이다.

>>> 국내 태양광: 실적 개선 방향성에 주목

OCI홀딩스를 최선호주로 제시한다. OCI Energy의 실적 성장과 미래 가치에 주목한다. OCI TerraSus는 가동률 회복과 비중국 프리미엄에 힘입어, 턴어라운드 성공할 전망이다. 한화솔루션은 적어도 2027년까지는 태양광 모듈 부문의 실적 개선이 지속될 것으로 판단한다. 미국 법인 생산 확대로 2027년 AMPC는 1.2조원까지 확대될 전망이다. SK이터닉스는 디벨로퍼/IPP로의 체질 개선이 본격화될 전망이다. 2027년 개발/운영 비중이 100%가 되고, 영업이익률은 65%까지 상승할 것으로 추정한다.

I. 미국 태양광 개발/발전 사업에 주목

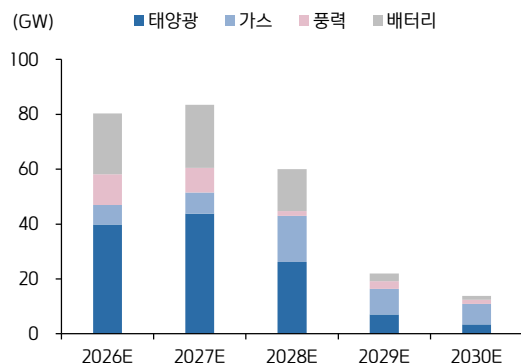
>>> 전력 공급 부족에서 발생한 기회

미국에는 여전히 더 많은 발전소가 필요하다

2025년 미국에 새롭게 추가된 유틸리티 스케일 발전 용량은 약 55GW(+7% YoY)를 기록했다. 이는 2002년 이후 단일 연도 기준 최대 규모의 설치 용량이다. EIA는 2026년 신규 발전 설치량이 80GW(+46% YoY)에 이를 것이라고 전망한다. 2025년 1월에 집계됐던 2026년 발전소 증설 계획은 약 68GW였는데, 1년 사이 18% 정도 상향되었다. 2026년 1월 기준, 2027년 발전소 증설 계획은 85GW에 이른다. 올해 시간이 지나면서 해당 수치 역시 상향 조정될 가능성이 높아 보인다.

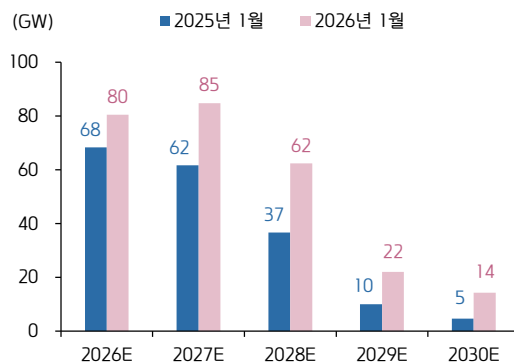
향후 발전소 공급으로 이어질 수 있는 계통 연결 신청 용량도 2021년부터 급증했다. 2025년에만 377GW의 계통 연결 신청이 있었다. Berkeley Lab에 따르면, 2024년 말 기준 미국에서 계통 연결을 희망하는 발전 자원의 규모는 2,290GW에 이른다. 이를 감안하면, 현재 계통 연결을 대기 중인 용량은 약 2,500GW로 추정된다. 2025년 미국에서 운영 중인 전체 발전 용량은 약 1,370GW였는데, 이보다 2배 가까이 많은 발전 용량이 잠재적으로 새롭게 추가될 수 있는 셈이다.

연도별 미국 발전소 증설 계획(2026년 1월)



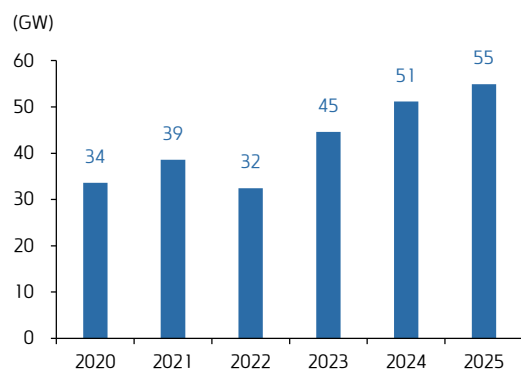
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

발전소 증설 계획 변화



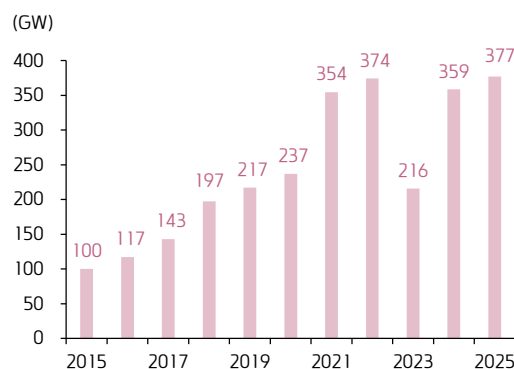
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

연도별 미국 발전소 증설 용량



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

연도별 신규 계통 연결 신청 용량

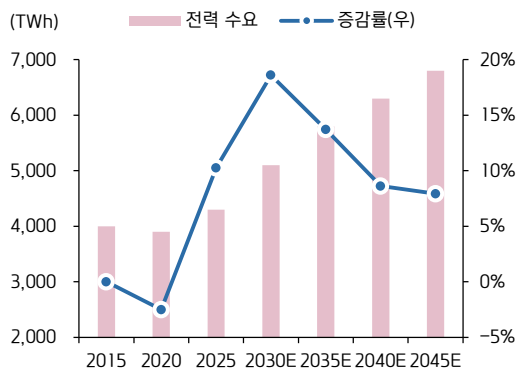


자료: US Grid Operators, BloombergNEF, 키움증권 리서치센터

과거 대비 많은 발전 용량이 추가되고 있지만, 그럼에도 미국에는 여전히 더 많은 발전소가 필요하다. 전력 수요량 역시 빠르게 확대될 전망이다. 특히 2025~2030년 사이에 전력 수요량이 가장 가파르게 성장할 것으로 예상된다. 2025년 미국 전력 수요량은 약 4,300TWh로 추정되며, 이는 2020년 대비 약 10% 성장한 수준이다. 반면 2030년 전력 수요량 전망치는 5,100TWh로, 5년 동안 19% 확대될 전망이다. 해당 기간 동안 과거 대비 훨씬 높은 수준의 신규 발전 용량 추가가 필요한 상황이다.

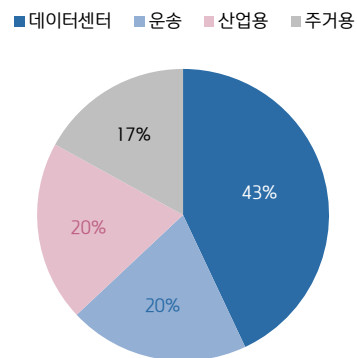
미국 전력 수요 성장의 상당 부분은 데이터센터에서 비롯될 전망이다. IHS는 2025년~2032년까지의 미국 전력 수요 성장분 중 데이터센터향 비중이 43%에 달할 것으로 예측했다. 미국 데이터센터 전력 소비량이 전체 전력 소비량에서 차지하는 비중은 2024년 약 4%에서 2030년에는 12% 수준까지 확대될 전망이다. 하이퍼스케일러들의 CAPEX 계획이 시간이 지남에 따라 점차 상향되는 만큼, 데이터센터 전력 수요 전망치도 같이 상향 조정될 가능성이 크다고 판단한다.

미국 전력 수요 추이 및 전망



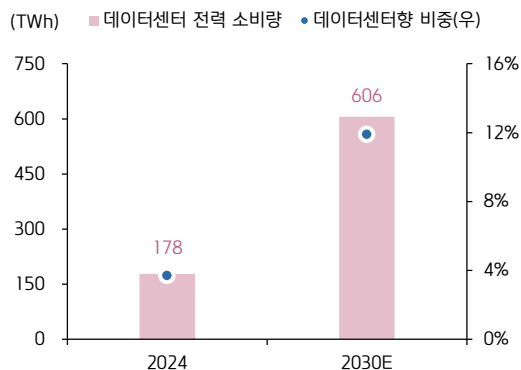
자료: ISO/RTO Forecast, NextEra Energy, 키움증권 리서치센터

부문별 전력 수요 증가 기여도



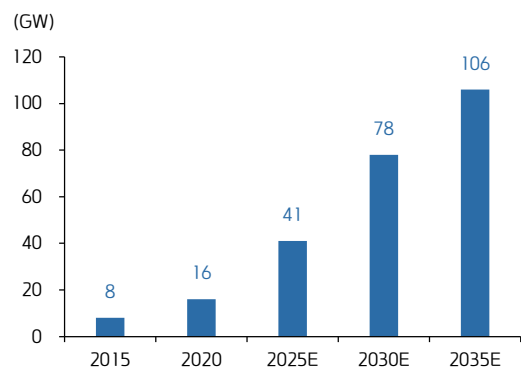
자료: IHS, 키움증권 리서치센터
주: 2025~2032년 전망치

미국 데이터센터 전력 소비량



자료: McKinsey&Company, 키움증권 리서치센터

미국 데이터센터 전력 수요

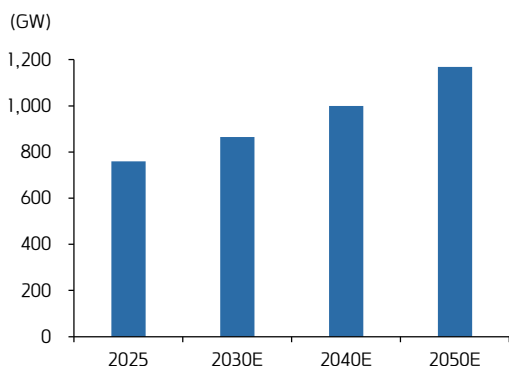


자료: BloombergNEF, 키움증권 리서치센터

전력 예비율(Reserve Margin) 전망치를 통해서도, 미국 내 전력 공급 상황이 여유롭지 않다는 점을 확인할 수 있다. 전력 예비율은 전력 피크 수요 대비 발전 용량의 여유분이 어느 정도인지 계산한 비율로, 보통 15% 내외를 적정 수준이라고 평가한다. ICF에 따르면, 2025년 미국의 전력 예비율은 24%로 안정적인 수준이다. 하지만 2030년에는 11%로 낮아지고, 2035년부터는 마이너스로 전환될 수 있다고 예상했다. 해당 전망치는 발전소 신규 건설과 폐쇄를 모두 고려한 수치다. 따라서 전력 수요 전망치가 대폭 하향되지 않는 한, 2030년 이후 미국 발전소 건설 계획은 지금보다 확대되어야 한다.

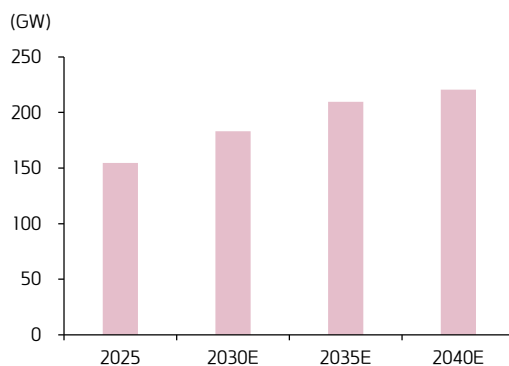
특히 미국 내에서 전력 수요가 가장 크고 데이터센터 건설이 집중되고 있는 PJM(버지니아주 포함), EROCT(텍사스주), MISO와 같은 주요 지역에서는 2030년부터 현재 계획 대비 각각 10GW 이상의 추가 발전 용량이 요구되고 있다. 남아 있는 시간이 제한적인 만큼, 선택할 수 있는 발전원도 제한적일 수밖에 없을 전망이다. 설치 기간이 짧고 비교적 기자재 공급도 용이한 태양광+ESS가 가장 현실적인 대안처럼 보인다.

미국 전력 피크 수요 전망



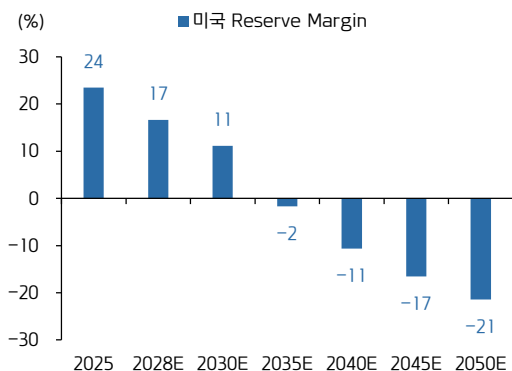
자료: ICF, EIA, 기후증권 리서치센터

PJM 전력 피크 수요



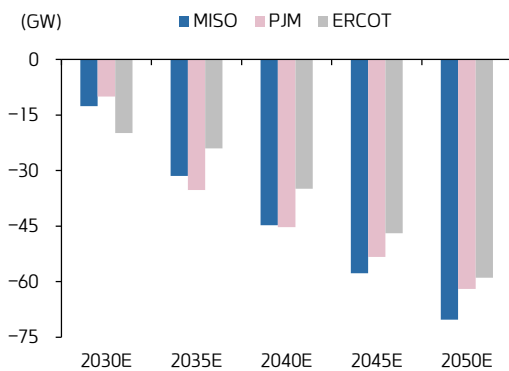
자료: PJM, ICF, 기후증권 리서치센터

미국 전력 예비율(Reserve Margin)



자료: ICF, 기후증권 리서치센터
주: 예비율=(발전 용량/예상 피크 수요)-1

주요 지역 연도별 발전 용량 부족량



자료: ICF, 기후증권 리서치센터
주: 전력 예비율 목표(15%) 달성에 필요한 발전 용량 대비 부족분

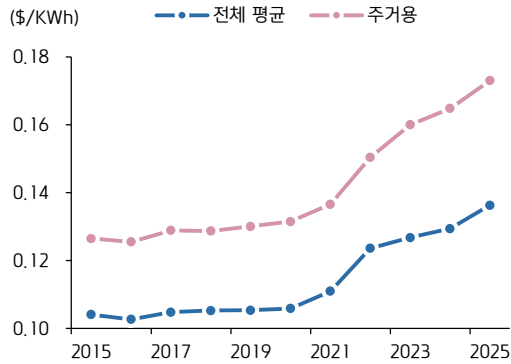
희소한 전기, 비싸지는 가격

전력 수요는 급증하는 반면 전력 공급이 그 속도에 못 미치면서, 구조적인 전력 가격 상승 국면에 진입했다고 판단한다. 2021~2022년 리테일 전기 요금이 각각 +5%, +11% YoY 상승했는데, 이는 천연가스를 비롯한 에너지 가격이 급등했던 영향 때문이라고 해석할 수 있다. 하지만 2023년부터는 에너지 가격이 재차 하락했음에도, 오히려 전기 요금은 계속 상승하는 모습을 확인할 수 있다.

앞으로도 전력 수급 불균형이 심화됨에 따라, 전력 가격 상승세는 지속될 가능성이 높아 보인다. 이를 뒷받침해줄 지표 중 하나가 PPA 가격이다. PPA는 유틸리티 또는 기업 고객들이 발전소로부터 전기를 구매하는 계약 방법 중 하나다. PPA 가격이 지난 수년간 우상향하고 있는데, 그만큼 전력을 확보하려는 수요가 견조하다는 것을 확인할 수 있는 대목이다. 유틸리티 입장에서는 PPA 가격이 전기를 매입하는 원가가 되기 때문에, 해당 가격 상승분을 리테일 전기 요금에 전가하려는 니즈가 발생할 수밖에 없다.

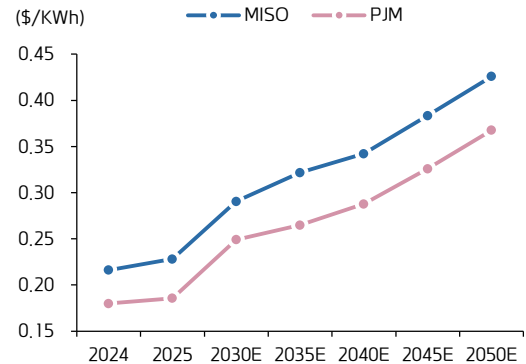
전력 수요가 확대되면 유틸리티들은 송배전 및 발전 용량 확보를 위한 투자를 집행하는데, 이 또한 구조적인 전기 요금 상승을 만들어낸다. CAPEX 확대는 유틸리티 기업의 요금 기반(rate base) 확대로 이어지고, 이는 고객들에게 청구하는 요금을 인상할 수 있는 근거가 되기 때문이다. 실제로 American Electric Power나 Duke Energy 등 미국 대형 유틸리티들은 중장기 투자 계획을 상향하고 있다.

미국 리테일 전기 요금 추이



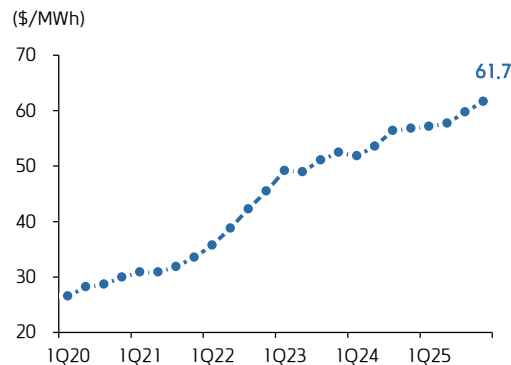
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 리테일 전기 요금 전망



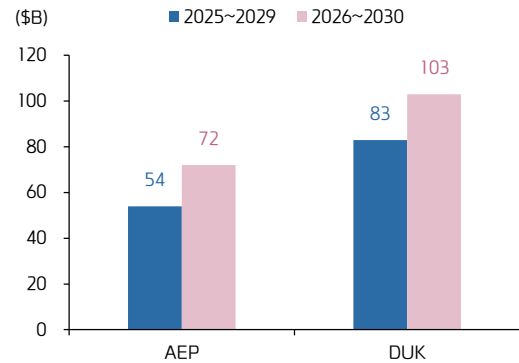
자료: ICF, 키움증권 리서치센터

미국 태양광 PPA 가격 추이



자료: LevelTen Energy, 키움증권 리서치센터

미국 유틸리티 CAPEX 계획 변화



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

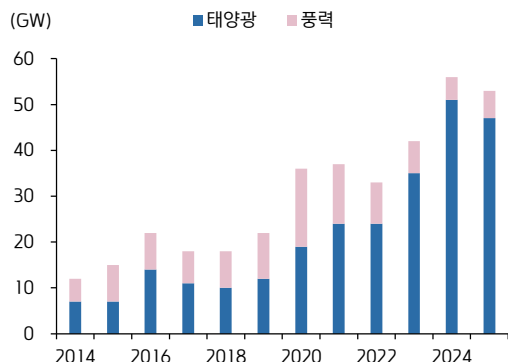
>>> 고객들의 선택: 재생에너지

2025년 미국 신규 태양광 설치량은 43~47GW 정도로 추산된다. 이 중 유틸리티급 태양광 설치량은 약 35GW 수준이다. EIA에서는 2025년 미국 유틸리티급 태양광 설치 용량이 27GW라고 발표했다. 기관별로 수치가 상이한 이유는 앞선 수치는 태양광 모듈 용량(DC) 기준으로 집계한 반면, EIA는 인버터 출력 용량(AC) 기준으로 데이터를 집계했기 때문이다.

2025년 미국 태양광 설치량은 전년 대비 10~15% 정도 감소했는데, 이는 정책 불확실성이 해소된 영향 덕분이었다. OBBB 법안과 새로운 세액공제 타임라인이 확정되면서, 당장의 발전소 완공보다도 신규 착공이 더 시급해졌기 때문이다. 실제로 4Q25 유틸리티급 태양광 설치량은 전분기 대비 약 40% 감소한 반면, 신규 착공은 가속화되었다. 이로 인해 2026~2027년 미국 유틸리티급 태양광 설치량은 2025년(27 GW) 대비 각각 50% 이상 급증할 전망이다.

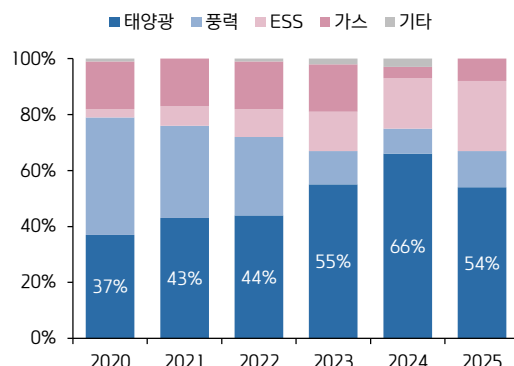
미국에서 새롭게 추가되는 발전 용량 중 태양광이 차지하는 비중은 2023년부터 50%를 상회했으며, 적어도 2027년까지는 이러한 기조가 유지될 것으로 예상된다. 세액공제 혜택을 받기 위해서 2026년 상반기까지 태양광 프로젝트 착공이 집중될 수밖에 없는데, 이 중 상당수는 2027년에 설치가 완료될 가능성이 높기 때문이다. 반면 2028년에는 태양광 설치량이 일시적으로 감소할 수 있으며, 이로 인해 태양광 비중이 50%를 하회할 여지가 있어 보인다. 2028년부터 가스 발전 설치량이 급증한다는 점도 태양광 비중 축소에 영향을 미칠 예정이다.

미국 재생에너지 신규 설치량



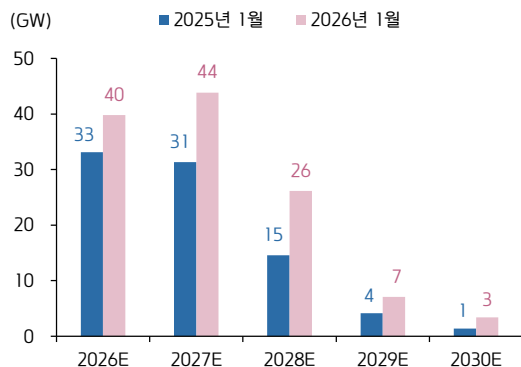
자료: BloombergNEF, 기후증권 리서치센터

미국 신규 용량 설치 발전원별 비중



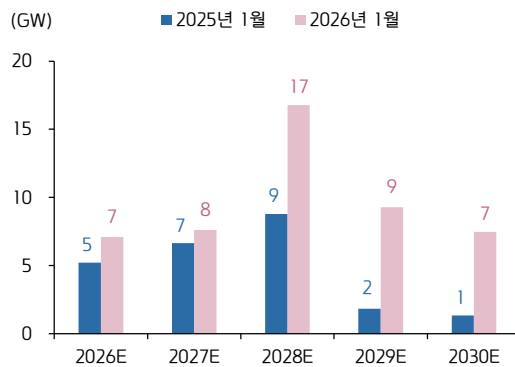
자료: Wood Mackenzie, 기후증권 리서치센터

미국 유틸리티 태양광 설치 계획



자료: EIA, 기후증권 리서치센터

미국 가스 발전 설치 계획



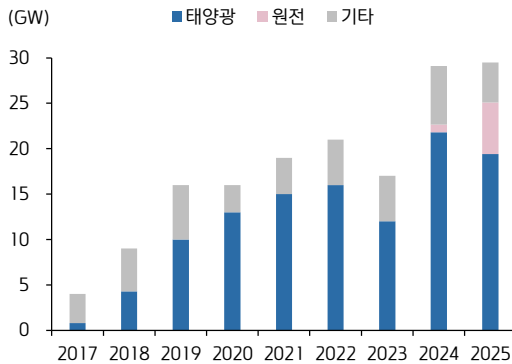
자료: EIA, 기후증권 리서치센터

다만 2028년 이후부터는 빠른 설치 기간과 경제성 측면에서 태양광 발전이 가진 장점들이 부각되며, 기존의 성장세가 지속될 것으로 판단한다. 태양광 설치량의 선행 지표로 해석할 수 있는 PPA 규모, 재생에너지 디벨로퍼 파이프라인 또는 유틸리티 발전원 계획, 계통 연결 대기 현황 등을 통해서도 견조한 태양광 수요를 확인할 수 있다.

2025년 미국 기업들의 청정에너지 PPA 체결 규모는 29.5GW였는데, 그 중 66%인 19.4GW가 태양광 전력 계약이었다. 2024년 21.8GW 대비로는 약 11% 감소했으나, 2025년 하반기부터 정책 불확실성이 해소됐다는 점을 감안해보면 올해부터는 다시 성장이 재개될 전망이다.

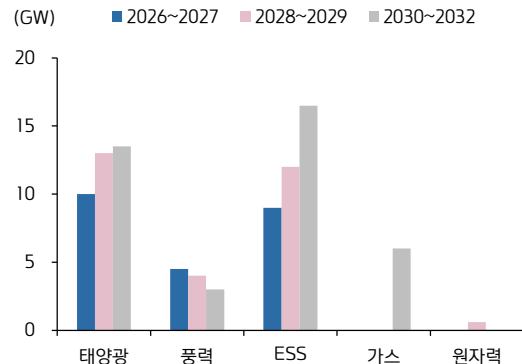
미국 최대 재생에너지 개발사인 NextEra Energy는 현재 14.2GW의 태양광 수주잔고를 확보했으며, 2026~2032년까지 최대 41.5GW의 태양광 프로젝트 수주 및 설치를 예상하고 있다. Duke Energy는 2026~2030년까지 약 260억 달러를 태양광을 비롯한 무탄소 발전원 확보에 사용할 계획이다. 해당 금액을 모두 태양광 발전원에 사용한다면, 약 25GW를 확보할 수 있는 수준이다.

미국 청정에너지 PPA 규모



자료: BloombergNEF, 키움증권 리서치센터
주: offsite corporation PPA only

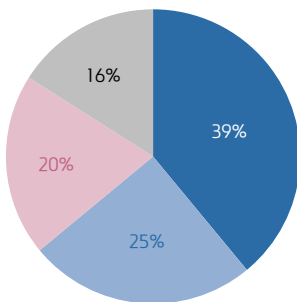
NextEra Energy 시기별 파이프라인 전망



자료: NextEra Energy, 키움증권 리서치센터

Duke Energy 2026~2030E CAPEX 계획

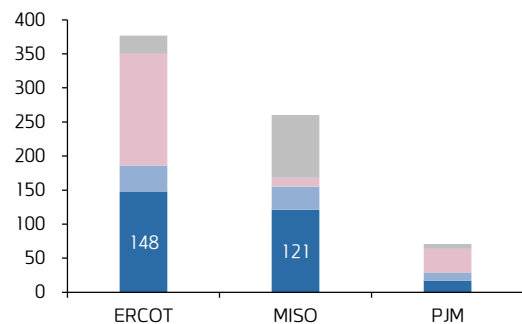
■ 전력망 ■ 무탄소 발전 ■ 수소/가스 발전 ■ 기타



자료: Duke Energy, 키움증권 리서치센터

2030E 계통 연결 대기 용량

(GW) ■ 태양광 ■ 풍력 ■ ESS/수력 ■ 가스



자료: ERCOT, MISO, PJM, 키움증권 리서치센터

지금, 당장 발전소가 필요한 고객들

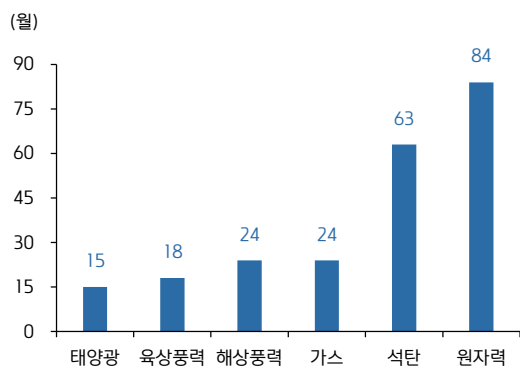
재생에너지 투자에 대한 ITC 세액공제 혜택이 사라지고 나면, 미국 내 태양광 수요가 정체되거나 감소할 수 있다는 시장의 우려는 잔존하고 있다. 하지만 당사는 2027년 이후에도 신규 태양광 발전소 개발 및 건설 수요가 여전히 견고할 것이라고 전망한다. 지금은 전력 공급 또는 발전소 확보가 매우 시급한 상황이기 때문이다. 또한 이러한 상황은 향후 수년간 더욱 심각해질 전망이다. 미국은 현재 계획상으로는 2030년이 되면 전력 예비율이 15% 미만으로 하락할 예정이다. 전력 수요 성장률이 더 가파른 ERCOT, MISO, PJM의 경우, 2030년에 전력 예비율을 15%로 맞추기 위해서는 각각 20GW, 13GW, 10GW의 발전 용량이 추가로 필요한 상황이다.

현실적으로 태양광+ESS가 2030년 전력 공급 부족분을 채울 수 있는 발전원으로서 가장 합리적인 선택지다. 태양광은 발전소 운영까지 리드타임이 1~2년 정도로 가장 짧다. 실제 설치 공사 기간만 보면, 1년이 채 걸리지 않는 프로젝트들도 상당수이다. 또한 모듈, 인버터 등 주요 기자재 수급 역시 용이한 편이다. PFE 규제로 인한 Non PFE 모듈 또는 추가 세액공제를 위한 자국산 모듈 선호 현상으로, 이전보다 기자재 수급이 까다로워졌다. 하지만 모듈 자체를 구하지 못해 발전소 건설에 차질이 발생할 정도는 아니다. 시공 난이도 역시 타 발전원들 대비 가장 낮은 편에 속한다는 점도 유리한 요소 중 하나다.

반면 가스 발전은 발전소 허가 및 인프라 제약으로 인해 리드타임이 길고, 지역별/프로젝트별로 편차가 큰 편이다. 특히 핵심 기자재인 대형 가스터빈 수급이 가장 주요한 병목이다. 현재 글로벌 메이저 3사의 가스터빈 납기는 4~5년까지 늘어난 것으로 파악된다. 당장 가스 발전소 개발에 착수하더라도, 이를 통해 2030년 전력 공급 부족 문제를 해결하는 것은 물리적으로 불가능에 가까워 보인다.

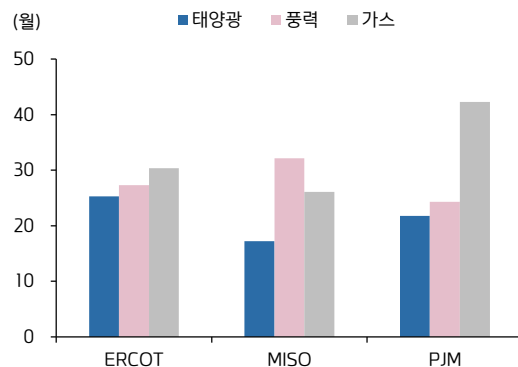
실제로 미국 내 재생에너지 디벨로퍼들은 고객들이 프로젝트의 '신속성'에 가장 큰 관심을 가지고 있다는 점을 강조하고 있다. Clearway Energy는 고객들과 2029년 내로 상업 운전 개시가 가능한 발전 자원에 대해 점차 더 많은 논의가 이뤄지고 있다고 언급했다. Brookfield Renewable Partners는 이와 같은 고객들의 수요에 대응하기 위해, 가장 먼저 태양광 프로젝트를 최대한 신속하게 진행하겠다는 해결책을 제시했다.

발전원별 건설 기간



자료: Lazard, 키움증권 리서치센터

주요 지역별 리드타임



자료: EIA, BloombergNEF, 키움증권 리서치센터

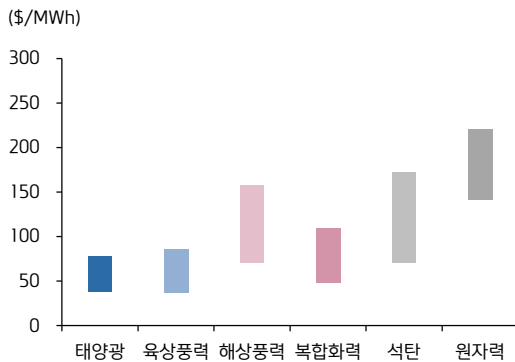
결국 가성비를 따질 수밖에 없다

태양광 발전은 경제적인 측면에서도 가장 매력적이다. 현재 태양광, 태양광+ESS 발전의 설치 비용이나 LCOE는 다른 경쟁 발전원들 대비 가장 경쟁력 있는 수준으로 평가받고 있다. IRENA에 따르면, 2024년 글로벌 평균 태양광 설치 비용은 2010년 대비 87% 하락했다. 이 중 절반 정도는 모듈 가격 하락에 기인했다. 미국 유틸리티급 태양광 발전소 평균 설치 비용은 2015년 \$3,062/kW에서 2024년에는 \$1,058/kW로 약 65% 하락했다. BNEF에서는 ESS 설비 비용이 2022년 \$367/kWh에서 2025년에는 \$122/kWh, 2030년에는 \$94/kWh까지 하락할 것으로 전망했다.

태양광 모듈 가격과 설치 비용은 계속 하락하는 가운데, 태양광 셀의 발전 효율은 매년 개선되면서 지속적인 LCOE 하락을 견인했다. Lazard에 따르면, 2025년 태양광 발전 LCOE는 \$58/MWh로, 2011년 대비 63% 하락했다. 다른 발전원들 대비 LCOE 하락 폭이 가장 크고, 현재 수치도 가장 낮다.

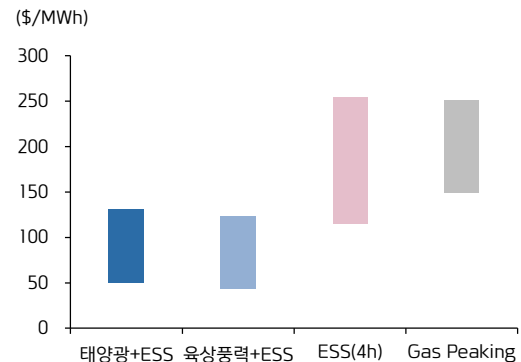
지금처럼 당장 필요한 전력 수요가 증가하고 전력 가격이 상승할수록, 태양광 발전의 경제성은 더욱 높아질 수밖에 없다. 이러한 환경이 지속/강화됨에 따라, 세액공제 혜택이 사라지는 2027년 이후 프로젝트 착공 건수도 견조할 것이라고 예상된다. 또한 세액공제 혜택 소멸에 따른 프로젝트 실질 비용 상승분의 상당 부분은 최종 고객들에게 전가될 수 있을 전망이다.

발전원별 LCOE (2025년)



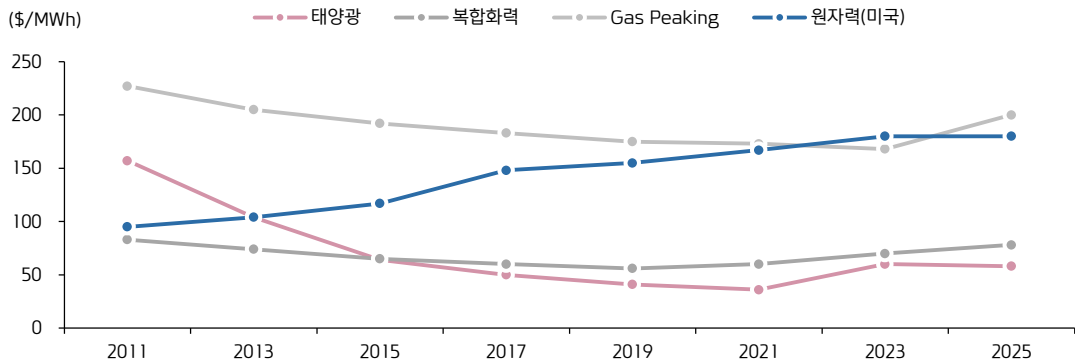
자료: Lazard, 키움증권 리서치센터

유연성 제공 발전원별 LCOE (2025년)



자료: Lazard, 키움증권 리서치센터
주: ESS 100MW 가정

발전원별 LCOE 추이

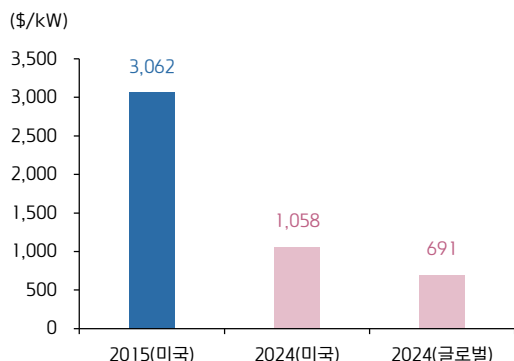


자료: Lazard, 키움증권 리서치센터

가스 발전 또는 복합화력 발전은 비교적 저렴하고 안정적인 전력 공급원으로 각광받고 있다. 실제로 복합화력 발전 LCOE는 지난 10년간 \$60~80/MWh 수준에서 안정적으로 유지되어 왔다. 다만 지금은 가스터빈 공급 부족, 가스 발전소 시공 인력 부족 및 인건비 상승과 같은 이유로 설치 비용이 크게 상승하고 있다. 2023년 약 \$900/kW였던 복합화력 발전소 건설 비용이 2025년에는 \$2,000/kW를 상회하는 수준까지 급등한 것으로 파악된다. 2~3년 사이에 2배 이상 비용이 치솟은 셈이다.

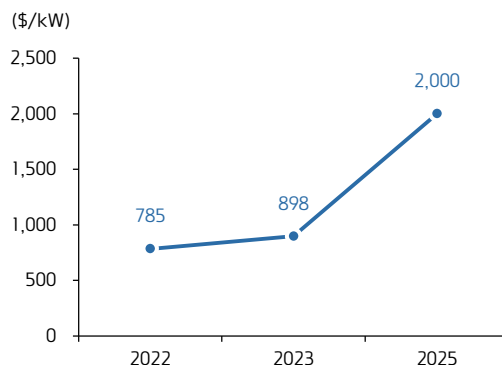
가스 발전의 LCOE는 연료인 천연가스 가격에 영향을 받을 수밖에 없다는 점도 고려해야 할 요인이다. Lazard에 따르면, 연료 가격이 25% 상승/하락할 경우 가스 발전의 LCOE는 약 10% 하락/상승한다. 최근 발발한 중동 전쟁처럼 에너지 수급 안정성을 저해하는 이벤트는 고객들이 가스 발전 도입을 주저하게 만드는 요인이 될 수 있다. 반대로 가스 발전 건설 비용 상승, 에너지 수급 불안 등은 태양광 발전의 상대적인 매력도를 높여주는 요인이 될 수 있다.

연도별 태양광 설치 평균 비용



자료: IRENA, 키움증권 리서치센터

연도별 가스 발전소 건설 평균 비용



자료: EIA, Grid LAB, 키움증권 리서치센터

연료 가격 변화에 따른 LCOE 민감도

발전원	기준 LCOE	연료비 -25%	연료비 +25%
Gas Peaking (SCGT)	149	138	160
복합화력	48	41	55
태양광	38	38	38

자료: Lazard, 키움증권 리서치센터
주: 발전원별 LCOE 최하단

발전원별 발전 효율, 이용률

발전원	발전 효율	이용률
Gas Peaking (SCGT)	33~43%	10~20%
복합화력	48~58%	50~70%
태양광	22~25%	18~27%

자료: Lazard, Siemens Energy, EIA, 키움증권 리서치센터

>>> 미국 재생에너지 디벨로퍼&IPP: P, Q, C 모두 우호적인 환경

디벨로퍼: 번거롭고 위험한 일을 대신해주는 해결사

태양광 발전소 건설 공사 기간은 약 1~2년 정도로 다른 발전원들 대비 가장 짧다. 하지만 이는 물리적인 공사가 진행되는 기간만을 고려한 수치다. 실제로 본격적인 공사 시작 전 발전소 부지 선정 및 확보, 인허가 획득, 계통 연결, 자금 조달 루트 확보 등과 같은 많은 선행 작업들이 필요하다.

이러한 발전소 초기 개발을 전문적으로 수행하는 기업들을 디벨로퍼라고 분류한다. 이들은 초기 개발이 완료된 프로젝트를 매각함으로써 개발 이익을 수취하고, 확보한 현금을 가지고 다시 프로젝트 개발에 재투자하는 전략을 취한다. 디벨로퍼들이 개발한 프로젝트들은 주로 발전소 건설 및 운영을 담당하는 IPP들이 매입한다. 자체 소유의 발전 용량을 확보하고자 하는 유틸리티들도 개발 및 건설이 완료된 발전소를 매입하는 수요처 중 하나다. 최근에는 데이터센터 개발사, 빅테크와 직접 협업하는 경우도 늘어나고 있다.

IPP는 크게 통합형 IPP와 운영 중심 IPP로 구분할 수 있다. 운영 중심 IPP는 이미 개발 또는 건설이 완료된, 저위험 자산을 인수해서 안정적으로 발전소를 운영하는데 집중한다. 유틸리티와 다소 비슷한 면이 있으며, 디벨로퍼들의 주요 고객이 되는 곳이다. 통합형 IPP는 자체적으로 디벨로퍼의 역할도 수행한다는 점에서, 디벨로퍼와 구분이 명확하지는 않다.

지금까지는 프로젝트 개발 후 매각 방식으로만 수익을 내고 있던 상당수의 디벨로퍼들도 발전소 운영까지 사업 영역을 확장하려고 노력 중이다. OCI Energy, Recurrent Energy 등이 대표적이다.

미국 내 재생에너지 개발/운영 주요 플레이어

구분	사업 영역	수익 구조/전략	수익성/리스크	주요 기업
Developer (Sponsor)	프로젝트 초기 개발 (Greenfield)	프로젝트 매각 → 개발 이익 수취 → 현금 회수 & 재투자	고수익+고위험 (개발 리스크 높음)	Clenera (ENLT에 인수) Intersect (구글에 인수) Recurrent Energy (CSIQ 자회사) Apex Clean Energy OCI Energy 삼성물산
운영 중심 IPP (YieldCo)	발전소 운영	개발/건설 완료된 저위험 자산 인수 → 발전소 운영 수익	안정성 추구 (개발 리스크 제거)	Clearway Energy(CWEN)
통합형 IPP	프로젝트 개발 + 건설+운영	개발 이익 + 발전소 운영 수익	비교적 균형 잡힌 수익성+안정성	NextEra Energy(NEE) Brookfield Renewable Partners(BEP) Enlight Renewable Energy(ENLT) Invenergy

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

대다수 발전 사업자나 유틸리티들은 발전소 초기 개발 단계부터 직접 참여하기를 꺼린다. 많은 시간이 필요한 동시에 리스크도 높은 편이기 때문이다. 발전소 초기 개발 작업들은 보통 2~3년 정도 소요되는데, 그 중에서도 각종 인허가 획득 및 계통 연결권 확보와 같은 업무들이 주요 병목으로 작용하고 있다. 특히 계통 연결권 확보의 경우, 단순히 계통 연결 대기열이 길어서 발생하는 지연 외에도 예산을 벗어나는 네트워크 업그레이드 비용이 발생할 수 있다는 점이 가장 큰 리스크이다. 실제로 상당 수의 프로젝트가 계통 확보 단계에서 비용이 상승하고 경제성이 사라져 취소되기도 한다.

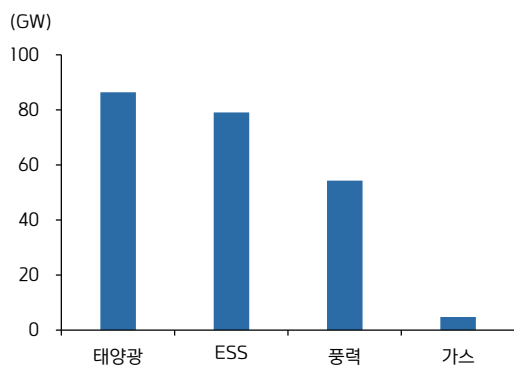
따라서 발전 사업자나 유틸리티 입장에서는 이미 개발이 완료된 프로젝트에 프리미엄을 지불하고 매입하는 전략을 선호할 수밖에 없다. 전문 디벨로퍼들은 누군가는 해야 하지만 직접 하기에는 위험하고 번거로운 일들을 대신해주고, 고마진의 개발 이익을 수취한다.

현재 미국에서만 수백 개의 디벨로퍼들이 사업 중인 것으로 알려져 있다. 이것만 보면 진입 장벽이 낮고 경쟁 강도는 높아 보인다. 하지만 대부분의 디벨로퍼들은 각자 1~2개 지역에서만 집중적으로 사업을 영위한다. 시장이 지역별로 매우 파편화되어 있는 대신, 지역 내에서의 경쟁은 상대적으로 제한적인 편이다. 이는 인허가, 계통 연계, 정책, 규제, 발전 자원의 특성(일조량, 일사량, 풍속) 등이 주별로 상이하기 때문이다.

따라서 해당 지역에서 얼마나 많은 프로젝트를 안정적으로 성공시켰는지 여부가 중요하며, 이 점이 신생 업체들에게는 진입 장벽이 될 수 있다. 반면 특정 지역에서 다수의 개발 레퍼런스를 확보한 업체들은 거기서 획득한 노하우와 네트워크를 기반으로, 후속 파이프라인을 지속적으로 발굴하고 개발하기가 더욱 용이해진다.

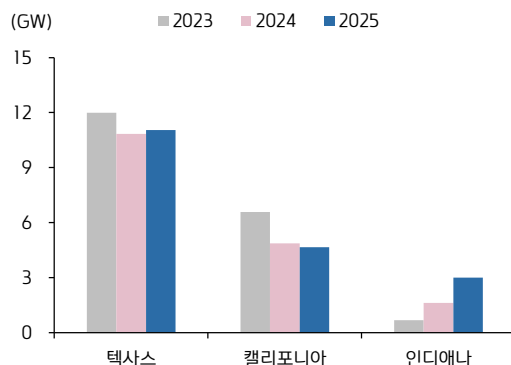
현재 OCI Energy는 텍사스 지역에서 활동하고 있다. 텍사스는 지난 3년간 미국 내에서 가장 많은 태양광 발전 용량이 설치된 지역이다. 향후 OCI Energy의 성장 잠재력을 기대하게 만드는 대목이다. 텍사스에서 사업 중인 또 다른 주요 디벨로퍼로는 NextEra Energy Resources, Apex Clean Energy, Invenergy 등이 있다.

2025년 발전 프로젝트 취소 규모



자료: Cleanview, 기움증권 리서치센터

미국 주별 태양광 발전 설치량



자료: SEIA, 기움증권 리서치센터

OCI Energy 파이프라인

개발 단계	프로젝트명	발전원 종류	CAPA (MW)	위치 (미국 주)
개발 중	SunRoper	태양광	260	텍사스
개발 중	La Salle	태양광	500	텍사스
개발 중	Pepper	태양광	120	텍사스
개발 중	Lucky7	태양광	100	텍사스
개발 중	LazyU1	태양광	500	텍사스
개발 중	Clairemont	태양광	250	텍사스
개발 중	Abeja	태양광	200	텍사스
개발 중	Bumblebee	태양광	210	텍사스
개발 중	Girasol	태양광	100	미시시피
개발 중	Arkana	태양광	100	아칸소
개발 중	Lion	태양광	200	아칸소
개발 중	Peach Wood	태양광	261	조지아
태양광 개발 파이프라인 합계			2,801	
개발 중	Rush	ESS	200	텍사스
개발 중	Prost	ESS	200	텍사스
개발 중	Crescent C	ESS	500	텍사스
개발 중	Sun Angel	ESS	200	텍사스
개발 중	Avant Prairie	ESS	200	텍사스
개발 중	Juniper Ridge 1	ESS	250	텍사스
개발 중	Juniper Ridge 2	ESS	250	텍사스
개발 중	Tex Bar	ESS	200	텍사스
개발 중	SunShiner	ESS	200	텍사스
개발 중	Bravo	ESS	200	텍사스
개발 중	Metro	ESS	200	텍사스
개발 중	Jay Flat	ESS	250	텍사스
ESS 개발 파이프라인 합계			2,850	
건설 중	Hillsboro	태양광	200	
건설 중	Alamo City	ESS	200	
건설 중	SunRoper	태양광	200	
건설 중	Pepper	태양광	260	
건설 중	Lucky7	태양광	100	
운영 중	Alamo1 등	태양광	47.6	텍사스, 조지아, 뉴저지
파이프라인 전체 합계			6,659	

자료: OCI Energy, 키움증권 리서치센터

PPA 가격 상승 기초 관찰

복수의 발전 사업자들은 AI 데이터센터를 비롯한 전력 수요 급증으로 인해, 전력 판매 시 가격 환경이 매우 우호적으로 형성되고 있음을 여러 차례 언급했다. 특히 고객이 누구든지, 지역이 어디든지 간에 이러한 현상은 공통적이고 일관적으로 유지되고 있다는 점을 강조했다. 실제로 미국 태양광 PPA 가격 지표는 지난 5년간 2배 이상 상승했다. 여전히 단기적으로 늘어나는 전력 수요를 공급이 따라가지 못하고 있는 상황인 만큼, 전력 가격 상승 추세는 지속될 것으로 전망한다.

미국 유틸리티나 IPP들에게는 과거 저렴한 가격에 체결했던 PPA 계약들을 전보다 훨씬 높은 가격으로 다시 계약할 수 있는 사업 환경이 조성된 셈이다.

NextEra Energy는 만기가 도래하는 과거 PPA 계약들을 재계약하는 과정에서 \$14~40/MWh의 가격 인상을 예상했다. 발전소 신축 비용 없이 계약 전환이 가능하기 때문에, 추후 수익성 개선의 주요 동력이 될 전망이다.

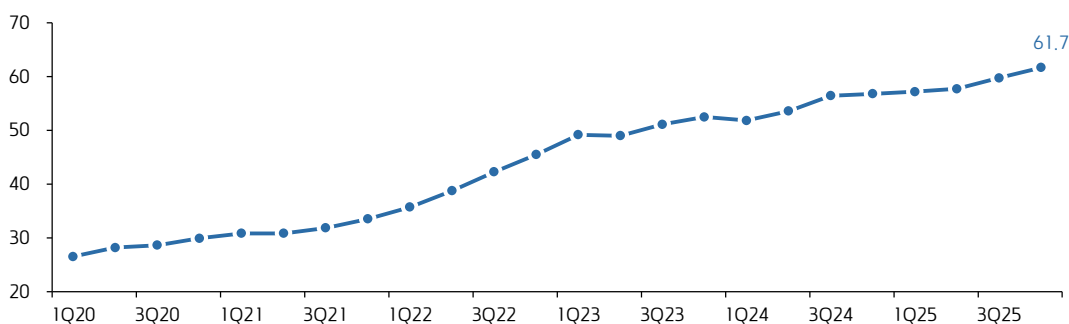
Clearway Energy는 2025년 체결한 PPA의 가격이 3년 전 동일한 시장에서 체결한 계약 대비 약 2배 수준이라고 밝혔다. 또한 고객과 과거에 체결했던 PPA 3건(617MW)의 경우, 계약이 만료되기 전에 더 높은 가격으로 연장 계약을 체결했다고 발표했다.

Brookfield Renewable Partners도 최근 대기업들과 체결한 3건의 PPA를 통해, 지난 몇 년간 경험해본 적 없는 수요를 느낄 수 있었다고 언급했다. 이는 단순히 높은 가격뿐만 아니라 계약 내용과 세부 조건까지도 판매자에게 매우 유리한 상황이라는 점을 내포하고 있다.

Enlight Renewable Energy도 AI 수요가 견인하는 전력 가격 상승 덕분에 프로젝트 수익률이 전보다 상승하고 있다는 점을 명시했다. 또한 관세 영향 등으로 미국 내 건설 비용이 소폭 상승했음에도, 이 부분이 전력 판매 가격에 반영되고 있다는 점도 강조했다.

미국 태양광 PPA 가격 추이

(\$/MWh)



자료: LevelTen Energy, 키움증권 리서치센터

재생에너지 발전소 건설 비용은 하향 안정화

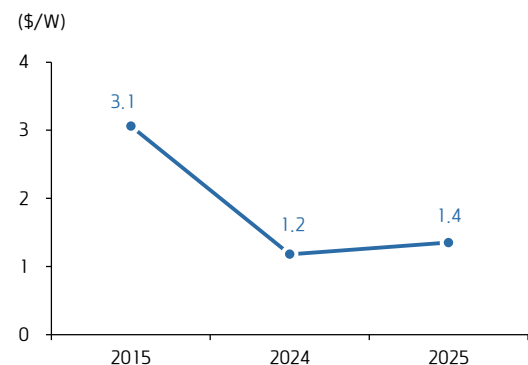
태양광 설치 비용과 LCOE는 지난 15년간 지속적으로 하락해 왔다. 2024년 미국 태양광 설치 비용은 2015년 대비 약 65% 하락했다. 덕분에 재생에너지 개발/운영 사업자들은 전력 판매 가격 상승과 재생에너지 발전소 건설 비용 하향 안정화라는 겹수혜를 누릴 수 있었다.

다만, 2022년 이후 금리 인상, 인건비 상승, 관세 영향 등으로 인해 2021년 대비 2025년 미국 태양광 설치 비용과 LCOE는 약 20~30% 상승한 것으로 확인된다. 2025년에는 태양광 설치 비용이 전년 대비 약 14%나 상승했다. 그럼에도 태양광은 여전히 다른 발전원들 대비 가장 낮은 수준의 설치 비용과 LCOE를 기록하고 있으며, 특히 가스 발전 설치 비용이 동기간 2배 이상 상승한 점과 대비된다. 또한 동기간 태양광 PPA 가격 지표는 약 2배 상승했음을 감안해보면, 태양광 설치 비용 상승분의 대부분이 전력 판매 가격에 반영됐다고 해석할 수도 있다.

실제로 Enlight Renewable Energy는 미국 내 태양광 기자재 및 건설 비용이 전보다 높아졌음에도, 이를 전력 판매 가격에 반영할 수 있다고 설명했다. ENLT는 매 분기 건설 중 또는 pre-construction (착공 0~12개월 전) 프로젝트들의 평균 수익률(Unlevered project returns)을 발표하는데, 수익률이 1Q25 11~12%에서 4Q25에는 12~13%로 상승했다.

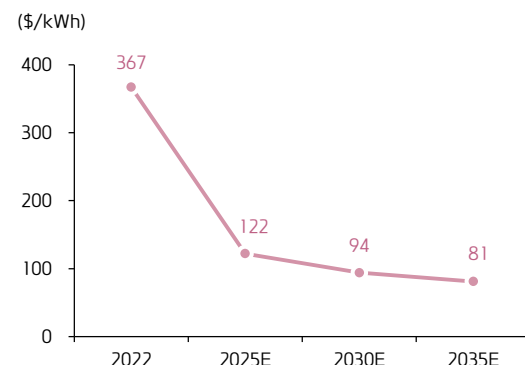
그리고 앞으로도 태양광 패널과 ESS 설비 비용 하락이 지속됨에 따라, 프로젝트 수익률의 점진적인 개선에 대한 자신감을 표현했다. 더 나아가 재생에너지 발전소 투자에 대한 세액공제 혜택이 사라지는 2030년 이후에도, 경쟁력 있는 태양광 LCOE 덕분에 미국에서는 여전히 지금과 같은 성장 속도가 지속될 것으로 낙관하고 있다.

미국 태양광 설치 비용 변화



자료: IRENA, SEIA, 키움증권 리서치센터

ESS 설비 비용 추이 및 전망



자료: BloombergNEF, 키움증권 리서치센터

디벨로퍼: 초기 개발 완료된 발전 자원의 중요성 부각

현재 전력 시장에서 고객들은 대규모 전력을 최대한 신속하게 확보하고 싶어한다. 따라서 발전 사업자들도 즉시 공급 가능한 전력을 확보하기 위해 노력 중이다. 현실적으로 2030년 내로 공급 가능한 발전원은 태양광+ESS 조합이 거의 유일해 보인다. 하지만 태양광 설치 속도가 아무리 빠를지라도, 인허가 및 계통 연결권 확보가 완료된 부지가 없다면 발전소를 건설할 수 없다.

전력 수요 증가와 함께, 초기 개발이 완료된 발전소 부지에 대한 수요는 계속 증가할 수밖에 없다. 대다수의 IPP나 유틸리티들은 전력 수요에 맞춰 발전 용량을 확대할 계획을 갖고 있기 때문이다. 미국 최대 규모의 재생에너지 개발/운영 사업자인 NextEra Energy는 인허가 및 계통 연결이 모두 완료되어 즉시 착공 가능한 부지를 확보하는 것에 전사 역량을 집중하고 있다고 강조했다. Clearway Energy도 고객들이 2029년 내로 상업운전 개시가 가능한 전력 용량에 대해 특히 많은 관심을 보이고 있으며, 자신들이 2029년 말까지 공급할 수 있는 거의 모든 전력에 대해 구매할 예정임을 설명했다.

반면, 앞으로는 개발 완료된 발전 자원 공급량이 수요를 따라가지 못하는 상황이 발생할 수 있다고 생각한다. 일단 기본적으로 발전소 초기 개발 과정은 약 2~3년이라는 오랜 시간이 소요된다. 그런데 최근에는 계통 연결 지연이 더욱 심화되고, 관련 비용이 예상치를 대폭 상회하면서 개발 자체가 실패하는 경우도 늘어나고 있다. 만약 이러한 환경이 지속된다면, 개발이 완료된 프로젝트 또는 개발 가시성이 높은 프로젝트들이 받는 프리미엄이 이전보다 확대될 것으로 전망한다.

시장 내에서 개발 능력이 좋은 상위권 디벨로퍼와 그렇지 못한 업체들 간의 양극화 현상도 더욱 심화될 수 있다고 판단한다. 단기간 내 개발 가능한 파이프라인을 많이 보유한 디벨로퍼들의 가치는 시간이 갈수록 점차 올라갈 수밖에 없다. 또한 파이프라인은 많이 보유하고 있으나, 개발 역량이 부족한 디벨로퍼들도 인수 대상으로서 매력도가 높아질 수 있다. 실제로 Brookfield Renewable Partners와 같은 대형 IPP들은 최근 실적 발표에서 M&A를 활용해 추가 성장 동력을 모색 중이라고 언급한 바 있다.

재생에너지 디벨로퍼 관련 M&A

피인수 기업	인수 기업	계약 금액	인수 시점	인수 당시 파이프라인 / 기타 내용
Clenera	Enlight Renewable Energy	\$433M	2021년 6월	약 1.6GW 규모의 태양광 개발 및 건설 미국 파이프라인 태양광 12GW, ESS 5.5GWh ENLT는 Clenera 인수를 기점으로, 미국 진출
Neoen	Brookfield Renewable Partners	61억 유로 (약 71억 달러)	2024년 12월	8GW 규모의 태양광, 풍력, ESS 운영 및 건설 글로벌 파이프라인 20GW 보유 ESS 분야에서 높은 전문성 보유
Intersect	Alphabet	\$4.75B	2025년 12월	2.2GW 태양광, 2.4GWh ESS 개발 및 건설 2028년말까지 10.8GW 개발 및 건설 계획 빅테크가 디벨로퍼를 직접 인수한 첫번째 사례

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

OCI Energy는 지금까지 약 2GW의 태양광, ESS 프로젝트를 매각했다. 그리고 현재 약 7GW 규모의 파이프라인을 보유하고 있다. 이 중 6.6GW는 2026~2030년 사이에 순차적으로 개발 완료 후 매각될 예정이다. 프로젝트 매각 단가는 1MW당 태양광은 약 1억원, ESS는 약 1.5억원 정도로 추정된다. 해당 가정을 적용할 경우, 2030년까지 지금 보유한 파이프라인들의 매각을 통해서만 약 8,100억원의 매출액이 예상된다. 초기 개발 완료된 프로젝트들의 가치가 이전보다 확대될 경우, 추가적인 매각 단가 상승도 기대해볼 수 있다.

더 나아가, 동사는 현재 7GW 수준인 개발 파이프라인을 2030년까지 15GW 이상으로 확대하겠다는 목표를 제시했다. 다소 공격적인 목표처럼 보일 수도 있으나, 지금까지의 성장세가 가팔랐다는 점을 상기해볼 필요가 있다. 실제로 동사가 보유한 파이프라인 규모는 2Q23 1.6GW→4Q23 3.8GW→3Q24 5.2GW→4Q25 7GW로 급성장했다. 그동안 형성된 지역 내 네트워크와 프로젝트 개발 과정에서 축적된 노하우에 힘입어, 개발 속도가 전보다 더 빨라질 수 있을 것으로 기대한다. 목표가 실현된다면, OCI Energy는 몇 년 내로 조 단위 규모의 파이프라인을 보유한 회사로 성장하게 된다.

7GW 파이프라인 중, 380MW는 OCI Energy가 자체적으로 운영할 예정이다. Arava Power와 JV를 설립(OCI Energy 지분율 50%)하여, 260MW 태양광 발전소를 공동 개발 및 운영하기로 결정했다. 2027년 내로 상업운전에 돌입할 전망이다. 태양광 발전소 260MW 운영 시, 연간 약 400~500억원의 매출 발생이 기대된다.

동사는 2030년까지 운영 자산 규모를 2GW 이상으로 확대하겠다는 목표를 제시했다. 목표가 현실화된다면, 2030년 이후 발전소 운영에서 발생하는 매출액만 수 천억원에 육박할 전망이다. 다만 동사는 대규모 발전소 운영 경험이 많지 않고, 발전소 운영 사업 확장을 위한 구체적인 자본 투자 및 인력 확충 계획도 아직 공개되지 않은 상황이다. 관련 계획들이 점차 구체화되고 실제 발전소 상업운전이 시작되는 시점부터는, OCI Energy 기업 가치에 유의미한 기여를 할 수 있을 것으로 기대한다.

OCI Energy 파이프라인

구분	단계	태양광(MW)	ESS(MW)	합계(MW)	실적 반영
Pre-NTP	매각 완료	1,900	120	2,020	매각 후 매출 인식 완료
	Early	1,145	400	1,545	2026~2030년 매각 후 매출 인식 예정
	Mid	1,911	1,150	3,061	
	Late	500	1,500	2,000	
	합계 (개발 중)	3,556	3,050	6,606	
Post-NTP	EPC (운영 예정)	260	120	380	PPA 기반 발전소 운영
상업운전	운영 중	50		50	

자료: OCI Energy, 키움증권 리서치센터

IPP: 한번 높아진 수익성이 지속될 수 있는 사업 구조

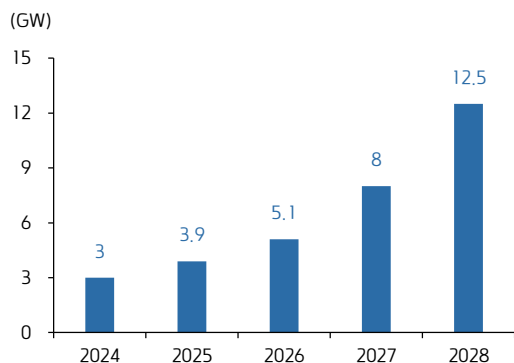
다수의 디벨로퍼들이 IPP 사업 모델로 전환하고자 하는 가장 큰 이유는 발전소 운영을 통해 안정적인 매출과 이익을 기대할 수 있기 때문이다. 보유 발전 자원이 누적됨에 따라, 매년 반복적으로 발생하는 매출액(Recurring Revenue) 규모도 점차 확대된다. 여기서 발생하는 안정적인 현금 흐름을 바탕으로 더 높은 수익률을 제공하는 프로젝트에 투자를 하거나, 주주 환원 재원으로 사용할 수 있다.

IPP들은 전력 판매를 위해 고객들과 PPA를 체결하는 경우가 일반적인데, 대부분의 PPA는 장기간 고정 가격 형태로 체결된다. 발전소를 건설하고 투자하는 기업 입장에서는 프로젝트 수익률을 예측, 관리하기가 용이하다는 장점이 있다. 전력을 구매하는 고객 입장에서는 구입 가능한 전력 규모와 지불해야 할 가격을 고정시킬 수 있다는 점에서 매력적이다.

특히 지난 몇 년간 전기 가격이 오르기 시작하면서, IPP들은 중장기 수익성 개선을 위한 최적의 시점을 맞이했다. 과거에 저렴한 가격으로 체결했던 PPA 계약들의 만기가 도래하면, 전보다 훨씬 높은 가격으로 다시 계약할 수 있기 때문이다. 이미 건설이 끝난 발전소에서 생산한 전기를 더 비싼 가격에 판매하기 때문에, 특별히 발생할 추가 비용도 없다. 또한 비싸진 가격으로 장기간(10~20년) 전기를 판매할 수 있다는 점도 매우 큰 장점이다. 계약마다 만료 시점이 달라, 수익성 개선 효과는 점진적으로 나타나는 대신 오랫동안 이어질 수 있다. 복수의 발전 사업자들은 해당 효과가 적어도 2030년까지는 지속될 수 있을 것이라고 전망했다.

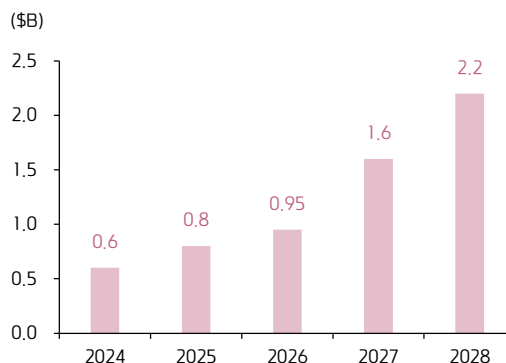
현재 미국 시장에 상장되어 있는 주요 발전 사업자들(NEE, BEP, ENLT, CWEN 등)은 모두 자체적으로 발전소를 운영하는 사업 모델을 채택하고 있다. OCI Energy, Recurrent Energy(Canadian Solar 회사)도 앞으로 발전소 운영 포트폴리오를 확대하면서 점차 partial IPP로 전환을 준비하고 있다.

ENLT 보유 발전 용량 목표



자료: ENLT, 키움증권 리서치센터

운영 CAPA에 따른 예상 반복 매출액



자료: ENLT, 키움증권 리서치센터

II. 미국 모듈 가격: 안개 속 여명

>>> 미국 모듈 판가, 2027년까지는 견조할 전망

① 관세 장벽으로 방어되는 모듈 가격

미국 시장 모듈 가격은 2024년 초 \$0.33/W에서 2024년 7~8월에는 \$0.25/W까지 하락했다. 이후 반등하기 시작해, 현재는 \$0.27~0.3/W 수준에 머무르고 있는 것으로 파악된다. 중국이나 유럽 시장 가격인 \$0.1/W 대비 200% 정도 높은 가격이 유지되고 있는데, 이는 동남아산 셀, 모듈에 대한 수입 관세와 PFE 규제 영향 때문이다.

2024년 미국은 동남아시아 4개국(베트남, 태국, 말레이시아, 캄보디아)에 있는 셀/모듈 업체들에게 AD/CVD 관세 부과를 결정했다. 해당 관세는 중국산 제품 우회 또는 중국산 부품 사용 여부와 무관한 관세로, 해당 국가에 있는 대부분의 업체들이 광범위하게 영향을 받는다. 말레이시아에 위치한 한화큐셀(14.6%), Jinko Solar(40.3%), 베트남에 위치한 JA Solar(120.7%)를 제외한 나머지 업체들은 모두 200% 이상의 관세를 적용 받게 되었다. 베트남에서 조립된 모듈 생산 비용이 \$0.13~0.18/W 정도인 것을 감안해보면, 관세율이 200%를 상회하는 업체들은 사실상 미국 수출이 불가능해진 셈이다.

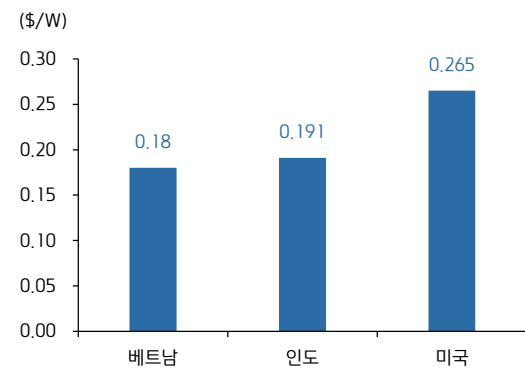
여기에 더해, 미국은 인도, 인도네시아, 라오스에도 AD/CVD 관세를 부과할 예정이다. 올해 2월 이들 국가에 대한 CVD 관세 예비 결과가 발표되었는데, 80~130% 수준이었다. AD까지 합산한 관세율은 200%를 상회할 것으로 예상된다. 인도에서 조립된 모듈 생산 비용도 \$0.13~0.19/W 정도인 점을 감안해보면, 이들 국가에서 생산된 셀/모듈 역시 미국향 수출이 어려울 전망이다. AD 예비 결정은 올해 4월, AD/CVD 최종 세율은 올해 7월 중에 발표가 예상된다.

국가별 AD/CVD 관세율

국가	대상 기업	관세율 (%)
말레이시아	한화큐셀	14.6
	Jinko Solar	40.3
베트남	JA Solar	120.7
태국	Trina Solar	375.2
캄보디아	대다수 기업	651.9
인도	대다수 기업	125.9 ¹⁾
인도네시아	대다수 기업	104.4 ¹⁾
라오스	대다수 기업	80.7 ¹⁾

자료: 미국 상무부(DOC), 키움증권 리서치센터
주 1): 인도, 인도네시아, 라오스는 CVD만 발표

국가별 모듈 제조 비용

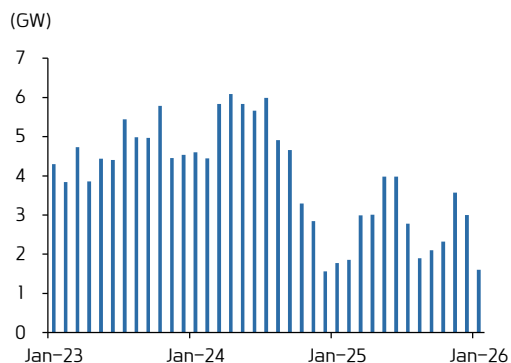


자료: IRENA, 키움증권 리서치센터
주: 국내산 원재료 사용 시

높은 관세 장벽으로 인해, 2025년부터 미국으로 수입되는 모듈은 전년 대비 눈에 띄게 감소했다. 인도, 인도네시아, 라오스까지 추가 AD/CVD 관세가 부과될 예정인 만큼, 이러한 추세는 강화될 전망이다. 반면 미국 내 모듈 CAPA와 생산량이 늘어남에 따라, 미국향 셀 수입 규모는 점차 확대되고 있다. 당분간 미국향 셀 수입은 계속 증가할 전망이다, 아직까지 미국에서 정상적으로 운영되는 셀 CAPA는 크지 않은 것으로 파악되기 때문이다.

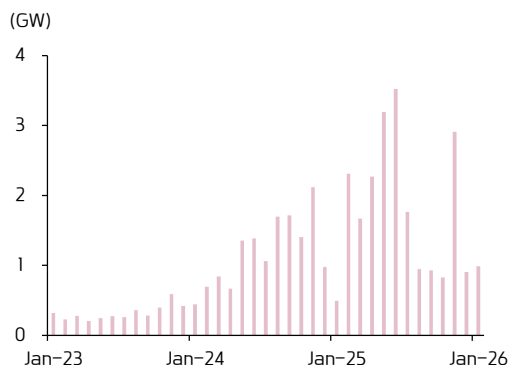
미국으로 수입되는 외국산 모듈이 감소하면서, 미국 내 모듈 수급은 전보다 타이트해질 전망이다. 현재 운영 중인 미국산 모듈 CAPA는 미국 연간 태양광 설치량(40~50GW)을 상회하는 규모이지만, First Solar나 한화솔루션과 같은 비중국계 기업들을 제외하면 실제 가동률이 높지는 않은 것으로 파악된다. 전보다 타이트해진 수급 환경과 미국산 모듈 생산 비용을 감안해볼 때, 미국 시장 모듈 가격이 현재 수준보다 더 낮아지기는 어려워 보인다.

미국향 모듈 수입



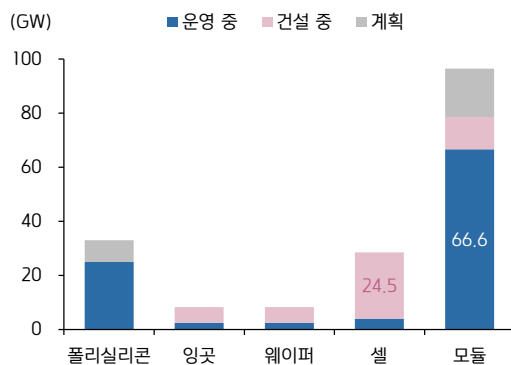
자료: USITC, 키움증권 리서치센터

미국향 셀 수입



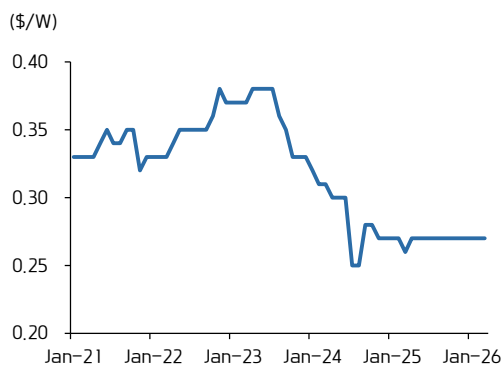
자료: USITC, 키움증권 리서치센터

미국 태양광 제품별 CAPA



자료: SEIA, 키움증권 리서치센터

미국 시장 모듈 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

② Non PFE, 미국산 제품에 대한 프리미엄 형성

중국 기업이 생산한 셀/모듈이 직면한 또 다른 진입 장벽은 PFE(FEOC) 규제이다. 이는 OBBBA에서 새롭게 추가된 규제로, 중국 정부 또는 공공기관과 관련이 있는 기업들을 공급망에서 배제하기 위한 조치로 볼 수 있다. 이들이 생산한 제품이나 재료를 일정 비율 이상 사용한 프로젝트에는 세액공제 혜택을 주지 않겠다는 것이 핵심 내용이다. PFE 규제는 어느 지역에서 생산되는지가 아니라 누가 만드느냐에 대한 규제라는 점에서, 지금까지 발표된 정책들과는 다소 결이 다르다.

2026년에 착공하는 태양광 프로젝트의 경우, Non PFE 재료 비중(MACR)이 40%를 상회해야 한다. 전체 기자재 구매 비용(Direct Costs) 중 셀이 차지하는 비중은 38%, 셀을 포함한 모듈 전체 비중은 약 66%이다. 따라서 중국계 기업이 생산한 태양광 셀이나 모듈을 사용하면, ITC 세액공제 혜택을 받지 못할 확률이 매우 높아지게 된다.

재생에너지 디벨로퍼나 발전 사업자들에게 PFE 규제는 매우 중대한 영향을 끼친다. 이들 입장에서는 일부 프리미엄을 지불하더라도, Non PFE 제품을 사용하려는 니즈가 클 수밖에 없다. 태양광 프로젝트 전체 CAPEX 중, 모듈이 차지하는 비중은 20~30%에 불과하기 때문이다. 반면 ITC 세액공제를 받지 못하게 되면, 전체 CAPEX의 30%에 해당하는 기회비용이 발생하게 된다.

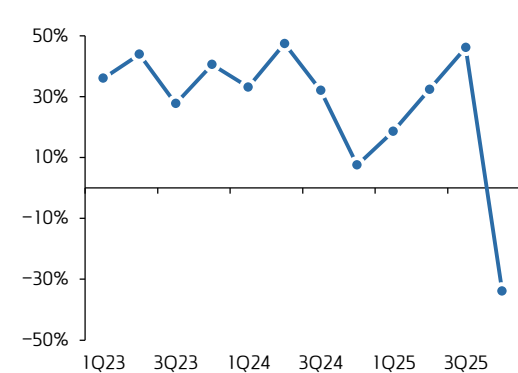
2026년에 착공하는 프로젝트들의 경우, Non PFE 셀/모듈을 확보할 수 있는지 여부에 프로젝트의 성패가 달려있다고 해도 과언이 아니다. Recurrent Energy는 4Q25 실적에 대규모 손상차손을 반영했다. 회사는 주요 사업 국가의 법률 변경으로 인해, 개발 중인 프로젝트들의 사업성을 재평가하고 일부 프로젝트에 대한 자본 투입을 중단한 영향 때문이라고 설명했다. 구체적인 국가나 법률을 특정하진 않았지만, 미국 내 PFE 규제가 기존 프로젝트의 사업성에 영향을 미쳤던 것으로 추정한다.

모듈 가격, 세액공제 여부에 따른 총 비용 변화

구분	Case1	Case2	Case3	Case4
모듈 가격	0.3	0.36	0.24	0.09
모듈 비용	30	36	24	9
기타 비용	70	70	70	70
총 CAPEX	100	106	94	79
세액공제	30	32	0	0
실제 비용	70	74	94	79

자료: 키움증권 리서치센터

Recurrent Energy 매출총이익률 추이

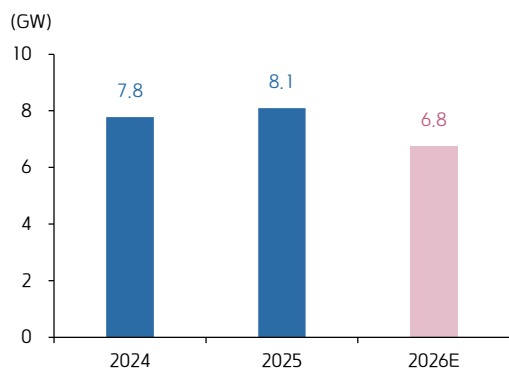


자료: Canadian Solar, 키움증권 리서치센터

Canadian Solar는 2026년 자사의 미국 모듈 출하량이 전년 대비 약 17% 감소할 것으로 전망했는데, 그 원인으로 Non PFE 인증을 확보한 태양광 셀의 공급 부족을 지목했다. 그리고 이를 해결하기 위해, 동사는 미국 내 셀 생산 공장을 신축했다. 올해부터 생산을 시작해, 2027년부터는 CAPA(연 6.3GW)를 100% 가동할 예정이다.

Canadian Solar는 4Q25 실적 발표에서 Non PFE 셀 공급 부족 영향으로, 올해 초부터 현재까지 미국 내 모듈 ASP가 약 \$0.02~0.03 상승했다는 점도 언급했다. 앞으로 PFE 규제에 저촉되는 제품들이 구매 대상에서 점차 배제되면서, 2026~2027년에는 미국 내 실질적인 셀/모듈 공급이 수요 대비 부족해지는 상황이 지속될 수 있다고 판단한다. 2027년까지 미국 시장 모듈 가격이 견조할 것이라고 전망하는 이유가 바로 여기에 있다.

Canadian Solar 미국 출하량, 가이던스



자료: Canadian Solar, 키움증권 리서치센터

Non PFE 셀 예상 공급능력

기업	생산 국가	운영 여부	CAPA (GW)
한화솔루션	말레이시아	운영 중	2.6
	한국	운영 중	6.3
	미국	건설 중	3.3
Canadian Solar	미국	운영 예정	6.3
ES Foundry	미국	운영 중	3.0
Suniva	미국	운영 중	1.0
기타	미국	건설 중	12.2
합계			34.7

자료: 각 사, Solar Power World, 키움증권 리서치센터

이와 별개로 현재 미국산 모듈은 DCA(Domestic Contents Adder) 요건 덕분에 시장 가격 대비 10% 정도의 프리미엄을 받고 있다. 이는 태양광 프로젝트의 전체 기자재 구매 비용 중 미국산 비중이 일정 수준을 넘어서면 10% 추가 세액공제 혜택을 부여하는 요건이다. 해당 비율은 착공 시점에 따라 매년 5%씩 상향('25년 45%, '26년 50%, '27년 이후 55%)된다. 여기서 중요한 점은 전체 기자재 구매 비용 중 태양광 모듈이 차지하는 비중이 60%를 상회한다는 것이다. 사실상 미국산 모듈을 사용해야만 10% 추가 세액공제를 받을 수 있게 되는 셈이다.

DCA 요건의 경우, 어떤 제품이 미국산으로 인정받으려면 제품을 구성하는 하위 원재료들이 100% 미국산이어야 한다. 미국산 모듈로 인정받기 위해서는, 셀을 포함한 프레임, 유리 등 모든 원재료들이 미국산이어야 한다는 뜻이다. 지금 시점에서 미국산 모듈로 인정받는 제품을 생산할 수 있는 업체는 사실상 First Solar가 유일하다. First Solar의 미국 시장 ASP는 \$0.3/W를 상회하는 수준이며, 가장 최근 시점인 4Q25 동안 미국에서 새롭게 수주 받은 제품 ASP는 \$0.364/W를 기록했다.

>>> 머지않아 사라질 미국산 프리미엄

ITC/PTC 세액공제가 사라지면, Non PFE/미국산 프리미엄도 사라진다

현재 Non PFE 또는 미국산 모듈 가격에 대한 프리미엄의 근거는 세액공제 혜택에 기반을 두고 있다. 2026년 1월부터 착공하는 프로젝트들은 Non PFE 제품을 사용해야만, 세액공제를 받을 수 있다. 이로 인해 Non PFE 제품에 수요가 집중되고 기타 제품 대비 더 높은 가격에 판매될 수 있었다. 하지만 향후 세액공제 혜택 자체가 사라지게 되면, 고객들은 더 이상 Non PFE 또는 미국산 제품을 구매해야 할 필요가 사라지게 된다. 이는 곧 그동안 Non PFE/미국산 제품이 받았던 가격 프리미엄도 더 이상 유지될 이유가 없어진다는 말과 같다.

OBBB 법안 통과 후, 원칙적으로 2027년 12월 31일 이후 완공되는 태양광 프로젝트는 ITC/PTC 세액공제 혜택을 받을 수 없다. 예외적으로 2026년 7월 3일까지 착공한 프로젝트에 대해서는, 해당 프로젝트가 4년 내로 완공될 시 세액공제 혜택을 받을 수 있다. 때문에 작년 하반기부터 많은 발전 사업자들은 프로젝트들의 착공 일정을 앞당기기 시작했다. 태양광 발전소 설치 기간이 짧다는 점을 감안해보면, 2H26에 착공한 일부 프로젝트들도 세액공제를 받을 수 있을 전망이다. 2027년 이후에 착공하는 프로젝트들은 현실적으로 세액공제 혜택을 받기 어려워 보인다.

결론적으로 Non PFE, 미국산 제품에 대한 차별적인 수요는 2026~2027년에 집중되고, 2028년부터는 점차 수요가 감소할 것으로 전망한다. 2H25~2H26에 착공했던 프로젝트들의 상당 수는 2027년 내로 완공될 가능성이 높기 때문이다. 이후 고객들은 태양광 모듈 구매 시, 어느 국가에서 어떤 업체가 만든 제품이든 간에 가격 경쟁력이 가장 높은 제품을 선택할 가능성이 크다. 더 이상 미국산 제품이라서 선호하는 것이 아니라, 미국산 제품이 수입산 대비 저렴해야만 판매될 수 있다. 이때부터 모듈 업체 간 가격 경쟁이 본격적으로 심화될 수밖에 없을 전망이다.

반면 ESS는 2033년까지 비율 변화없이 세액공제 혜택을 받을 수 있다. 대신 Non PFE 최소 요구 비율이 매년 5%씩 상승함에 따라, 세액공제 수취 조건이 점차 까다로워진다. 태양광+ESS 프로젝트를 진행하는 재생에너지 디벨로퍼나 IPP는 세액공제 혜택을 위해 Non PFE 배터리 조달에 더욱 신경을 쓸 수밖에 없다. 상대적으로 태양광 기자재 구입 시에는 최소한의 비용을 지불하고자 하는 니즈가 더욱 커지게 될 전망이다.

재생에너지 ITC/PTC 세액공제 타임라인

종류	구분	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
태양광/풍력	세액공제 여부	가능	가능 (2027년 내 상업운전)		불가능 (2026.07.04 이전 착공 시 가능)			불가능		
	Non PFE 최소 요구 비율	0%	40%	45%	실질적으로 의미 없음					
ESS	세액공제 여부	가능								
	Non PFE 최소 요구 비율	0%	55%	60%	65%	70%	75%			

자료: IRS, 키움증권 리서치센터

Non PFE 원재료에 대한 수요는 지속 → 미국 모듈 업체 수익성 압박

이전 단락에서는 최종 고객 입장에서 ITC/PTC 세액공제 소멸이 Non PFE, 미국산 제품 수요에 미치는 영향에 대해 점검했다. 한편 미국에서 생산 시설을 운영 중인 제조사 입장에서는 여전히 Non PFE 폴리실리콘, 웨이퍼, 셀을 조달해 모듈을 생산할 유인이 남아 있다. 태양광 기자재 제조사들에게 제공되는 AMPC 세액공제 혜택은 2032년까지 유지되기 때문이다. 2026년부터는 Non PFE 원재료 비중이 50%를 상회해야만 AMPC를 수취할 수 있으며, 해당 비율은 매년 상향된다.

모듈의 경우, 주요 구성 요소들의 총비용 중 셀이 차지하는 비중이 50%를 상회한다. 때문에 PFE 규제에 저촉되는 셀을 가지고 모듈을 생산하면, 다른 재료들과는 관계없이 AMPC를 받지 못하게 된다. Non PFE 셀로 인정 받기 위해서는, 단순 셀 제조뿐만 아니라 폴리실리콘과 웨이퍼까지 PFE와 무관한 공급망을 통해 조달되었음을 증명할 수 있어야 한다. 앞으로는 미국에서 셀/모듈을 생산하는 업체들이 폴리실리콘과 웨이퍼의 원산지와 제조사를 신경 쓸 수밖에 없는 환경이 조성된 셈이다.

한화솔루션은 2025년부터 OCI홀딩스와 폴리실리콘 장기 공급 계약 규모를 확대함으로써, Non PFE 원재료 공급망을 구축했다. 또한 1Q26부터 미국에서 3.3GW 규모의 잉곳&웨이퍼 공장 가동을 시작했으며, 2H26부터는 3.3GW 규모의 셀 CAPA도 가동될 예정이다.

재생에너지 AMPC 세액공제 타임라인

종류	구분	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
태양광	세액공제 비율	100%					75%	50%	25%	0%
	Non PFE 최소 요구 비율	0%	50%	60%	70%	80%	85%			
풍력	세액공제 비율	100%			0%					
	Non PFE 최소 요구 비율	0%	85%	90%	실질적으로 의미 없음					
ESS	세액공제 비율	100%					75%	50%	25%	0%
	Non PFE 최소 요구 비율	0%	60%	65%	70%	80%	85%			

자료: IRS, 키움증권 리서치센터

품목별 AMPC 금액

구분	태양광				풍력			ESS	
세부 품목	폴리실리콘	웨이퍼	셀	모듈	타워	블레이드	나셀	배터리 셀	배터리 모듈
AMPC 금액	\$3/kg	\$12/m ²	\$0.04/W	\$0.07/W	\$0.03/W	\$0.02/W	\$0.05/W	\$35/kWh	\$10/kWh

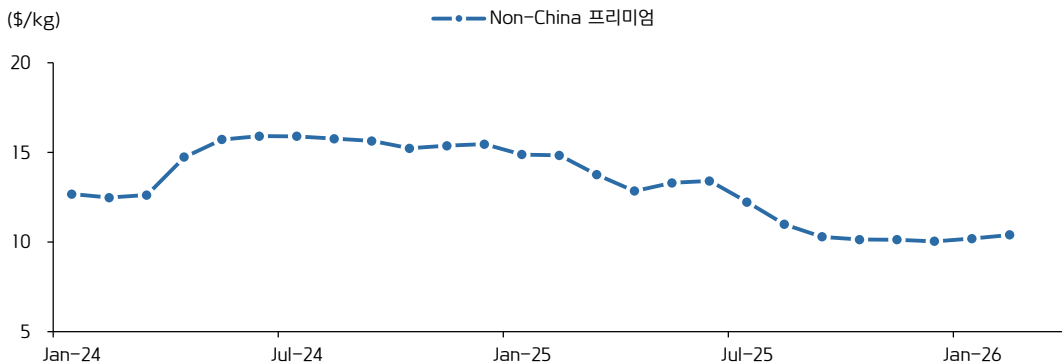
자료: IRS, 키움증권 리서치센터

현재 비중국 폴리실리콘은 중국산 폴리실리콘 대비 \$10~20/kg의 프리미엄을 받고 있다. 이 정도 프리미엄이 유지되는 이유는 2가지 관점에서 설명할 수 있다. 첫째는 해당 프리미엄을 지불하더라도, 받을 수 있는 AMPC 세액공제 규모가 더 크기 때문이다. 폴리실리콘 1kg으로 400~500W의 태양광 셀을 생산할 수 있는데, 미국 공장에서 400~500W의 셀 생산 시 AMPC \$16~20를 수취할 수 있다. 이로 인해, 셀 제조사 입장에서는 비중국산 폴리실리콘에 \$10~20/kg 수준의 프리미엄은 충분히 지불할 수 있다.

또 다른 이유는 현재 Non PFE 제품에 대한 고객들의 차별적인 수요가 지속되고 있기 때문이다. 이러한 환경에서는 비용 상승분의 대부분을 최종 제품 가격에 전가할 수 있다. 따라서 셀/모듈 제조사들은 Non PFE 제품을 만들기 위해 발생하는 추가 비용을 기꺼이 지불할 용의가 있다.

하지만 2027년 이후 Non PFE 제품에 대한 수요가 점차 감소하기 시작하면, 상황이 달라질 수 있다고 생각한다. Non PFE 제품 수요 감소가 해당 제품의 가격 하락으로 이어지고, 이는 Non PFE 제품을 생산하는 업체들의 수익성 부담으로 연결될 수 있기 때문이다. 셀/모듈 제조사들은 Non PFE 제품 생산을 통해 AMPC를 수취할 수 있지만, 전보다 판매량이 감소하면 전체 실적에 타격이 있을 수밖에 없다. 판매량을 유지하기 위해서는, 어쩔 수 없이 판매 가격 인하를 용인해야만 한다. 이러한 상황을 달리 표현하면, 제조사들이 실질적으로 수취하는 AMPC 규모가 전보다 줄어든다고도 볼 수 있다. 이는 비중국 폴리실리콘이 받고 있는 프리미엄을 약화시키는 요인이 된다. 결과적으로 셀/모듈 제조사들의 수익성 부담이 Non PFE 원재료에 대한 프리미엄 감소로 귀결되는 셈이다.

Non-China 폴리실리콘 가격 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지금까지의 논의를 결론짓자면, 먼저 태양광 세액공제 혜택이 종료되더라도 태양광 설치 수요의 유의미한 감소는 없을 것이라고 생각한다. 태양광은 이미 경제성이 우수하며 탄소 중립 목표에도 기여할 수 있는 검증된 발전원이기 때문이다. 다만 태양광 세액공제가 소멸되면, Non PFE 또는 미국산 셀과 모듈이 갖는 상대적인 경쟁력은 훼손될 전망이다. 비중국 폴리실리콘과 웨이퍼에 대한 일정 수준의 프리미엄은 유지될 수 있으나, 프리미엄이 추가적으로 확대되기는 어려운 환경이라고 판단한다.

>>> 아직 한발 더 남았다, Section232

중국 기업들을 배제하기 위한 또 다른 카드

그동안 미국 태양광 산업 정책들은 미국 내에 생산 CAPA를 구축한 기업들이 외국에서 미국으로 수출하는 기업들보다 더 유리하도록 설계되었다. 하지만 ITC/PTC 세액공제가 사라지고 나면, Non PFE 및 미국산 제품이 갖는 차별적인 경쟁력이 약화될 수밖에 없다. 앞으로는 지금 부과되고 있는 기존의 관세만으로는 미국산 셀, 모듈의 가격 경쟁력이 유지되기 어려울 수도 있다. 어느 때보다도 Section232 관세 부과에 이목이 집중되는 이유가 바로 여기에 있다.

Section232는 특히 그동안 직접적인 관세 적용 대상에서 제외됐던 폴리실리콘과 웨이퍼에도 관세를 부과한다는 점에서 산업 전반에 미치는 영향이 클 것으로 예상된다. 또한 지역별로 관세 범위가 설정되는 것이 아니라, 각 기업별로 실질적인 지배력을 행사하는 소유주가 누구인지에 따라 관세 적용 여부가 결정된다는 점에서 AD/CVD 관세보다 더욱 광범위하다.

Section232 관세는 미국 내 공급망 구축을 유도하기 위해, 폴리실리콘에는 가장 적은 관세를 부과하고 모듈로 갈수록 관세가 높아지는 구조로 설계될 전망이다. 또한 중국 기업들을 공급망에서 완전히 배제시키면서 동시에 미국 태양광 산업을 보호하기 위해, 비중국 기업들에게 무관세 또는 낮은 세율의 수입 쿼터를 제공할 것으로 예상된다. 이로 인해 Section232 관세 부과 시, 비중국 기업에게는 상대적인 손해가 기대된다.

Section232 예상 시나리오_Intertek CEA

제품	관세율	쿼터	쿼터 관세율 (비중국 폴리실리콘 사용 시)	쿼터 관세율 (미국산 폴리실리콘 사용 시)
폴리실리콘	\$10/kg	연 4만톤	\$5/kg	무관세
잉곳/웨이퍼	\$0.07/W	연 10GW	\$0.035/W	무관세
셀	\$0.1/W	연 30GW	\$0.05/W	무관세
모듈	\$0.2/W	적용 X	\$0.2/W	\$0.2/W

자료: Intertek CEA, 키움증권 리서치센터

OCI홀딩스, 한화솔루션: 관세 부담이 가장 적은 국내 업체들

위 시나리오대로 Section232 관세가 부과될 시, 비중국 폴리실리콘을 생산하는 OCI홀딩스, 미국에서 셀/모듈을 생산하는 한화솔루션 모두 수혜를 받을 전망이다.

OCI홀딩스에서 생산하는 폴리실리콘의 대부분은 연 4만톤의 폴리실리콘 수입 쿼터에 포함될 수 있을 것으로 예상된다. 대표적인 비중국 태양광 폴리실리콘 업체인 Wacker와 Hemlock은 대부분 태양광 폴리실리콘을 미국 내에서 생산하고 있기 때문이다. Wacker는 독일에 폴리실리콘 CAPA 8.5만톤을 보유하고었는데, 지금은 태양광용 제품 생산을 줄이고 반도체용 생산에 집중하고 있다. 공급 과잉에 따른 가격 하락과 독일의 높은 에너지 비용 때문에 사업성이 사라졌기 때문이다.

결과적으로 Section232 관세 덕분에, OCI홀딩스는 중국산 폴리실리콘 대비 상대적인 가격 경쟁력을 확보하게 될 전망이다. 다만 중국산 폴리실리콘 대비 이미 \$10~20/kg 수준의 프리미엄이 형성되어 있는 만큼 추가적인 가격 인상 폭 자체는 제한될 수 있다고 판단한다.

향후 미국에서 가동 예정인 셀 CAPA는 20~30GW에 육박할 전망이다. Section232 관세를 설계할 때, 이 점을 감안하여 잉곳/웨이퍼 수입 CAPA를 10~30GW로 설정해야 한다는 제안들이 대다수다. 다만 웨이퍼는 글로벌 공급 능력 중 95% 이상을 중국 업체들이 보유하고 있다. 실질적으로 10~30GW의 수입 쿼터를 채울 수 있는 규모 있는 비중국 업체들은 제한적일 것으로 보인다. 때문에 OCI홀딩스가 베트남에 확보한 웨이퍼 CAPA는 향후 Section232 관세의 수혜를 받을 가능성이 높다고 생각한다.

한화솔루션 입장에서는 미국으로 수입되는 모듈 전체에 일괄적으로 추가 관세가 부과된다는 점에서 수혜가 직관적이다. 또한 동사는 OCI홀딩스와 장기 공급 계약을 통해, 비중국 폴리실리콘 공급망을 이미 구축했다. 덕분에 비중국 폴리실리콘 공급을 확보하지 못한 셀/모듈 기업 대비 원가 경쟁력에서 우위를 확보할 수 있다는 점도 기대 요인이다. 한화솔루션은 미국에 웨이퍼 CAPA를 보유하지 못한 셀 업체들보다 최대 \$0.05~0.06/W의 원가 절감이 가능할 전망이다. 현재 미국 시장 모듈 가격이 \$0.27~0.3/W인 점을 감안해보면, 최대 20%의 가격 결정력을 갖게 되는 셈이다.

미국 생산 시설 보유 여부에 따른 관세 부담 차이

구분	품목				Section232 관세 부담	
	폴리실리콘	웨이퍼	셀	모듈	최소 (\$/W)	최대 (\$/W)
Case1	X	X	X	X	0.2	0.2
Case2	X	X	X	O	0.05	0.1
Case3	X	X	O	O	0.035	0.07
Case4	X	O	O	O	0.0125	0.025

자료: 키움증권 리서치센터

III. 투자 전략

>>> 태양광 개발/발전 사업에서 찾는 기회

전력 판매 가격 상승, 전력 수요 확대, 태양광 발전소 설치 비용 하향 안정화 트렌드는 재생에너지 디벨로퍼와 IPP에게 매우 우호적인 환경이다.

PPA 가격 상승은 기존에 운영하고 있던 발전소의 가치를 추가 비용 없이 높여주는 이벤트이다. 실제로 복수의 IPP/유틸리티들은 과거 PPA 가격 대비 훨씬 더 높은 가격에 재계약을 하고 있으며, 이는 중장기 수익성 개선으로 귀결될 전망이다. 추가적으로 확보한 수익은 더 높은 수익률을 제공하는 프로젝트에 투자하거나, 주주 환원 재원으로 활용될 수 있다.

반면, 태양광 발전소 건설 비용은 중장기적으로 하향 안정화될 전망이다. 가스 발전소 건설 비용이 지난 2~3년간 2배 이상 상승한 점과 대비되는 지점이다. 전력 판매 가격과 태양광 발전소 건설 비용 사이의 격차 확대는 재생에너지 디벨로퍼와 IPP의 수익성에 긍정적이다. 최근에는 관세 영향 등으로 일부 설치 비용이 소폭 상승했으나, 상승분의 대부분이 전력 판매 가격에 반영될 수 있는 환경이다.

전력 수요 고객들은 대규모 전력을 최대한 신속하게 확보하고 싶어한다. 이는 초기 개발이 완료된 발전소 부지에 대한 수요를 증가시킨다. 앞으로는 개발 완료된 발전 자원 공급량이 수요를 따라가지 못하는 상황도 발생할 수 있다. 이러한 환경이 지속될 경우, 개발이 완료된 프로젝트 또는 개발 가능성이 높은 프로젝트에 부여되는 프리미엄이 전보다 확대될 것으로 전망한다. 단기간 내 개발 가능한 파이프라인을 많이 보유한 디벨로퍼들의 가치도 동반 상승할 수 있다.

>>> 추가 관세 이벤트에 주목

미국 태양광 프로젝트에 대한 세액공제 혜택이 소멸되는 2027년 이후에는 Non PFE 및 미국산 셀/모듈에 대한 차별적인 수요도 감소할 전망이다. 모듈 업체들 간의 가격 경쟁 심화도 우려된다. 따라서 비중국 기업들의 경쟁력이 지속되기 위해서는 Section232와 같은 추가 관세 부과가 필요해 보인다.

Section232 관세 부과 시, 국내 기업들의 수혜 강도가 가장 높을 것으로 판단한다. OCI홀딩스는 저율 관세가 적용되는 수입 쿼터 덕분에, 중국산 제품 대비 상대적인 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 한화솔루션은 비중국 폴리실리콘 공급을 확보하지 못한 셀/모듈 기업 대비 원가 경쟁력에서 우위를 갖게 될 전망이다.

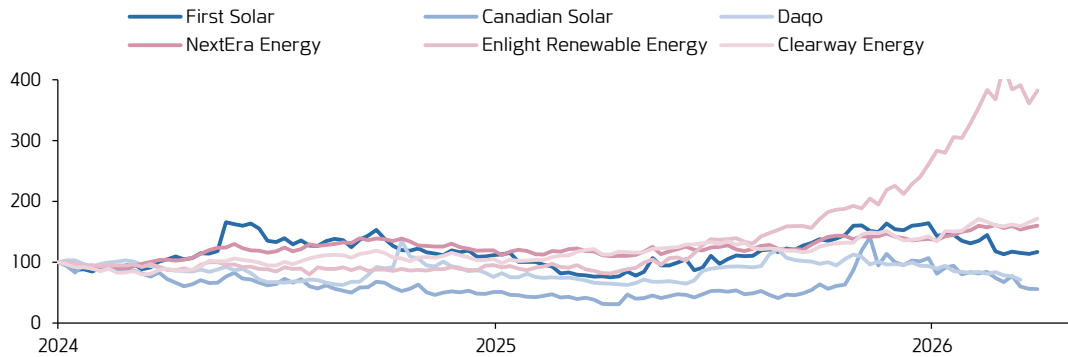
태양광 기업 주가 및 밸류에이션

분류	기업	시가총액 (백만 달러)	주가 추이 (%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		영업이익률		EBITDA 마진율		ROE (%)	
			1D	5D	1M	3M	6M	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
가짜재	OCI 홀딩스	2,450	-2.2	-1.3	30.6	89.1	125.4	16.3	11.4	0.9	0.9	9.0	7.2	8%	11%	15%	18%	5.7	7.6
	한화솔루션	4,625	8.0	6.0	-19.6	50.2	37.7	391.7	15.2	0.8	0.8	14.8	10.4	4%	7%	10%	13%	0.2	5.7
	HD 현대에너지솔루션	1,264	-1.4	21.8	42.1	218.2	253.7	24.7	16.3	3.8	2.9	16.2	N/A	12%	14%	14%	15%	16.6	19.9
	First Solar	20,664	-1.7	4.1	1.6	-21.9	-16.9	10.7	8.0	1.8	1.5	7.7	6.4	37%	43%	50%	54%	18.7	20.1
	Canadian Solar	811	-5.4	-6.7	-24.3	-37.5	-15.3	117.6	9.4	0.3	0.2	7.9	6.2	3%	4%	11%	12%	0.3	2.4
	Jinko Solar	9,969	6.9	1.8	-9.7	3.8	19.2	103.6	22.9	2.4	2.2	7.9	5.5	1%	4%	10%	13%	1.4	9.1
	Longi	19,117	3.2	-1.8	-4.3	-8.2	-4.3	54.9	25.8	2.3	2.1	13.3	8.2	3%	6%	10%	13%	4.2	8.1
	Tongwei	10,724	4.0	-1.5	-10.4	-24.9	-27.0	84.7	16.6	1.7	1.6	9.7	7.1	3%	6%	13%	15%	1.6	9.1
	Daqo	6,558	2.9	-0.6	-9.3	-26.3	-27.3	71.5	38.2	1.1	1.1	22.1	18.2	8%	15%	26%	29%	1.5	3.0
	Wacker	5,226	4.8	8.5	29.2	24.7	29.6	2,093	43.5	1.0	1.0	8.9	7.3	2%	4%	11%	13%	-0.0	2.4
개발/발전	SK 이터닉스	1,322	0.7	3.1	116.7	183.9	157.1	46.3	45.0	6.0	5.3	21.2	N/A	13%	58%	19%	83%	13.7	12.6
	NextEra Energy	195,330	1.0	1.8	2.9	17.8	11.5	23.4	21.4	2.9	2.7	16.6	16.0	36%	38%	60%	59%	13.0	13.0
	Enlight Renewable Energy	9,530	-0.6	6.8	-11.2	36.4	107.2	102.3	57.1	4.8	4.5	27.2	19.9	50%	52%	82%	84%	3.5	5.5
	Clearway Energy	8,139	0.1	1.9	5.8	22.6	24.2	74.8	32.3	2.9	3.1	14.3	13.4	18%	23%	86%	86%	0.3	8.0
	Brookfield Renewable Partners	22,418	-1.8	3.4	8.5	22.2	17.5	N/A	N/A	2.8	3.1	29.5	28.2	34%	35%	43%	43%	-6.0	-7.4

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 4월 8일(한국시간) 기준. 추정치는 Bloomberg Consensus

주요 태양광 기업 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2024년 1월 5일 주가=100



기업분석

OCI홀딩스
(010060)

BUY(Reinitiate)/목표주가 280,000원
안개 속의 마천루

한화솔루션
(009830)

BUY(Reinitiate)/목표주가 49,000원
태풍이 지나고 찾아온 수확의 계절

SK이터닉스
(475150)

Not Rated
거대한 변화의 파도 앞에서

Enlight Renewable Energy
(ENLT.US)

Not Rated
강력한 실적 성장 매력 보유

Clearway Energy
(CWEN.US)

Not Rated
배당 성장률과 수익률 모두 우수

넥스트에라 에너지
(NEE.US)

Not Rated
AI가 견인하는 수주 성장과 전력 가격 상승 수혜

퍼스트솔라
(FSLR.US)

Not Rated
중국 공급망 배제의 최대 수혜주

OCI홀딩스 (010060)



BUY(Reinitiate)

목표주가 280,000원

주가(4/8) 197,200원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

OCI Energy의 실적 성장과 미래 가치에 주목한다. 기보유한 개발 자산의 매각과 발전소 운영 자산 확대를 통해, 매년 수천억원의 이익을 창출할 수 있는 잠재력을 보유하고 있다. 폴리실리콘 사업도 가동률 회복과 비중국 프리미엄 덕분에 턴어라운드 기대된다. 국내 태양광 업종 내 최선호주로 제시한다.

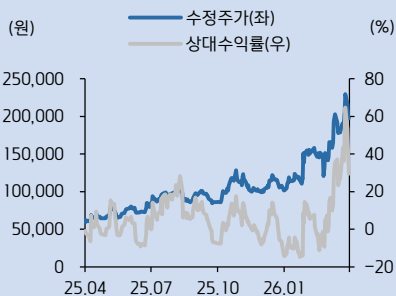
Stock Data

KOSPI (4/8)		5,872.34pt
시가총액		3조 6,818억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	229,500원	59,000원
최고/최저가 대비 등락	-14.1%	234.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	30.2% 23.8%
	6M	128.0% 40.2%
	1Y	226.0% 29.6%

Company Data

발행주식수	18,670천주
일평균 거래량(3M)	269천주
외국인 지분율	18.4%
배당수익률(2026E)	0.5%
BPS(2026E)	13,105원
주요 주주	이화영 외 27인 30.6%

Price Trend



안개 속의 마천루

>>> OCI Energy 가치에 주목

주요 투자포인트로서, OCI Energy의 실적 성장과 미래 가치에 주목한다. 우호적인 산업 환경과 함께, 축적된 네트워크와 노하우를 기반으로 개발 속도와 성공률이 동반 상승하는 선순환이 기대되기 때문이다.

현재 약 7GW의 개발 자산을 보유 중이며, 2030년에는 15GW 이상으로 확대할 계획이다. 이를 통해, 조 단위 규모의 파이프라인을 보유한 회사로 성장이 기대된다. 기보유한 개발 자산의 매각을 통해서만 약 8,100억원의 매출액이 예상된다. 높은 수익성 감안 시, 향후 수년간 전사 영업이익에 유의미한 기여를 할 예정이다.

또한 동사는 2030년까지 운영 자산을 2GW 이상으로 확대한다는 목표도 제시했다. 2030년 이후 전력 판매 매출액만 수 천억원에 육박할 전망이다. 발전소 운영 비즈니스는 프로젝트 매각 대비 안정적인 현금 흐름을 확보할 수 있다는 장점을 갖는다. 발생한 수익은 고마진 프로젝트에 재투자하거나, 주주환원에 활용할 수 있다.

>>> 주요 사업부 턴어라운드 기대

2026년 매출액 4조 833억원(+21% YoY), 영업이익 4,153억원(흑전 YoY)의 턴어라운드를 전망한다.

TerraSus는 가동률 회복과 비중국 프리미엄에 힘입어, 흑자 전환(OPM 25%)을 기대한다. OCI ONE의 웨이퍼 사업 성과가 가시화될 경우, 실적 추정치의 추가적인 상향도 가능하다. OCI SE와 OCI는 유가 상승 효과로, 전년 대비 각각 280억, 1,250억원의 영업이익 회복이 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,577.4	3,380.1	4,083.3	4,054.4	4,176.1
영업이익	101.5	-57.6	415.3	487.1	505.8
EBITDA	295.9	186.2	672.1	759.8	783.7
세전이익	175.6	-139.5	385.8	452.5	416.8
순이익	113.7	-146.2	300.2	347.6	320.1
지배주주지분순이익	97.7	-89.9	244.7	298.3	274.7
EPS(원)	5,005	-4,772	13,105	15,976	14,714
증감률(% YoY)	-86.1	적전	흑전	21.9	-7.9
PER(배)	11.7	-24.1	15.2	12.5	13.6
PBR(배)	0.28	0.55	0.88	0.81	0.75
EV/EBITDA(배)	8.3	19.7	8.0	6.8	6.2
영업이익률(%)	2.8	-1.7	10.2	12.0	12.1
ROE(%)	2.5	-2.3	6.0	6.7	5.7
순차입금비율(%)	9.7	15.1	15.5	10.2	2.7

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 280,000원으로 커버리지 개시

OCI홀딩스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 280,000원을 제시한다. OCI Energy의 실적 성장과 미래 가치에 주목한다. OCI TerraSus(폴리실리콘), OCI SE(국내 발전), OCI(화학/소재)와 같은 주요 사업 부문의 턴어라운드 기대감도 유효하다. 국내 태양광 업종 내 최선호주로 제시한다.

목표주가 산정에는 SOTP 방식을 채택했다. 각 사업 부문별로 영업가치를 산출했으며, EV/EBITDA 밸류에이션을 활용했다.

OCI TerraSus 영업가치 산정을 위해, Peer 기업으로 Longi, Tongwei, Daqo, Wacker을 선정했다. Peer 그룹과 동사의 사업 규모 차이 등을 감안해, 유사 기업들의 평균 12개월 선행 EV/EBITDA 12배를 20% 할인하여 적용했다.

OCI Energy가 포함된 OCI Enterprises의 경우, 유사 기업으로 NextEra Energy와 Enlight Renewable Energy를 선정했다. 두 기업 모두 OCI Energy와 유사한 비즈니스 모델(재생에너지 디벨로퍼 및 IPP)과 전방 시장(미국)을 보유하고 있다는 점에서 Peer로 채택했다.

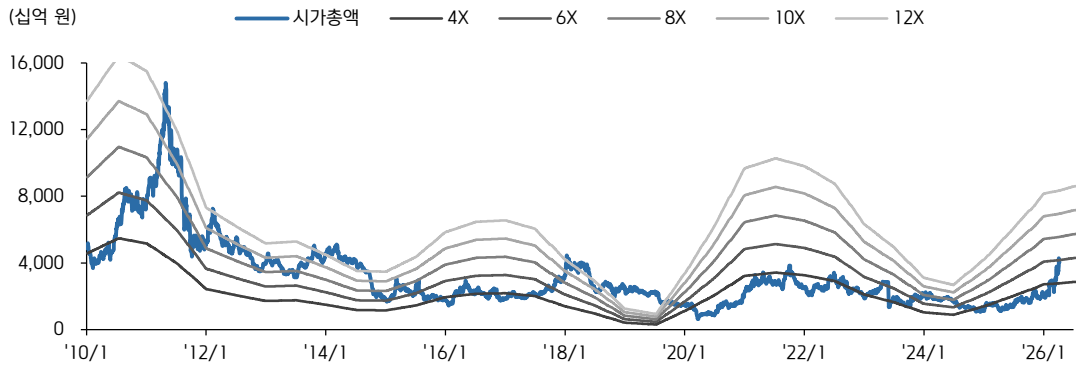
OCI홀딩스 목표주가 280,000원 제시

(단위: 십억 원)

	12개월 선행 EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정 가치	비고
사업 부문별 영업가치 ①			5,198	
OCI TerraSus (폴리실리콘)	295	9.7	2,860	유사 기업 평균 12개월 선행 EV/EBITDA(12배) 20% 할인
OCI Enterprises (개발/운영)	70	21.0	1,477	Peer: NEE, ENLT
OCI SE (국내 발전)	58	9.5	552	Peer: SGC에너지
DCRE (국내 도시 개발)	28	4.3	121	Peer: HDC현대산업개발
OCI (화학/소재)			189	시가총액*지분율*할인율(50%)
지분 가치 ②			277	장부가액*할인율(50%)
2026E 순차입금 ③			333	OCI 순차입금 4,934억원 제외
목표 시가총액 ①+②-③			5,142	
발행 주식 수 (백만 주)			19	
목표 주가 (원)			280,000	
현재 주가 (원)			197,200	
상승 여력 (%)			42%	

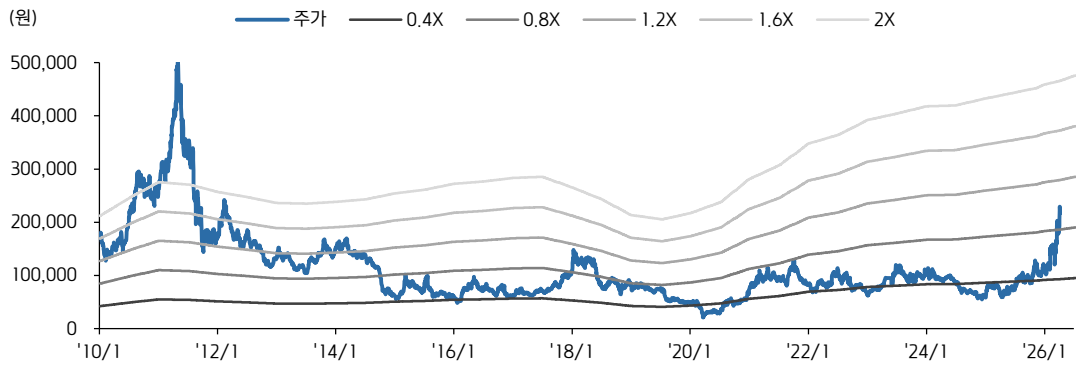
자료: 키움증권 리서치센터

OCI홀딩스 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

OCI홀딩스 12개월 Forward P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

>>> OCI Energy 가치에 주목

2030년 조 단위 규모의 파이프라인 보유가 기대된다

OCI Energy는 지금까지 약 2GW의 태양광, ESS 프로젝트를 매각했다. 그리고 현재 약 7GW 규모의 파이프라인을 보유하고 있다. 이 중 6.6GW는 2026~2030년 사이에 순차적으로 개발 완료 후 매각될 예정이다. 1MW당 프로젝트 매각 단가는 태양광은 약 1억원, ESS는 약 1.5억원 정도로 추정된다. 해당 가정을 적용할 경우, 2030년까지 지금 보유한 파이프라인들의 매각을 통해서만 약 8,100억원의 매출액이 예상된다. 초기 개발 완료된 프로젝트들의 가치가 이전보다 확대될 경우, 추가적인 매각 단가 상승도 기대해볼 수 있다.

더 나아가, 동사는 현재 7GW 수준인 개발 파이프라인을 2030년까지 15GW 이상으로 확대하겠다는 목표를 제시했다. 다소 공격적인 목표처럼 보일 수도 있으나, 지금까지의 성장세가 가팔랐다는 점을 상기해볼 필요가 있다. 실제로 동사가 보유한 파이프라인 규모는 2Q23 1.6GW→4Q23 3.8GW→3Q24 5.2GW→4Q25 7GW로 급성장했다. 그동안 형성된 지역 내 네트워크와 프로젝트 개발 과정에서 축적된 노하우에 힘입어, 개발 속도가 전보다 더 빨라질 수 있을 것으로 기대한다. 목표가 실현된다면, OCI Energy는 몇 년 내로 조 단위 규모의 파이프라인을 보유한 회사로 성장하게 된다.

7GW 파이프라인 중, 380MW는 OCI Energy가 자체적으로 운영할 예정이다. Arava Power와 JV를 설립(OCI Energy 지분율 50%)하여, 260MW 태양광 발전소를 공동 개발 및 운영하기로 결정했다. 2027년 내로 상업운전에 돌입할 전망이다. 태양광 발전소 260MW 운영 시, 연간 약 400~500억원의 매출 발생이 기대된다.

동사는 2030년까지 운영 자산 규모를 2GW 이상으로 확대하겠다는 목표를 제시했다. 목표가 현실화된다면, 2030년 이후 발전소 운영에서 발생하는 매출액만 수 천억원에 육박할 전망이다. 다만 동사는 대규모 발전소 운영 경험이 많지 않고, 발전소 운영 사업 확장을 위한 구체적인 자본 투자 및 인력 확충 계획도 아직 공개되지 않은 상황이다. 관련 계획들이 점차 구체화되고 실제 발전소 상업운전이 시작되는 시점부터는, OCI Energy 기업 가치에 유의미한 기여를 할 수 있을 것으로 기대한다.

OCI Energy 파이프라인

구분	단계	태양광(MW)	ESS(MW)	합계(MW)	실적 반영
Pre-NTP	매각 완료	1,900	120	2,020	매각 후 매출 인식 완료
	Early	1,145	400	1,545	2026~2030년 매각 후 매출 인식 예정
	Mid	1,911	1,150	3,061	
	Late	500	1,500	2,000	
	합계 (개발 중)	3,556	3,050	6,606	
Post-NTP	EPC (운영 예정)	260	120	380	PPA 기반 발전소 운영
상업운전	운영 중	50		50	

자료: OCI Energy, 키움증권 리서치센터

OCI홀딩스 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	948	776	845	811	893	1,009	1,123	1,059	3,380	4,083	4,054
YoY	10%	-18%	-7%	-5%	-6%	30%	33%	31%	-6%	21%	-1%
OCI TerraSus	112	39	132	145	88	154	194	206	427	641	705
OCI Enterprises	68	44	61	36	93	35	71	68	209	267	288
OCI SE	88	81	72	51	80	81	101	83	292	344	306
DCRE	148	88	105	110	132	145	160	152	452	589	648
OCI	539	527	476	467	502	596	600	553	2,009	2,252	2,117
영업이익	49	-80	-53	27	53	66	158	139	-58	415	487
YoY	-51%	적전	적전	흑전	8%	흑전	흑전	409%	적전	흑전	17%
OCI TerraSus	12	-74	-65	33	-10	38	62	72	-93	162	221
OCI Enterprises	9	-12	13	-16	35	-9	25	17	-6	68	92
OCI SE	7	3	2	-12	5	6	10	7	0	28	19
DCRE	18	-5	13	12	11	-11	16	11	37	28	42
OCI	10	-2	-10	3	10	41	44	31	0	126	111
영업이익률(%)	5.1%	-10.3%	-6.3%	3.4%	5.9%	6.5%	14.1%	13.1%	-1.7%	10.2%	12.0%
OCI TerraSus	11%	-191%	-49%	23%	-11%	25%	32%	35%	-22%	25%	31%
OCI Enterprises	14%	-28%	21%	-43%	38%	-26%	35%	25%	-3%	25%	32%
OCI SE	8%	3%	3%	-24%	6%	7%	10%	8%	0%	8%	6%
DCRE	12%	-5%	12%	11%	8%	-7%	10%	8%	8%	5%	7%
OCI	2%	0%	-2%	1%	2%	7%	7%	6%	0%	6%	5%
세전이익	29	-85	-115	31	53	66	146	120	-140	386	453
법인세비용	44	-2	-42	7	12	15	32	27	7	86	105
법인세율(%)	152%	3%	36%	22%	22%	22%	22%	22%	-5%	22%	23%
당기순이익	-15	-82	-73	25	42	52	114	93	-146	300	348
지배주주순이익	-2	-77	-36	25	34	42	93	76	-90	245	298

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	3,577.4	3,380.1	4,083.3	4,054.4	4,176.1
매출원가	3,116.3	3,040.6	3,256.6	3,132.3	3,226.2
매출총이익	461.0	339.5	826.6	922.2	949.8
판매비	359.5	397.1	411.4	435.0	444.0
영업이익	101.5	-57.6	415.3	487.1	505.8
EBITDA	295.9	186.2	672.1	759.8	783.7
영업외손익	74.1	-81.9	-29.5	-34.6	-89.0
이자수익	71.3	39.1	37.3	43.6	56.5
이자비용	39.7	60.6	61.2	60.3	60.3
외환관련이익	89.1	51.8	37.6	37.6	37.6
외환관련손실	110.8	63.2	32.7	32.7	32.7
종속 및 관계기업손익	20.0	-1.6	9.2	3.8	-1.6
기타	44.2	-47.4	-19.7	-26.6	-88.5
법인세차감전이익	175.6	-139.5	385.8	452.5	416.8
법인세비용	61.9	6.7	85.6	104.9	96.6
계속사업손손익	113.7	-146.2	300.2	347.6	320.1
당기순이익	113.7	-146.2	300.2	347.6	320.1
지배주주순이익	97.7	-89.9	244.7	298.3	274.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	35.0	-5.5	20.8	-0.7	3.0
영업이익 증감율	-80.9	-156.7	-821.0	17.3	3.8
EBITDA 증감율	-53.8	-37.1	261.0	13.0	3.1
지배주주순이익의 증감율	-86.3	-192.0	-372.2	21.9	-7.9
EPS 증감율	-86.1	적전	흑전	21.9	-7.9
매출총이익률(%)	12.9	10.0	20.2	22.7	22.7
영업이익률(%)	2.8	-1.7	10.2	12.0	12.1
EBITDA Margin(%)	8.3	5.5	16.5	18.7	18.8
지배주주순이익률(%)	2.7	-2.7	6.0	7.4	6.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	116.4	553.9	622.6	867.6	725.7
당기순이익	113.7	-146.2	300.2	347.6	320.1
비현금항목의 가감	240.6	403.8	547.2	575.1	559.1
유형자산감가상각비	163.6	210.9	230.4	252.3	262.2
무형자산감가상각비	30.8	32.9	26.5	20.4	15.7
지분법평가손익	-239.9	-30.8	0.0	0.0	0.0
기타	286.1	190.8	290.3	302.4	281.2
영업활동자산부채증감	-250.0	310.4	-142.9	38.8	-80.9
매출채권및기타채권의감소	14.0	-50.5	-55.0	3.6	-15.4
채고자산의감소	-242.5	58.3	-150.8	37.5	-72.3
매입채무및기타채무의증가	43.0	-174.5	50.0	-12.3	-0.9
기타	-64.5	477.1	12.9	10.0	7.7
기타현금흐름	12.1	-14.1	-81.9	-93.9	-72.6
투자활동 현금흐름	-108.2	-401.4	-626.0	-567.9	-250.0
유형자산의 취득	-356.6	-370.8	-380.0	-320.0	0.0
유형자산의 처분	1.5	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.6	-1.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	125.9	-177.0	-184.7	-184.7	-184.7
단기금융자산의감소(증가)	134.8	189.1	-19.4	-21.3	-23.5
기타	-10.2	-41.9	-41.9	-41.9	-41.8
재무활동 현금흐름	-178.2	-260.8	-20.9	-70.9	-40.9
차입금의 증가(감소)	-22.7	-175.9	20.0	-30.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-62.7	-7.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-78.3	-55.4	-18.7	-18.7	-18.7
기타	-14.5	-22.2	-22.2	-22.2	-22.2
기타현금흐름	99.4	-0.1	-52.5	-52.5	-52.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-70.6	-108.5	-76.7	176.3	382.3
기초현금 및 현금성자산	1,213.8	1,143.3	1,034.7	958.1	1,134.4
기말현금 및 현금성자산	1,143.3	1,034.7	958.1	1,134.4	1,516.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,763.3	4,040.6	4,176.2	4,322.8	4,808.5
현금 및 현금성자산	1,143.3	1,034.7	958.1	1,134.4	1,516.7
단기금융자산	383.0	193.9	213.2	234.6	258.0
매출채권 및 기타채권	819.1	460.5	515.5	511.8	527.2
채고자산	2,345.0	2,295.2	2,446.0	2,408.5	2,480.8
기타유동자산	72.9	56.3	43.4	33.5	25.8
비유동자산	3,330.3	3,830.3	4,138.1	4,370.2	4,276.9
투자자산	439.3	616.3	801.0	985.6	1,170.3
유형자산	2,374.0	2,653.1	2,802.8	2,870.5	2,608.3
무형자산	154.8	163.6	137.1	116.7	101.0
기타비유동자산	362.2	397.3	397.2	397.4	397.3
자산총계	8,093.7	7,870.9	8,314.4	8,692.9	9,085.4
유동부채	1,901.4	1,376.1	1,436.1	1,413.8	1,412.9
매입채무 및 기타채무	666.6	448.0	498.0	485.8	484.8
단기금융부채	1,083.1	785.6	795.6	785.6	785.6
기타유동부채	151.7	142.5	142.5	142.4	142.5
비유동부채	1,356.8	1,763.3	1,773.3	1,753.3	1,753.3
장기금융부채	913.2	1,158.9	1,168.9	1,148.9	1,148.9
기타비유동부채	443.6	604.4	604.4	604.4	604.4
부채총계	3,258.1	3,139.3	3,209.4	3,167.1	3,166.2
자본지분	3,979.2	3,931.9	4,249.8	4,621.4	4,969.4
자본금	106.9	106.9	106.9	106.9	106.9
자본잉여금	906.2	906.2	906.2	906.2	906.2
기타자본	-924.2	-901.5	-901.5	-901.5	-901.5
기타포괄손익누계액	348.7	442.1	534.0	626.0	717.9
이익잉여금	3,541.6	3,378.3	3,604.3	3,883.9	4,139.9
비지배지분	856.3	799.6	855.1	904.5	949.9
자본총계	4,835.5	4,731.5	5,105.0	5,525.8	5,919.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	5,005	-4,772	13,105	15,976	14,714
BPS	208,037	210,598	227,627	247,526	266,164
CFPS	18,154	13,676	45,387	49,420	47,095
DPS	2,200	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	11.7	-24.1	15.2	12.5	13.6
PER(최고)	23.3	-27.6	17.9		
PER(최저)	11.0	-12.1	7.7		
PBR	0.28	0.55	0.88	0.81	0.75
PBR(최고)	0.56	0.63	1.03		
PBR(최저)	0.26	0.27	0.44		
PSR	0.32	0.64	0.91	0.92	0.89
PCFR	3.2	8.4	4.4	4.0	4.2
EV/EBITDA	8.3	19.7	8.0	6.8	6.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	36.3	-12.8	6.2	5.4	5.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.7	0.9	0.5	0.5	0.5
ROA	1.6	-1.8	3.7	4.1	3.6
ROE	2.5	-2.3	6.0	6.7	5.7
ROIC	0.5	-1.1	6.2	6.9	7.3
매출채권회전율	5.5	5.3	8.4	7.9	8.0
채고자산회전율	1.8	1.5	1.7	1.7	1.7
부채비율	67.4	66.3	62.9	57.3	53.5
순차입금비용	9.7	15.1	15.5	10.2	2.7
이자보상배율, 현금	2.6	-1.0	6.8	8.1	8.4
총차입금	1,996.3	1,944.6	1,964.6	1,934.6	1,934.6
순차입금	470.1	716.0	793.2	565.6	159.9
EBITDA	295.9	186.2	672.1	759.8	783.7
FCF	-392.8	126.1	57.0	365.7	585.5

한화솔루션 (009830)



BUY(Reinitiate)

목표주가 49,000원

주가(4/8) 40,300원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

그동안 미국에서 진행됐던 대규모 투자가 비로소 결실을 맺는 시기가 도래했다. 모듈 생산량 반등, 잉곳/웨이퍼/셀 공장 가동 본격화에 힘입어, 2027년까지 태양광 부문 실적 개선이 지속될 것으로 전망한다. 향후 실적 개선 방향성에 초점을 맞출 필요가 있다고 판단하며, 최근 높아진 가격 매력을 활용한 신규 매수를 권고한다.

Stock Data

KOSPI (4/8)	5,872.34pt	
시가총액	6조 9,273억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	58,500원	19,270원
최고/최저가 대비 등락	-31.1%	109.1%
주가수익률	절대	상대
1M	-22.2%	-26.0%
6M	42.9%	-12.1%
1Y	101.9%	-19.7%

Company Data

발행주식수	171,893천주
일평균 거래량(3M)	7,120천주
외국인 지분율	14.0%
배당수익률(2026E)	0.8%
BPS(2026E)	47,856원
주요 주주	한화 외 8 인
	36.9%

Price Trend



태풍이 지나고 찾아온 수확의 계절

>>> 2027년까지 높은 성장 가시성에 주목

적어도 2027년까지는 태양광 모듈 부문의 실적 개선이 지속될 것으로 판단한다. 미국 시장은 Non PFE 제품에 대한 차별적인 수요 강화로, 동사에겐 더욱 우호적인 영업 환경이 예상된다. 연초부터 미국 모듈 가격의 반등 추세도 확인되고 있다.

2H25에 미국 모듈 생산에 영향을 미쳤던 통관 이슈가 해소되면서, 올해부터는 모듈 생산량과 판매량이 반등할 전망이다. 또한 올해 초부터 미국 잉곳/웨이퍼 공장도 가동을 시작했으며, 2H26부터는 셀 공장도 정상 가동될 예정이다. 덕분에 동사의 AMPC 수취 금액은 2026년 9,027억원(+68%YoY), 2027년 1.2조원(+29%YoY)으로 확대되며, 전사 이익 성장을 견인할 것으로 기대한다.

전사 영업이익도 2026년 7,811억원(흑전 YoY), 2027년 1.32조원(+69%YoY)으로, 턴어라운드 이후 이익 성장 기조가 지속될 전망이다. 그동안의 투자가 결실을 맺는 시기가 마침내 도래했다.

>>> 지나간 것은 지나간 대로

동사는 올해 3월 말 약 2.4조원의 대규모 유상증자 계획을 발표했다. 확보한 자금의 약 60%가 채무 상환 목적으로 사용된다는 점이 기존 투자자들에게 가장 아쉬운 대목이다. TOPCon 셀 전환 및 Tandem 셀 양산 라인 투자 계획도 발표했으나, 단기 실적 기여 여부와 그 강도가 불확실하다. 그럼에도, 지금은 향후 실적 개선 방향성에 초점을 맞출 필요가 있다고 판단한다. 최근 높아진 가격 매력을 활용한 신규 매수를 권고한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	12,394.0	13,333.1	16,396.4	17,771.4	18,126.8
영업이익	-300.2	-364.8	781.1	1,320.9	1,348.9
EBITDA	415.2	419.5	1,683.5	2,276.6	2,416.5
세전이익	-1,423.7	-838.0	215.5	840.1	1,143.8
순이익	-1,369.0	-615.3	168.1	638.5	869.3
지배주주지분순이익	-1,404.4	-650.4	168.1	638.5	869.3
EPS(원)	-8,050	-3,728	798	2,591	3,527
증감률(%YoY)	적지	적지	흑전	224.8	36.1
PER(배)	-2.0	-7.2	46.6	14.3	10.5
PBR(배)	0.30	0.51	0.78	0.73	0.68
EV/EBITDA(배)	35.2	46.1	11.1	8.0	6.6
영업이익률(%)	-2.4	-2.7	4.8	7.4	7.4
ROE(%)	-16.0	-7.0	1.6	5.2	6.7
순차입금비율(%)	100.6	112.7	72.6	66.7	46.9

자료: 키움증권 리서치센터

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 49,000원으로 커버리지 개시

한화솔루션에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 49,000원을 제시한다. 2027년까지 태양광 모듈 부문의 실적 성장 가시성이 높다는 점에 주목한다. 그동안 미국에서 진행했던 대규모 투자가 비로소 결실을 맺는 시기가 도래했다. 유상증자 발표 이후 높아진 가격 매력을 활용한 신규 매수 전략을 권고한다.

목표주가 산정에는 SOTP 방식을 채택했다. 각 사업 부문별로 영업가치를 산출했으며, EV/EBITDA 밸류에이션을 활용했다.

신재생에너지 부문 영업가치 산정을 위해, First Solar, Canadian Solar, HD현대에너지솔루션을 Peer 기업으로 선정했다. 세 기업 모두 태양광 셀/모듈을 제조한다.

First Solar와 Canadian Solar는 이미 미국에서 셀/모듈을 생산 중이며, 미국 CAPA를 추가로 증설하고 있다. 전방 시장 및 사업 전략 측면에서 동사와 가장 유사해 보인다.

HD현대에너지솔루션은 국내 생산/판매 비중이 높아, 국내 태양광 보급 확대의 최대 수혜 기업으로 평가 받는다. 또한 단순 모듈 판매뿐만 아니라 태양광 EPC 사업으로도 영역을 확대하고 있다. 동사 역시 국내 시장 상황에 따라 언제든지 국내 판매 물량을 확대할 수 있으며, 단순 모듈 판매를 넘어 추가적인 부가가치를 만들어낼 수 있는 EPC 사업을 확대하고 있다. 이러한 부분들을 고려하여, HD현대에너지솔루션도 Peer 그룹에 포함했다.

케미칼, 첨단소재 부문의 경우, 유사 기업으로 LG화학, HS효성첨단소재, 코오롱인더스트리를 선정했다.

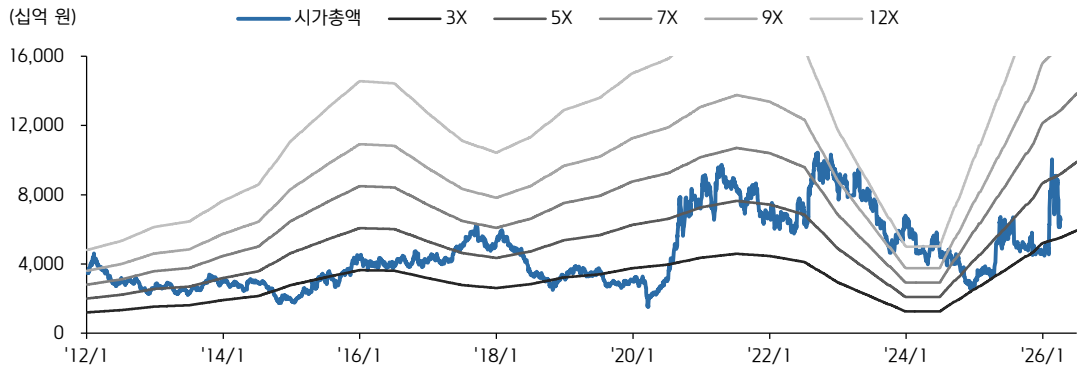
한화솔루션 목표주가 49,000원 제시

(단위: 십억 원)

	12개월 선행 EBITDA	적용 EV/EBITDA	적정 가치	비고
사업 부문별 영업가치 ①			19,535	
신재생에너지	1,637	11.0	18,010	유사 기업 평균 12개월 선행 EV/EBITDA(11배) 적용
케미칼, 첨단소재	193	7.9	1,525	유사 기업 평균 12개월 선행 EV/EBITDA(7.9배) 적용
지분 가치 ②			2,519	장부가액*할인율(50%)
2026E 순차입금 ③			10,075	
우선주 시가총액 ④			61	
목표 시가총액 ①+②-③-④			11,918	
발행 주식 수 (백만 주)			244	예상 발행 주식수 7,200만주 반영
목표 주가 (원)			49,000	
현재 주가 (원)			40,300	
상승 여력 (%)			22%	

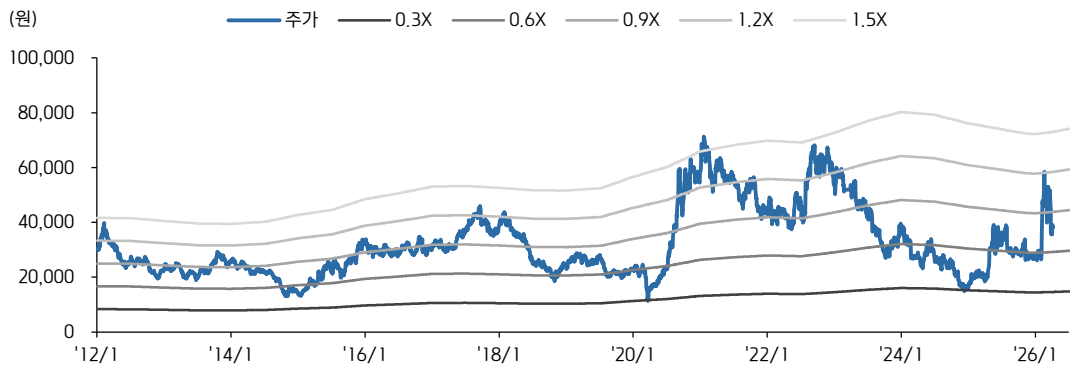
자료: 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화솔루션 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	3,095	3,117	3,364	3,757	3,329	3,780	4,023	5,265	13,333	16,396	17,771
YoY	31%	18%	23%	-19%	8%	21%	20%	40%	8%	23%	8%
신재생에너지	1,599	1,446	1,752	2,062	1,706	1,899	2,415	3,585	6,859	9,605	10,776
태양광 모듈	587	574	432	300	731	829	944	969	1,893	3,473	4,031
AMPC	184	182	68	102	179	202	248	274	536	903	1,168
개발/EPC	419	394	819	1,422	521	562	873	2,015	3,054	3,970	4,367
주택용 에너지	594	478	501	340	455	508	598	601	1,913	2,162	2,378
케미칼	1,074	1,239	1,160	1,151	1,204	1,422	1,147	1,075	4,624	4,848	4,993
첨단소재	274	308	258	271	285	306	289	297	1,111	1,177	1,213
기타	148	124	195	294	133	153	173	308	760	767	790
영업이익	30	102	-7	-490	41	171	279	291	-365	781	1,321
YoY	흑전	흑전	적지	적전	34%	67%	흑전	흑전	적지	흑전	69%
신재생에너지	136	156	8	-386	85	195	309	372	-85	962	1,452
태양광 모듈	49	162	-90	-196	102	156	236	261	-75	755	1,159
AMPC	184	182	68	102	179	202	248	274	536	903	1,168
개발/EPC	-42	-61	19	-168	-2	-2	2	20	-253	18	51
주택용 에너지	129	55	80	-21	-15	41	71	90	243	188	242
케미칼	-91	-47	-9	-102	-37	-10	-29	-97	-249	-173	-128
첨단소재	-2	10	4	-5	3	-2	7	8	6	17	18
기타	-13	-17	-10	15	-10	-13	-9	8	-25	-24	-22
영업이익률(%)	1.0%	3.3%	-0.2%	-13.0%	1.2%	4.5%	6.9%	5.5%	-2.7%	4.8%	7.4%
신재생에너지	9%	11%	0%	-19%	5%	10%	13%	10%	-1%	10%	13%
케미칼	-8%	-4%	-1%	-9%	-3%	-1%	-2%	-9%	-5%	-4%	-3%
첨단소재	-1%	3%	1%	-2%	1%	-1%	2%	3%	1%	1%	2%
기타	-9%	-14%	-5%	5%	-7%	-8%	-5%	3%	-3%	-3%	-3%
금융손익	-107	-108	-108	-118	-114	-107	-98	-86	-441	-405	-367
세전이익	-68	-148	-40	-582	-78	43	135	115	-838	216	840
법인세비용	-39	29	-44	-171	-17	9	30	25	-225	47	202
법인세율(%)	58%	-19%	111%	29%	22%	22%	22%	22%	27%	22%	24%
지배주주순이익	-44	-202	-12	-392	-61	34	105	90	-650	168	638

자료: 키움증권 리서치센터

한화솔루션 AMPC 금액 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
품목별 AMPC(\$)											
웨이퍼(\$/m ²)	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
셀(\$/W)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
모듈(\$/W)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
미국 CAPA											
잉곳/웨이퍼(만 m ²)					323	323	323	323		1,292	1,292
셀(MW)							825	825		3,300	3,300
모듈(MW)	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100	8,400	8,400	8,400
가동률(%)											
잉곳/웨이퍼					10%	25%	50%	75%		40%	90%
셀							50%	75%		31%	90%
모듈	86%	89%	33%	48%	80%	87%	92%	92%	64%	88%	93%
생산량/판매량											
잉곳/웨이퍼(만 m ²)					32	81	162	242		517	1,163
셀(MW)							413	619		1,031	2,970
모듈(MW)	1,796	1,875	698	1,003	1,684	1,827	1,932	1,932	5,372	7,375	7,812
AMPC 금액(백만 달러)											
잉곳/웨이퍼					4	10	19	29		62	140
셀							17	25		41	119
모듈	126	131	49	70	118	128	135	135	376	516	547
AMPC 금액 합계(억 원)	1,839	1,820	682	1,019	1,786	2,018	2,481	2,742	5,360	9,027	11,676

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매출액	12,394.0	13,333.1	16,396.4	17,771.4	18,126.8
매출원가	11,008.2	11,845.1	13,779.6	14,579.7	14,871.3
매출총이익	1,385.9	1,487.9	2,616.8	3,191.7	3,255.5
판매비	1,686.1	1,852.7	1,835.7	1,870.7	1,906.7
영업이익	-300.2	-364.8	781.1	1,320.9	1,348.9
EBITDA	415.2	419.5	1,683.5	2,276.6	2,416.5
영업외손익	-1,123.5	-473.2	-565.6	-480.8	-205.1
이자수익	103.4	96.0	131.0	141.2	223.0
이자비용	548.4	539.4	487.5	461.2	461.2
외환관련이익	350.2	242.1	190.4	190.4	190.4
외환관련손실	426.3	315.1	228.5	228.5	228.5
종속 및 관계기업손익	-326.7	34.5	-9.5	-7.6	34.5
기타	-275.7	8.7	-161.5	-115.1	36.7
법인세차감전이익	-1,423.7	-838.0	215.5	840.1	1,143.8
법인세비용	-315.6	-225.1	47.4	201.6	274.5
계속사업손익	-1,109.2	-613.1	168.1	638.5	869.3
당기순이익	-1,369.0	-615.3	168.1	638.5	869.3
지배주주순이익	-1,404.4	-650.4	168.1	638.5	869.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-5.2	7.6	23.0	8.4	2.0
영업이익 증감율	-151.8	21.5	-314.1	69.1	2.1
EBITDA 증감율	-66.9	1.0	301.3	35.2	6.1
지배주주순이익 증감율	흑전	-53.7	-125.8	279.8	36.1
EPS 증감율	적지	적지	흑전	224.8	36.1
매출총이익율(%)	11.2	11.2	16.0	18.0	18.0
영업이익률(%)	-2.4	-2.7	4.8	7.4	7.4
EBITDA Margin(%)	3.4	3.1	10.3	12.8	13.3
지배주주순이익률(%)	-11.3	-4.9	1.0	3.6	4.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	638.5	-655.0	1,120.1	1,860.1	2,189.9
당기순이익	-1,369.0	-615.3	168.1	638.5	869.3
비현금항목의 가감	1,942.2	1,432.0	1,904.2	2,075.3	2,178.4
유형자산감가상각비	649.4	719.9	838.6	899.3	1,017.8
무형자산감가상각비	66.1	64.3	63.8	56.4	49.8
지분법평가손익	-499.4	-828.4	-34.5	-34.5	-34.5
기타	1,726.1	1,476.2	1,036.3	1,154.1	1,145.3
영업활동자산부채증감	94.5	-1,394.8	-548.4	-332.0	-345.0
매출채권및기타채권의감소	-274.3	471.0	-303.3	-255.8	-66.1
재고자산의감소	-473.5	-1,464.2	-649.2	-175.3	-130.1
매입채무및기타채무의증가	688.1	319.6	706.1	367.7	165.6
기타	154.2	-721.2	-302.0	-268.6	-314.4
기타현금흐름	-29.2	-76.9	-403.8	-521.7	-512.8
투자활동 현금흐름	-3,287.4	-1,748.6	51.1	-467.6	1,309.7
유형자산의 취득	-3,397.6	-2,010.5	-1,300.0	-1,800.0	0.0
유형자산의 처분	53.7	38.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-21.3	-6.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1,039.7	-388.9	747.8	747.8	747.8
단기금융자산의감소(증가)	1.6	-69.7	-84.9	-103.6	-126.3
기타	1,115.9	688.2	688.2	688.2	688.2
재무활동 현금흐름	2,675.9	2,714.2	1,518.5	538.3	538.3
차입금의 증가(감소)	2,687.6	2,269.4	-1,489.8	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	2,397.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-138.0	-165.9	0.0	-72.4	-72.4
기타	126.3	610.7	610.7	610.7	610.7
기타현금흐름	199.3	-24.6	-1,730.9	-1,730.9	-1,730.9
현금 및 현금성자산의 순증가	226.3	286.1	958.7	199.9	2,307.0
기초현금 및 현금성자산	1,958.1	2,184.4	2,470.5	3,429.2	3,629.1
기말현금 및 현금성자산	2,184.4	2,470.5	3,429.2	3,629.1	5,936.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,882.7	12,636.7	14,862.4	15,865.7	18,809.5
현금 및 현금성자산	2,184.4	2,470.5	3,429.2	3,629.1	5,936.1
단기금융자산	317.8	387.4	472.3	575.9	702.1
매출채권 및 기타채권	2,967.6	2,747.2	3,050.4	3,306.2	3,372.4
재고자산	4,257.5	5,679.9	6,329.1	6,504.4	6,634.5
기타유동자산	1,155.4	1,351.7	1,581.4	1,850.1	2,164.4
비유동자산	19,154.2	20,507.3	20,191.5	20,322.5	18,541.5
투자자산	5,338.8	5,762.2	5,048.8	4,335.5	3,622.1
유형자산	10,727.0	11,181.8	11,643.3	12,544.0	11,526.2
무형자산	1,755.7	1,846.4	1,782.6	1,726.2	1,676.4
기타비유동자산	1,332.7	1,716.9	1,716.8	1,716.8	1,716.8
자산총계	30,036.8	33,144.0	35,054.0	36,188.2	37,351.0
유동부채	11,707.6	12,735.9	12,800.4	13,168.2	13,333.8
매입채무 및 기타채무	4,023.2	4,200.9	4,907.0	5,274.8	5,440.3
단기금융부채	6,400.7	7,230.2	6,588.7	6,588.7	6,588.7
기타유동부채	1,283.7	1,304.8	1,304.7	1,304.7	1,304.8
비유동부채	7,722.4	9,223.1	8,374.8	8,374.8	8,374.8
장기금융부채	6,769.7	8,236.2	7,387.9	7,387.9	7,387.9
기타비유동부채	952.7	986.9	986.9	986.9	986.9
부채총계	19,430.0	21,959.0	21,175.3	21,543.0	21,708.6
지배지분	9,449.7	9,101.2	11,794.9	12,561.4	13,558.6
자본금	888.6	888.6	1,248.6	1,248.6	1,248.6
자본잉여금	1,562.4	1,771.4	3,809.0	3,809.0	3,809.0
기타자본	-150.4	-150.5	-150.5	-150.5	-150.5
기타포괄손익누계액	2,319.8	2,451.9	2,652.3	2,852.7	3,053.1
이익잉여금	4,132.4	3,443.1	3,538.8	4,104.9	4,901.7
비지배지분	1,157.2	2,083.8	2,083.8	2,083.8	2,083.8
자본총계	10,606.9	11,185.0	13,878.7	14,645.2	15,642.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS	-8,050	-3,728	798	2,591	3,527
BPS	54,163	52,166	47,856	50,966	55,012
CFPS	3,285	4,681	9,832	11,011	12,365
DPS	300	0	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-2.0	-7.2	46.6	14.3	10.5
PER(최고)	-4.9	-10.9	74.4		
PER(최저)	-1.8	-4.3	32.2		
PBR	0.30	0.51	0.78	0.73	0.68
PBR(최고)	0.73	0.78	1.24		
PBR(최저)	0.27	0.31	0.54		
PSR	0.23	0.35	0.48	0.52	0.51
PCFR	4.9	5.7	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	35.2	46.1	11.1	8.0	6.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	-3.7	0.0	43.1	11.3	8.3
배당수익률(%·보통주·현금)	1.9	0.0	0.8	0.8	0.8
ROA	-5.0	-1.9	0.5	1.8	2.4
ROE	-16.0	-7.0	1.6	5.2	6.7
ROIC	-1.9	-2.2	3.2	5.0	5.1
매출채권회전율	4.0	4.7	5.7	5.6	5.4
재고자산회전율	3.2	2.7	2.7	2.8	2.8
부채비율	183.2	196.3	152.6	147.1	138.8
순차입금비율	100.6	112.7	72.6	66.7	46.9
이자보상배율·현금	-0.5	-0.7	1.6	2.9	2.9
총차입금	13,170.4	15,466.4	13,976.6	13,976.6	13,976.6
순차입금	10,668.2	12,608.5	10,075.1	9,771.6	7,338.3
EBITDA	415.2	419.5	1,683.5	2,276.6	2,416.5
FCF	-2,831.7	-2,974.1	-336.7	-172.4	1,747.8

SK이터닉스 (475150)



Not Rated

주가(4/8) 57,900원

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

올해와 내년을 거치며, 기업 체질 개선이 본격화될 전망이다. 최대주주 변경 등의 이벤트 이후, 활용 가능한 자본/인력이 더욱 확대될 가능성이 높다. 향후 동사의 사업 역량 강화 및 파이프라인 확대도 기대된다. 사업 모델 전환 이후부터 해외 디벨로퍼/IPP 기업들과의 비교도 더욱 용이해질 수 있다고 생각한다.

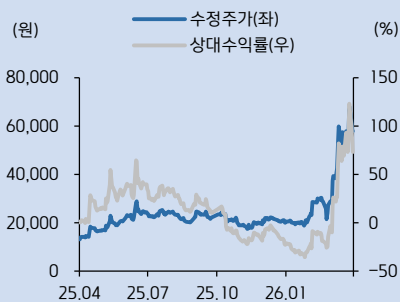
Stock Data

KOSPI (4/8)		5,872.34pt
시가총액		1조 9,725억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	68,200원	13,120원
최고/최저가 대비 등락	-15.1%	341.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	112.1% 101.7%
	6M	146.4% 51.5%
	1Y	336.0% 73.3%

Company Data

발행주식수	34,067천주
일평균 거래량(3M)	2,620천주
외국인 지분율	2.7%
배당수익률(2026E)	0.0%
BPS(2026E)	9,091원
주요 주주	SK디스커버리 외 2 인
	31.3%

Price Trend



거대한 변화의 파도 앞에서

>>> 순수 디벨로퍼로 체질 개선 가속화

2026~2027년은 동사에게 큰 변화의 시기가 될 예정이다. 매출 비중과 영업이익률 변화로 이를 확인할 수 있다. 2026년은 공사/조달 매출 비중이 83%이지만, 2027년에는 개발/운영 매출액이 100%가 될 전망이다. 영업이익률은 올해 12%에서 2027년 65%까지 상승할 것으로 추정한다.

순수 디벨로퍼/IPP로의 전환이 완료되는 셈이다.

최대주주 변경, 그룹 계열사 간 재생에너지 사업 통합 이후 동사가 활용할 수 있는 자본/인력은 확대될 가능성이 높다. 이로 인해, 솔라닉스(태양광 구조화) 규모 확대와 가속화가 기대된다. 동사는 매년 200MW 이상의 PPA 체결과 발전소 매입/양도를 계획 중이다. 그동안 자금 부담으로 참여가 제한됐던 해상풍력 프로젝트에서도 더 많은 사업 기회를 확보할 수 있을 전망이다.

>>> 앞으로 할 일은 점점 더 많아진다

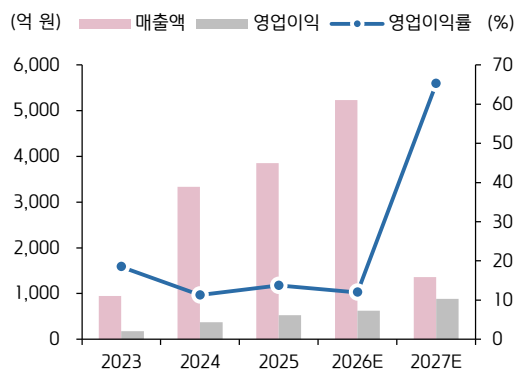
동사가 현재 개발 중인 자산은 약 1.1GW이다. 수년간 국내 재생에너지 투자 확대가 예상되는바, 향후 더 많은 신규 파이프라인 확보가 기대된다. 동사는 신안우이 등 대형 해상풍력 프로젝트 개발 레퍼런스와 태양광/풍력 발전소 운영 경험을 보유하고 있다. 이를 바탕으로 한전 발전 자회사 또는 대기업과 함께 발전소 개발, 운영, 전력 판매 부문에서의 협업 확대를 기대한다.

대표적인 사례가 솔라닉스 사업이다. 그동안 매집했던 태양광 자원이 누적됨에 따라, 동사의 전력 판매/O&M 매출액은 2027년 약 300억원에서 2030년 1,200억원에 육박할 전망이다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액		3,322	3,856	5,230	1,359
영업이익		376	530	626	886
EBITDA		600	800	863	1,112
세전이익		275	381	429	772
순이익		224	307	335	602
지배주주지분순이익		224	307	335	602
EPS(원)		811	910	992	1,785
증감률(% YoY)		NA	12.3	8.9	80.0
PER(배)		14.9	22.7	59.0	32.8
PBR(배)		1.68	2.56	6.43	5.37
EV/EBITDA(배)		10.8	13.4	28.3	21.0
영업이익률(%)		11.3	13.7	12.0	65.2
ROE(%)		9.2	11.9	11.5	17.9
순차입금비율(%)		100.8	135.7	145.1	93.9

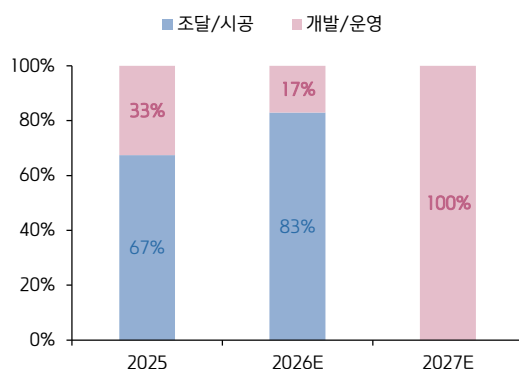
자료: 키움증권 리서치센터

SK이터닉스 실적 추이 및 전망



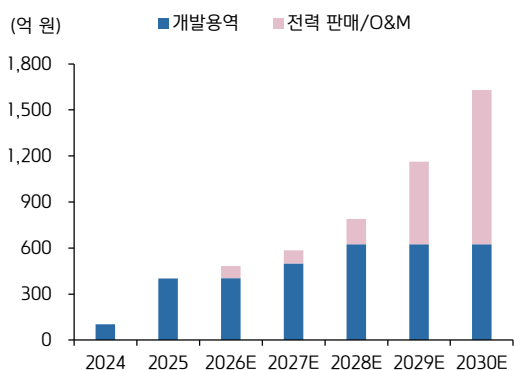
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

조달/시공, 개발/운영 매출 비중 변화



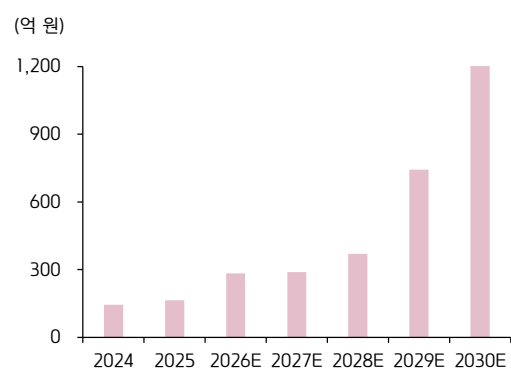
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

솔라닉스 사업 매출액 전망



자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

전사 발전(전력 판매) 및 O&M 매출액 전망



자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

SK이터닉스 파이프라인

프로젝트명	개발 단계	발전원 종류	CAPA (MW)	실적 반영
솔라닉스 1호	PPA 체결 완료	태양광	40	개발용역 매출 인식 완료 전력 중개 매출 인식 예정
솔라닉스 2호			40	
솔라닉스 3호			40	
솔라닉스 5호			100	
솔라닉스 후속 프로젝트	자산 매입 중		400	개발용역 매출 인식 예정
제주 위미(솔라닉스 4호)	공사 중		18	개발용역 매출 인식 예정
진도 염해농지	개발 중		72	
태양광 파이프라인 합계			710	
제주 가시리	운영 중	육상풍력	30	발전 매출 인식
울진 현종산	운영 중		53	O&M 매출 인식
군위 풍백	운영 중 (PPA 체결)		75	공사 매출 인식 완료 발전 매출 인식 예정
의성 황학산	공사 중		99	인도 시점 매출 인식 예정
포항 죽장	개발 중		68	개발용역 매출 인식 예정
신안우이	개발 완료	해상풍력	390	개발용역 매출 인식 완료
인천 굴업도 (1단계)	개발 중		255	개발용역 매출 인식 예정
인천 굴업도 (2단계)	개발 중		500	
울진 후포	개발 중		200	
풍력 파이프라인 합계			1,670	
RPS 입찰 연료전지	상업운전 중	연료전지	129	인도 시점 매출 인식 완료
대소원	공사 중		40	인도 시점 매출 인식 예정
파주	공사 중		31	인도 시점 매출 인식 예정
2024년 HPS 낙찰	개발 완료		28	개발용역 매출 인식 완료
BTM ESS	운영 중	ESS	200	운영 매출 인식
제주 BESS	개발 완료		40	개발용역 매출 인식 완료
미국 FTM ESS	운영 중		100	지분법 손익에 반영
기타 파이프라인 합계			568	

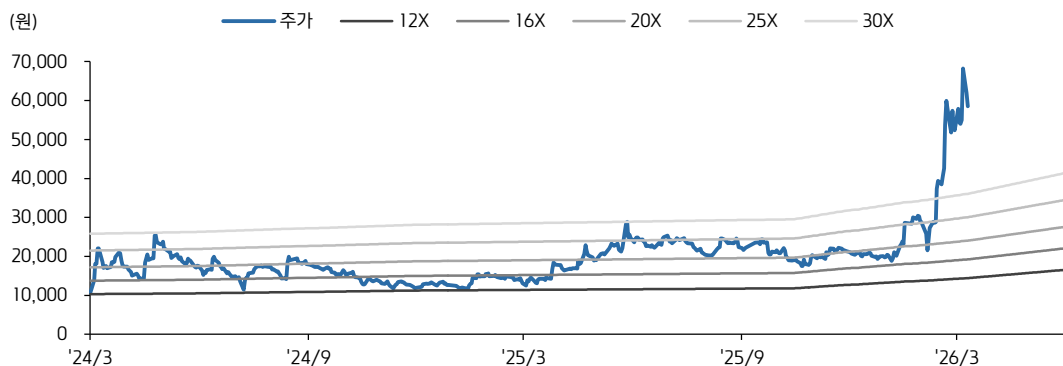
자료: SK이터닉스, 키움증권 리서치센터

SK이터닉스, 해외 유사 기업 재무 지표 비교

회사명	EV/EBITDA		P/B		EBITDA 마진율 (%)		영업이익률 (%)	
	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
SK이터닉스	28.3	21.0	6.4	5.4	17%	82%	12%	65%
NextEra Energy	16.5	15.9	2.9	2.7	60%	59%	36%	37%
Enlight Renewable Energy	27.5	20.1	4.9	4.6	82%	84%	50%	52%
Clearway Energy	14.4	13.5	2.9	3.2	86%	86%	18%	23%
Brookfield Renewable Partners	29.6	28.3	2.9	3.2	43%	43%	34%	35%

자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주: SK이터닉스 재무 지표는 당사 추정

SK이터닉스 12개월 Forward P/E Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	0	3,322	3,856	5,230	1,359
매출원가	0	2,757	3,076	4,287	1,222
매출총이익	0	565	780	943	1,237
판매비	0	188	250	317	351
영업이익	0	376	530	626	886
EBITDA	0	600	800	863	1,112
영업외손익	0	-102	-149	-197	-114
이자수익	0	36	87	98	179
이자비용	0	186	255	302	284
외환관련이익	0	2	106	98	98
외환관련손실	0	5	122	107	107
중속 및 관계기업손익	0	-33	-95	-99	-109
기타	0	84	130	115	109
법인세차감전이익	0	275	381	429	772
법인세비용	0	51	73	94	170
계속사업손익	0	224	307	335	602
당기순이익	0	224	307	335	602
지배주주순이익	0	224	307	335	602
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	NA	16.1	35.6	-74.0
영업이익 증감율	NA	NA	41.0	18.1	41.5
EBITDA 증감율	NA	NA	33.3	7.9	28.9
지배주주순이익의 증감율	NA	NA	37.1	9.1	79.7
EPS 증감율	NA	NA	12.3	8.9	80.0
매출총이익율(%)	0.0	17.0	20.2	18.0	91.0
영업이익율(%)	0.0	11.3	13.7	12.0	65.2
EBITDA Margin(%)	0.0	18.1	20.7	16.5	81.8
지배주주순이익율(%)	0.0	6.7	8.0	6.4	44.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	0	668	-252	-318	1,443
당기순이익	0	224	307	335	602
비현금항목의 가감	0	408	649	497	472
유형자산감가상각비	0	215	260	228	218
무형자산감가상각비	0	9	10	8	7
지분법평가손익	0	-172	-278	-99	-109
기타	0	356	657	360	356
영업활동자산부채증감	0	145	-988	-860	634
매출채권및기타채권의감소	0	89	-412	-247	805
채고자산의감소	0	916	-3,398	-375	4,182
매입채무및기타채무의증가	0	263	-184	59	-35
기타	0	-1,123	3,006	-297	-4,318
기타현금흐름	0	-109	-220	-290	-265
투자활동 현금흐름	0	-669	-1,204	-587	-1,243
유형자산의 취득	0	-126	-138	-140	-150
유형자산의 처분	0	2	13	0	0
무형자산의 순취득	0	-5	0	0	0
투자자산의감소(증가)	0	-2,006	-908	-422	-422
단기금융자산의감소(증가)	0	-131	-177	-31	-677
기타	0	1,597	6	6	6
재무활동 현금흐름	0	-504	1,684	940	140
차입금의 증가(감소)	0	-499	1,644	900	100
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	-4	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	-1	40	40	40
기타현금흐름	0	0	-9	87	86.76
현금 및 현금성자산의 순증가	0	-505	219	121	426
기초현금 및 현금성자산	0	1,171	666	885	1,006
기말현금 및 현금성자산	0	666	885	1,006	1,432

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	0	2,550	7,217	8,183	4,521
현금 및 현금성자산	0	666	885	1,006	1,432
단기금융자산	0	131	308	338	1,015
매출채권 및 기타채권	0	176	841	1,088	283
채고자산	0	592	3,990	4,365	183
기타유동자산	0	985	1,193	1,386	1,608
비유동자산	0	4,767	5,954	6,180	6,417
투자자산	0	1,973	2,786	3,109	3,422
유형자산	0	2,355	2,099	2,011	1,943
무형자산	0	67	57	49	42
기타비유동자산	0	372	1,012	1,011	1,010
자산총계	0	7,317	13,171	14,363	10,938
유동부채	0	2,971	8,128	8,582	4,351
매입채무 및 기타채무	0	408	248	306	271
단기금융부채	0	1,393	2,656	3,156	3,056
기타유동부채	0	1,170	5,224	5,120	1,024
비유동부채	0	1,927	2,312	2,712	2,912
장기금융부채	0	1,843	2,240	2,640	2,840
기타비유동부채	0	84	72	72	72
부채총계	0	4,897	10,440	11,294	7,264
지배지분	0	2,420	2,730	3,069	3,675
자본금	0	67	68	68	68
자본잉여금	0	2,137	2,143	2,143	2,143
기타자본	0	-2	-5	-5	-5
기타포괄손익누계액	0	3	9	12	16
이익잉여금	0	214	516	850	1,453
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	2,420	2,730	3,069	3,675

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		811	910	992	1,785
BPS		7,182	8,089	9,091	10,887
CFPS		2,288	2,832	2,464	3,183
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER		14.9	22.7	59.0	32.8
PER(최고)		34.0	33.6		
PER(최저)		10.2	12.6		
PBR		1.68	2.56	6.43	5.37
PBR(최고)		3.84	3.78		
PBR(최저)		1.15	1.42		
PSR		1.00	1.81	3.78	14.53
PCFR		5.3	7.3	23.7	18.4
EV/EBITDA		10.8	13.4	28.3	21.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)		0.0	0.0	0.0	0.0
ROA		3.1	3.0	2.4	4.8
ROE		9.2	11.9	11.5	17.9
ROIC		10.7	12.0	12.1	17.1
매출채권회전율		37.8	7.6	5.4	2.0
채고자산회전율		11.2	1.7	1.3	0.6
부채비율		202.4	382.4	368.0	197.7
순차입금비율		100.8	135.7	145.1	93.9
이자보상배율, 현금		2.0	2.1	2.1	3.1
총차입금	0	3,236	4,897	5,797	5,897
순차입금	0	2,439	3,704	4,452	3,449
EBITDA	0	600	800	863	1,112
FCF	0	552	-451	-275	1,401

Enlight Renewable Energy (ENLT.US)

강력한 실적 성장 매력 보유

- 미국 시장에 상장된 순수 재생에너지 IPP
- 3년마다 사업 규모를 3배씩 확장하겠다는 목표 제시
- 운영 발전 자산 누적됨에 따라, 반복 매출액 규모 급증 전망

미국 시장에 상장된 순수 재생에너지 IPP

동사는 재생에너지 발전소 개발/운영 사업을 영위하는 순수 재생에너지 IPP이다. 프로젝트 개발 후 매각보다는 개발 후 직접 운영에 집중하고 있다. 전력 판매의 약 90%가 고정 가격 또는 PPA 체결에 기반한다. 2021년 미국에서 활동하던 디벨로퍼인 Clenera 인수를 통해 미국 시장에 진출했다. 현재 보유 중인 글로벌 파이프라인은 약 38GW에 육박하며, 약 25GW가 미국에 위치해 있다. 현재 운영 중인 발전소 규모는 3.9GW로, 2028년 말까지 이를 12~13GW로 확대할 계획이다.

전력 가격 상승에 따른 수혜 지속

AI 데이터센터를 비롯한 전력 수요 급증으로 인해, 전력 판매 시 가격 환경이 매우 우호적으로 형성되고 있다. 이로 인해 동사가 진행하는 프로젝트들의 수익률도 전보다 상승하고 있음을 확인할 수 있다. 또한 관세 영향 등으로 미국 내 태양광 발전소 건설 비용이 소폭 상승했음에도, 이를 전력 판매 가격에 반영하고 있다는 점도 강조했다. 동사는 매 분기마다 건설 중 또는 pre-construction(착공 0~12개월 전) 단계에 있는 프로젝트들의 평균 수익률(Unlevered Project Returns)을 발표하는데, 수익률이 1Q25 11~12%에서 4Q25에는 12~13%로 상승했다.

견조한 실적 성장세

2025년 매출액과 조정 EBITDA는 각각 46%, 51% 성장했다. 향후 운영 발전 자산 규모가 누적됨에 따라, 매년 안정적으로 발생하는 반복 매출액도 급증할 전망이다. 동사는 이러한 반복 매출액 규모가 발전소 1GW당 연간 약 2억 달러 수준이 될 것으로 추산하고 있다. 계획대로 2028년까지 운영 발전소를 12~13GW로 확대할 경우, 현재 대비 3배 이상의 매출액이 기대된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.4.7): \$68.66

목표주가 컨센서스: \$70.8

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
60%	40%

Stock Data

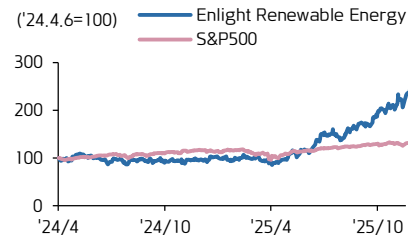
산업분류	재생에너지 발전 사업자
S&P 500 (4/7)	6,616.85
현재주가/목표주가	/ 70.8
52주 최고/최저 (\$)	81.28 / 14.01
시가총액 (백만\$)	9,501
유통주식 수 (백만)	132
일평균거래량 (3M)	151,389

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	378	582	774	1,104
영업이익	176	332	344	481
OPM(%)	46.4	57.0	44.4	43.6
순이익	44	132	62	81
EPS	0.4	1.0	0.4	0.6
증가율(%)	-36.8	177.8	-56.7	30.3
PER(배)	60.6	172.6	159.4	122.4
PBR(배)	1.7	3.6	4.9	4.6
ROE(%)	3.8	9.2	3.5	6.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

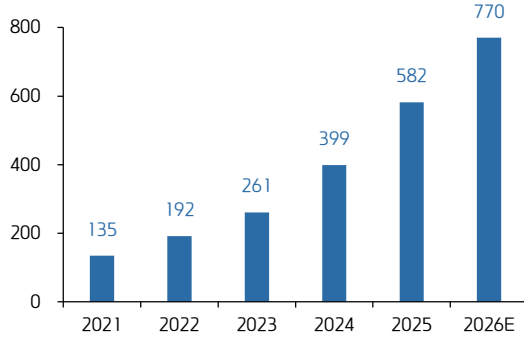
주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	51.9	-10.7	113.4	358.7
S&P Index	-3.4	-1.9	-1.9	30.3



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

연도별 매출액

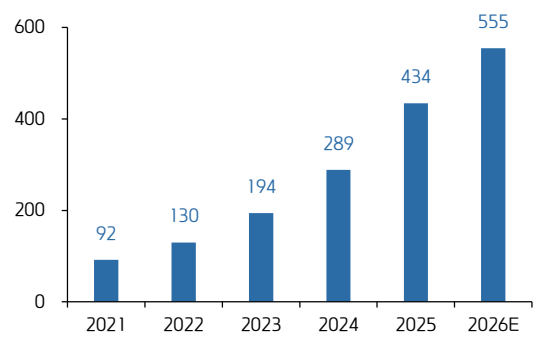
(백만 달러)



자료: Enlight Renewable Energy, 키움증권 리서치센터

연도별 조정 EBITDA

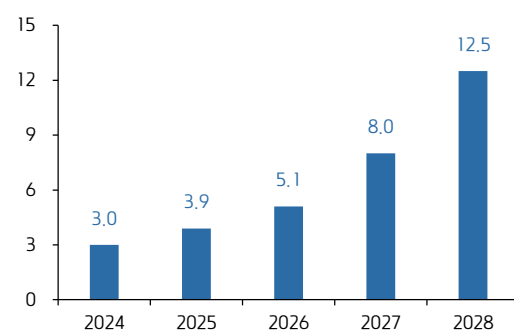
(백만 달러)



자료: Enlight Renewable Energy, 키움증권 리서치센터

ENLT 보유 발전 용량 목표

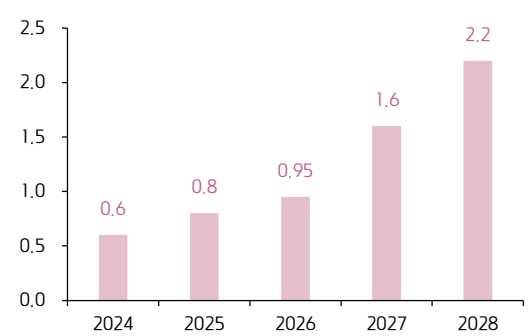
(GW)



자료: Enlight Renewable Energy, 키움증권 리서치센터

운영 CAPA에 따른 예상 반복 매출액

(십억 달러)



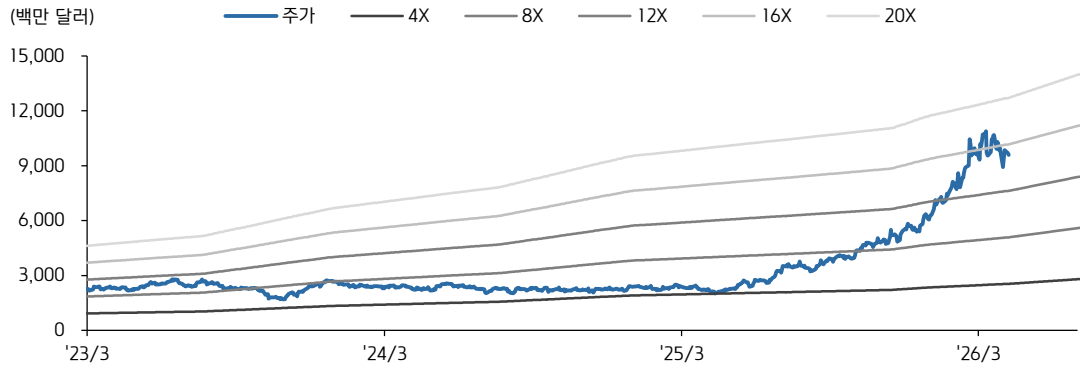
자료: Enlight Renewable Energy, 키움증권 리서치센터

ENLT 보유 파이프라인

구분	태양광/풍력 (MW)	ESS (MW)	합계 (MW)
운영 중 ①	2,944	972	3,916
건설 중 ②	2,122	1,384	3,506
건설 전 (착공 12개월 이내) ③	1,336	2,652	3,988
개발 중 (착공 13~24개월 전)	3,457	2,901	6,358
초기 개발	10,713	9,509	20,222
Mature 포트폴리오 ①+②+③	6,402	5,007	11,409
총 포트폴리오	20,572	17,417	37,989

자료: Enlight Renewable Energy, 키움증권 리서치센터

ENLT 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: Adjusted EBITDA 기준

Clearway Energy (CWEN.US)

배당 성장률과 수익률 모두 우수

- 미국에서 활동하는 발전소 운영 중심 IPP
- PPA 가격 상승으로 인해, 전력 판매 수익성 개선 지속
- 안정적인 현금 흐름을 바탕으로, 높은 배당 성장률과 배당수익률 매력 보유

미국에서 활동하는 발전소 운영 중심 IPP

동사는 발전소 운영에 초점을 두고 있는 IPP이다. 이미 개발/건설이 완료된 저위험 자산을 인수해서, 안정적인 발전소 운영 수익 창출에 집중한다. Clearway Group에서 개발/건설한 발전소를 동사가 인수해서 운영하는 방식이다. 현재 운영 중인 발전소 규모는 약 13GW이며, 재생에너지 비중이 약 80%를 차지한다. 2032년까지 11.2GW의 발전소를 추가 운영할 계획이다.

PPA 가격 상승으로, 기존 보유 발전소 가치 급증

동사는 최근 실적 발표에서 미국 전역에서 전력 판매에 대한 가격 환경이 매우 우호적임을 언급했다. 2025년에 체결한 PPA 가격이 동일한 비교 시장에서 3년 전에 체결한 가격 대비 약 2배에 이른다고 밝혔다. 또한 과거에 고객들과 체결했던 PPA 계약 3건(617MW)의 경우, 계약 만료 전에 더 높은 가격으로 연장 계약을 체결했다. 이미 건설이 끝난 발전소에서 생산한 전기를 판매하기 때문에, 동사를 비롯한 IPP들은 특별한 추가 비용 없이 중장기 수익성이 개선될 수 있는 절호의 기회를 맞이한 셈이다. 계약마다 만료 시점이 달라, 수익성 개선 효과는 점진적으로 나타나는 대신 오랫동안 지속될 전망이다.

배당 성장률과 배당수익률 모두 매력적

2025 년 동사가 발표한 CAFD(배당 가능 현금)은 430 만 달러였다. 회사가 제시한 2026 년 CAFD 가이드스는 490 만 달러로, 전년 대비 14% 성장이 예상된다. 2025 년 배당수익률은 5.6%를 기록했다. 2026 년에도 배당 성장률과 수익률 모두 양호할 전망이다. 매년 꾸준히 운영 발전소 규모가 확대되는 만큼, 앞으로 벌어들일 배당 가능 현금도 동반 성장할 것으로 기대한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.4.7): \$39.67

목표주가 컨센서스: \$41.62

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유
92%	8%

Stock Data

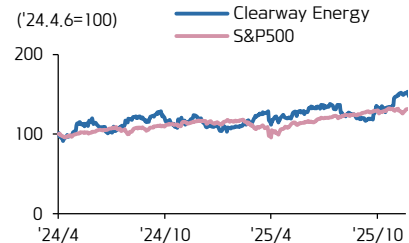
산업분류	재생에너지 발전 사업자
S&P 500 (4/7)	6,616.85
현재주가/목표주가	/ 41.62
52주 최고/최저 (\$)	41.51 / 25.63
시가총액 (백만\$)	8,131
유통주식 수 (백만)	85
일평균거래량 (3M)	1,032,827

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,371	1,429	1,631	1,765
영업이익	196	160	300	423
OPM(%)	14.3	11.2	18.4	24.0
순이익	88	169	143	226
EPS	0.8	1.4	1.1	1.7
증가율(%)	11.9	90.7	-23.7	53.5
PER(배)	28.6	19.4	36.3	23.7
PBR(배)	1.4	2.0	1.8	2.0
ROE(%)	4.2	8.5	1.6	8.8
배당수익률(%)	6.8	5.6	4.7	5.0

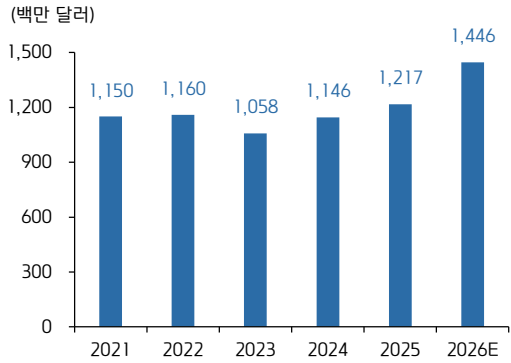
Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	19.2	5.7	22.5	41.2
S&P Index	-3.4	-1.9	-1.9	30.3



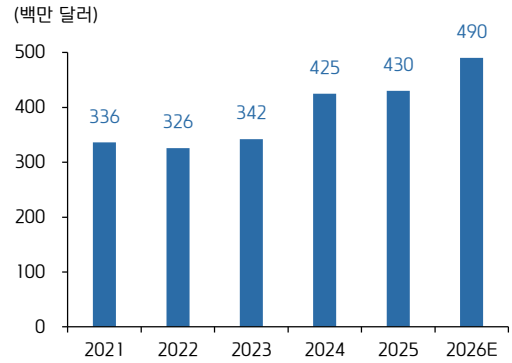
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

연도별 조정 EBITDA



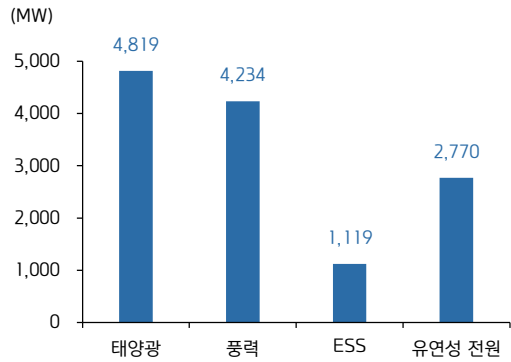
자료: Clearway Energy, 키움증권 리서치센터

배당 가능 현금



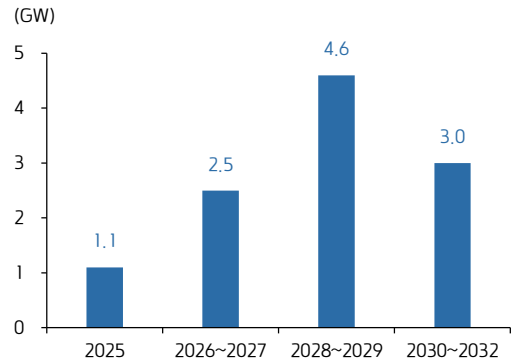
자료: Clearway Energy, 키움증권 리서치센터

CWEN 상업운전 포트폴리오



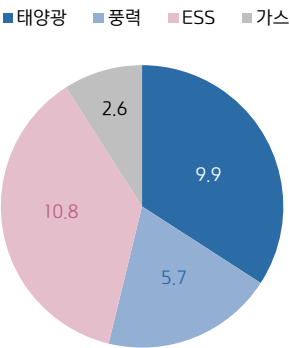
자료: Clearway Energy, 키움증권 리서치센터

발전소 상업운전 계획



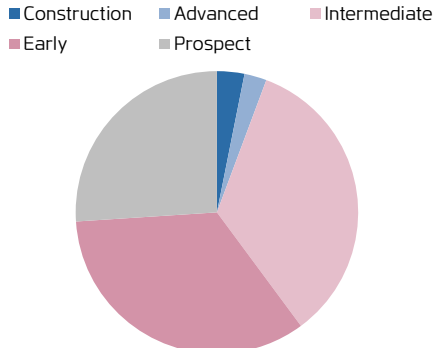
자료: Clearway Energy, 키움증권 리서치센터

Clearway Group 파이프라인



자료: Clearway Energy, 키움증권 리서치센터

Clearway Group 파이프라인



자료: Clearway Energy, 키움증권 리서치센터

넥스트에라 에너지 (NEE.US)

AI가 견인하는 수주 성장과 전력 가격 상승 수혜

- 역대 최대 수주잔고(29.8GW)와 전국구 플랫폼 기반의 압도적 성장 가시성
- 전력 가격 상승에 따른 PPA 재계약 및 원자력 자산 가치 재평가에 따른 수익성 개선
- 30GW 규모의 데이터센터 허브 전략과 규모의 경제에 기반한 압도적 공급망 통제력

미국 전역을 커버하는 가장 확실한 발전 솔루션

넥스트에라 에너지(NEE)는 미국 최대 유틸리티 지주회사로 규제 사업을 담당하는 Florida Power & Light(FPL)와 세계 최대 재생에너지 개발사이자 독립발전사업자(IPP)인 NEER(NextEra Energy Resources)을 주요 자회사로 두고 있다. 2025 년 말 기준 약 80GW(FPL 37GW/NEER 43GW)의 전력 발전 및 저장 용량을 운영 중이며, 이는 미국 전체 발전 설비 용량의 약 6% 수준이다. 동사가 보유하고 있는 차별화된 경쟁력은 일반적으로 지역 단위로 사업범위가 제한되는 타 유틸리티 기업들과 달리 전국 단위 개발 및 운영 역량을 보유하고 있다는 점이다.

Q4FY25 실적: 매출 미스를 압도한 'AI 수주'의 가치

4 분기 매출액은 65.0 억 달러(+20.7% YoY)로 컨센서스를 9.4% 하회했으나, 조정 EPS 는 0.54 달러(+1.9% YoY)를 기록하며 시장 기대치를 충족했다. NEER 의 총 수주잔고는 29.8GW(+20% YoY)로 전분기 대비 3.6GW(1.7GW 태양광, 1.2GW BESS, 0.7GW 풍력) 증가해 역대 최대 분기 수주를 기록했으며, 미국 내 신재생에너지 관련 신규 개발 수요가 견재함을 시사했다. 실적 발표 후 주가는 1.97% 상승하며 매출 컨센서스 하회를 용인했다. 이는 시장이 단기 재무 수치보다 분기 역대 최대 수주에 담긴 장기 성장성에 베팅했기 때문으로 해석된다.

밸류에이션: 실적 가시성과 멀티플 리레이팅 잠재력

NEE 의 현재 주가(93.15 달러) 기준, 경영진이 제시한 2026 년 EPS 가이드스(3.92~4.02 달러)를 대입한 PER 멀티플은 23.8~23.2 배 수준이다. 이는 동사의 12M Fwd PER 5 년 평균(24.4 배)과 비교할 때 약 5~3%의 추가 상승 여력을 보유하고 있음을 시사한다. 다만, 동사의 누적 수주물량(29.8GW)이 향후 수년 간의 안정적 성장을 뒷받침한다는 점, 4 분기 역대급 신규 수주를 달성했다는 점에서 가이드스를 상회하는 실적을 달성할 가능성이 충분하다고 판단된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.04.07): \$93.67

목표주가 컨센서스: \$94.73

▶ 투자 의견 컨센서스

매수 70% 보유 26% 매도 4%

Stock Data

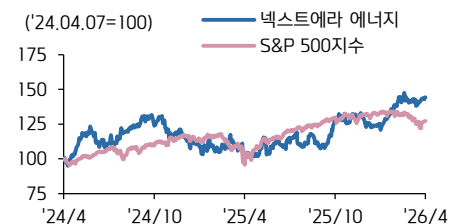
산업분류	전기 공익 사업체
S&P 500 (04/07)	6,616.85
현재주가/목표주가	93.7 / 94.7
52주 최고/최저 (\$)	95.9 / 61.7
시가총액 (백만\$)	195,330
유통주식 수 (백만)	2,085
일평균거래량 (3M)	9,919,659

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	24,753	27,412	31,817	34,608
영업이익	7,479	8,280	11,508	13,130
OPM(%)	30.2	30.2	36.2	37.9
순이익	7,063	7,683	8,410	9,270
EPS	3.43	3.71	4.01	4.37
증가율(%)	8.2	8.2	8.1	9.0
PER(배)	22.2	27.3	23.4	21.4
PBR(배)	2.9	3.1	2.9	2.7
ROE(%)	14.2	13.1	13.0	13.0
배당수익률(%)	2.5	2.5	2.6	2.8

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	16.7	2.9	12.6	44.0
S&P Index	-3.3	-1.8	-1.5	30.7



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

투자 포인트 ①: 전력 가격 상승에 따른 구조적 수익성 레버리지

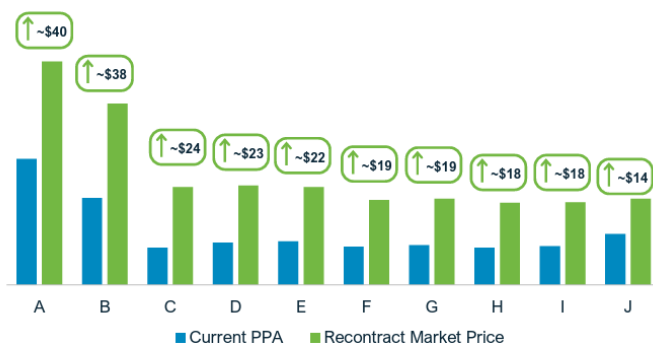
(전력 시장 가격 상승과 PPA 재계약 기회) NEE 는 과거 저물가 시기에 체결된 기존 전력구매계약(PPA)들이 만료됨에 따라 이를 현재의 높은 시장 가격으로 재계약하며 추가적인 수익을 확보하고 있다. 당사는 2032 년까지 약 7.5GW 규모의 자산에 대해 시장 가격 기반의 재계약 기회를 보유하고 있으며, 현재 PPA 가격 대비 재계약 시 예상되는 가격 인상분은 MWh 당 14~40 달러 수준이다. 미국 전력 시장의 가격 상승 기조는 기존 계약의 갱신만으로도 상당한 실적 개선을 이끌 수 있는 상황을 조성하고 있다.

(원자력 자산의 독보적인 가치 상승) 무탄소 기저 부하로서 원자력의 가치가 급등하면서 동사의 원자력 자산의 수익성도 높아지고 있다. 실제 원자력 발전의 경우 재계약 시 MWh 당 30~40 달러 이상의 추가 프리미엄이 발생할 것으로 예상된다. 주요 자산인 위스콘신의 Point Beach 원전(1,000MW)은 최근 체결된 20 년 연장 계약으로 향후 100% 가동 시 연간 조정 EPS 에 약 0.21 달러 기여 가능하다. 또한 뉴햄프셔 Seabrook 원전(700MW)은 지자체들과 20 년 장기 PPA 를 체결 중이며, 100% 가동 기준 연간 조정 EPS 에 약 0.13 달러 기여가 가능할 전망이다.

(무연료비 자산의 마진 확대) 신재생에너지와 원자력은 화석 연료 발전소와 달리 연료비 부담이 거의 없는 자산이라는 점에서 운영 레버리지를 극대화할 수 있다. NEE 는 도매 전력 가격이 상승하는 환경에서도 운영 비용(O&M)은 업계 최상위권의 효율성을 바탕으로 안정적으로 유지되는 반면, 판매 단가는 시장 가격에 수렴하며 상승하기 때문에 매출 증가분이 그대로 영업이익으로 직결되는 구조를 갖추고 있다. 이와 더불어 당사는 재계약 외에도 2032 년까지 약 6GW 규모의 노후 설비 교체(Repowering)를 추진하고 있다. 이를 통해 발전 효율성을 개선하고 추가적인 세액 공제 혜택을 확보함으로써 수익성을 더욱 극대화할 계획이다.

NEE가 공개한 PPA 재계약에 따른 전력가격 변동폭 예시

Illustrative PPA Recontracting Opportunities
\$/MWh



자료: 넥스트에라 에너지, 키움증권 리서치

PPA opportunities

- ✓ New origination at market pricing
- ✓ ~7.5 GW of recontracting through 2032¹
- ✓ ~6 GW of repowering through 2032
- ✓ Storage

투자 포인트 ②: 빅테크 및 데이터센터향 대규모 수요 대응 능력

(데이터센터 허브 전략의 본격화) NEE 는 하이퍼스케일러의 폭발적인 전력 수요에 기민하게 대응하기 위해 데이터센터 클러스터용 전력 허브(Power Hub) 개발 전략을 구체화하고 있다. 이는 데이터센터 입지 예정지에 송배전망과 발전 인프라를 선제적으로 구축하여 고객사가 즉시 가동 가능한 준비된 전력 솔루션을 제공하는 전략이다. 동사는 2035 년까지 기본 15GW 에서 최대 30GW 규모의 허브 개발을 목표로 하고 있으며, 현재 식별된 20 개 이상의 잠재 허브 지역을 2026 년 말까지 40 개 이상으로 확대할 계획이다.

(가시성 높은 Large Load 파이프라인) FPL 은 현재 50 개 이상의 Large Load(대형 부하) 관련 문의(약 20GW 이상 규모)를 접수한 상태이다. 이 중 약 9GW 규모에 대해서는 이미 유료 상호연결 연구(Paid interconnect studies)가 진행 중이며, 이는 2028 년부터 본격적인 실적으로 연결될 전망이다. NEE 는 하이퍼스케일러들의 급격한 전력 수요에 대응하기 위해 약 1GW 규모의 브릿지 전원(Bridge Power) 솔루션을 우선 제공하고, 이후 신규 가스 및 원자력, 탄소 포집(CCS) 등 약 5GW 규모의 대형 프로젝트로 확장하는 단계별 공급 전략을 보유하고 있다.

(구글 클라우드 파트너십을 통한 Rewire AI 추진) NEE 와 빅테크의 협력은 전력 공급 계약을 넘어 기술적 동맹으로 진화하고 있다. NEE 와 구글 클라우드가 파트너십을 체결하고 추진 중인 Rewire AI 이니셔티브는 AI 를 활용해 전력망 운영을 최적화하고 데이터센터 구축 속도를 가속화하는 것을 목표로 한다. 주목할 점은 이 협력으로 발생하는 모든 지식재산권(IP)을 NEE 가 100% 소유한다는 것이다. NEE 는 Rewire AI 를 통해 비용 절감을 달성할 뿐만 아니라 향후 소프트웨어 서비스(SaaS) 형태의 추가 수익 창출까지 가능할 것으로 판단된다.

NEE의 데이터센터 허브 전략 Base Case & Upside Case

Data center hubs are expected to contribute at least 15 GW of new generation by 2035, supporting increased gas origination



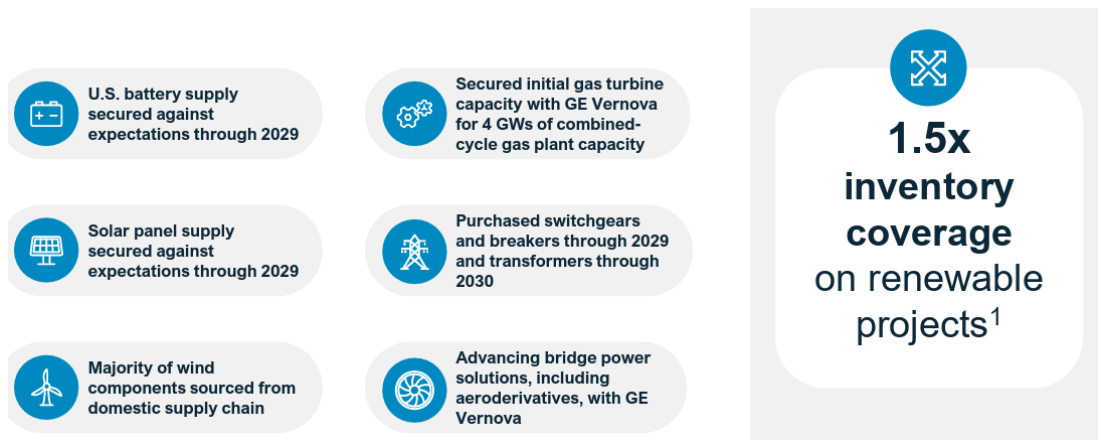
자료: 넥스트에라 에너지, 키움증권 리서치

투자 포인트 ③: 사업 포트폴리오 다각화 및 공급망 통제력

(재생에너지, 화석연료, 송배전망을 아우르는 포트폴리오) NEE 는 약 26GW 규모의 화석 연료 발전 설비를 운영하며 업계 최상위권의 가동 효율성과 비용 경쟁력을 유지하고 있다. 이는 전체 사업 포트폴리오 내 큰 비중을 차지하는 재생에너지의 간헐성을 보완하는 핵심 기저 부하 역할을 수행한다. 또한 전력망 사업부인 NEET 를 통해 미국 전역에서 250 억 달러 이상의 투자 파이프라인을 가동 중이며, 신규 발전 설비의 적기 계통 연결을 보장하는 독보적인 인프라 개발사로서의 지위를 강화하고 있다.

(압도적인 공급망 통제력) 글로벌 공급망 불안정 속에서 NEE 는 2029 년까지의 개발 기대치 대비 1.5 배에 달하는 주요 프로젝트 인벤토리를 선제적으로 확보함으로써 완공 가시성을 극대화했다. 세부적으로는 태양광 패널과 배터리 공급 물량을 2029 년까지 확약 받았으며, 특히 최근 조달 난이도가 급격히 높아진 변압기의 경우 2030 년 물량까지 이미 확보를 마친 상태다. 또한 NEE 는 정책 리스크에 적극적으로 대응하기 위해 풍력 부품의 상당수를 미국 내수 공급망을 통해 조달하고 있으며, 배터리 저장 장치 역시 해외 우려 기관(FEOC) 규정을 준수하는 물량으로 확보하고 있다.

NEE의 주요 부품 수급 계획 및 국내외 공급망 관리 역량



자료: 넥스트에라 에너지, 키움증권 리서치

넥스트에라 에너지 FY25Q4 ('25.10.01~12.31)

구분	FY25Q4	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24Q4	성장률	FY25Q3	성장률
매출액	6,500	7,177	-9.4%	5,385	20.7%	7,966	-18.4%
영업이익	1,586	2,807	-43.5%	941	68.5%	2,527	-37.2%
영업이익률	24.4%	39.1%	-14.7%p	17.5%	6.9%p	31.7%	-7.3%p
순이익	1,133	1,179	-3.9%	1,095	3.5%	2,348	-51.7%
EPS (USD)	0.54	0.53	1.1%	0.53	1.9%	1.13	-52.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

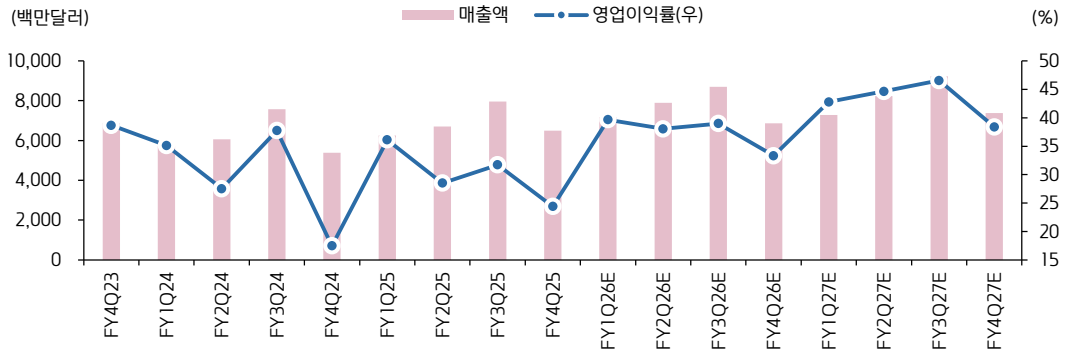
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

넥스트에라 에너지 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26Q1	YoY 성장률	FY26Q2	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	7,173	14.8%	7,901	17.9%	31,817	16.1%	34,608	8.8%
영업이익	2,844	26.1%	3,007	57.3%	11,508	39.0%	13,130	14.1%
영업이익률	39.6	3.5	38.1	9.5	36.2	6.0	37.9	1.8
순이익	1,976	-3.0%	2,264	4.6%	8,410	9.5%	9,270	10.2%
EPS (USD)	0.96	-2.6%	1.08	3.1%	4.01	8.1%	4.37	9.0%

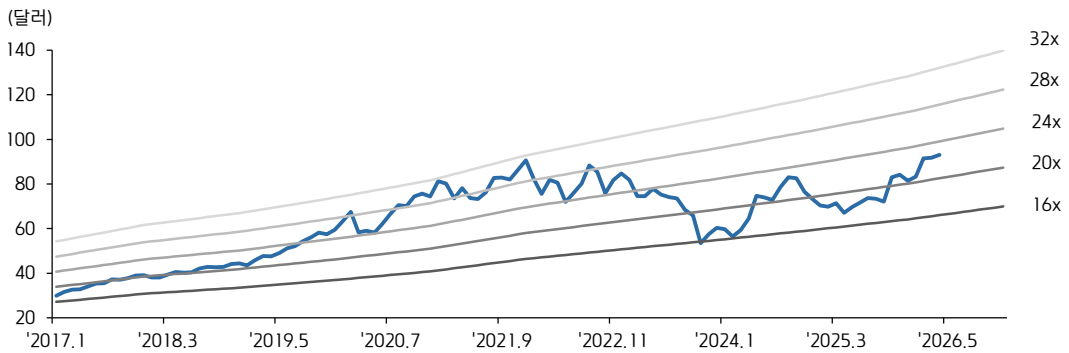
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

넥스트에라 에너지 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

넥스트에라 에너지 12M FWD PER밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

넥스트에라 에너지 상세실적표

(백만 달러)	FY24Q4	FY25Q3	FY25Q4	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	5,385	7,966	6,500	20.7	-18.4
매출원가(연료비)	1,092	1,423	1,173	7.4	-17.6
매출총이익	4,293	6,543	5,327	24.1	-18.6
영업비용	3,386	4,159	3,804	12.3	-8.5
유지비용	1,316	1,410	1,596	21.3	13.2
감가상각비	1,513	2,096	1,616	6.8	-22.9
법인세외 제세	557	653	592	6.3	-9.3
사업/자산 처분손익	34	143	63		
영업이익	941	2,527	1,586	68.5	-37.2
이자비용	725	1,153	586	-19.2	-49.2
지분법투자손익	-845	204	82	-109.7	-59.8
AFUDC	51	48	51	0.0	6.3
투자 및 기타 자산 처분손익	31	68	11	-64.5	-83.8
원전 해제 펀드 평가 손익	-41	63	42	-202.4	-33.3
기타 급여관련 수익	65	67	66		
기타영업외손익	117	61	66	-43.6	8.2
세전이익	1,044	1,885	1,318	26.2	-30.1
법인세 비용	171	-250	225		
순이익	873	2,135	1,093	25.2	-48.8
비지배지분 귀속 손손실	330	303	442	33.9	45.9
NEE 귀속 순이익	1,203	2,438	1,535	27.6	-37.0
EPS(달러/주)	0.58	1.18	0.73	25.9	-38.1
회석 가중평균주수(백만주)	2,062	2,071	2,089	1.3	0.9
[Non-GAAP]					
조정 순이익	1,095	2,348	1,133	3.5	-51.7
조정 EPS	0.53	1.13	0.54	1.9	-52.2
[영업데이터]					
순매출					
FPL(Florida Power & Light)	3,855	4,161	4,272	10.8	2.7
NEER(NextEra Energy Resources)	1,448	2,267	2,117	46.2	-6.6
Corporate and Other	82	115	111	35.4	-3.5
영업이익					
FPL(Florida Power & Light)	1,248	1,797	1,507	20.8	-16.1
NEER(NextEra Energy Resources)	-215	801	191	흑전	-76.2
Corporate and Other	-92	-71	-112	적지	적지

자료: 넥스트에라 에너지, 키움증권 리서치

퍼스트솔라 (FSLR.US)

중국 공급망 배제의 최대 수혜주

- IRA, FEOC, 등 독보적 정책 수혜와 비(非)중국 공급망의 희소성
- 신규 수주잔고의 단가 상승 및 CuRe 기술 도입에 기반한 이익의 질적 도약
- 과도한 우려가 만든 저평가 국면, 24억 달러 규모의 순현금이 주가 하방 경직성 확보

미국 기반의 박막(Thin-Film)형 태양광 모듈 제조사

퍼스트솔라(FSLR)는 미국 내 본사 및 핵심 생산 시설을 보유한 글로벌 최대의 박막(Thin-Film)형 태양광 모듈 제조업체다. 중국 기업 중심의 결정질 실리콘(c-Si) 기술과 차별화된 CdTe(카드뮴 텔루라이드) 기반 모듈 제조 역량을 확보하고 있다. 특히 IRA 및 FEOC 등 미국 보호무역 정책의 가장 직접적인 수혜주로 꼽힌다. 현재 미국(10.6GW)을 필두로 베트남·말레이시아(7.4GW), 인도(3.5GW) 등에 글로벌 생산 거점을 두고 있으며, 2026년까지 미국 내 생산 능력을 25GW 규모로 확대하며 외형 성장을 가속화할 전망이다.

Q4FY25 실적: 시장에 기대치에 다소 못 미친 결과

분기 매출액은 16.8 억 달러(+11.1% YoY)로 시장 기대치를 상회했으나, 회계 EPS 는 4.84 달러(+32.6% YoY)로 소폭 하회했다. GPM 은 전년 대비 2%p 상승한 40%를 기록했는데, 이는 루이지애나 공장의 상업 생산 개시에 따른 비용 감소와 미국 내 제조 비중 확대에 의한 45X 세액공제(AMPC) 혜택 극대화가 주요 동력으로 작용했다. 또한 미국 유틸리티 시장 신규 수주 물량(1GW)의 평균 판매 단가(ASP)가 와트당 0.364 달러를 기록해, 총 수주잔고 평균(0.30 달러)을 상회한 점은 향후 이익의 질적 개선이 이뤄질 수 있다는 점을 시사했다.

밸류에이션: 다시 저평가 구간에 진입

12M Fwd PER 은 10.7 배 수준으로, 섹터 중앙값(21.6 배) 및 과거 5 년 평균(18.3 배)을 하회하는 저평가 국면에 위치해 있다. AMPC 를 포함한 IRA 보조금 혜택이 2029년까지 지속되며 높은 마진율을 견인할 것이라는 점을 고려할 때, 현 주가는 정책 수혜 가치를 충분히 반영하지 못한 상황이라 판단된다. Solar 4 반덤핑 조사 및 FEOC 규정 강화 등 정책적 불확실성이 실질적으로는 동사의 '비-중국 공급망' 가치를 높여주는 유리한 환경임에도 불구하고, 시장의 심리적 불안감과 멀티플 위축은 단기 변동성 요인으로 남아 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.04.07): \$249.37

목표주가 컨센서스: \$192.31

▶ 투자의견 컨센서스



Stock Data

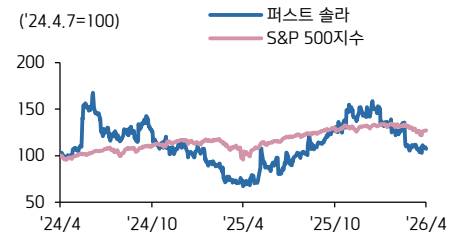
산업분류	반도체 & 반도체 장비
S&P 500 (04/07)	6,616.85
현재주가/목표주가	192.31 / 249.37
52주 최고/최저 (\$)	285.99 / 116.56
시가총액 (백만\$)	20,664
유통주식 수 (백만)	107
일평균거래량 (3M)	2,398,761

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	4,206	5,219	5,174	6,105
EBITDA	1,818	2,362	2,608	3,286
EBITDA 마진(%)	43.2	45.3	50.4	53.8
순이익	1,292	1,528	1,840	2,508
EPS	12.02	14.21	18.02	24.19
증가율	55.3	18.2	26.8	34.2
PER	13.9	17.6	10.7	8.0
PBR	2.4	2.9	1.8	1.5
ROE	17.6	17.4	18.7	20.1
배당지표수익률	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-26.4	1.6	-15.6	47.9
S&P Index	-3.3	-1.8	-1.5	30.7



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

투자 포인트: AI 인프라 확장의 핵심 병목 해결사

(정책적 해자와 비-중국 공급망의 회소성) FSLR 는 중국의 결정질 실리콘(c-Si) 공급망에 의존하지 않는 유일한 대형 태양광 모듈 제조사다. 최근 라오스, 인도, 인도네시아산 수입품에 대해 81~126%에 달하는 높은 예비 상계관세(CVD)가 부과된 ‘Solar 4’ 조사는 경쟁사들의 비용 부담을 극대화하는 반면, 동사의 시장 지배력을 강화하는 계기가 되었다. 또한 10 개의 해외 제조사를 상대로 제기한 TOPCon 특허 침해 조사 요청은 기술적 진입장벽을 법적으로 요새화하려는 전략적 행보로 평가된다. 이러한 정책적 환경은 단순한 보조금 수혜를 넘어 경쟁사들의 미국 시장 진입을 실질적으로 차단하는 강력한 경제적 해자로 작용하고 있다.

(CuRe 기술 전환을 통한 이익의 질적 개선과 ASP 프리미엄) 4 분기 신규 수주 중 미국 유틸리티 물량의 평균 판매 단가(ASP)가 와트당 0.364 달러를 기록하며 전체 잔고 평균(0.30 달러)을 상회한 점은 긍정적인 신호로 해석된다. 이는 올해부터 본격화될 CuRe(구리 대체) 기술 도입이 단순히 공정 개선에 그치지 않고, 결정질 실리콘 대비 최대 8% 더 높은 생애 에너지 수율을 제공함으로써 실질적인 가격 프리미엄을 정당화하고 있음을 보여준다. 또한, 2026 년 가이드스에 반영된 210~219 억 달러 규모의 45X 세액 공제는 생산량 확대와 맞물려 현금 흐름의 가시성을 담보하며, 향후 고효율 페로브스카이트(Perovskite)로의 로드맵 전환을 위한 재원이 될 것으로 판단한다.

(멀티플 부담 해소와 주주환원 기대감) 현재 동사의 12M Fwd PER 은 10.7 배 수준으로 섹터 중앙값(21.6 배) 및 과거 5 년 평균(18.3 배) 대비 저평가 구간에 머물러 있다. 이는 시장이 2026 년 가이드스 하향과 수주잔고의 양적 감소에 다소 과도하게 반응했음을 시사한다. 하지만 루이지애나와 사우스캐롤라이나 등 미국 내 생산 설비 확충이 완료되는 시점부터는 규모의 경제를 통한 이익 회복이 가시화될 전망이며, 특히 경영진이 대규모 설비투자 사이클이 마무리되는 하반기부터 자사주 매입 등 주주환원 정책을 검토하겠다고 밝힌 점은 멀티플 리레이팅의 강력한 촉매제가 될 수 있다고 판단한다. 또한 동사가 보유한 순현금(24 억 달러)은 주가의 하방 경직성을 확보해주는 요인이다.

퍼스트솔라 에너지 FY25Q4 ('25.10.01~12.31)

구분	FY25Q4	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 USD)	발표치	컨센서스	차이	FY24Q4	성장률	FY25Q3	성장률
매출액	1,683	1,555	8.2%	1,514	11.1%	1,595	5.5%
EBITDA	924	714	29.5%	581	59.1%	604	53.0%
EBITDA 마진(%)	54.9	45.9	9.0	38.4	16.5	37.9	17.0
순이익	521	553	-5.9%	393	32.5%	456	14.2%
EPS (USD)	4.84	5.16	-6.3%	3.65	32.6%	4.24	14.2%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

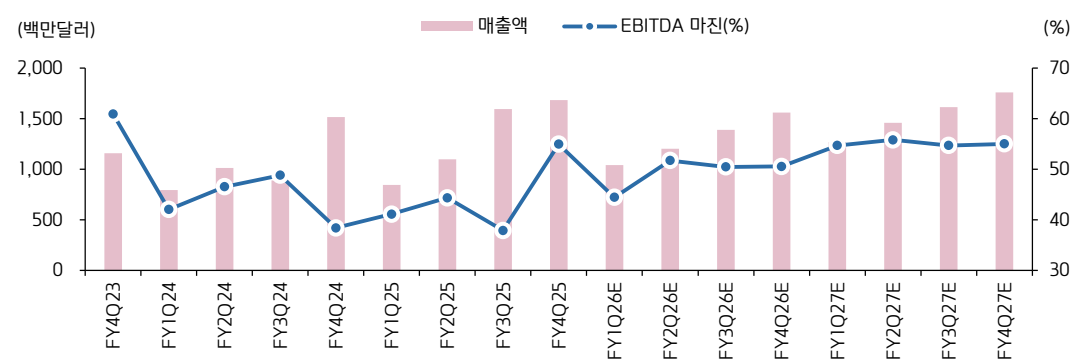
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

퍼스트솔라 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 USD)	FY26Q1	YoY 성장률	FY26Q2	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
매출액	1,041	23.2%	1,201	9.5%	5,174	-0.9%	6,105	18.0%
EBITDA	462	33.2%	621	27.7%	2,608	10.4%	3,286	26.0%
EBITDA 마진(%)	44.4	3.3	51.7	7.4	50.4	5.1	53.8	3.4
순이익	283	34.9%	431	26.2%	1,840	20.4%	2,508	36.3%
EPS (USD)	2.87	47.0%	4.35	36.9%	18.02	26.8%	24.19	34.2%

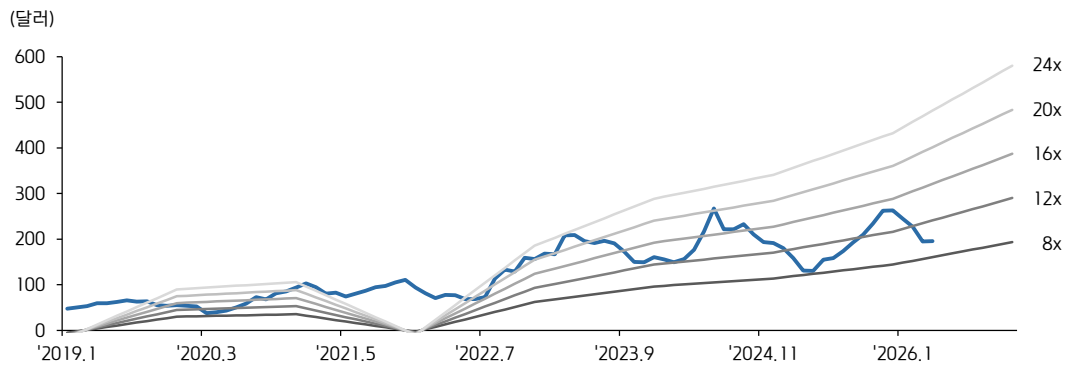
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

퍼스트솔라 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

퍼스트솔라 12M FWD PER밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치
주: 컨센서스는 2026-04-07 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

퍼스트솔라 상세실적표

(백만 달러)	FY24Q4	FY25Q3	FY25Q4	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
매출액	1,514	1,595	1,683	11.1	5.5
매출원가	946	984	1,017	7.5	3.4
매출총이익	568	611	665	17.2	8.9
영업비용	111	145	117	5.9	-18.9
연구개발비	47	61	66		
판매관리비	50	47	51		
기타영업비용	15	37	1		
영업이익 (손실)	457	466	548	19.9	17.5
순이자비용	-4	-9	-16		
외환 (이익) 손실	7	9	8		
기타 영업외 (이익) 손실	7	6	4		
세전이익	446	460	551	23.5	19.8
법인세 비용(수익)	53	4	31		
순이익	393	456	521	32.5	14.3
비정상손익	14	29	1		
보통주 귀속 순이익	407	485	522	28.2	7.5
회석 EPS(달러/주)	3.65	4.24	4.84	32.6	14.2
회석가중평균주수	108	108	108	0.1	0.2
주요 영업데이터 [Non-GAAP]					
GPM(%)	37	38	40	2.1	1.3
CAPEX	-314	-204	-172	-45.2	-15.8
FCF	498	1,070	1,070	115.1	0.1
태양광 모듈 생산량(MW)	4,299	3,555	4,325	0.6	21.7
태양광 모듈 기말 수주잔고(MW)	68,500	53,700	50,100	-26.9	-6.7
기초 수주잔고	72,800	61,900	68,500		
모듈 출하	5,122	5,295	5,777		
수주	900	2,800	-3,900		

자료: 퍼스트솔라, 키움증권 리서치

고지사항

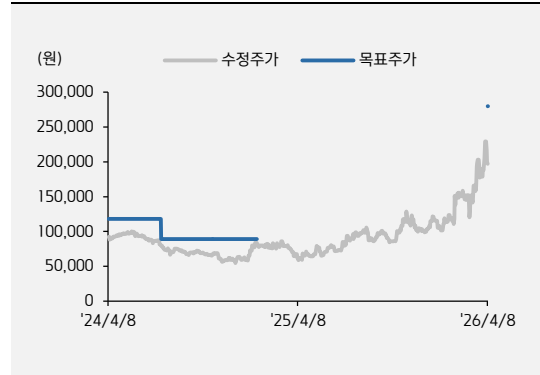
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
OC오피시스 (010060)	2024/07/19	Outperform (Maintain)	89,000원	6개월	2.08	157.87
*담당자변경	2026/04/08	BUY(Reinitiate)	280,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

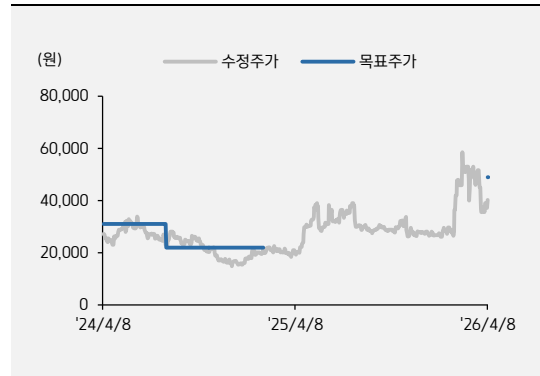


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
한화솔루션 (009830)	2024/08/06	Marketperform (Maintain)	22,000원	6개월	26.80	165.91
*담당자변경	2026/04/08	BUY(Reinitiate)	49,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%