

# Re-NEWable

## 에너지 패권의 서막

[신재생에너지] 조혜빈 선임연구원

hevin.cho@iprovest.com  
02-3771-9130

# Contents

<b>Investment Summary</b>	<b>3</b>
<b>Key Charts</b>	
<b>[산업분석 - Overweight]</b>	
<b>Part I. 우리가 알던 신재생에너지가 아니다.</b>	<b>8</b>
[변화] 신재생에너지, 주력 전원으로 지위 격상	
[원인] 늘어나는 전력 수요, 전통 에너지의 한계	
[해결] 태양광이 Speed 로, 풍력이 Scale 로 채운다	
[투자] 태양광 NOW, 풍력 NEXT	
<b>Part II. [태양광] 드디어 미국에서 빛을 본다</b>	<b>16</b>
1. 미국 태양광: 턴어라운드 국면 진입	
2. 국내 태양광: 파이가 커지고, 시장은 재편된다	
3. [Appendix] 태양광 밸류체인	
<b>Part III. [풍력] 이제는 한국이 바람 탈 차례</b>	<b>32</b>
1. 국내 풍력: 오히려 좋다	
2. 해외 풍력: 여전히 바람은 분다	
3-1. [Appendix] 해상풍력특별법 및 서해안에너지고속도로	
3-2. [Appendix] 풍력 밸류체인	
<b>[기업분석]</b>	<b>47</b>
▶ <b>태양광</b>	
<b>[Top-pick] OCI 홀딩스 (010060) 비중국 프리미엄 달다</b>	
한화솔루션 (009830) 풀 밸류체인, 풀 Value	
HD 현대에너지솔루션 (322000) K-정책 수혜	
▶ <b>풍력 및 종합</b>	
<b>[Top-pick] SK 이터닉스 (475150) 신재생의 '닉스'</b>	
씨에스윈드 (112610) 콜로라도 돌아간다	
LS 마린솔루션 (060370) 바다 위 독점	
SK 오션플랜트 (100090) 지켜보자	

## Investment Summary

신재생에너지는 오랜 기간 정책과 이념의 영역에서 논의되어 왔습니다. 그러나 에너지를 둘러싼 환경이 빠르게 변화하고 있습니다. AI 인프라 확대와 전력화가 동시에 진행되면서 전력 수요는 구조적으로 증가하고 있으며, 반복되는 지정학적 리스크 속에서 에너지 안보의 중요성 역시 더욱 커지고 있습니다. 이러한 변화 속에서 신재생에너지는 보조 전원을 넘어 주요 전원으로 자리잡아 가고 있습니다.

전력 수요는 가파르게 증가하고 있지만 이를 감당할 기존 전원은 제한적입니다. 석탄은 축소되는 추세이며 가스 터빈은 글로벌 공급 슬롯이 상당 부분 확보된 상태입니다. 신규 원전 역시 건설 기간이 길어 단기간 내 전력 공급 확대 수단으로 활용하기 어렵습니다. 이에 비교적 신속한 건설이 가능하고, 장기 고정가 계약을 통해 비용 변동성을 낮출 수 있는 태양광과 풍력이 늘어나는 전력 수요를 충족하는 현실적인 전원으로 주목받고 있습니다.

태양광은 Speed(속도), 풍력은 Scale(확장성)로 늘어나는 전력 수요를 담당합니다. 태양광은 짧은 건설 기간을 기반으로 전력 수요 증가에 빠르게 대응할 수 있는 전원이며, 풍력 특히 해상풍력은 GW급 프로젝트를 통해 대규모 전력 공급을 담당합니다. 두 전원은 서로 다른 강점을 바탕으로 전력 공급에서의 역할이 확대될 것으로 보입니다.

**투자 전략은 태양광 최선호, 풍력 차선호로 제시합니다.** 국내 태양광 업체 관점에서 미국 태양광 업체 턴어라운드 주목해야 합니다. 1) 수요가 데이터센터 전력 사용 확대를 기반으로 견조한 성장세를 보이고 있습니다. 2) 동시에 미국 내 중국 물량은 차단되고 있습니다. 동남아 4국을 통한 우회 수입까지 제한되면서 공급망이 비중국 공급자 중심으로 재편되고 있어, 비중국 플레이어인 한국 업체의 점유율이 확대될 것으로 보입니다. 3) 수익성 또한 회복될 전망입니다. 중국발 구조조정 움직임으로 바닥 가격이 상승하고, 미국 시장에서는 비중국 프리미엄까지 더해지며 수익성 개선이 기대됩니다.

풍력은 중장기 관점에서 접근이 필요한 영역이나, 글로벌 시장 대비 정책 모멘텀이 풍부한 국내 시장을 중심으로 선제적인 주목이 필요합니다. 국내는 인허가, 계통, 자금조달 등 그간의 주요 병목이 해소됨에 따라 대형 프로젝트들이 순차적으로 실행될 것으로 기대되는 상황입니다. 수주 산업의 특성상 실적이 확인되는 시점에는 주가 선행될 가능성이 높으므로, 국내 시장의 실발주 개시를 대비한 전략적 투자가 유효할 것으로 판단합니다.

**신재생에너지 업종에 대해 'Overweight', Top-pick**으로는 **'OCI홀딩스(010060)'**와 **'SK이터너스(475150)'**를 제시합니다.

본 자료는 신재생에너지 산업의 구조적 전환과 업체별 수혜를 점검합니다.

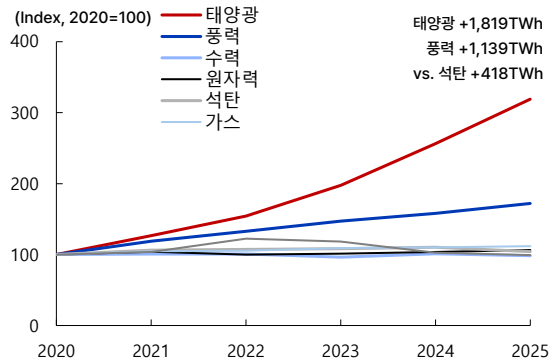
에너지 패권의 서막에서, 본 자료가 시장 이해와 투자 판단에 도움이 되시기를 기원합니다.



[신재생에너지] 조혜빈  
hevin.cho@iprovest.com

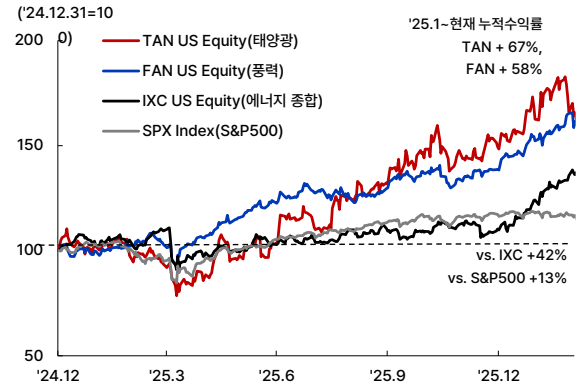
## Key Charts

[도표 1] 글로벌 발전량 상대 추이(2020년 대비)



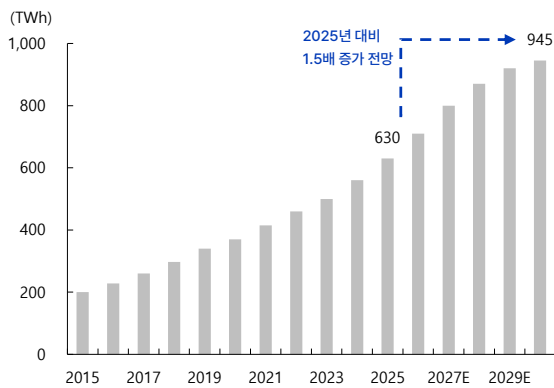
자료: Ember, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 글로벌 신재생에너지 대표 ETF 상대주가 추이(2025년~)



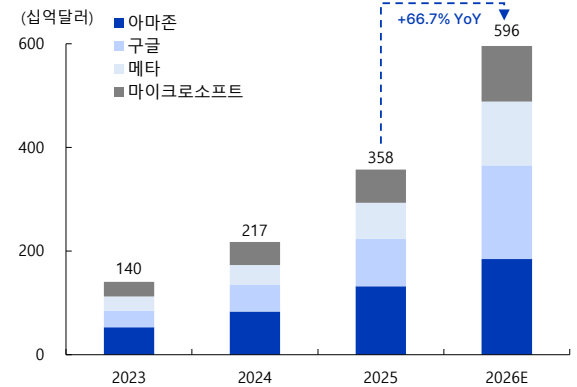
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 글로벌 데이터센터 전력 소비 추이 및 전망



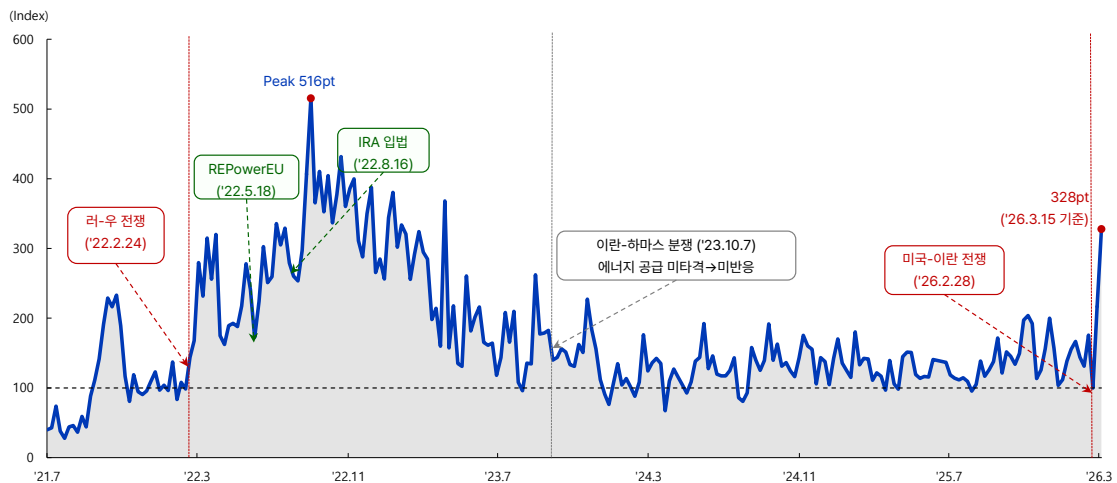
자료: S&P Global, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 빅테크 4사 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 지정학적 리스크 발생 시 에너지 안보 - 정책 담론화 추이



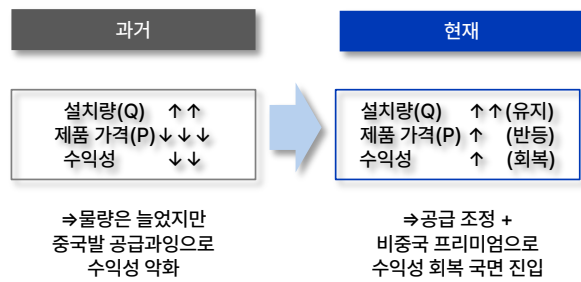
자료: GDELT, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 발전원 원가 구조 비교 (연료비형 vs. 자본비형)

구분	연료비형	자본비형
주요 특징	건설비용↓ vs. 운영비용 발생↑	건설비용↑ vs. 운영 시 추가 비용↓
해당 전원	가스(LNG), 석탄, 석유	태양광, 풍력, 원전
연료비 비중	40~60%	0~15% (태양광 및 풍력 0%)
CAPEX비중	낮음~중간	80~90%
한계비용	높음	거의 제로
장기고정가 가능 여부	어려움	가능
핵심 리스크	원자재 가격	금리

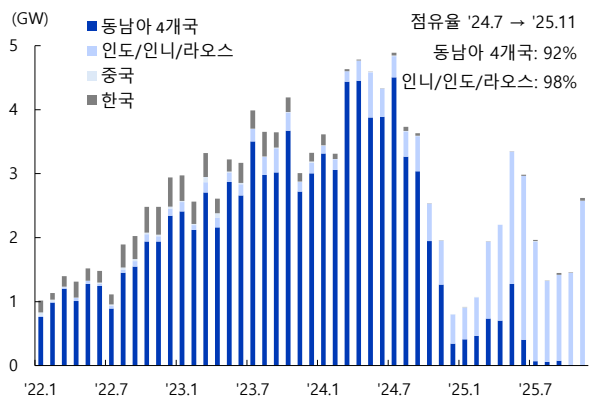
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 태양광 섹터 구조 전환



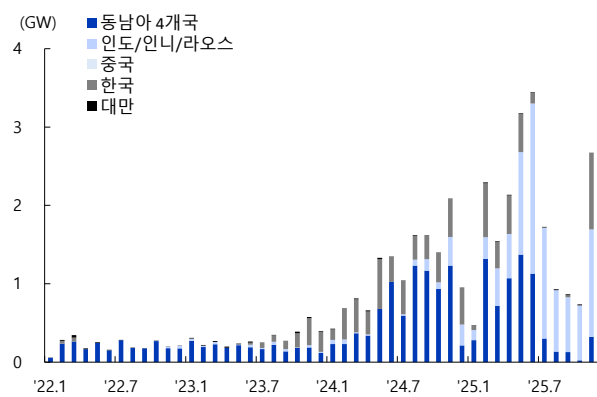
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 미국 태양광 모듈 주요 국가별 월간 수입량 추이



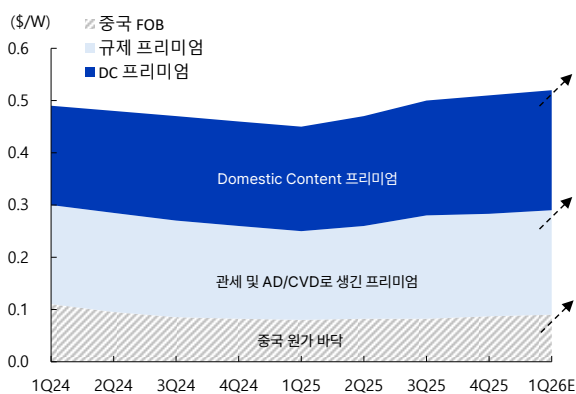
자료: USITC, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 미국 태양광 셀 주요 국가별 월간 수입량 추이



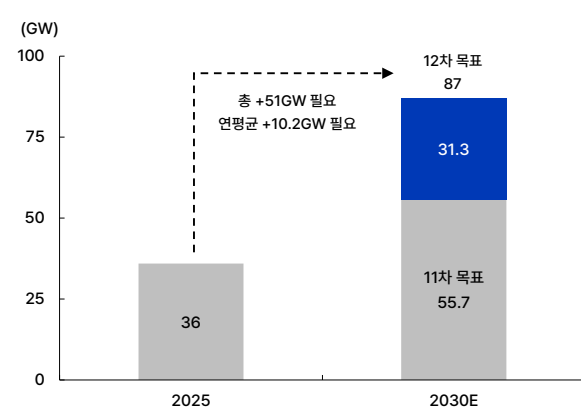
자료: USITC, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 미국 프리미엄 구조



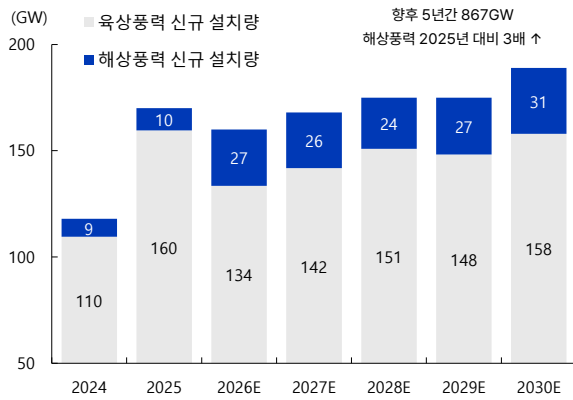
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국내 태양광 2030년 목표 설치량(11차 vs. 12차)



자료: 기후에너지부, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 글로벌 풍력 신규 설치량 추이 및 전망



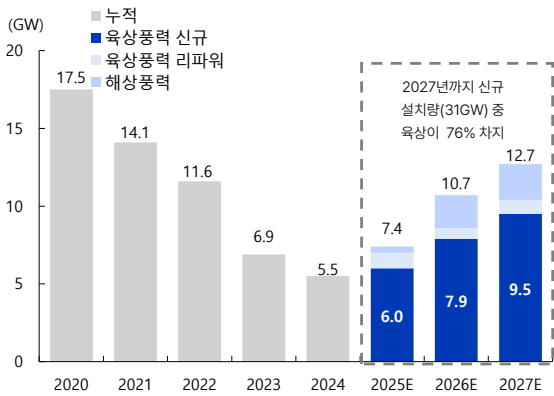
자료: Wood Mackenzie Global Wind Power Market Outlook 4Q25, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 국내 주요 해상풍력 프로젝트 파이프라인

지역	프로젝트명	용량	비고
신안	신안우이 해상풍력	390MW	- PF 완료, '29년 상업운전 예상
	해송 풍력발전 1	510MW	- 고정식
	안마 해상풍력 2	510MW	- 고정식
전북 서남권	서남해 해상풍력 개발사업	2.4GW	- 시범단지 2027년 준공 예정
울산	반딧불이 부유식 해상풍력	750MW	- 부유식 대표
인천	용유무의지월 해상풍력	320MW	- 수도권 모델
제주	한림 해상풍력	100MW	- 일부 준공

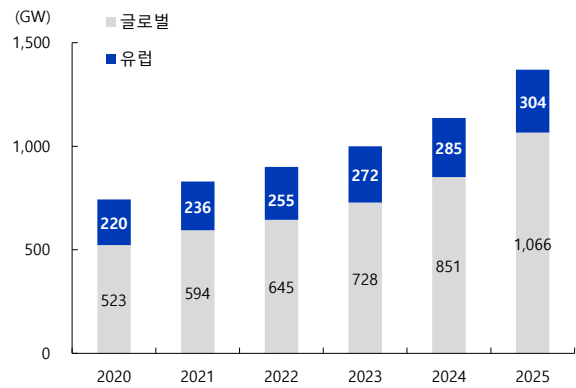
자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 미국 연도별 풍력 신규 설치 추이



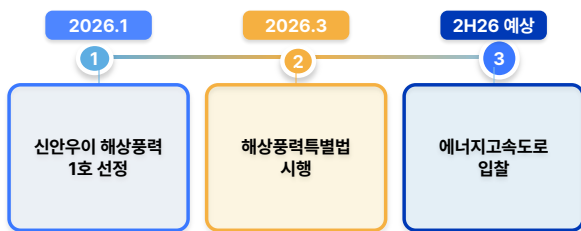
자료: Wood Mackenzie US Wind Energy Monitor Q4 2025, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 유럽 연도별 풍력 누적 설치 추이



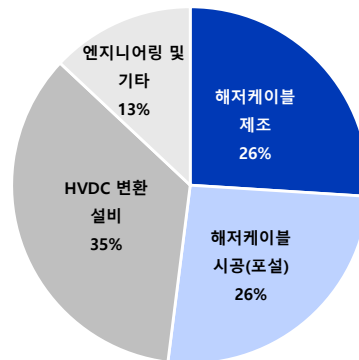
자료: WindEurope, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 2026년 해상풍력 관련 타임라인



자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 서해안 에너지고속도로 총사업비 벨류체인별 분해



자료: 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## Part I. 우리가 알던 신재생에너지가 아니다.

### [변화] 신재생에너지, 주력 전원으로 지위 격상

신재생에너지 섹터  
'Overweight'

신재생에너지에 대한 인식은 이미 정치적 지향점이나 이념의 영역을 벗어났다. AI 인프라 확장, 에너지 안보, 전력화 가속 등으로 전력이 부족해지면서 '누가 더 빨리, 더 큰 규모의 전력을 공급할 수 있는가'가 핵심 경쟁력이 됐기 때문이다. 태양광의 Speed와 풍력의 Scale이 만드는 성장 사이클에 기반하여, 신재생에너지 섹터의 'Overweight' 의견을 제시한다.

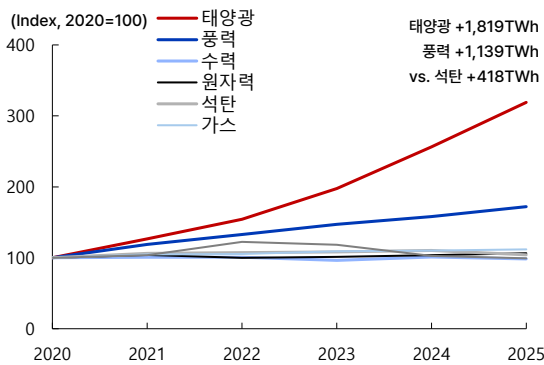
신재생에너지,  
주력 전원으로 격상

신재생에너지는 주요 전원으로 위가 격상되고 있다. 트럼프 행정부의 정책적 역풍에도 불구하고, 신재생에너지 발전량은 가파르게 증가하고 있다. 2020년 이후 전원별 발전량 증가분을 보면, 태양광(+1,819TWh)과 풍력(+1,139TWh)이 석탄(+418TWh)을 크게 앞서고 있다. IEA는 2026년 신재생에너지가 석탄을 제치고 세계 최대 전력원(33% 이상)이 될 것으로 전망한다. 빅테크 4사가 최근 1년 동안 체결한 신규 신재생에너지 PPA 물량(23GW)은, 지난 15년간 글로벌 기업 전체 누적치의 9%에 달한다. 규모만 커진 게 아니다. 계약형태(PPA)에서 소유형태(직접 투자, 발전사 인수 등)까지 진화하고 있다.

태양광 TAN +67%,  
풍력 FAN +58%

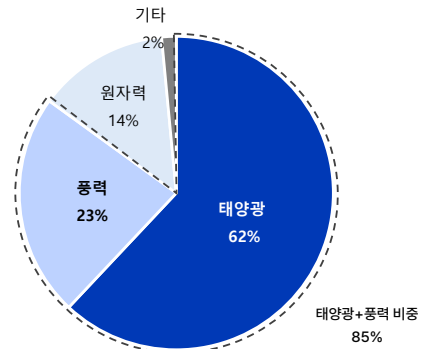
주기도 반응하고 있다. 2025년 이후 태양광 대표 ETF TAN(+67%), 풍력 FAN(+58%)은 같은 기간 에너지 종합 ETF IXC와 S&P500을 아웃퍼폼하고 있다. 국내는 연초부터 강한 흐름을 보이는 KOSPI(YTD +32%)와 비교해서도, 섹터 내 대부분의 종목(태양광 3사 평균 +76% YTD)들이 견조한 흐름을 보이고 있다. 신재생에너지 섹터 전반의 위상 변화와 함께 상승 국면에 진입했다고 판단한다.

[도표 1] 글로벌 발전량 증가분 상대 추이(2020년 대비)



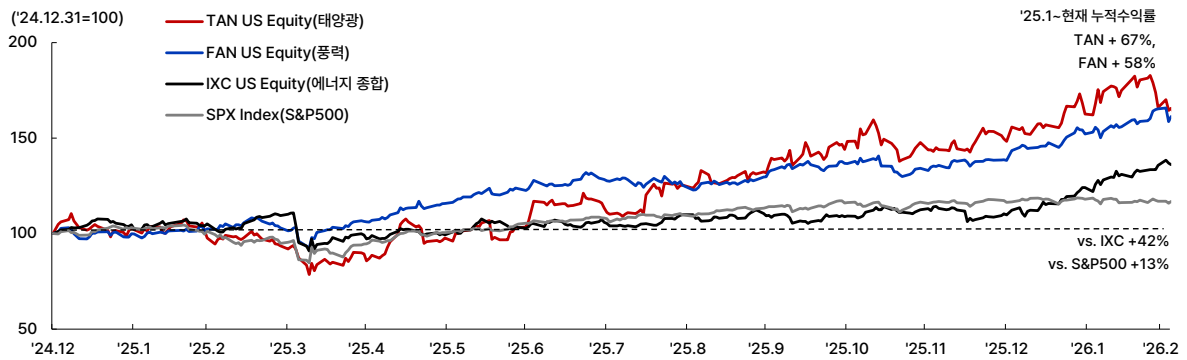
자료: Ember, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 빅테크의 발전원별 PPA 비중(2025년 기준)



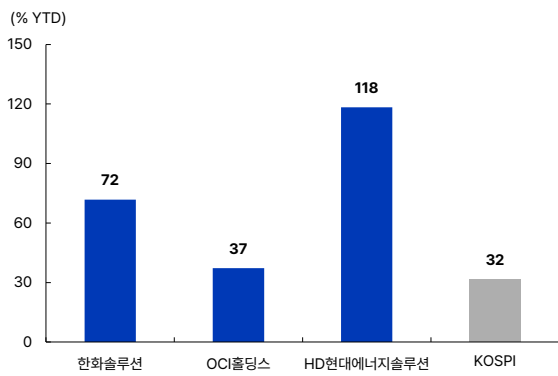
자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 글로벌 신재생에너지 대표 ETF 상대주가 추이(2025년~)



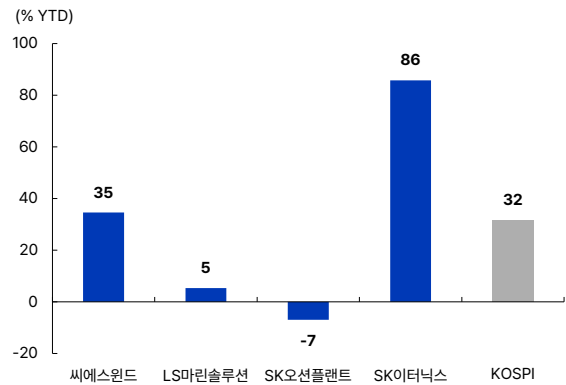
주: 2026.3.13 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 국내 태양광 종목 YTD 수익률



주: 2026.3.16 종가 기준, 자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 국내 풍력 및 신재생 종목 YTD 수익률



주: 2026.3.16 종가 기준, 자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[원인] 늘어나는 전력 수요, 전통 에너지의 한계

전력 수요 증가 속도 > 공급 속도

신재생에너지에 대한 관심이 높아진 건 전력 수요 증가 속도를 공급 확대가 따라가지 못하기 때문이다. 글로벌 전력 수요 증가율은 과거(2015~2023년) CAGR 2.5% → 2023년~2030E 3.6%로 가속화되고 있다. 2024년 단일 연도 증가분(+1,200TWh)은 지난 8년 평균(613TWh)의 2배에 육박한다. 데이터센터, EV, 히트펌프 등 전방위적인 전기화가 동시다발적으로 일어난 결과다.

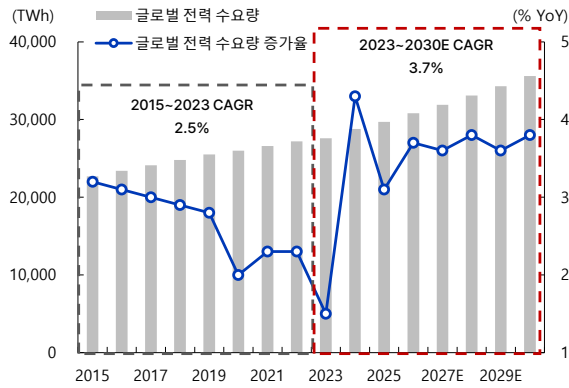
데이터센터 2030까지 +97GW

데이터센터 신규 건설이 전력 수요 증가를 가속시킨다. 글로벌 데이터센터는 2030년까지 현존 총 용량과 맞먹는 97GW의 신규 설비(누적 200GW, CAGR +14%)가 추가될 예정이며, 이에 따른 전력 소비량은 2030년 945TWh로 현재보다 1.5배 가까이 늘어날 것으로 전망된다. 빅테크4사의 2026년 CAPEX가 5,959억 달러(+67% YoY)로 폭증하고, 그중 75%가 AI 데이터센터 및 GPU 인프라에 투입될 전망이다. 특히 최근 AI 추론 시장의 개화와 함께 전력 수요의 기울기는 더욱 가팔라질 것으로 보인다.

석탄 퇴출, 가스 매진, SMR 2030~

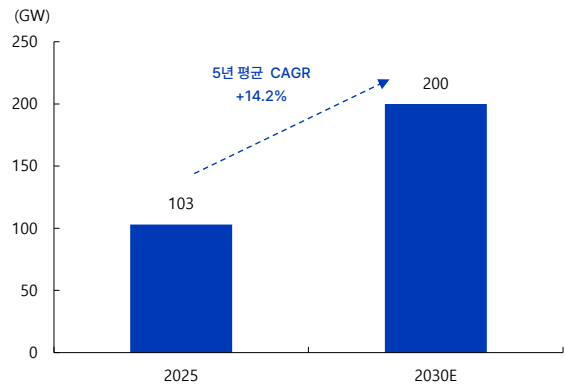
핵심은 '이 거대한 공백을 누가, 어떻게 채우는가'이다. 기존 전원은 물리적, 구조적 한계로 이 속도를 따라잡지 못한다. 퇴출 단계에 진입한 석탄은 2020년 이후 발전량 증가분이 태양광 증가분의 23% 수준에 불과할 정도로 급감했다. 가스 터빈은 공급 슬롯이 매진되어 지금 발주해도 5년 이상의 시간이 소요된다. 원전 역시 SMR의 상용화 시점(2030년 이후)을 고려할 때, 전통 전원 중심의 공급 체계는 수요 가속화 속도를 전혀 따라가지 못하는 실정이다.

[도표 6] 글로벌 전력 수요량 추이 및 전망



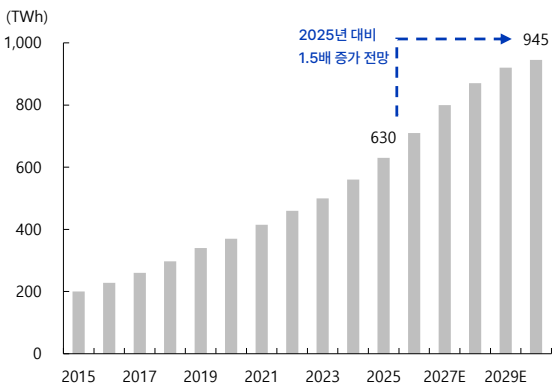
자료: S&P Global, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 글로벌 데이터센터 신규 건설 전망



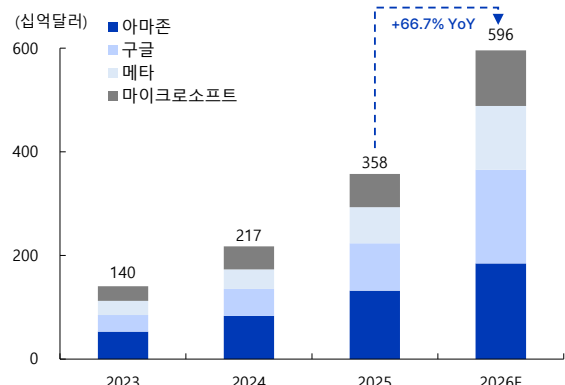
자료: JLL, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 글로벌 데이터센터 전력 소비 추이 및 전망



자료: S&P Global, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 빅테크 4사 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[해결] 태양광이 Speed로, 풍력은 Scale로 채운다

신재생에너지,  
당장 전력 수요 감당 가능

결국 폭증하는 전력 수요를 적기에 감당할 실질적 전원은 신재생에너지뿐이다. 짧은 리드타임의 태양광과 GW급 대용량의 풍력이 그 해법이다. AI 전력 확보의 해답이자, 국가 에너지 자립을 확보하는 힘이 태양광과 풍력에 있다.

발전원의 두 종류:  
연료비형 vs. 자본비형

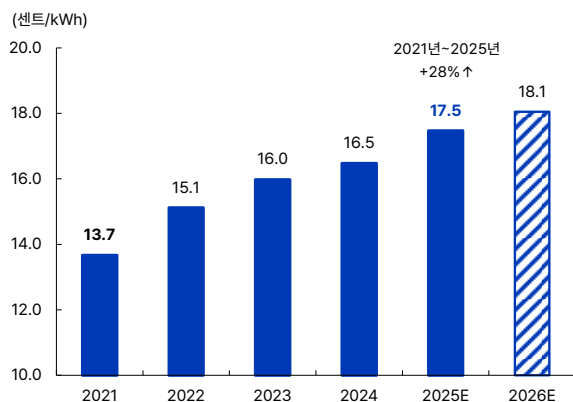
태양광과 풍력의 경쟁력은 자본비형 전원이라는 점에 있다. 즉, 연료비가 0이므로 건설 시점에 15~20년 중장기 단가 확정이 가능하다. 데이터센터 운영비의 30~40%가 전력 비용이다. 전기료가 오르면 운영비가 직접 늘어난다. 빅테크가 수십조 원을 들여 신재생에너지 PPA 를 체결하는 건 환경 담론보다도 운영비 통제의 문제다. 가스나 석탄의 경우, 원가의 40~60%가 연료비이므로 20년 뒤 전기 가격을 약속할 수 없다. 실제로 미국 소매 전기요금은 2021년 이후 4년간 28% 올랐고, 전력 수급이 타이트한 PJM에서는 용량 경매가가 2년 만에 11배로 뛰었다(29 → 329 달러/MW-day).

[도표 10] 발전원 원가 구조 비교 (연료비형 vs. 자본비형)

구분	연료비형	자본비형
주요 특징	건설비용↓, 운영비용 발생↑	건설비용↑, 운영 시 추가 비용↓
해당 전원	가스(LNG), 석탄, 석유	태양광, 풍력, 원전
연료비 비중	40~60%	0~15% (태양광 및 풍력 0%, 원전 10~15%)
CAPEX 비중	낮음~중간	80~90%
한계비용	높음 (연료비 발생)	거의 없음
장기 고정가 가능 여부	어려움 (연료비 변동성)	가능
핵심 리스크	연료 가격	금리 (CAPEX × 건설기간 × 이자율)

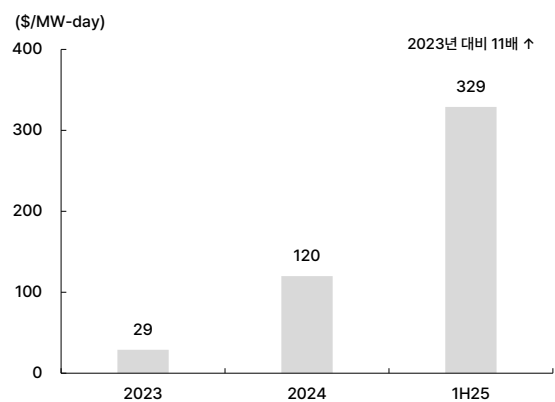
자료: IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 미국의 전기료 추이



자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 12] PJM 용량 경매가 변화



자료: PJM, 교보증권 리서치센터

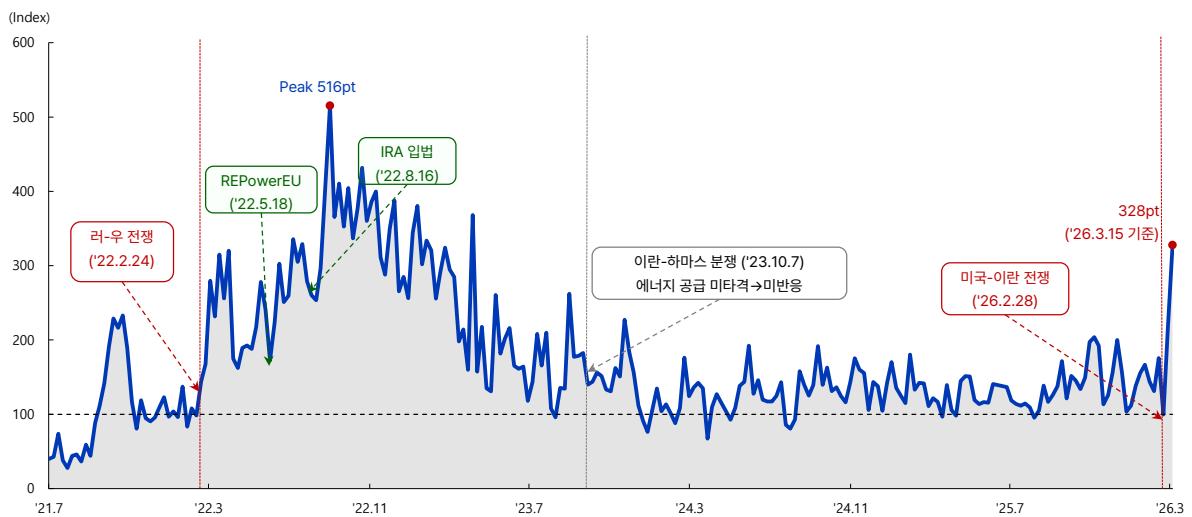
지정학 리스크,  
에너지 자립 필요성↑

**신재생에너지의 에너지 안보 측면의 경쟁력도 주목해야 한다.** 지정학적 위기가 고조될 때마다 연료비형 전원의 공급망이 타격받고, 신재생에너지로의 전환이 탄력을 받는 모습이다. 2022 년 러-우 전쟁으로 유럽은 파이프라인 가스 의존의 대가를 체감했고, 러시아 가스를 카타르 LNG 로 대체했지만 2026 년 호르무즈 사태로 이 대안마저 무력화됐다. 브렌트유는 공습 직전 \$73/bbl에서 장중 \$119/bbl까지 치솟는 등 극심한 변동성을 보이고 있으며, 유럽 TTF 가스 가격은 봉쇄 전 대비 70% 이상 급등했다. 공급자를 교체해도 연료비형 공급망의 취약성은 해소되지 않는다는 것이 두 번의 위기로 확인됐다.

**이에 신재생 관련 정책들이 빠르게 나올 것으로 보인다.** 전세계 언론에서 에너지 위기와 에너지 전환이 동시에 언급된 담론의 강도를 지수화하여 추이를 살펴보면, 러-우 전쟁 직후 516pt 까지 급등한 뒤 몇개월 내에 RPowerEU 와 IRA 가 입법됐다. 현재 미국-이란 전쟁으로 인한 호르무즈 사태 이후 328pt('26.3.15 기준)까지 급등하는 중이다.

실제로 EU 집행위는 3월 10일 Clean Energy Investment Strategy 를 채택했다. 에너지 전환에 필요한 연간 투자 규모를 €660bn(~2030년), 3년 내 €75bn 을 집행할 계획이다. EU 부집행위원장은 "자국산 클린에너지만이 화석연료 의존의 악순환을 끊을 수 있다"고 명시했다. 연료를 수입할 필요가 없는 태양광과 풍력은 건설이 끝나는 순간 에너지 자립이 확보되고, 전력 비용 변동성도 제거할 수 있다. 위기가 반복될수록 이 사실에 대한 인식이 정부와 기업, 시장 전반으로 확산되면서, 에너지 패권의 축이 자원 보유국 →신재생에너지 인프라 보유국으로 움직이기 시작했다.

[도표 13] 지정학적 리스크 발생 시 에너지 안보 관련 신재생 정책 담론화 추이



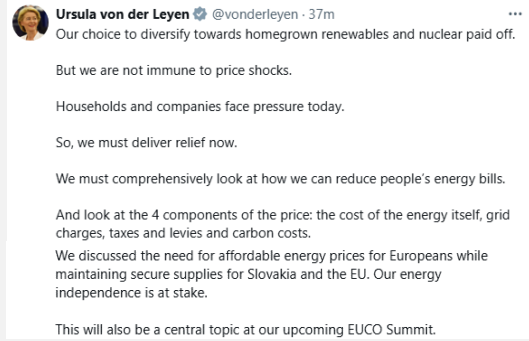
주: 대형 이벤트 발생 시 뉴스 총량 평창에 따른 왜곡을 통제하고자 글로벌 전체 뉴스 대비 해당 뉴스의 비중을 추출. 단일 기사 내에 에너지 안보와 에너지 전환 및 정책, 재생에너지가 동시에 언급된 경우만 필터링. 과거 ESG 테마 왜곡이 통제된 2021년 하반기 주간 평균 비중을 Baseline(100pt)으로 설정하여 정규화  
자료: GDELT, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 호르무즈 사태 이후 주요 에너지 안보 발안 및 정책 대응

날짜	발언자 및 기관	내용
'26.3.3	폰데어라이엔 (EU 집행위원장)	- 젤렌스키 회담에서 중동 사태의 에너지 가격 및 안보 영향 논의
'26.3.5	EU 에너지 장관 7개국	- 클린에너지 투자 확대 촉구 공동 서한
'26.3.10	리베라 (EU 부집행위원장)	- "이란 사태는 자국산 클린에너지만이 화석 연료 의존의 악순환을 끊을 수 있다는 단순한 진실을 상기시킨다."
'26.3.10	EU 집행위	- Clean Energy Investment Strategy 채택 (연 €660bn, EIB €75bn/3년)
'26.3.10	폰데어라이엔	- "우리의 에너지 독립이 위협에 처해 있다. 다음 유럽이사회 핵심 의제"

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 15] EU 집행위원장 트윗



자료: X, 교보증권 리서치센터

[투자] 태양광 NOW, 풍력 NEXT

태양광 전방위적 수요

**태양광은 모든 주체가 필요로 한다.** 동인은 각각 다르지만 방향은 같다. 유틸리티는 요금기반 자산을 늘리기 위해, IPP는 PPA 기반 프로젝트 파이낸싱을 위해, 빅테크는 20년 고정가 전력을 확보하기 위해, 가정은 전기요금을 줄이기 위해 태양광을 선택한다.

태양광의 주요 경쟁력, 가장 빠른 대안

**자본비형 발전원** 태양광은 18 개월 내외로 대응 가능한 가장 신속한 전원이다. 특히 최근 빅테크를 중심으로 공용 전력망의 병목 현상을 우회하는 BTM 방식의 도입이 확산되면서, 태양광의 빠른 시공 능력은 더욱 부각되고 있다. 2030년 이후를 기약해야 하는 SMR이나 공급 물량이 제한적인 원전과 달리, 장기 고정가 계약이 가능하면서 즉각적인 전력 확보가 가능한 유일한 대안이라는 점에 주목해야 한다.

풍력의 주요 경쟁력, 확장 가능성

**풍력은 시간, 용량, 영역 세 방향에서 확장이 가능하다.** 야간과 겨울에 발전량이 높아 24시간 365일 전력 공급 체계를 완성한다. 해상풍력 단일 단지는 1~2GW로 원전 1~2기에 맞먹는 규모이며, 터빈 15MW급 이상 대형화로 같은 해역에서 더 적은 기수로 더 많은 전력을 생산할 수 있다. 또한, 육상에서 해상으로 영역이 확대되고 있다. 해상풍력은 EEZ(배타적 경제수역)라는 사실상 무한한 부지를 열며, 유럽에서 아시아로, 얕은 바다에서 깊은 바다로 넓어지고 있다.

추가 모멘텀도 존재

**풍력은 금리 민감도가 가장 높은 전원이다.** 해상풍력 단일 프로젝트는 수십억 달러 규모, PF 부채비율 70~80%에 달한다. 자금 조달 환경이 좋아지면 유럽 해상풍력 FID가 앞당겨지면서 추가적인 모멘텀이 생기겠지만, 일단 국내외 발주 사이클은 이미 돌아가고 있다.

태양광 NOW, 풍력 NEXT

**투자 전략은 태양광 최선호, 풍력 차선호로 제시한다.** 태양광은 실적으로 증명하는 구간에 진입했다. 풍력은 실적 전환까지 시차가 있으나, 수주 산업은 실적을 확인한 뒤 진입하면 이미 늦는다. 선제적으로 담되, 비중은 자금 여건이 개선되는 시점에 늘릴 것을 제안한다.

[도표 16] 발전원 및 수요처 매트릭스

구분	건설기간	유틸리티	IPP	빅테크	가정용	현황
		Duke, Southern, Xcel, RWE 등	NextEra, Invenergy, Ørsted 등	아마존, 메타, 구글, MS	-	
태양광	18개월	●	●	●	●	- 즉시 가능
풍력 (육상)	물리적 건설 1년 미만, 계통연계 포함 2~5년	●	●	●	-	- 적지 제약, 계통연계 대기
풍력 (해상)	건설 2~4년, 전체 개발 7~11년	●	●	○	-	- 자금 조달 여건 개선 시 본격화. 유럽 CfD 중심
원전 (재가동)	3~4년	●	-	○	-	- 미국 1.5GW 전량 계약 완료
원전 (신규)	10년 이상	●	-	-	-	- Vogtle 이후 신규 계획 없음. 비용 초과 리스크
SMR	상용화 전	미정	-	미정	-	- 2030년대 초 목표. 상용화 전
가스 (CCGT)	5~7년 (터빈 백로그)	●	●	-	-	- 터빈 백로그 80GW, 슬롯 2030년까지 매진

주: ● 주력, ○ 계약 존재하나 물량 제한, - 해당 없음  
 자료: 교보증권 리서치센터

[도표 17] 빅테크 4사 PPA 체결 현황

구분	시점	거래 대상	전원	규모	방식	비고
MS	2024.5	Brookfield	태양광/풍력/ESS	10.5GW	공동개발	역대 최대 단일 신재생 계약
	2024.9	Constellation (TMI)	원전	835MW	PPA (20년)	최대 160억달러 규모 원전 재가동
아마존	2024	Iberdrola	해상풍력	776MW	PPA	영국
메타	2025	Invenegy	신재생에너지	791MW	PPA	미국
	2025	Constellation	원전	Clinton 원전 (1.1GW)	PPA (20년)	2027년 공급 개시
	2026.1	Vistra/Oklo/TerraPower	원전/SMR	6.6GW	PPA 등	2035년까지 최대 원전 포트폴리오
구글	2025.1	NextEra Energy	재생에너지	-	다수 PPA	지속 확대 및 Duane Arnold 원전 재가동
	2025.12	Intersect Power	태양광/ESS	12GW+ (\$47.5억)	인수(소유)	빅테크 최초 발전사 인수
	2026.1	Shell	풍력/태양광/ESS	860MW	24/7 CFE PPA	런던 DC 탄소프리 (계획)
	2026.1	Kairos Power	SMR	500MW	PPA	2035년까지 미국 최초 기업용 SMR
	2026.2	TotalEnergies	태양광	1GW	PPA	텍사스 (계획)
	2026.2	Xcel Energy	풍력/태양광/ESS	1.9GW	번들 PPA	풍력 1.4GW+태양광 0.2GW+ESS 0.3GW (계획)

자료: 언론 종합, 교보증권 리서치센터

## Part II. [태양광] 드디어 미국에서 빛을 본다

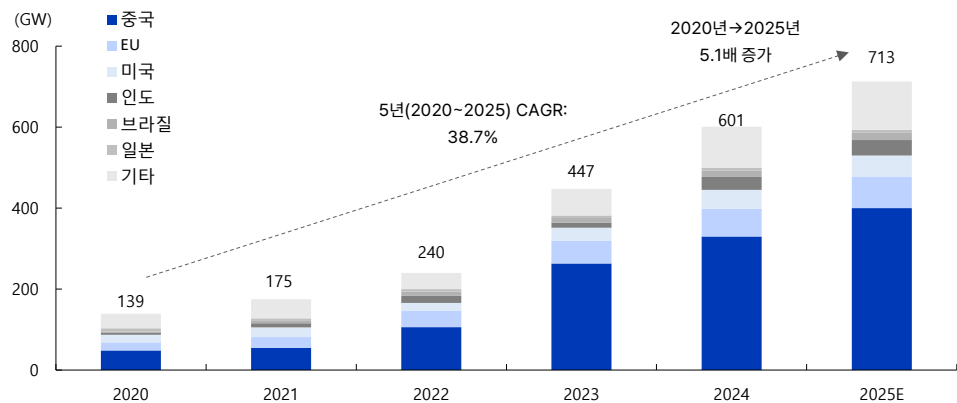
글로벌 태양광 시장, 설치량 성장 vs. 수익성 부진 괴리 축소

미국=한국 기업 수혜  
한국=외형 확장

글로벌 태양광 신규 설치는 2020년 139GW에서 2025년 약 700GW로 5년 만에 5배 증가했다. 시장은 충분히 크다. 다만, 같은 기간 중국발 공급 과잉으로 밸류체인 전 구간의 가격이 급락하며 제조사 수익성은 동반하지 못했다. 그러나 중국 내 구조조정이 시작되고, 미국에서는 규제가 비중국 프리미엄을 만들면서 설치량 성장과 수익성 부진 사이의 괴리가 좁혀지고 있다.

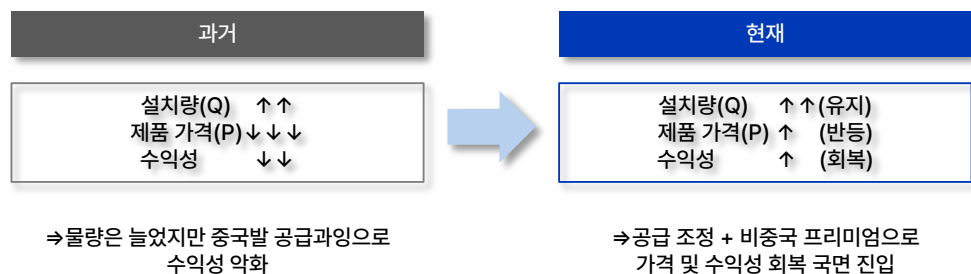
**[미국]** 연 40~50GW의 대규모 설치가 유지되는 가운데, 한국 업체들의 점유율 확대와 ASP 상승이 동시에 이루어질 것으로 보인다. 규제가 중국 우회 수입을 차단하면서, 미국에 공급 중인 한국 업체들의 수혜가 기대된다. **[한국]** 한국은 시장 파이 확대가 기대된다. 2030년 신재생에너지 100GW 목표에 따라 태양광 설치 목표가 87GW로 상향되면서 외형이 확장될 것이다.

[도표 18] 글로벌 태양광 신규 설치량 추이



주: 괄호안은 데이터센터 수요 비중  
자료: IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 태양광 섹터 구조 전환



자료: 교보증권 리서치센터

## 1. 미국 태양광: 턴어라운드 국면 진입

미국 태양광 시장, 턴어라운드

**미국 태양광 업황은 턴어라운드 국면에 진입했다.** 미국내 모듈 수입이 급감하면서 누적 재고가 소진 방향으로 전환되고 있고, 중국발 구조조정으로 글로벌 모듈 바닥 가격은 상승하고 있다. 수요는 견조한데 저가 공급(중국 물량)이 막혔다. 미국 태양광의 공급 구조가 비중국 공급자에게 유리한 방향으로 전환됐다.

태양광 누적 설치량, 3년만에 2배↑

**2025년 미국 태양광 신규 설치는 약 50GW로 글로벌의 8%를 차지(중국 제외시 20%)한다.** 미국은 누적 설치 용량이 2023년 말 91GW에서 2026년 말 182GW로 3년 만에 2배로 확대되며, 태양광 발전량은 2026E +17% YoY, 2027E +23% YoY 증가가 전망된다. 1H25 미국 태양광 신규 발전 용량의 56%로 단일 전원 1위이며, 2026~2027년 상업운전 예정인 신규 설비 약 70GW에서도 태양광+ESS가 대부분을 차지한다.

데이터센터 수요, 전체 50% 차지

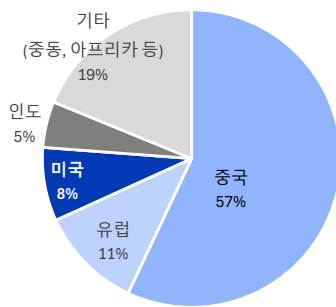
### 1) 수요는 견조한 성장세가 지속되고 있다

미국 태양광의 수요는 데이터센터발 전력 사용량 증가에 기반한다. 미국 전체 전력 최대 사용량의 22%에 해당하는 규모다. 160GW 이상급의 데이터센터 전력 수요가 건설 중이거나 확정되었고, 2025~2030년 미국 전력 수요 누적 증가분은 420TWh 이상될 것으로 예상되며, 그 절반을 데이터센터가 차지할 것이다. 데이터센터발 수요는 장기 고정가 전력 확보가 목적이므로 ITC가 일몰되더라도 유지될 것으로 예상된다.

전 섹터 호전적

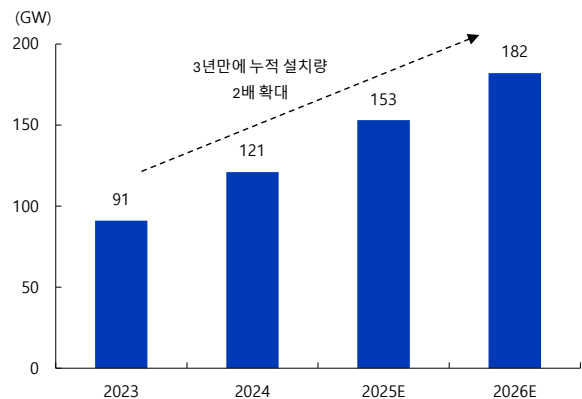
**유틸리티, 상업용, 주거용 모두 회복했다.** 유틸리티급은 AI 데이터센터라는 수요처를 확보해 절대 물량을 주도한다(2025E 41GW, 2026E 36GW). 상업용은 2025년 사상 최대 연간 기록(2.3GW)을 달성했다. 주거용은 2024년 -31% YoY까지 위축됐으나 반등이 확인된다. 주거용 수요의 선행지표인 Enphase(미국 주거용 인버터 점유율 1위) 4Q25 고객사 판매량이 2년래 최대(+21% QoQ)를 기록했다.

[도표 20] 미국 태양광 신규 설치량 비중(2025 기준)



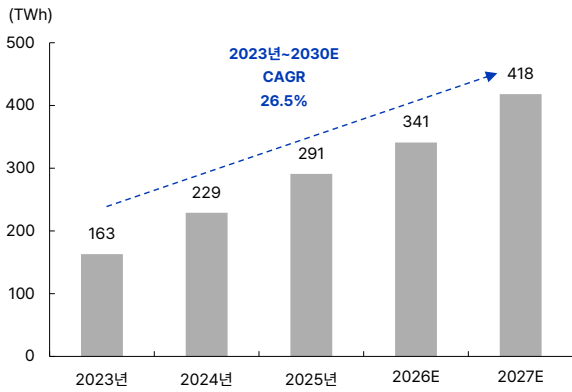
자료: BNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국 태양광 누적 설치량 추이



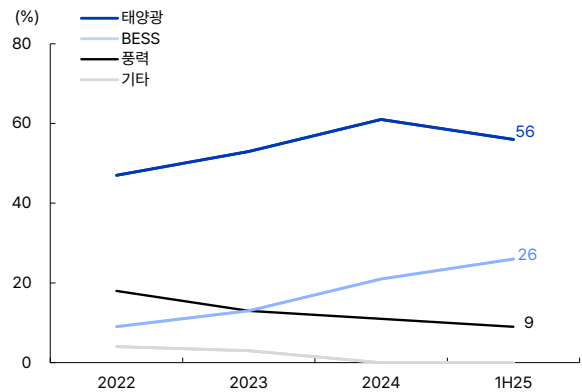
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 미국 태양광 발전량 및 증가율 추이



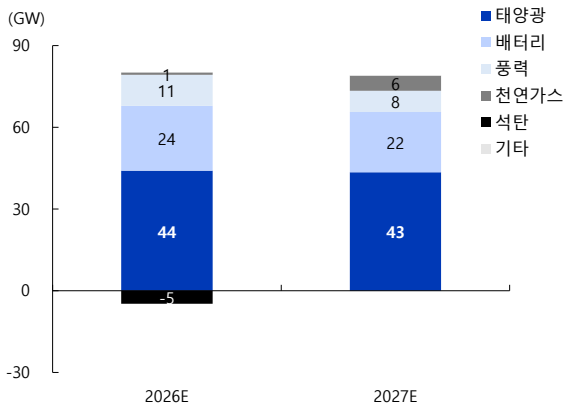
자료: EIA STEO, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 미국 신규 발전량 비중 추이



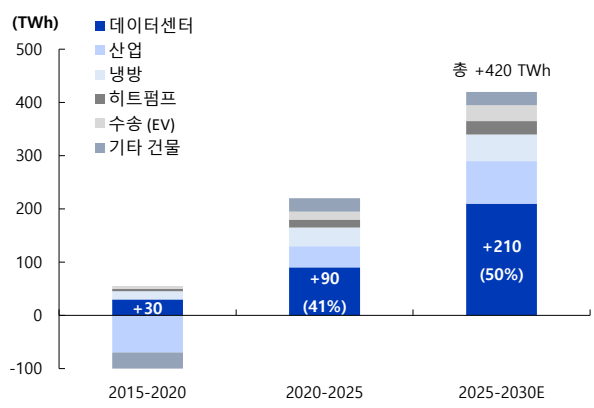
자료: EIA, SEIA, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 미국 태양광 발전량 및 증가율 추이



자료: EIA STEO, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 미국 부문별 수요 증가분 및 데이터센터 비중



주: 괄호는 데이터센터 비중, 자료: IEA, 교보증권 리서치센터

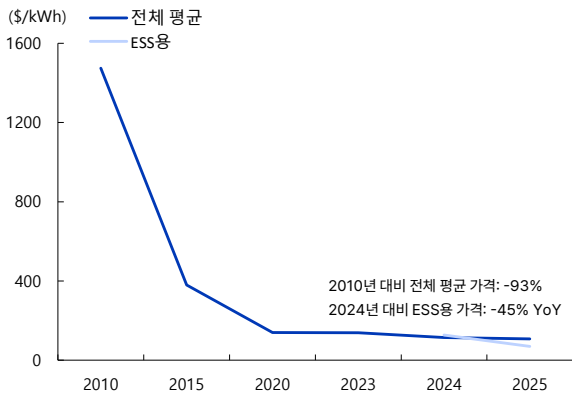
태양광+ESS 결합해도  
가스보다 저렴

특히 ESS와 결합하면서, 태양광이 발전원 중 가장 경쟁력 있는 전원이 됐다. 배터리 팩 가격이 하락 (2010년 \$1,191/kWh → 2024년 \$108/kWh, -90% 이상)하면서 가격 경쟁력을 갖추게 되었다. 신규 발전소 건설 기준으로 태양광+4시간 ESS의 LCOE가 가스 복합화력을 하회한다(태양광+ESS \$76 vs. 가스 \$79/MWh). 또한, 커버 시간대도 늘어나고 있다. 리튬이온이 4시간에서 6~8시간까지 확장되면서 전력망이 인정하는 발전 용량이 단독 대비 6배로 올라간다(CAISO 기준 41% vs 단독 7%). 결과적으로 미국 주요 전력망은 태양광+ESS에 우선 접속을 부여하면서 태양광 설치가 가속되고 있다. 태양광이 깔리면 ESS가 따라오면서 설치 규모 자체가 커지는 구조다. 2026년 미국 신규 발전 용량 86GW 중 태양광 (44GW)과 BESS(24GW)가 합산 79%를 차지한다.

2025 신규 설치의 77%  
=공화당 우세 지역

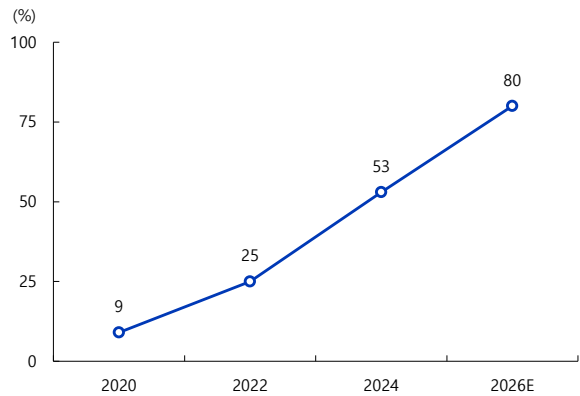
정치 이념을 넘어서 인정받고 있다. 2025년 미국 태양광 신규 설치의 77%가 트럼프 승리 주에서 이루어졌고, 2026년 신규 전력 용량의 40%가 텍사스 한 곳에 집중된다. AI 패권과 전기료 안정이라는 현실 앞에서, 에너지장관을 포함한 MAGA 핵심 인사들이 잇따라 태양광에 우호적 입장으로 전환하고 있다

[도표 26] 리튬이온 배터리 팩 가격 추이



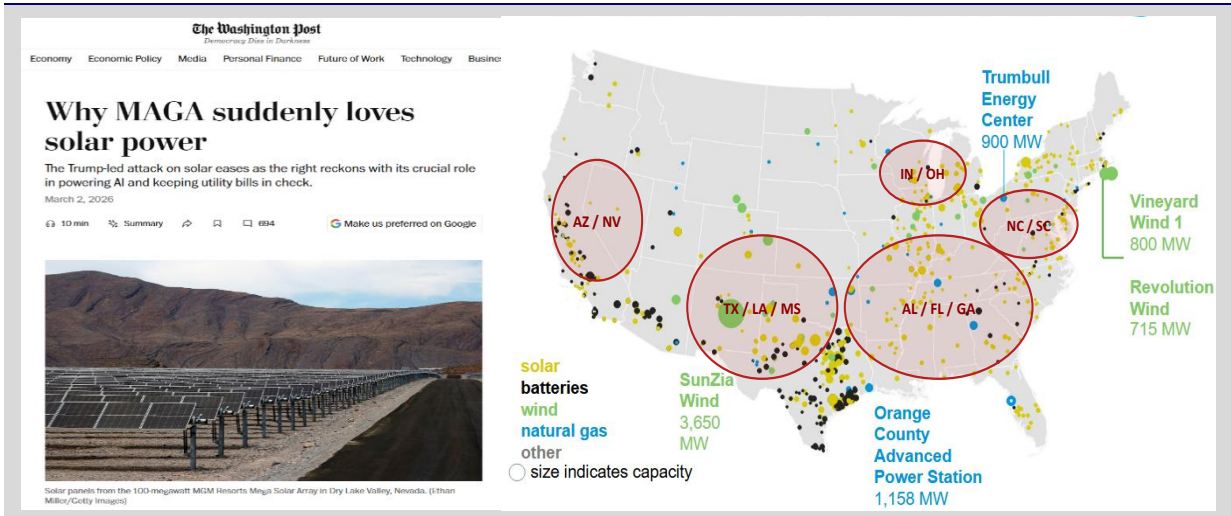
자료: Wood Mackenzie, Sunrun IR, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 미국 유틸리티급 태양광+ESS 연계 비율 추이



주: 2025년은 잠정치, 자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 공화당 진영의 태양광 우호적 흐름 및 지역별 태양광 설치 현황 지도



주: 빨간색 표시 영역은 공화당 우세 지역을 표시  
자료: Washington Post, EIA, 교보증권 리서치센터

미국,  
대중국 4중 규제

2) 촘촘해지는 규제 그물망에, 중국 물량이 걸려진다

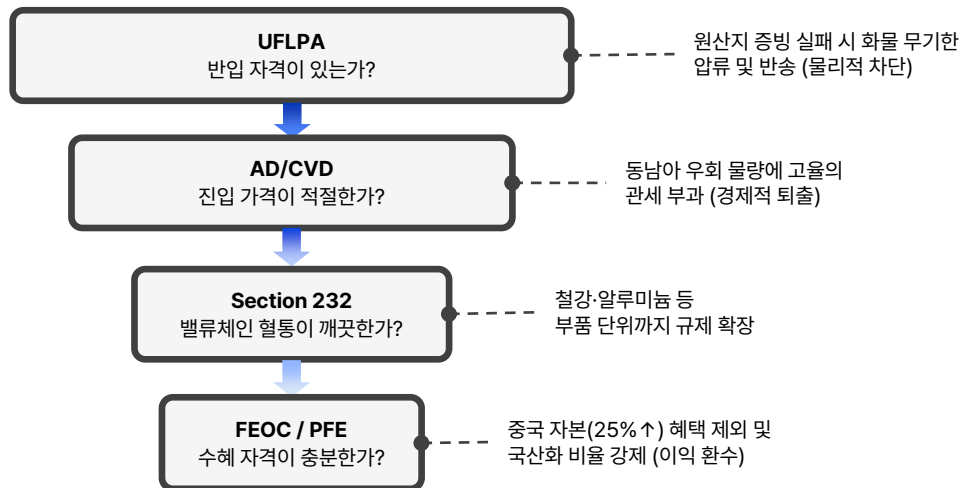
중국의 우회 수출이 사실상 종료됐다. 미국 모듈 수입의 92%(‘24.7 기준)를 차지하던 동남아 4국(중국 우회 물량)이 AD/CVD로 차단됐다. 대체 수입처로 부상한 인도, 인도네시아, 라오스가 ‘25.11 기준 수입의 98%를 차지했으나, 이들에 대해서도 CVD 예비판정(‘26.2)이 나왔다. 중국의 우회 전략은 더 이상 미국에 통하지 않을 것이다. 폴리실리콘부터 모듈까지 밸류체인 전 구간에 관세를 부과할 수 있는 Section 232(국가안보) 조사도 진행 중이다(‘26.3.28 데드라인). 중국산에 대한 규제가 지속 강화되고 있다.

수입 모듈 급감,  
누적 재고 소진 전환

그 결과 모듈 수입이 2024년 54GW→2025년 13~16GW로 급감했고, 셀 수입도 -46% YoY로 줄었다. 미국 내 재고가 소진되는 방향으로 전환됐다. 현재 상당 규모의 누적 재고가 존재하나, 곧바로 설치로 전환되기 어려울 것으로 보인다. 발전사업자가 ITC와 DCA를 수령하려면 비중국산 비율 요건(PFE 규정, 2026년 40%→2030년 75%)을 충족해야 하기 때문이다. 따라서 대형 프로젝트일수록 규제 적합 모듈에 수요가 집중될 것이다. 또한, UFLPA 집행도 강화되고 있다. 미국 관세청(CBP)은 시행 이후 누적 10,000건 이상의 화물을 심사해 10,000건 이상을 거부했으며, 이 중 태양광 관련 제품이 50%에 달한다.

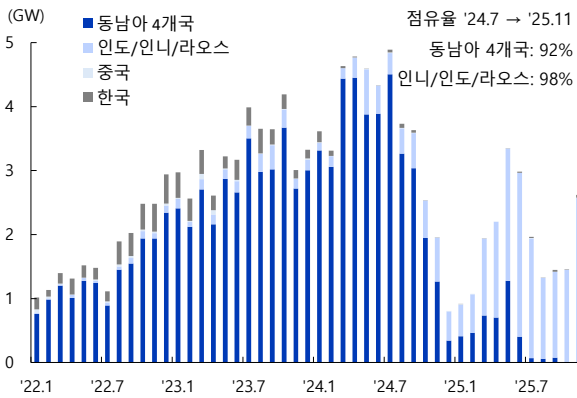
미국 내 모듈 설비 용량은 65GW에 달하지만 실제 가동률은 47%에 머문다. 셀 수입 급감(AD/CVD)과 UFLPA 공급망 증빙 실패, 셀 가동 CAPA 3GW에 불과한 자금 부족이 작용한 데 기인한다. 2025년 실생산 28GW 중 First Solar(17.5GW)와 Hanwha Qcells(5.5GW)가 합산 82%를 차지한다. 중국계(Trina, JA Solar, LONGi)와 캐나다계(Canadian Solar, Sifab)가 미국 내 공장을 운영하고 있으나 가동률 30~40%로 물량 기여가 제한적이다. 미국 내 비중국 제조사로의 물량 집중이 가속되고 있다.

[도표 29] 미국의 규제망 구조



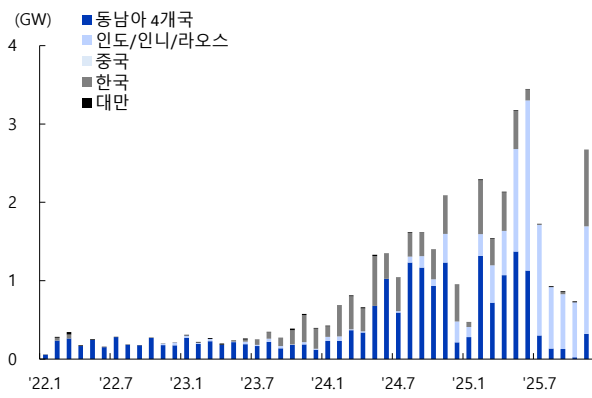
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 30] 미국 태양광 모듈 주요 국가별 월간 수입량 추이



자료: USITC, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 미국 태양광 셀 주요 국가별 월간 수입량 추이



자료: USITC, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 규제 대상 국가별 AD/CVD 관세율

국가	AD(%)	CVD(%)	합산 범위(%)
캄보디아	125	535~3,404	660~3,529
태국	111~203	264~800	375~1,002
베트남	58~271	68~543	126~814
말레이시아 (Qcells 제외)	9~81	32~169	41~250
말레이시아 (Qcells)	0	14.6	14.6
인도	미발표	126	-
인니		86~143	-
라오스		81	-

주: 주, 동남아 4국 합산은 보조금 상계 조정으로 상이할 수 있음. 인도인니라오스 CVD 예비판정('26.2.24), AD 예비판정은 '26.4.21 발표 예정, 자료: DOC, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 미국 태양광 관세 체계 현황 ('26.3 기준)

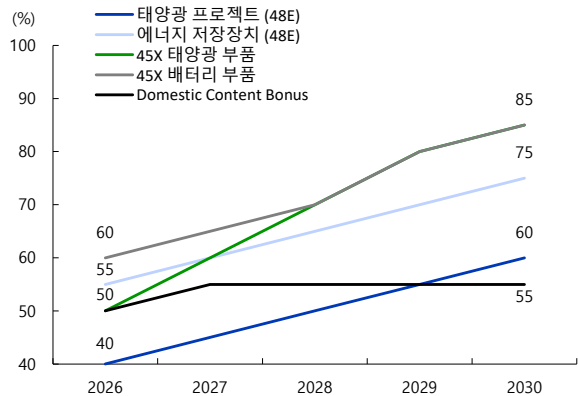
규제명	대상	현황
Section 301	중국산 직접 수입	폴리, 웨이퍼, 셀, 모듈 전품목 50%
AD/CVD (Auxin)	동남아 중국 우회	반우회 관세 적용 중
AD/CVD (2025)	동남아 4국 폴리실 리콘	최종 확정, 관세 발효
Section 201	전 세계 (일부 예외)	'26.2 만료, Section 232 로 대체 전망
Section 232	폴리+파생 제품	조사 중, '26.3.28 데드라인

[도표 34] OBBBA 태양광 ITC 일몰 스케줄

착공 시작일	착공 종료일	가동 기한	비고
-	'25.12.31	'29.12.31	- PFE 규정 미적용 - Safe Harbor 규정 적용
'26.1.1	'26.7.4	'30.12.31	- PFE 규정 적용 - 4년 유예
'26.7.5	'27.12.31	-	- 사실상 불가능 (소명 절차 복잡)

자료: IRS, Chapman and Cutler, 교보증권 리서치센터 and Cutler, 교보증권 리서치센터

[도표 35] OBBBAPFE 비율 요건 단계별 강화 스케줄



주: 수혜 주체 기준, 48E는 발전소(예: NextEra, 전력청), 45X는 배터리 제조사, 자료: IRS, Chapman

### 3) 비중국 프리미엄 확대로 ASP가 올라간다

P(바닥 가격) ↑

AD/CVD와 Section 232가 저가 수입산의 실질 가격을 끌어올리면서 미국 시장 내 가격 하한 자체가 올라갔다. 동시에 발전사업자가 ITC와 DCA(Domestic Content Adder, +10%) 보조금을 수령하려면 비중국산 부품이 필수이므로, 가동률과 무관하게 미국산 모듈은 수입산 대비 \$0.10/W 이상의 프리미엄이 유지될 것으로 예상된다.

중국 치킨게임→  
구조조정 진행중

**중국발 바닥 가격이 올라가고 있다.** 2023~2025년 중국 태양광 산업은 역대 최악의 치킨게임을 경험했다. 폴리실리콘 가격이 85% 이상 폭락하고, 모듈 가격이 \$0.09/W 이하까지 떨어지면서 7대 모듈 제조사의 2024년 합산 적자는 약 5조원에 달했다. 이에 2H25 중국 정부가 움직였다. MIIT가 주요 14개사 경영진을 소환해 원가 이하 판매를 금지했고, 9개 폴리실리콘 업체는 500억 위안(약 7조원) 규모의 구조조정 펀드를 조성해 전체 생산능력의 1/3에 해당하는 낙후 설비를 폐쇄하기로 합의했다.

**강도높은 구조조정의 효과는 이미 나타나고 있다.** 3Q25 Daqo가 5분기 만에 흑자로 전환했고, 폴리실리콘 현물가는 저점 대비 약 50% 반등했다. 여기에 중국 정부가 태양광 제품의 VAT 수출 환급을 2026년 4월부터 전면 폐지한다(13%→9%(24.11)→0%(26.4)). 폴리 가격 반등, VAT 전면 폐지 등이 겹치면서 중국 모듈 수출 원가가 상승하고 있다. LONGi와 JinkoSolar는 2026년 1월 모듈 가격을 \$0.11/W로 인상했고, 글로벌 모듈 바닥 가격은 수출 신규 수주가 기준 \$0.09→\$0.11~0.12/W로 올라왔다.

중국 모듈 0.11달러  
vs. 미국 모듈 0.49달러

**비중국 프리미엄은 계속 확대될 것으로 보인다.** 중국 FOB 기준 TOPCon 모듈 가격이 \$0.11~0.12/W로 올라선 가운데, 미국 시장 거래 가격은 수입 모듈 \$0.28/W, 미국산(수입 셀) \$0.36/W, 미국산(미국 셀) \$0.49/W다. 중국산 바닥이 올라가면, 규제 프리미엄이 없어진 비중국산 가격은 더 올라간다. 비중국 프리미엄은 수요(실수요 견조)와 공급(봉쇄) 양쪽에서 동시에 강화되는 국면에 진입했다고 판단한다.

한국 업체: Q↑, P↑, C↓

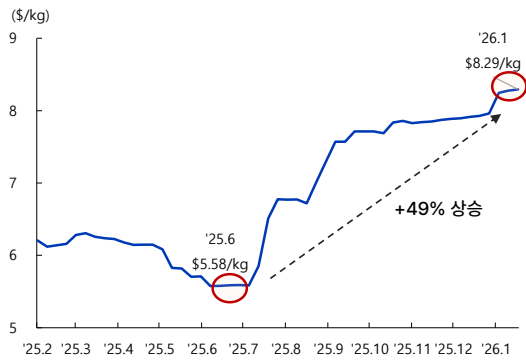
**한국 업체의 수혜가 본격화될 것이다.** 중국산이 차단되면서, 모듈부터 소재까지 밸류체인 전 구간에서 한국 업체의 경쟁력이 강화되고 있다. 판매량(Q) 확대와 판가(P) 상승, 보조금에 의한 원가(C) 절감이 동시에 이루어질 것으로 보인다.

[도표 36] 중국 태양광 치킨게임과 구조조정 타임라인

시점	이벤트	가격 영향
2023.2	폴리실리콘 현물가 \$32.7/kg	과잉 투자 피크
2H24	모듈 \$0.09/W 이하, 주요 업체 현금원가 하회	업계 전면 적자 전환
2024.11	MIIT 태양광 제조업체 규범 조건 발표	무분별한 증설 제한
<b>2025.7~8 (개입 본격화)</b>	MIIT 14개사 경영진 소환	원가 이하 판매 금지
2025.8	9개 폴리 업체 500억 위안 구조조정 펀드 합의	생산능력 1/3 폐쇄 계획
2025.12	합자법인 '광허첸정테크놀로지' 설립 완료	폴리 현물가 저점 대비 +50%
3Q25	Daqo 흑자 전환, GCL 흑자, Tongwei 적자 86% 축소	수익성 회복 시그널
2026.1	LONGi, JinkoSolar 모듈 가격 \$0.11/W 인상	글로벌 바닥 \$0.09→\$0.11~0.12/W 추정

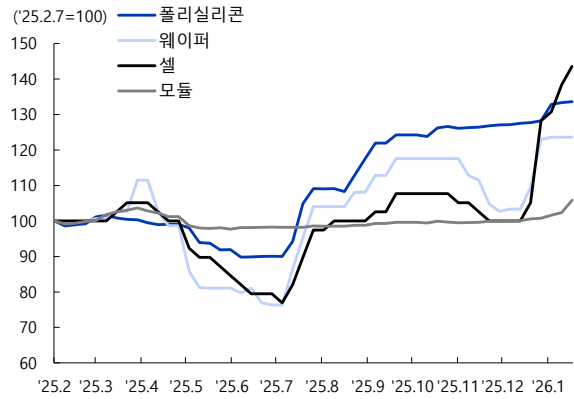
자료: 언론 종합, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 중국 폴리실리콘 가격 추이



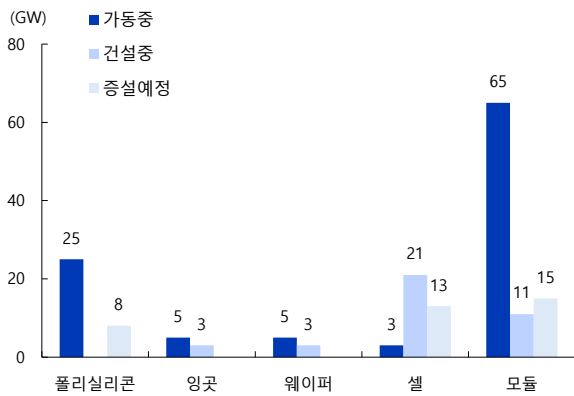
자료: PV InfoLink, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 밸류체인별 상대지수 추이



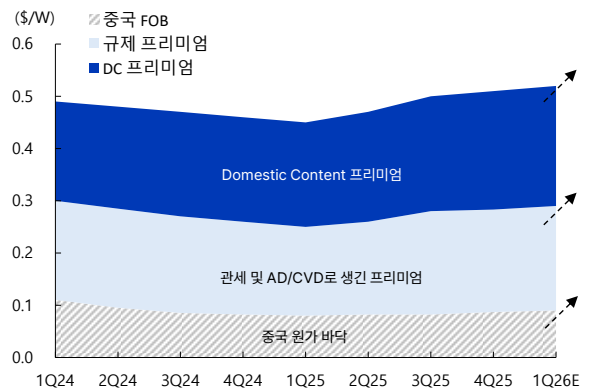
자료: PV InfoLink, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 미국 태양광 CAPA 현황



자료: SEIA, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 미국 프리미엄 구조



자료: 교보증권 리서치센터

## 2. 국내 태양광: 파이가 커지고, 시장은 재편된다

### 1) 시장의 규모가 커진다: 2030년 목표 87GW 상향

2030년 목표  
87GW로상향

**2030년 태양광 보급 목표가 기존 56GW에서 87GW로 대폭 상향됐다.** 기후에너지환경부가 2030년 신재생에너지 100GW 보급을 목표로 제시함에 따라, 해당 수치는 12차 전기분(2H26 확정 예정)의 공식 목표로 반영될 예정이다. 수립 주체가 산업통상자원부에서 기후에너지환경부로 바뀌고, 2035 NDC 53~61% 감축과 2040년 석탄 발전 전면 중단이 상위 목표로 확정되면서 국내 태양광 시장의 하단(Floor)은 과거보다 훨씬 높고 견고해졌다.

연간 10GW 이상  
추가 설치 필요

**국내 태양광 시장은 향후 5년간 연평균 10GW 규모의 확장기를 맞이할 것으로 전망한다.** 2025년 말 기준 36GW인 누적 설비를 2030년 목표치(87GW)까지 확대하기 위해서는 매년 10GW 이상(최근 3년 평균(3.2GW) 대비 3배 이상) 신규 설치되어야 하기 때문이다. 부지 확보의 불확실성은 규제와 입지의 변화로 해소될 것으로 판단한다. 이격거리 규제 개정으로 잠재 부지의 62.7%가 가용해졌으며 영농형, 수직형, 수상형 등 비전통적 입지가 입찰 시장에 본격 편입되며 공급 기반을 강화하고 있기 때문이다.

보수적인 관점에서 추가 설치 목표의 절반(약 25GW)만 반영하더라도, 연간 5GW라는 내수 시장이 형성된다는 점에 주목해야 한다. 결과적으로 국내 태양광 파이가 커지는 방향성은 확고하다는 판단이다.

### 2) 거래 방식이 고도화된다: RPS에서 '계약시장' 및 '직접 PPA'로

RPS →  
계약시장+PPA로 전환

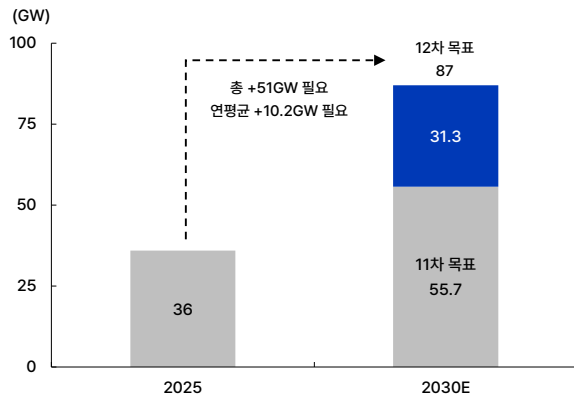
**RPS에서 계약시장과 직접 PPA로 구조가 전환되면서, 경쟁 우위의 기준이 달라진다.** 현행 RPS 체제가 2027년부터 재생에너지 계약시장으로 전환된다. 2026년 말 신규 REC 발급이 중단되고, 정부 주도 경쟁입찰 기반의 계약시장이 개설된다. REC 가격은 수급에 따라 변동성이 컸으나, 계약시장은 15~20년 고정가 계약이 가능하다. 장기 고정가 계약을 다수 확보한 사업자일수록 현금흐름이 안정되면서 경쟁 우위가 생길 것이다.

이러한 거래 방식의 변화는 수익을 가져가는 기업을 가른다. 특히 글로벌 바이어의 신재생에너지 사용 요구로 인해 직접 PPA 시장이 팽창하고 있다. 이제 시장의 수익은 단순 제조나 시공이 아니라, 발전소 개발부터 전력 판매, O&M까지 일원화하여 수요 기업에 최적화된 계약 구조를 제안할 수 있는 전력 구조화 역량에 집중될 것으로 보인다.

전력 구조화 갖춘  
기업 수혜 예상

**내수 시장은 양적 팽창과 더불어 거래 방식의 고도화에 따른 질적 재편이 동시에 진행되고 있다.** 결국 시장 확대의 수혜는 모든 사업자에게 고루 나눠지는 것이 아니라, 변화하는 계약 시장에 대응하고, 복잡한 전력 거래를 설계할 수 있는 구조화 역량을 보유한 상위 사업자에게 집중될 것으로 판단한다.

[도표 41] 국내 태양광 2030년 목표 설치량(11차 vs. 12차)



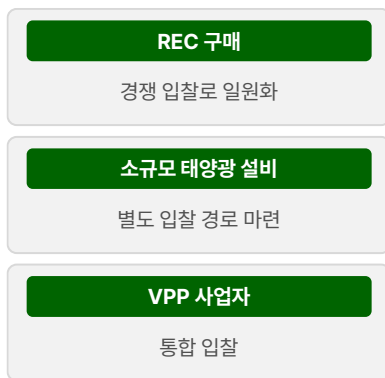
자료: 기후에너지부, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 11차 전기본 vs. 12차 전기본

항목	11차 전기본	12차 전기본 방향
수립 주체	산업통상자원부	기후에너지환경부
상위 목표	2030 NDC 40% 감축	2035 NDC 53~61% 감축
석탄발전	28기 폐지(~2038)	61기 전면 중단(2040)
<b>2030 목표 설치량</b>	<b>55.7GW</b>	<b>87GW</b>
RPS → 계약시장	-	2026 REC 발급 중단 → 2027 계약시장 전환
태양광 규제	-	이적거리 개정, 잠재 부지 62.7% 해소
입찰시장	-	수직형 영농형 햇빛소득마을 도입

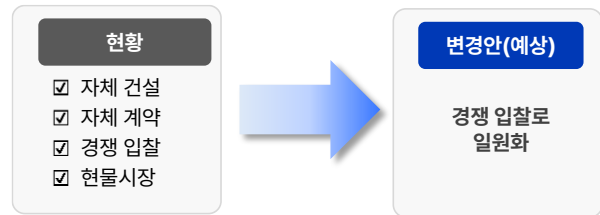
자료: IDTechEx, 교보증권 리서치센터

[도표 43] RPS 제도 개편방향(신규설비 기준)



자료: HAEZOOM, 교보증권 리서치센터

[도표 44] RPS 의무기업 REC 구매 방법



자료: HAEZOOM, 교보증권 리서치센터

## [Appendix] 태양광 밸류체인

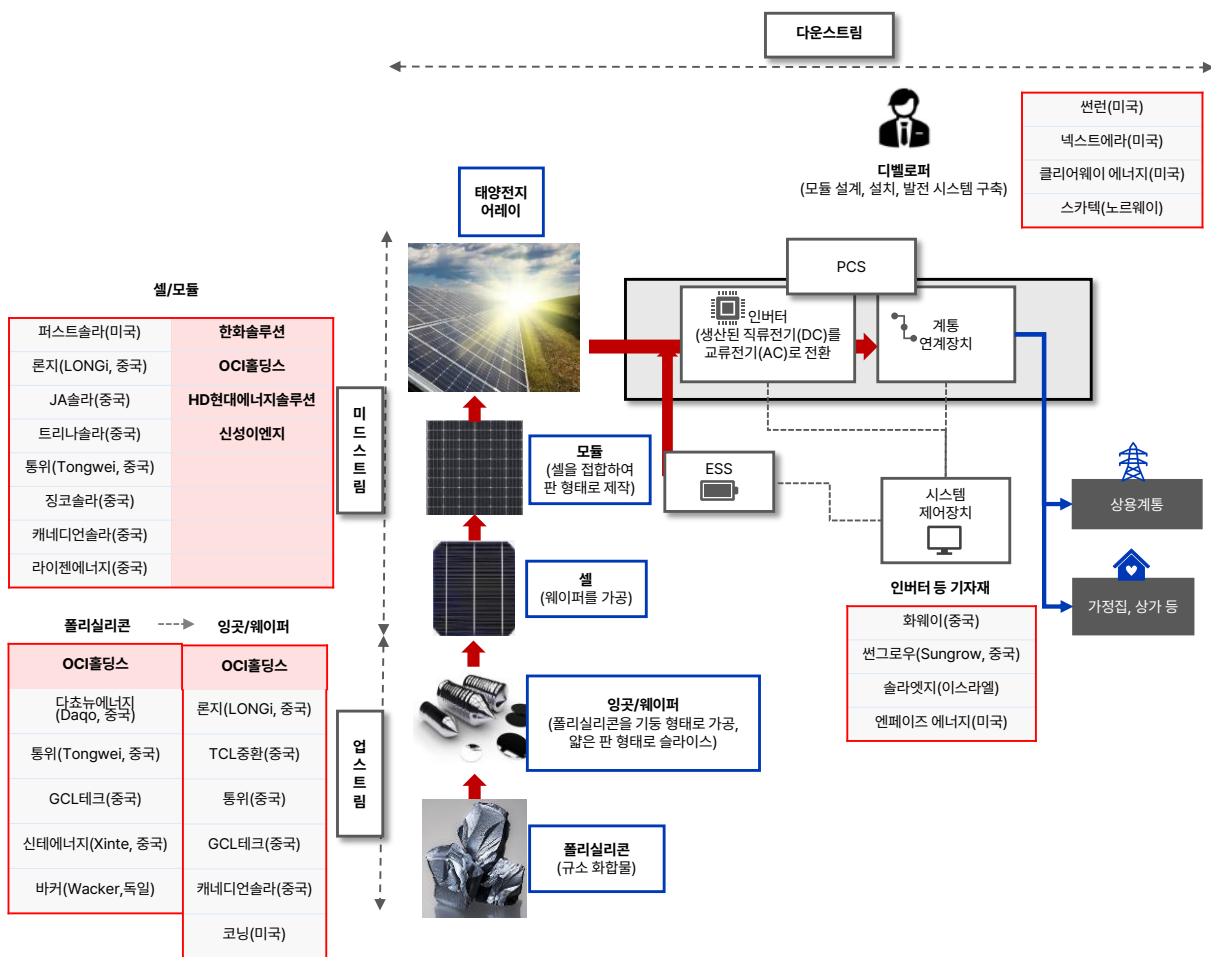
표준화된 구조

태양광의 속도는 고도로 표준화된 밸류체인 구조에서 기인한다. 태양광 모듈 제조 공정은 반도체와 유사한 자동화 라인을 갖추고 있으며, 시공 단계에서도 조립식 공법이 적용되어 현장 작업을 최소화한다. 동일한 모듈을 대량 생산하여 현장에 배치하는 구조가, 태양광을 가장 빠른 전원으로 만드는 기반이다.

- ①모듈 제조, ②계통 연결, ③에너지 저장

태양광 밸류체인은 크게 ①모듈 제조, ②계통 연결(인버터, 구조물, 배선), ③에너지 저장(ESS)을 중심으로 이해할 수 있다. 태양광 발전소가 전력을 생산하고 이를 계통에 연계하여 최종 소비하기까지의 전체 가치 창출 과정을 살펴보자.

[도표 45] 글로벌 태양광 밸류체인



주: 빨간 음영=국내, 회색 음영=해외 기업, 일반적인 구조도  
 자료: 교보증권 리서치센터

**①모듈 제조.** 밸류체인 단계별로 모듈의 시장가치(45%)가 가장 높다. 모듈 제조 공정은 업스트림(원자재)과 미드스트림(제조)으로 나뉜다.

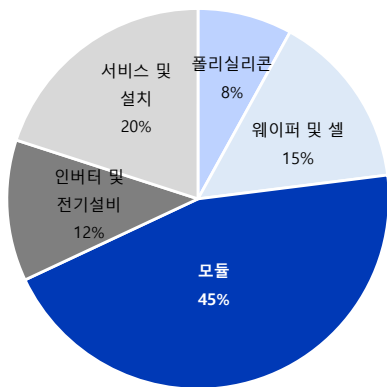
원자재:  
폴리실리콘 → 잉곳  
→ 웨이퍼

**[업스트림]** 규소를 정제하여 태양광 등급 폴리실리콘(순도6N 이상)을 생산한다. 이를 고온에서 녹여 원기둥 형태의 잉곳으로 성장시키고, 이를 와이어로 얇게 절단하면 웨이퍼가 된다. 웨이퍼의 두께는 지속적으로 얇아지고 있으며, 이는 원자재 사용량 절감과 직결된다. 업스트림은 중후장대 설비 산업 특성상 초기 투자 부담이 크고 운영 난이도가 높아, 소수 대형 업체 중심으로 집중도가 높다.

제조:  
셀 → 모듈

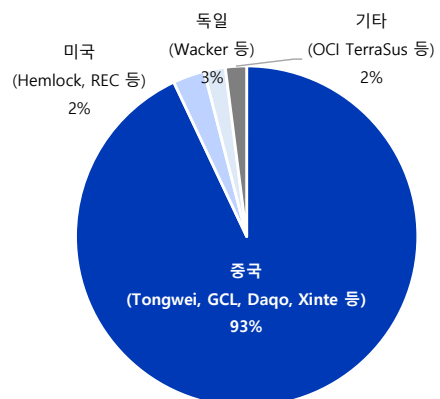
**[미드스트림]** 웨이퍼 위에 반도체 공정을 적용하여 태양광을 전기로 전환하는 셀(=태양전지)을 제조하고, 셀 여러 장을 연결한 뒤 모듈을 완성한다. 셀은 현재 기술 전환이 가장 활발한 구간이다. 기존 주류였던 P-타입 PERC에서 N-타입 기술(TOPCon, HJT 등)로 세대 교체가 진행 중이다. TOPCon의 경우, 26% 이상의 셀 효율을 구현하며, 2026E 기준 N-타입 TOPCon 시장 점유율 68%('23년 PERC 점유율 70%)를 차지할 것으로 전망된다. 이러한 기술 전환은 신규 설비 투자와 공정 노하우를 요구하기 때문에 자본력이 부족한 하위 업체들은 퇴출되는 흐름이다.

[도표 46] 밸류체인 단계별 시장가치 비중



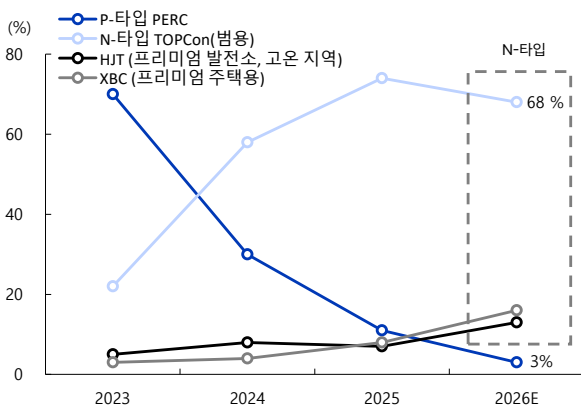
주: 글로벌 전체 태양광 공급망에서 발생하는 연간 총 매출액 기준  
자료: IRENA, IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 국가별 폴리실리콘 점유율



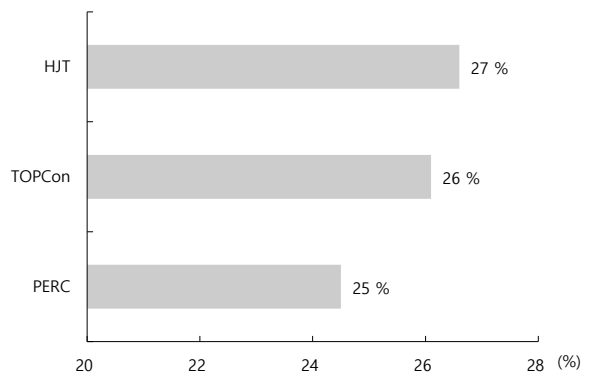
자료: IEA, BNEF, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 셀 기술별 시장 점유율 추이



자료: CPIA, ITRPV, S&P Global, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 셀 기술별 효율 비교



자료: ISFH, Fraunhofer ISE, 교보증권 리서치센터

③ **계통 연결. [다운스트림]** 완성된 모듈은 인버터를 통해 직류를 교류로 변환한 뒤 전력 계통에 연결된다. 인버터와 구조물, 배선 등 계통 연계에 필요한 설비 일체를 BOS(Balance of System)라 한다.

발전소 유형:  
유틸리티급, 상업용,  
주거용

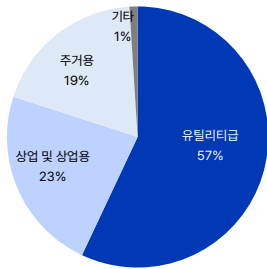
태양광 발전소는 규모, 설치 형태, 주요 수요처에 따라 유틸리티급, 상업용, 주거용으로 구분된다. 유틸리티급은 대규모 전력을 계통에 공급한다. 상업용은 공장, 창고, 상업 건물의 옥상이나 주차장에 설치된다. 주거용은 주택 지붕 설치형이다. 각 유형에 따라 모듈 사양, 인버터 종류, 시공 방식, 수익 구조가 달라지며, 밸류체인 내 기업들의 타겟 시장도 이에 따라 나뉜다.

전력 거래 방식:  
①계통 판매, ②PPA, ③온  
사이트 발전

전력 거래 방식은 크게 세 가지이다. 태양광 발전으로 생산한 전기를 어떻게 처리하고 수익을 내는지에 따라 나뉜다. ①**계통 판매**: 발전사업자가 대규모 발전소를 건설하고, 생산 전력을 송배전망을 통해 전력시장에 판매하는 전통적 방식이다. ②**PPA**: 발전사업자와 전력 수요자가 가격, 물량, 기간을 직접 계약하는 방식으로, 빅테크의 GW급 재생에너지 조달이 이에 해당한다. 전력 가격을 고정할 수 있고, 발전사는 장기 수익이 확보되어 자금조달(PF)이 용이하다.

③**온사이트 발전**: 전력을 소비하는 부지 또는 인접 부지에 발전설비를 직접 설치하는 방식이다. 계통 연결 대기를 우회할 수 있어 전력 확보 속도가 빠르고, 송배전 손실이 없다. 최근 구글의 Intersect Power 인수(25.12)가 데이터센터 인접 부지에 태양광+ESS 발전소를 건설하는 대표적인 코로케이션(온사이트 확장 버전) 사례이며, 트럼프 행정부도 2026년 3월 빅테크에 데이터센터별 자체 발전소 건설을 의무화하는 서약을 체결시켰다. 계통 판매와 PPA에 더해, 온사이트 수요가 추가 성장 동력으로 부상하고 있다.

[도표 50] 글로벌 태양광 발전소 유형별 비중



주: 2025E 기준, 태양광 패널의 개수를 용량으로 환산했을 때의 비율  
자료: IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 전력 거래 방식 구분

구분	글로벌 통용	한국 내 주요 명칭
계통판매	Utility-scale	RPS, SMP+REC 판매
PPA	Corporate PPA (Off-site)	직접 PPA, 제 3자 PPA
온사이트	On-site / BTM	자가용 태양광, 온사이트 PPA

자료: ISFH, Fraunhofer ISE, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 구글 인터섹트 코로케이션



자료: 구글, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 태양광 주요 단위 구분(참고)

구분	주요 단위	의미(설치 용량>발전량>소비량 순)
설치용량	GW	- 태양광 패널의 최대 발전 능력, 해당 연도에 새로 설치한 설비 규모
발전량	TWh	- 설치된 설비가 실제로 생산한 전력량(일조량, 가동률 등에 의해 설치 용량 대비 낮음)
전력소비량	TWh	- 최종 소비자가 실제 사용한 전력량, 발전량에서 송배전 손실 등을 차감한 값

자료: 교보증권 리서치센터

ESS=간헐성 해소

㉓ **에너지 저장(ESS)**. ESS는 전력을 저장했다가 필요할 때 방전하는 시스템이다. 최근에는 ESS가 결합되면서 태양광의 가치 창출 방식이 확장되고 있다. 태양광은 낮에만 발전하는 간헐성 전원이다. ESS를 결합하면 낮 시간 잉여 전력을 저장하여 저녁 피크 시간대에 방전할 수 있어, 24시간 디스패치가 가능한 전력원으로 전환된다. 초기에는 선택적 설비로 도입되었으나, 설치 규모 확대와 전력 수요의 질적 변화에 따라 ESS는 태양광 시스템의 보완적 요소를 넘어 점차 필수 구성 요소로 전환되는 추세다.

태양광에 결합되는 ESS는 대부분 리튬이온 배터리 기반이다. ESS는 저장 방식에 따라 양수발전, 압축공기, 수소 등 다양한 기술이 존재하지만, 현재 신규 설치의 90% 이상은 리튬이온 배터리 기반이다. 이를 BESS(Battery Energy Storage System)라 구분한다. 태양광과의 결합에서 BESS의 핵심은 전력 시간대 이전이다. 낮 시간 잉여 전력을 저장했다가 저녁 피크 시간대에 방전하여 발전소의 매출 시간대를 확장하는 것이 태양광+ESS 투자의 수익 구조다. BESS가 시장을 지배하는 이유는 입지 유연성과 확장성이다. BESS는 컨테이너 단위로 어디든 설치할 수 있으며, 태양광 발전소에 직접 병설할 수 있다.

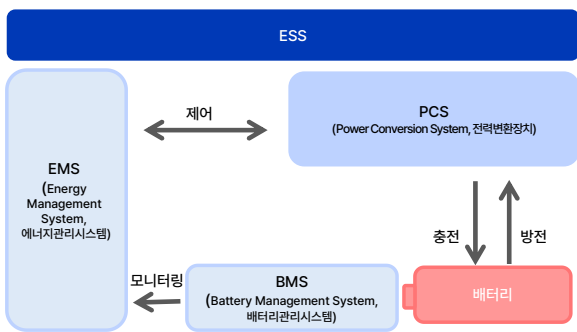
BESS 핵심요소 4가지: ㉑ 배터리, ㉒ PCS, ㉓ BMS, ㉔ EMS

BESS는 ㉑ 배터리 팩, ㉒ PCS(전력변환장치), ㉓ BMS(배터리관리시스템), ㉔ EMS(에너지관리시스템) 네 가지 핵심 요소로 구성된다. 배터리 팩이 시스템 원가의 약 50%를 차지하며, 앞서 언급한 배터리 가격 하락이 ESS 경제성 개선에 직결되는 이유다.

PCS는 태양광 인버터(DC→AC 단방향)와 달리 충전과 방전을 모두 수행하는 양방향 인버터다. 기술 기반이 겹치기 때문에 태양광 인버터 강자가 PCS 시장도 지배한다. Huawei와 Sungrow가 글로벌 인버터 합산 점유율 55%로 10년 연속 1, 2위이며, BESS 인테그레이터 시장에서는 Tesla(15%, 북미 기준 39%), Sungrow(14%)가 1, 2위를 차지한다.

이러한 구성 요소들은 함께 작동하여 에너지를 효율적으로 저장하고, 안정적으로 에너지를 방출할 수 있게 도와준다. 설계와 구성은 사용되는 에너지 유형, 용량, 용도 및 설치 환경에 따라 달라질 수 있다. BESS 밸류체인에서 하드웨어(배터리 및 PCS)는 규모의 경쟁이지만, 소프트웨어와 시스템 통합은 기술 차별화가 가능한 영역이다. BESS 가격 하락과 시스템 고도화가 지속되면서, 태양광+ESS 결합은 밸류체인 전반의 성장을 견인하는 동력이 되고 있다.

[도표 54] BESS 구성 요소



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 55] BESS 요소별 특징 및 글로벌 Key Player

구성요소	특징	글로벌 Key Player
배터리 팩	- 셀→모듈→랙 적용 - 전력 저장	- CATL, BYD, Samsung SDI, LG에너지솔루션
PCS	- DC↔AC 양방향 변환	- Sungrow, Huawei 등 - 주거용 시장에서는 Enphase 와 SolarEdge가 시장 양분
BMS	- 셀 전압 및 온도 모니터링 - 안전 제어	- 배터리 제조사 자체 공급 다수
EMS	- 총방전 스케줄 최적화 - AI 예측	- Fluence, Wärtsilä, AutoGrid

주: Tesla의 경우 배터리 팩, PCS, EMS 모두 포함, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 태양광 Peer Valuation Table

(십억원, 백만달러, 백만위안)	국내			해외				
	한화솔루션	OCI 홀딩스	현대에너지솔루션	First Solar	Daqo	Jinko	Longi	
Ticker	009830 KS	010060 KS	322000 KS	FSLR US	DQ US	688223 CH	601012 CH	
시가총액	8,294	3,040	1,368	21,040	1,550	78,941	142,998	
매출액	2025	13,333	3,380	493	5,219	665	92,471	82,582
	2026E	15,513	4,062	612	5,400	1,105	70,716	71,073
	2027E	16,869	4,405	-	6,220	1,241	86,851	87,680
영업이익	2025	-365	-58	41	1,597	-270	513	-10,121
	2026E	602	337	61	2,061	-80	-5,662	-5,345
	2027E	1,197	502	-	2,752	58	732	2819
순이익	2025	-650	-90	42	1,528	-171	99	-8,618
	2026E	15	202	49	2,005	-17	-5,158	-4,660
	2027E	504	303	-	2,638	70	390	2347
PER	2025	-	-	14.8	17.6	-	711	-
	2026E	239.9	15	27.9	10.4	-	-	-
	2027E	17.9	10	-	7.9	38.5	93.9	60.1
PBR	2025	0.5	0.5	1.5	2.9	0.4	2.2	2
	2026E	1	0.8	3	1.9	0.4	2.9	2.5
	2027E	1	0.7	-	1.5	0.4	2.8	2.5
ROE	2025	-7.4	-2.3	10.6	17.4	-3.9	0.3	-13.1
	2026E	0.2	5.2	11.5	18.8	-0.4	-18	-8.1
	2027E	5.9	7.4	-	20.1	2.4	1.4	4.2
EV/EBITDA	2025	45.9	19.7	9.1	11.6	-	9.4	-
	2026E	15.1	7.5	17	7.1	6.1	28.5	93.9
	2027E	10.8	5.9	-	5.6	3.3	10.8	15.7

주: 2026.3.13 종가 기준, 추정치는 Bloomberg 컨센서스  
 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## Part III. [풍력] 이제는 한국이 바람 탈 차례

풍력 = Scale

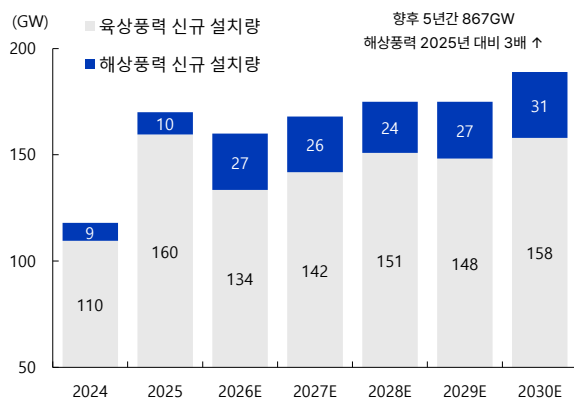
풍력은 2030년까지 867GW가 신규 설치될 것으로 전망된다. 이는 한국 발전설비 전체의 6배 규모에 해당하는 대규모 시장이다. 이 중 해상풍력은 2025년 10GW에서 2030년 31GW로 3배 이상 성장하며, 단일 프로젝트가 원전급 GW 단위다. FID 하나에 수조원의 기자재 발주가 일시에 열리는 구조다. 이러한 Scale은 풍력 산업 고유의 매력이다. 단위 프로젝트 CAPEX가 수천억에서 수조원에 달하고 PF 부채비율이 70~80%에 이르기에 금리 민감도가 높다(100bp 하락 시 IRR 1.5~2.0%p 개선, FID 6~12개월 앞당 거짐).

다만, 미국 온쇼어는 데이터센터 수요가 수주를 견인하고 있고, 유럽에는 AR7 8.4GW, 독일 온쇼어 8.5GW, 함부르크 선언 300GW가 대기 중이며 금리 인하까지 더해지면 이들 파이프라인도 탄력을 받을 것이다.

한국 내수, 가장 확실한 시장

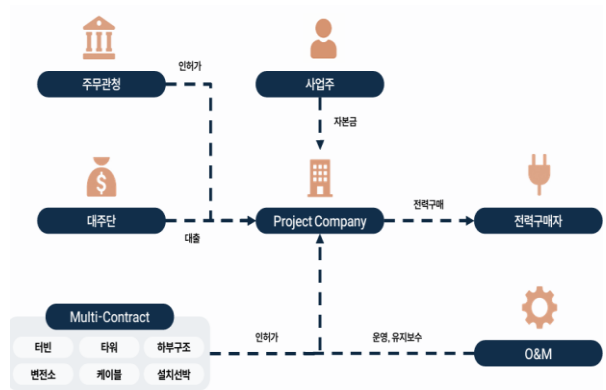
지금 당장 확정된 것을 먼저 보자. 한국 내수는 정책 금융과 정부 주도 입찰로 발주가 이미 열리고 있다. 해상풍력특별법(2026.3), 12차 전기본(2H26), 서해안 에너지고속도로 입찰(2026년) 등 모멘텀이 글로벌 시장 대비 풍부하다. 풍력 내 투자 우선순위는 구조적 성장이 확정된 곳에 집중한다. 해저케이블과 시공 인프라다.

[도표 57] 글로벌 풍력 신규 설치량 추이 및 전망



자료: Wood Mackenzie Global Wind Power Market Outlook 4Q25, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 해상풍력 발전 사업 PF 구조도



자료: 풍력산업협회, 교보증권 리서치센터

[도표 59] PF 자본흐름(국내 기준 예시)



자료: 풍력산업협회, 교보증권 리서치센터

## 1. 국내 풍력: 오히려 좋다

한국 풍력 OECD 최하위

한국은 풍력 보급이 가장 늦었던 만큼, 성장 여력이 가장 크다. 특히 해상풍력의 잠재력에 주목해야 한다. 2025년 기준 누적 설치 350MW에 불과하다. 독일이 연간 5.7GW를 설치하는 동안, 한국은 수십 년간 누적이 독일 연간의 6%다. 원유와 LNG, 석탄을 거의 전량 수입하며 연간 1천억달러 이상을 지출하면서도 이를 대체할 신재생에너지 보급은 OECD 최하위 수준이었다.

국내 풍력 사업 확대  
실행 가능성↑

왜 지금 주목해야 하는가. 해상풍력특별법이 이달(3.26) 시행되고, 에너지고속도로 입찰이 연내 예정되어 있다. 풍력 섹터 내에서 한국 내수의 실행 가시성이 가장 높은 이유다. 2026~2027년 실발주가 확인되는 건은 에너지고속도로 1단계(7.9조원)와 신안우이(390MW, 2.89조원 PF 완료) 두 건이며, 합산 사업비만 10조원을 넘긴다.

실행 병목 3가지 요인:  
①인허가, ②계통,  
③자금조달

허가는 있으나 실행이 없었다. 발전사업허가 기준 90개소 30.5GW가 발급되어 있으나, 실제 설치된 것은 350MW다. 허가 대비 실행률 1% 수준이다. 실행 단계에서 병목을 만드는 요인은 크게 3가지 ①인허가, ②계통, ③자금조달(PF)이었다. 인허가는 민간 주도 개별 개발 구조에서 착공까지 평균 7~10년이 소요되었다. 계통은 호남→수도권 송전능력 4.5GW에 불과한 반면 2036년 호남권 잉여전력이 58.5GW에 달할 전망이다. 자금조달은 금리 부담과 비용 상승으로 대형 프로젝트의 PF가 난항을 겪었다.

2026년 완화,  
시장 개화에 주목

**이 세 가지 병목이 2026년을 기점으로 동시에 완화되기 시작한다.** 대형 프로젝트의 착공 가시성이 높아지며, 실제 발주 및 공사 물량이 본격적으로 열리는 것에 주목해야 한다.

[도표 60] 국내 주요 해상풍력 프로젝트 파이프라인

지역	프로젝트명	용량	비고
신안	신안우이 해상풍력	390MW	- PF 완료, 2029년 상업운전 예상 - SK 이터닉스, 한화오션 컨소시엄, - LS 마린솔루션 해저케이블 우선 협상
	해송 풍력발전 1	510MW	- 고정식
	안마 해상풍력 2	510MW	- 고정식
전북서남권	서남해 해상풍력 개발사업	2.4GW	- 시범단지 2027년 준공 예정
울산	반딧불이 부유식 해상풍력	750MW	- 부유식 대표
인천	용유무의자월 해상풍력	320MW	- 수도권 모델
제주	한림 해상풍력	100MW (총 0.6GW 계획)	- 일부 준공

자료: 언론종합, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 국내 주요 해상풍력 프로젝트 위치



자료: 에너지와 공간, 교보증권 리서치센터

①인허가 문제 해소  
=해상풍력특별법

**해상풍력 특별법('26.3.26 시행)**이 인허가 병목을 해소하는 가장 중요한 트리거다. 민간 주도를 정부 주도 계획입지제로 전환하고, 28 개 인허가를 일괄 의제처리하는 원스톱 체계를 구축한다. 착공까지 90개월(7.5년)이 소요되던 사업 기간이 3.5~5년으로 단축될 전망이다.

변화가 확인된다. 국내 해상풍력의 가장 큰 암묵적 병목이었던 군작성성 협의가 풀리기 시작했다. 2025년 하반기부터 국내 모든 해상풍력 단지가 국방부와 작전성 협의를 진행하고 있으며, 국방부가 에너지전환 정책을 살리는 방향으로 검토하고 있는 것으로 파악된다. 안마 해상풍력(224MW)은 1년 넘게 지연되어온 군작성성 협의가 완료 단계에 진입한 것으로 파악되고, 글로벌 최대 해상풍력 디벨로퍼 CIP에 지분 매각이 추진 중이다. CIP 인수가 확정되면 건설 착수가 빠르게 이루어질 것으로 보인다.

②계통 문제 해소  
=서해안에너지고속도로

**서해안에너지고속도로의 입찰 공고가 2026년 내 열릴 것으로 예상된다.** 총사업비 11.5조원, 620km 규모의 해상 HVDC 국가 기간망 사업으로, 호남→수도권 송전능력을 4.5GW에서 39GW로 9배 확대한다. 1단계 사업비 7.9조원, 2030년 완공 목표이며, 적기 준공을 위해서는 2026년 발주가 이루어질 것으로 보인다. 개별 풍력 프로젝트의 사업성과 무관한 국가 기간망이므로, 풍력 단지 건설이 지연되더라도 독립적으로 집행된다.

③자금조달(PF)  
= 국민성장펀드

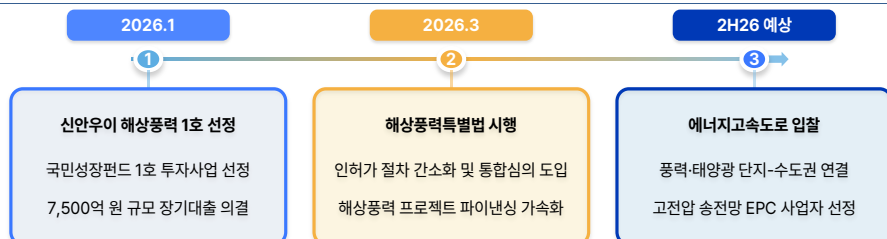
**정부 주도 자금조달 모델이 실제로 작동하기 시작했다.** 신안우이 해상풍력(390MW)이 국민성장펀드 1호 투자처로 선정('26.1.29)되어 첨단전략산업기금 7,500억원이 선후순위 대출로 투입된다. 산업은행과 미래에너지펀드 5,440억원이 추가 지원되며, KB금융과 산업은행이 공동 주간사로 총 2.89조원 규모의 금융주선을 완료('26.2.12)했다. 국내 최대 신재생에너지 PF 사례다. 총사업비 3.4조원이며, 3Q26부터 SPC 자본금 납입 후 자금 집행이 시작된다. 정책 금융이 마중물 역할을 하며 민간 PF의 물꼬를 튼 구조다. 2호와 3호 투자처도 순차 선정 중이다. 정부 주도 PF 모델이 신안우이에서 실증된 만큼, 후속 프로젝트의 금융 조달 난이도는 낮아질 것으로 보인다.

특별법(3월)→에너지고속도로 입찰(2H26)→12차 전기본(2026)

**국내는 이로인해 순차적으로 프로젝트가 실행될 것으로 기대된다.** 에너지고속도로 1단계와 신안우이가 1차 실발주 물량이고, 순차적으로 타 프로젝트도 시작된다. 한국 해상풍력을 10년간 묶어두었던 세 가지 병목이 2026년을 기점으로 동시에 완화되면서, 허가만 있고 실행이 없었던 파이프라인의 실발주 전환이 시작된다.

한국 풍력을 지금 봐야 하는 이유는 발주가 눈앞에 와 있는 시장이기 때문이다. 에너지고속도로 1단계(7.9조원)와 신안우이(2.89조원) 합산 사업비만 10조원을 넘긴다. 이 발주가 2026~2027년에 집중되면서 해저케이블과 시공, 하부구조물 기업의 수주잔고가 레벨업된다. 입찰 개시 시점이 국내 풍력 기업 리레이팅 트리거가 될 것으로 판단한다.

[도표 62] 2026년 국내 해상풍력 관련 타임라인



자료: 교보증권 리서치센터

## 2. 해외 풍력: 여전히 바람은 분다

### 지역별 타이밍 차이

**해외 시장은 지역마다 타이밍이 다르다.** 미국은 온쇼어 발주가 이미 가속되고 있고, 유럽은 FID 확정 프로젝트와 대기 프로젝트가 공존하며, 대만은 정부 주도로 집행된다. 한국 기자재의 해외향 실적 반영 순서는 미국(2H26) → 유럽 FID 확정분(2026~2027) → 대만과 유럽 신규 라운드(2028~2029)로 판단한다.

### 미국 육상풍력 중심 진행

**[미국] 육상풍력이 핵심이다.** 미국 풍력은 2025~2029년 46GW 설치가 전망된다. 이 중 육상풍력이 35.5GW(76%)를 차지하며, 2026년(10.7GW)과 2027년(12.7GW)에 5년 물량의 절반이 집중된다. 트럼프 행정부에서도 해상풍력은 stop-work order로 동결됐지만, 육상풍력은 돌아가고 있다. 과거 10년간 0.5%에 불과했던 전력수요 성장률이 3%로 6배 상승했고, 유틸리티들이 160GW 부하 추가 계획을 발표했다(54%가 데이터센터). LCOE \$37~38/MWh는 상승한 전력가격 대비 충분히 경쟁력 있다.

3Q25 육상풍력 터빈 수주가 2GW를 넘기며 9개 분기 최고를 기록했고, 터빈 수주에서 타워 발주까지 12~18개월이 소요되므로 2026~2027년이 타워 발주 집중 시기다. 리파워링도 향후 3년간 2.5GW가 예정되어 있어 타워 수요에 직접 연결된다. 한국산 관세 0%(AD/CVD 최종 판정)를 확보한 미국 내 생산 거점 보유 기업의 실적 반영이 2H26부터 가시화될 전망이다. 2028년 이후 ITC 일몰로 설치량이 감소될 전망이다(2028E 8.9GW → 2029E 6GW), 전력수요 증가 추세가 변하지 않는 한 시장이 소멸하는 것은 아니다.

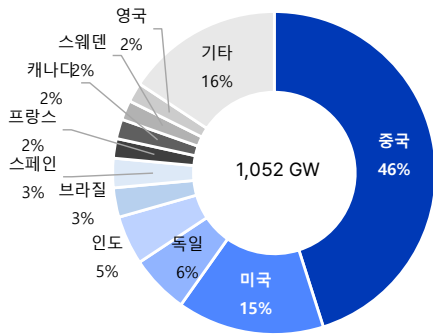
### 유럽 및 대만, 안보 측면에서 확대 예상

**[유럽 및 대만] 에너지 안보가 풍력 확대의 정책 구속력을 강화하고 있다.** FID 확정분은 금리와 무관하게 돌아가고 있다. Vattenfall의 Nordlicht I&II(독일 북해, 합산 1.6GW)가 2026년 1월 Full FID를 확정했다. Vestas V236-15.0MW 터빈 112기가 계약됐고, 모노파일(최대 80.5m, 1,290톤)과 TP(23.7m, 362톤)의 1차 물량이 예정보다 앞당겨 제작 완료됐다. 3Q26 해상 설치 시작, 2028년 상업운전 목표로 완공 시 독일 최대 해상풍력 단지(연간 6TWh)가 된다. 독일 온쇼어(2025년 5.7GW → 2026E 8.5GW, +49% YoY)도 금리와 무관하게 유럽 내 가장 빠르게 성장 중이다.

현재 호르무즈 사태가 이 방향을 가속시키고 있다. 가스발전 비중 30%인 스페인은 전기요금 50% 상승이 전망되며, REPowerEU 목표(신재생 42.5%)의 실행 속도가 빨라질 것으로 보인다. AR7(8.4GW) 등 신규 CfD 라운드는 금리가 지금 수준보다는 낮아져야 디벨로퍼 마진이 확보되고 FID가 확정된다. FID는 2027~2028년, 발주는 2028~2029년 전망이다.

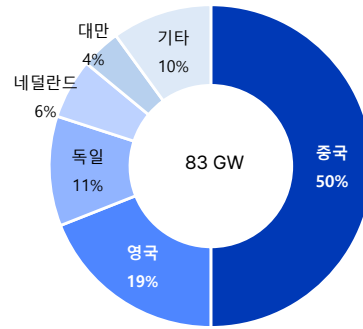
대만도 에너지 안보가 핵심 동력이다. 에너지 수입 의존도 97%인 대만은 2025년 12월 PLA 봉쇄 훈련에서 에너지 공급망 취약성이 재확인됐다. 해상풍력은 연료 수입이 필요 없는 자국 내 발전 인프라라는 점에서 안보적 가치가 크다. 민진당 재집권으로 정책 연속성이 확보됐으며, 정부 주도 Round 구조로 타임라인이 고정되어 있다. Round 3.3(3.6GW, 3Q26 개발사 선정 목표)에서 LCR 완화 시 하부구조물과 타워의 해외 직납이 본격화된다. FID는 2027~2028년, 발주는 FID 이후 6~12개월 내 예상한다.

[도표 63] 국가별 육상풍력 누적 설치 비중



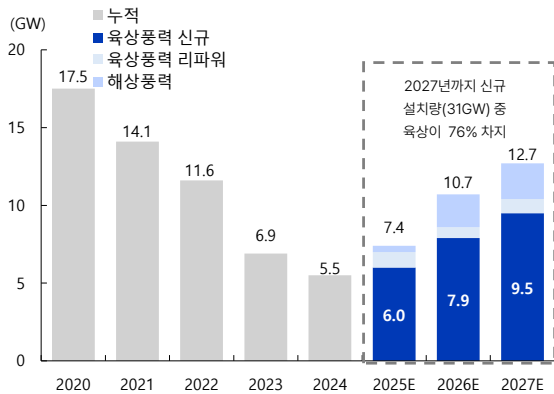
자료: GWEC 2025, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 국가별 해상풍력 누적 설치 비중



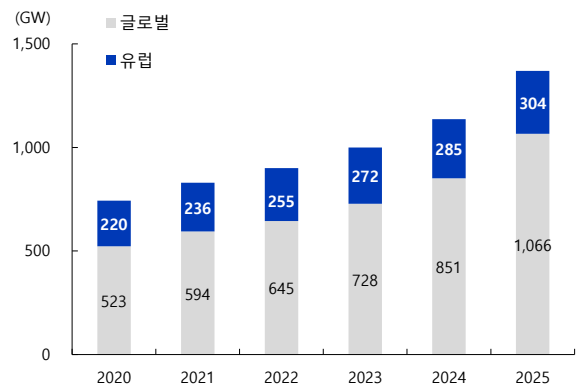
자료: GWEC 2025, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 미국 연도별 풍력 신규 설치 추이



자료: Wood Mackenzie US Wind Energy Monitor Q4 2025, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 유럽 연도별 풍력 누적 설치 추이



자료: WindEurope, 교보증권 리서치센터

## [Appendix] 해상풍력특별법과 에너지고속도로

### 1. 해상풍력 특별법

민간→정부 주도  
계획입지제

해상풍력 특별법(2025.3 공포, 2026.3 시행)의 핵심은 개발 패러다임의 전환이다. 기존에는 민간 사업자가 개별적으로 해역을 탐색하고 인허가를 획득하는 구조였으나, 특별법은 정부 주도의 계획입지제로 전환한다. 정부가 직접 후보지를 발굴하고, 주민 수용성과 환경성이 확보된 해역을 지정한 뒤, 사업자를 공모하는 구조다.

인허가 일괄처리로  
진행 빨라짐

사업개발 절차는 예비지구 → 발전지구 → 사업자 선정 → 착공이다. 예비지구 지정 단계에서 산업부와 해수부가 해상풍력입지정보망(어업활동, 해양환경, 풍황, 군작전, 전력계통 등)을 구축하고, 기본설계안 수립과 사전조사(환경성, 해상교통 안전성, 군사작전 영향성 등)를 진행한다. 민관협의회(시장, 군수, 구청장 등)가 이익공유와 지역경제 활성화에 대해 협의하며, 발전지구 지정 시 한전 계통연계를 확인하고 공동접속설비 건설을 요청할 수 있다. 사업자 공모에서는 200MW 이상 석탄발전 공기업을 우대하되, 기존 사업자도 신청이 가능하다. 실시계획 승인 시 28개 인허가를 일괄 의제처리하며, 환경영향평가와 해역이용영향평가 협의 특례가 적용된다. 사업자 선정 후 2년 내 실시계획 신청, 승인 후 3년 내 착공이 요구된다.

가장 큰 변화는 28개 인허가 의제처리하는 원스톱 체계와 공기업 예비타당성조사 면제다. 착공까지 90개월(7.5년)이 소요되던 사업 기간이 3.5~5년으로 단축될 전망이다. 국산 10MW급 터빈 사용 시 추가 프리미엄 제도, 국유 전력회사 34% 이상 지분 의무화 등도 도입되어 정부가 국내 기업 중심의 공급망 내재화를 뒷받침한다. 2025년 4개 신규 해상풍력 프로젝트(영광낙월 365MW, 고창 76MW, 신안우이 397MW 등)가 모두 공공 SPC와 국산 터빈으로 수주된 것은 이 정책 방향의 첫 번째 결과다.

[도표 67] 해상풍력특별법 주요 내용

구분	주요 내용
정의	- 해상풍력발전사업, 해상풍력발전시설, 해상풍력산업, 해상풍력발전 예비지구, 기본설계, 해상풍력발전지구 등을 정의
해상풍력발전위원회 및 해상풍력발전추진단 등	- 국무총리 소속 해상풍력발전위원회, 산업통상자원부 산하 <b>해상풍력추진단 설치 및 해상풍력전담기관 지정</b>
예비지구 및 발전지구 지정	- 예비지구 지정, 기본설계안 수립 및 발전지구 지정 절차 및 어업인 참여 우대
예비타당성조사에 관한 특례	「국가재정법」 및 「공공기관의 운영에 관한 법률」 상 <b>예비타당성조사 면제 특례</b>
사업자 선정 및 실시계획 승인	해상풍력발전사업자 선정 및 실시계획 승인 절차
환경영향평가 등에 관한 특례	대통령령으로 정한 <b>환경성 평가로 환경영향평가 및 해역이용평가 대체</b>
인허가의제	발전사업자가 <b>개발실시계획의 승인 등을 받으면 다른 법률에서 인·허가를 받은 것으로</b> 의제
해상풍력산업 및 관련 사업 지원	공급망 활성화, 공유수면 점용료 및 사용료 특례, 에너지 전환의 지원 등 해상풍력발전산업의 진흥에 관한 사항

자료: 풍력산업협회, 교보증권 리서치센터

2. 서해안 에너지 고속도로 개요 및 밸류체인

서해안 HVDC 620km, 총사업비 11.5조원

에너지고속도로는 발전지와 수요처 간 전력을 연결하는 대규모 HVDC(초고압직류송전)망 구축 사업이다. 현 정부는 AI 전력 수요 급등과 신재생에너지 확대에 따른 수급 불균형을 해결하기 위해 12대 국정 중점 전략 과제로 선정했다. 서해안 에너지고속도로는 신해남~태안~서인천(430km)과 새만금~태안~영흥(190km), 총 620km의 해상 HVDC 국가 기간망이다. 호남→수도권 송전능력을 4.5GW에서 39GW로 9배 확대한다. 총사업비 약 11.5조원, 1단계 7.9조원(2030년 완공 목표). 법적 근거는 국가기간 전력망 확충 특별법(2025.9 시행)으로 확보됐다. 입찰 공고가 2026년 내 예상되나, 입찰 설계와 분할 발주 구조 확정에 시간이 소요될 수 있어 계약 체결은 2H26~1H27로 후행할 가능성을 열어둔다.

제주 HVDC 레퍼런스 → 내륙 확장

현재 국내 상업 운전 중인 HVDC 해저 연계는 해남~제주(300MW, 1998), 진도~제주(400MW, 2014), 완도~동제주(500MW, 2024) 3개 노선이다. 제3연계선(완도~동제주)은 국내 최초 전압형(VSC) HVDC로, 계통 유연성과 안정성을 크게 개선했다. 에너지고속도로는 이 제주 HVDC 경험을 본토 간 장거리 송전으로 확장하는 프로젝트이며, 국내 기업이 글로벌 HVDC 시장에 진출하는 핵심 레퍼런스가 된다. 정부도 HVDC 기술 자립화를 위해 국내 기업의 우선 참여를 추진하고 있다.

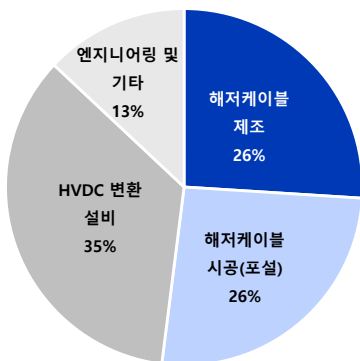
HVDC 케이블, 글로벌 5개사 과점

이 글로벌 병목과 한국 내수 정책이 교차하는 지점이 에너지고속도로다. 밸류체인을 분해하면, 해저케이블 제조와 시공이 약 6조원(54%)으로 과반을 차지한다(제조와 시공 각 약 3조원). 나머지 약 5.5조원은 변환설비(컨버터 스테이션), 육상 송전, 부대시설 등이다. 525kV 이상 HVDC 케이블을 상용화할 수 있는 업체는 전 세계 5개사(Prysmian, NKT, Nexans, LS전선, Sumitomo)에 불과하다. 4Q25 기준 유럽 3사의 합산 수주잔고는 약 €34B로 각사 연간 매출의 4~6년치에 해당하고, LS전선의 별도 기준 수주잔고도 12조원으로 사상 최대치를 기록했다. 시공은 더 부족하다. 고압 해저케이블 포설이 가능한 CLV(Cable Laying Vessel)는 전 세계 약 20척에 불과하며, 신조선 1척에 2~3억 달러, 건조 2~3년이 소요되어 단기간 내 공급 확대가 어렵다. 현재 건조 중인 신규 CLV도 전 세계 7척에 불과하다.

제조+시공 턴키 사업자 수혜 예상

에너지고속도로의 수혜는 HVDC 해저케이블 제조와 시공을 일괄 수행할 수 있는 기업에 집중될 것으로 판단한다. 1단계 구간(새만금~서화성, 약 224km)만으로 500MW급 해상풍력단지 5개에 해당하는 케이블과 시공 수요가 발생한다. 국가 기간망 사업 특성상 분할 발주와 경쟁사 진입 가능성은 열려 있으나, HVDC급 제조 기술과 대형 CLV를 동시에 보유한 턴키 사업자는 제한적이라고 판단한다.

[도표 68] 서해안 에너지고속도로 총사업비 밸류체인 분해



자료: 교보증권 리서치센터 추정

[도표 69] 서해안 에너지고속도로 관련 밸류체인별 분해

구분	금액 (조원)	경쟁 가능 후보
해저케이블 제조	3.0	LS전선, 대한전선
해저케이블 시공(포설)	3.0	LS마린솔루션(국내 유일 HVDC CLV)
HVDC 변환설비(컨버터 스테이션)	5.5	효성중공업, 현대일렉트릭, Siemens, Hitachi Energy, GE Vemova
엔지니어링 등		한국전력기술/해양조사사 등
총합	11.5	-

자료: 교보증권 리서치센터 추정

[도표 70] 주요 CLV 신조 현황

선박명	소유 기업	인도/투입 시점	적재 용량	주요 사양 및 특징
Monna Lisa	Prysmian	1Q25 투입	17,000 톤	Leonardo da Vinci 급, 하이브리드 추진 시스템 적용
Nexans Electra	Nexans	1Q26 예상	13,500 톤	DP3 시스템, 4 개 케이블 동시 부설 가능, 바이오디젤 혼용
Fleeming Jenkin	Jan De Nul	2H26	28,000 톤	세계 최대 적재량, 3,000m 심해 설치 가능
NKT Eleonora	NKT	1Q27	23,000 톤	메탄올 듀얼 퓨얼 엔진 탑재, 3 개 턴테이블 시스템
New CLV (Project)	LS 마린솔루션	1H28	13,000 톤	한국 유일 HVDC 전용선, 아시아 최대 규모, 터키 Tersan 건조
OMS Newbuild (2척)	OMS Group	2028 년	6,500 톤	차세대 통신/전력 복합 부설선, 노르웨이 Ulstein 설계

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 에너지고속도로 개요



자료: 한국전력공사, 민주연구원, 교보증권 리서치센터

## [Appendix] 풍력 밸류체인

### FID가 출발점

풍력 프로젝트의 밸류체인은 디벨로퍼의 FID(Final Investment Decision, 최종투자결정)에서 시작된다. 태양광 밸류체인이 모듈이 만들어져서 계통에 연결되기까지의 제품 흐름을 따랐다면, 풍력은 FID를 기점으로 발주→제조→설치→계통 연결이 순차적으로 진행되는 프로젝트 흐름을 따른다. 풍력 밸류체인은 밸류체인은 ①개발 ②계약 및 조달 ③제조 ④설치 및 연결의 네 단계로 이해하면 된다. 디벨로퍼가 사업권을 확보하고 풍향 계측과 금융 조달(PF)을 마감한 뒤 FID를 선언하면, 그 순간부터 ②~④가 순차적으로 움직인다.

### 터빈 스펙 확정→ 기자재 발주 시작

FID 이후 가장 먼저 확정되는 것은 터빈 공급계약(TSA)이다. 터빈의 용량과 규격이 정해져야 타워 높이, 하부구조물 하중, 케이블 용량 등 후속 기자재의 설계가 가능하기 때문이다. 현재 해상풍력의 표준은 15MW 수준으로, 터빈이 커질수록 기자재 전체의 스펙이 연동되어 올라간다. 블레이드부터 타워까지는 터빈 OEM이 일괄 발주하고, 하부구조물은 별도 계약으로 나간다.

### 타워: Capa Reservation → P/O → 인도

계약이 체결되면 제조가 시작된다. 글로벌 공급 부족으로, 타워의 계약 구조는 생산 슬롯을 미리 선점하는 방식으로 바뀌고 있다. 사양이 확정되지 않아도 수년 단위 장기 계약으로 특정 연도의 공장 물량을 미리 확보하는 Capa Reservation이 확산되고 있다. 이후 실제 생산이 가까워지면 P/O(Purchase Order)가 확정되며, 타워는 인도 기준으로 매출을 인식한다. 제작 기간이 수개월로 짧은 P/O에서 매출까지의 사이클이 빠른 편이다. 원자재(후판) 가격은 계약 구조에 따라 발주처에 전가되는 경우가 많으며, 이 경우 타워 제조사의 마진은 원자재 가격보다 가동률과 생산성에 의해 결정된다.

### 하부구조물: 진행률 기준 매출 인식

하부구조물은 타워와 매출 인식 구조가 다르다. 공정 진행률 기준으로 매출이 분할 인식되며, 수주 산업의 특성이 강하다. 얇은 해역에서는 모노파일이 주류이며, 수심이 깊어지면 자켓이 적용된다. 모노파일 1기의 무게는 1,000~2,500 톤에 달하고, 프로젝트당 수십~100기 이상이 필요해 계약 단위가 크다. 터빈 대형화로 모노파일 직경이 10m 이상으로 커지면서, 이를 제작할 수 있는 초대형 야드 보유 여부가 핵심 진입장벽이다. 미국(OBBBA 국내 생산 보너스, Jones Act), 유럽(LCR) 등은 현지 제조를 요구하고 있어, 지역별 생산 거점 확보가 실질적 진입 조건이 된다. 기자재가 제작되면 설치 단계로 넘어간다. 풍력은 발전 설비 산업인 동시에 물류 인프라 산업이다.

### 터빈 크기↑ ⇒WTIV가 부족

15MW급 터빈을 설치하려면 차세대 WTIV(Wind Turbine Installation Vessel)가 필요하지만, 전 세계 가용 대형 WTIV는 10척 미만이다. 밸류체인의 앞단(터빈과 기자재)에서 수주 가시성이 확보되더라도, 뒷단(설치와 계통)에서 물리적 공급 제약이 발생하는 구조다.

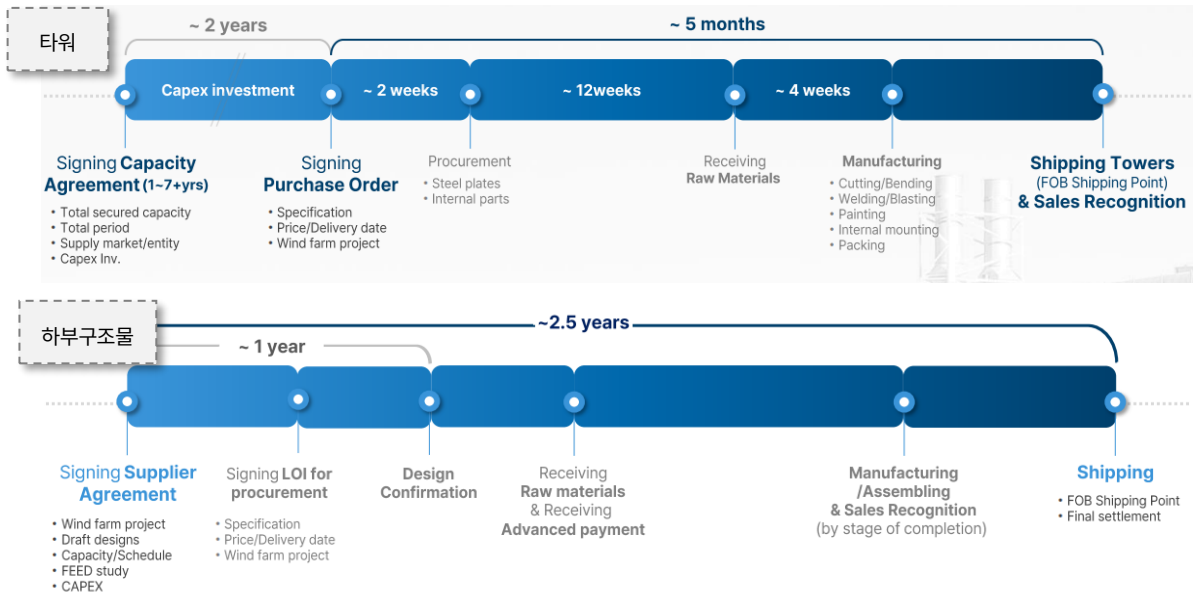
터빈을 설치해도 전력망에 연결되지 않으면 상업 운전이 불가능하다. 밸류체인에서 공급 제약이 가장 오래 지속되는 구간이 계통 연결이며, 그 핵심이 해저케이블이다. 전 세계 5사만이 고압 HVDC 제조가 가능한 극단적 과점 구간이다.

[도표 72] 풍력 기자재 발주 구조(씨에스윈드 예시)



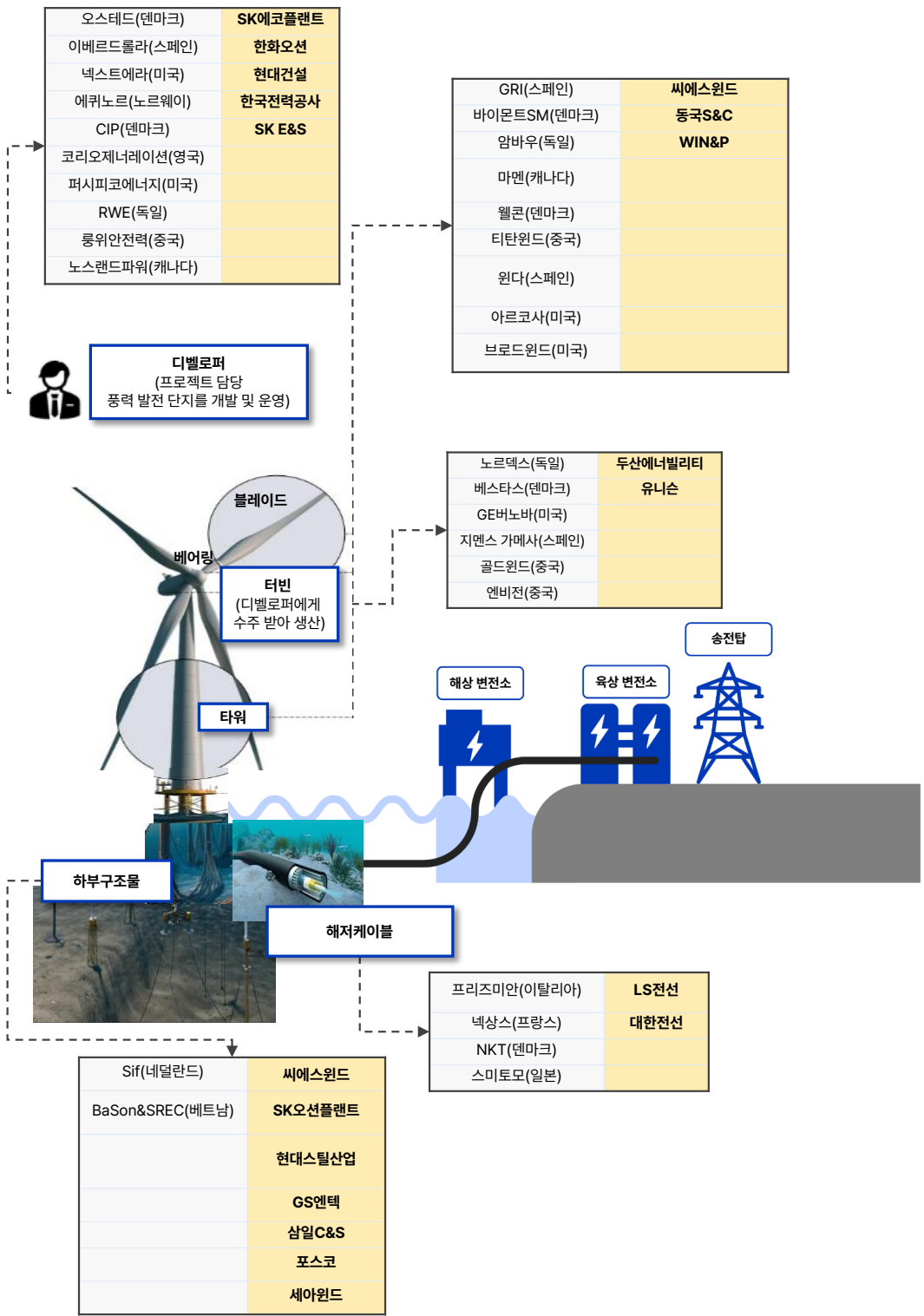
자료: 씨에스윈드, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 풍력 기자재 계약부터 매출인식까지의 프로세스(씨에스윈드 예시)



자료: 씨에스윈드, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 글로벌 풍력 밸류체인



주: 노란 음영=국내, 회색 음영=해외 기업, 일반적인 구조도  
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 75] 풍력 Peer Valuation Table

(십억원, 백만유로, 백만엔)		국내		해외				
		씨에스윈드	SK 오션플랜트	Vestas	Nordex	Orsted	Goldwind	Nextera
Ticker		112610 KS	100090 KS	VWS DC	NDX1 GY	ORSTED DC	002202 CH	NEE US
시가총액		2,319	1,200	21,517	10,234	193,555	119,832	193,309
매출액	2025	3,073	965	18,822	7,554	73,244	56,516	27,412
	2026E	2,927	806	20,907	8,467	80,489	78,186	31,630
	2027E	2,878	1,160	22,530	9,180	87,469	88,629	34,375
영업이익	2025	255	60	1,015	579	8,718	2,708	8,280
	2026E	315	77	1,452	585	18,654	4,606	11,637
	2027E	298	112	1,829	709	18,678	6,240	12,993
순이익	2025	142	38	778	274	2,440	1,860	6,835
	2026E	71	51	1,066	381	11,741	3,206	8,418
	2027E	189	78	1,388	475	11,974	4,556	9,289
PER	2025	12.2	32.4	29.8	25.1	62.7	14.6	27.3
	2026E	33.9	23.2	19.9	26.2	16.7	41.7	23.1
	2027E	12.2	15.4	15.5	21.9	15.8	30.2	21.2
PBR	2025	1.5	1.6	5.9	5.4	1.4	0.7	3.1
	2026E	2	1.4	4.7	6.4	1.4	3.3	2.9
	2027E	1.8	1.3	3.9	5.1	1.3	3	2.7
ROE	2025	13.9	5	21	24.2	1.9	4.9	13.1
	2026E	6.3	6.3	24.8	24.3	8.7	7.9	13
	2027E	15.7	8.7	26.9	22.6	8.3	10.2	13
EV/EBITDA	2025	6.8	18.6	10.2	6.7	13.6	12.2	18.2
	2026E	6.4	13.4	8	11.2	8.1	21.3	15.5
	2027E	6.8	9.9	6.8	9.6	7.3	16.9	14.1

주: 2026.3.13 종가 기준, 추정치는 Bloomberg 컨센서스  
 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 76] 해저케이블 Peer Valuation Table

(십억원, 백만유로, 십억엔)		국내		해외			
		LS 마린솔루션	대한전선	Prysmian	NKT	Nexans	Sumitomo
Ticker		060370 KS	001440 KS	PRY IM	NKT DC	NEX FP	8316 JT
시가총액		1,669	5,584	29,172	5,687	5,158	19,551
매출액	2025	130	3,636	19,650	3,565	7,810	9,637
	2026E	-	3,980	21,267	3,557	7,036	4,595
	2027E	-	4,295	22,653	4,129	7,294	5,007
영업이익	2025	12	129	1,909	257	376	1,719
	2026E	-	161	2,093	254	525	2,178
	2027E	-	196	2,356	366	611	2,482
순이익	2025	13	87	1,270	275	352	1,178
	2026E	-	101	1,449	202	337	1,584
	2027E	-	125	1,741	282	399	1,732
PER	2025	30.2	49.3	19.5	21.8	25.6	12.6
	2026E	-	56.1	21.2	28.5	15.6	12.4
	2027E	-	39.7	18.5	20.4	13.2	11.3
PBR	2025	2.2	1.4	3.8	2.8	2.8	1
	2026E	-	3.2	3.9	2.5	2.4	1.3
	2027E	-	3	3.4	2.3	2.1	1.2
ROE	2025	8	5.8	22	14.1	18.5	8
	2026E	-	5.9	18.6	9	15.9	10.7
	2027E	-	6.6	18.4	11.3	16.7	11.1
EV/EBITDA	2025	18.1	13.4	10.8	11.9	8.1	-
	2026E	-	28.1	11.8	12.2	6.9	-
	2027E	-	23.2	10.7	8.9	6.2	-

주: 2026.3.13 종가 기준, 추정치는 Bloomberg 컨센서스  
 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## 기업분석

태양광	투자판단	적정주가	풍력 및 기타	투자판단	적정주가
OCI 홀딩스 ★Top-pick (010060)	Buy	218,000 원	SK 이터닉스 ★Top-pick (475150)	Buy	50,000 원
한화솔루션 (009830)	Buy	59,000 원	씨에스윈드 (112610)	Buy	67,000 원
HD 현대에너지솔루션 (322000)	Buy	138,000 원	LS 마린솔루션 (060370)	Buy	40,000 원
			SK 오션플랜트 (100090)	Buy	22,000 원

# OCI홀딩스 010060

## 비중국 프리미엄 달다

Mar 17 2026

### BUY

신규

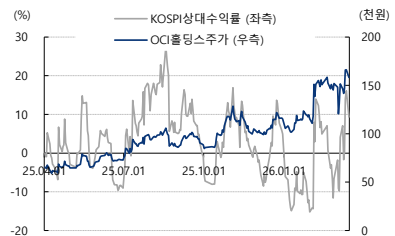
TP 218,000 원

신규

#### Company Data

현재가(03/16)	158,100 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	166,000 원
52 주 최저가(보통주)	59,000 원
KOSPI (07/10)	5,549.85p
KOSDAQ (07/10)	1,138.29p
자본금	1,272 억원
시가총액	29,518 억원
발행주식수(보통주)	1,867 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	22.2 만주
평균거래대금(60 일)	337 억원
외국인지분(보통주)	19.71%
주요주주	
이화영 외 27인	30.59%
국민연금공단	12.27%

#### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	59.5	99.4
상대주가	4.2	-0.8	-7.8



[신재생에너지] 조혜빈

02-3771-9130

hevin.cho@iprovest.com

### TerraSus 정상화가 견인하는 가파른 실적 턴어라운드

2026년 매출액 4조 2,373억원(YoY +25.4%), 영업이익 4,267억원(흑전, OPM 10.1%)을 기록할 전망이다. 전사 이익 반등의 핵심 동력인 TerraSus는 섀다운 관련 고정비 부담 소멸에 따른 원가 정상화(\$25.3→\$12.7/kg)만으로도 20%대의 영업이익률 확보가 가능하다. 향후 Section 232 조치 확정에 따라 ASP가 \$18~20/kg 수준으로 상향될 경우, 수익성 상단은 30%대까지 추가 개방될 것으로 판단한다. 하반기로 갈수록 Neo Silicon 웨이퍼의 실적 가세와 OCI Enterprise의 대형 프로젝트 매각 이익이 중첩되며 분기별 이익 성장의 기울기는 더욱 가팔라질 전망이다.

2025년 연결 매출액 3조 3,801억원(-5.5% YoY), 영업손실 576억원으로 적자 전환했다. [신재생에너지] TerraSus의 5~8월 가동 중단(OP -928억원)이 전사 적자의 핵심이나, 4Q25에 가동률 90%로 복귀하며 OPM 23%를 시현했다. [에너지솔루션] OCI Enterprise는 매각 시점 쓸림으로 연간 OP -60억원. [기타] DCRE OP 373억원이 전사 하방을 방어했다.

### 투자의견 Buy 및 적정주가 218,000원으로 커버리지 개시

12MF EPS 14,512원에 Target PER 15배를 적용했다. 글로벌 시장 내 '원산지 증빙이 가능한 유일한 비중국 폴리-웨이퍼 통합 공급망'이라는 독점적 지위 고려시, 현 주가는 12mf 기준 PER 11배로 국내의 Peer 대비 저평가 상태라 판단한다. 향후 Section 232 결과에 따라 이익률 상단이 30%대까지 열리는 업사이드 보유, 소재 시황과 무관하게 실적 하방을 지지하는 OCI Energy의 수익 구조를 고려, 태양광 섹터 Top-Pick으로 제시한다.

#### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,649.7	3,577.4	3,380.1	4,237.3	4,291.1
YoY(%)	-4.3	35.0	-5.5	25.4	1.3
영업이익(십억원)	531.2	101.5	-57.6	426.6	561.0
OP 마진(%)	20.0	2.8	-1.7	10.1	13.1
순이익(십억원)	710.3	113.7	-146.2	274.1	385.9
EPS(원)	36,002	5,005	-4,772	13,448	19,471
YoY(%)	-2.5	-86.1	적전	흑전	44.8
PER(배)	2.9	11.7	-24.1	12.3	8.5
PCR(배)	2.8	3.4	6.9	4.1	3.4
PBR(배)	0.6	0.3	0.5	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.0	8.3	19.6	6.6	5.1
ROE(%)	18.7	2.5	-2.3	6.2	8.4

## Valuation 및 실적 추정

[도표 77] OCI 홀딩스 Valuation Table

(원, 배, %)	적정가치	비고
12MF EPS (원)	14,512	12MF 지배주주 EPS
Target PER (배)	15.0	글로벌 Peer 12MF PER 에 중국 PER 왜곡 보정 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>218,000</b>	<b>반올림 적용</b>
현재주가 (원)	158,100	
상승여력 (%)	37.9%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 78] 글로벌 주요 태양광 업체 실적 및 Valuation

(십억원, 배)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		P/E		PBR		EV/EBITDA	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Daqo New Energy	1,550	1,105	1,241	-80	58	-17	70	-	38.5	0.4	0.4	6.1	3.3
Jinko Solar	78,941	70,716	86,850	-5,662	732	-5,158	390	-	93.9	2.9	2.8	28.5	10.8
Tonwei	86,978	93,119	113,498	-6,873	2,934	-6,443	1,098	-	64.0	2.1	2.0	26.2	11.2
Canadian Solar	1,233	5,710	7,471	100	298	-93	68	-	29.3	0.4	0.4	12.3	9.2
First Solar	21,041	5,400	6,220	2,061	2,752	2,005	2,638	10.4	7.9	1.9	1.5	7.1	5.6
<b>평균</b>								10.4	46.7	1.5	1.4	16.0	8.0

주: 2026.3.13 종가 기준

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 79] OCI 홀딩스 실적 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>948.1</b>	<b>776.2</b>	<b>845.1</b>	<b>810.6</b>	<b>997.0</b>	<b>1,063.0</b>	<b>1,083.3</b>	<b>1,093.9</b>	<b>3,380.0</b>	<b>4,237.3</b>	<b>4,291.1</b>
OCI TRS	112.0	39.0	131.5	144.9	130.6	182.6	206.3	229.7	427.4	749.2	1,088.9
SE	88.0	81.0	72.5	51.0	95.1	75.9	70.9	74.9	292.5	316.7	288.7
Enterprise	68.0	44.2	60.9	36.3	60.5	45.8	59.6	59.2	209.4	225.1	208.5
OCI	539.0	527.0	476.4	467.3	548.0	574.0	568.0	565.0	2,009.7	2,255.0	2,255.0
DCRE	148.0	88.0	105.4	110.1	162.8	184.8	178.5	165.2	451.5	691.3	450.0
<b>영업이익</b>	<b>48.7</b>	<b>-82.3</b>	<b>-52.9</b>	<b>26.9</b>	<b>65.1</b>	<b>81.1</b>	<b>135.4</b>	<b>145.1</b>	<b>-57.6</b>	<b>426.7</b>	<b>561.1</b>
OCI TRS	12.0	-74.0	-64.7	33.2	16.2	55.8	66.9	75.7	-93.5	214.5	371.5
SE	7.2	3.0	2.2	-12.1	7.9	3.4	2.6	3.8	0.3	17.7	13.3
Enterprise	9.0	-12.0	13.0	-16.0	17.4	7.8	17.7	17.6	-6.0	60.4	51.7
OCI	10.0	-2.0	-10.3	2.8	13.8	28.0	28.5	31.6	0.5	101.9	98.0
DCRE	18.0	-5.0	12.6	11.7	9.8	-13.9	19.6	16.5	37.3	32.1	26.6
기타	-7.5	7.7	-5.7	7.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0
영업이익률	5.1	-10.6	-6.3	3.3	6.5	7.6	12.5	13.3	-1.7	10.1	13.1
세전이익	28.8	-84.8	-115.0	31.5	47.7	63.3	117.7	127.6	-139.6	356.3	500.0
<b>지배순이익</b>	<b>-2.2</b>	<b>-76.6</b>	<b>-36.4</b>	<b>31.2</b>	<b>33.9</b>	<b>44.8</b>	<b>83.2</b>	<b>90.2</b>	<b>-84.0</b>	<b>252.1</b>	<b>362.7</b>
순이익률	-0.2	-9.9	-4.3	3.8	3.4	4.2	7.7	8.2	-2.5	5.9	8.5
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>	<b>9.6</b>	<b>-18.3</b>	<b>-7.0</b>	<b>-5.1</b>	<b>5.2</b>	<b>37.0</b>	<b>28.2</b>	<b>35.0</b>	<b>-5.5</b>	<b>25.4</b>	<b>1.3</b>
OCI TRS	-30.5	-77.8	102.3	52.5	16.6	368.2	56.9	58.5	-14.0	75.3	45.3
SE	-2.8	-2.4	-26.0	-35.4	8.0	-6.3	-2.3	46.8	-16.5	8.3	-8.8
Enterprise	27.8	22.8	10.7	13.4	-11.1	3.5	-2.1	63.1	18.8	7.5	-7.4
OCI	-0.2	-6.9	-19.1	-10.1	1.7	8.9	19.2	20.9	-9.3	12.2	0.0
DCRE	-1.7	-17.8	-15.0	-27.1	10.0	110.0	69.4	50.0	-15.2	53.1	-34.9
<b>영업이익</b>	<b>-51.0</b>	<b>-191.9</b>	<b>-358.0</b>	<b>흑전</b>	<b>33.7</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>439.4</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>31.5</b>
영업이익률	-6.3	-20.0	-8.5	15.9	1.4	18.2	18.8	9.9	-4.5	11.8	3.0
<b>지배순이익</b>	<b>-101.3</b>	<b>-563.9</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>189.1</b>	<b>적전</b>	<b>흑전</b>	<b>43.9</b>
순이익률	-20.5	-11.6	-2.0	12.4	3.6	14.1	12.0	4.4	-5.2	8.4	2.5

자료: 교보증권 리서치센터

## OCI홀딩스 기업 개요

동사는 2023년 5월 지주사 체제로 전환하였다. 연결 기준 ①신재생에너지, ②에너지솔루션, ③케미컬, ④도시개발, ⑤제약바이오 5개 사업부문을 영위한다. 핵심 사업은 비중국 폴리실리콘 중심의 신재생에너지 부문과 미국 태양광 및 ESS 개발 사업이 포함된 에너지솔루션 부문이다.

주주환원은 자사주 500억원 소각 완료, 2029년까지 추가 500억원 계획(총환원을 목표 50%)이다.

[도표 80] OCI홀딩스 지배구조(4Q25 기준)



자료: OCI홀딩스, 교보증권 리서치센터

**[신재생에너지]** OCI TerraSus(말레이시아, 연산 3.5만)는 태양광용 폴리실리콘을 생산한다. 원재료(메탈 실리콘)까지 비중국산(브라질, 말레이시아, 유럽) 100%로 조달한다. 글로벌 폴리 3사(TerraSus, Wacker, Hemlock) 중 하나이며, Wacker와 Hemlock이 자국 수요 우선인 상황에서 미국향 추가 물량의 핵심 공급처다. 한화솔루션(2025년 5월 공급 개시), 2H26 카터스빌 셀 가동에 따른 고객 기반 확대가 진행 중이다. 도쿠야마(일본)와 50:50 JV(OCI TSM)를 통한 반도체용 폴리실리콘 생산은 추정에 미반영하였다.

Neo Silicon Technology(베트남)는 OCI ONE(싱가포르 SPV)을 통해 지분 65%를 인수한 비중국 웨이퍼 공장이다. 현재 2.7GW, 향후 5.4GW까지 확장 가능하다. 1호 공장은 완공되었고, 법적 준공 절차가 3~4월에 완료될 예정이다. TerraSus 폴리를 웨이퍼로 가공하여 원재료부터 웨이퍼까지 비중국 원산지 증빙이 가능하며, 동시에 TerraSus의 캡티브 수요처 역할을 겸한다.

**[에너지솔루션]** 미국 법인인 OCI Enterprise(이하 OCI E)은 OCI Energy(태양광 및 ESS 디벨로퍼)와 MSE(모듈 조달 및 판매)로 구성된다. OCI Energy는 텍사스 중심 6.7GW 파이프라인(태양광 2.5GW + ESS 3.2GW)을 보유하며, 텍사스 내 유틸리티와 IPP를 대상으로 프로젝트를 매각하거나 전력을 직접 판매한다. 초기 매각 중심에서 직접 발전 자산을 보유하고 운영하는 에너지 서플라이어로 전환 중이며, 2030년까지 개발 자산 15GW, 직접 소유 발전소 2GW가 목표다. MSE는 2025년 2월 직접 생산을 중단하고 ODM으로 전환했다.

**[기타] 케미칼 및 도시개발.** OCI(사업회사)는 베이직케미칼과 카본케미칼을 영위하며, 4Q25 흑자 전환했다. DCRE(도시개발)는 2026년 9단지(1,949세대)와 2단지(716세대) 분양이 예정되어 있다. OCI SE(새만금)는 열병합 발전소를 운영하며 바이오매스 전환을 준비 중이다. 핵심 사업은 아니나, 케미칼 흑자 전환과 DCRE 분양 이익이 2026년 연결 실적의 하방을 지지할 것으로 보인다.

## 투자포인트

### 1. [P; 가격] 비중국 폴리 ASP, 바닥 찍고 반등

비중국 폴리실리콘 ASP는 \$17/kg에서 바닥을 찍고 반등 구간에 진입했다. 중국산 \$6~7/kg 대비 약 3배의 프리미엄이 유지되고 있으며, Section 232 확정 시 \$18~20/kg으로 한 단계 더 올라서겠다. 프리미엄은 수요 측과 공급 측 양쪽에서 동시에 강화되고 있다. 수요 측에서는 UFLPA가 중국산 유입을 원천 차단하고, PFE 조항(2026년 1월 시행)이 비중국 소재 요건을 추가로 강화한다. 공급 측에서는 \$6~7/kg의 저단가 구간에서 중국 내 대다수 업체마저 현금 적자에 직면하며 감산과 설비 폐쇄가 본격화되고 있다. '25.12 Tongwei(30%), GCL(17%), Daqo(11%) 등 주요 업체가 공동 출자(자본금 30억 위안)하여 과잉 설비 인수 및 폐쇄 전담 법인(Beijing Guangheqiancheng)을 설립했다. 중국 정부 주도의 구조조정이 사실상 시작된 것이며, 글로벌 폴리 수급 타이트닝을 가속하겠다.

**Section 232 조치는 프리미엄의 상단을 결정할 핵심 변수다.** 2025년 7월 개시된 BIS 보고서 제출 시한은 2026년 3월 28일이며, 2~6월 중 예비 조치가 적용될 가능성이 높다(Intertek CEA). 최종 확정은 4Q26 내 예상된다. 트럼프 행정부가 구리, 반도체 등 선행 사례에서 법정 기한보다 빠르게 움직여온 점과 2026년 2월 만료된 Section 201 공백을 메워야 하는 정책적 긴급성을 감안하면, 상반기 예비 조치만으로도 비중국 폴리 ASP \$18~20/kg 형성에 충분한 시그널이 될 것이다.

**가격은 바닥을 확인했고, 남은 건 상방의 크기뿐이다.** 가격 상승 폭이 아니라 원가 절감이 2026년 실적의 1차 드라이버다. 연평균 ASP \$18.75/kg과 섰다운 고정비 소멸(\$25.3→\$12.7/kg)을 반영하여 TerraSus 2026년 OP 2,077억원(흑전)을 추정한다. 2Q26부터 가동률 70%로 회복하며 분기 OP 558억원으로 레벨업되고, 3Q26 이후에는 가동률 75~80%에서 분기 OP 646억원 이상이 안정적으로 유지될 것으로 판단한다.

시나리오 분석 Bear Case, 즉 Section 232 지연으로 ASP가 \$17~18/kg에서 횡보하는 경우에도 TerraSus의 원가 정상화(\$25.3→\$12.7/kg)가 OPM 20%대를 확보해 주므로, 이익 턴어라운드의 방향 자체는 바뀌지 않을 것으로 보인다.

[도표 81] Section 232 시나리오 분석

구분		내용
<b>Bull case</b>	고율 관세 및 파생상품까지 TRQ 적용	- CPA가 제안한 폴리실리콘 \$10/kg, 웨이퍼 \$0.07/W 수준의 TRQ가 시행될 경우 - ASP는 \$20/kg, TerraSus OPM은 30% 상회, 연결 OP 5,716억원으로 컨센서스 상단(5,030억원) 상회 가능
<b>Base case</b>	동맹국 면제 및 중국 집중 타격	- 비중국 공급자에 우호적인 TRQ 적용되고, 기존 AD/CVD를 대체하는 수준의 관세가 부과 - ASP \$18~20/kg 범위 유지되며, 당사 기본 추정(OP 4,267억원)에 부합
<b>Bear case</b>	지연 또는 협상 전환	- 반도체와 핵심광물처럼 즉시 관세 부과 대신 협상을 우선하는 결정이 나올 경우 - UFLPA가 유지되는 한 가격 하방(\$17/kg)은 방어되며 TerraSus OPM 20%대 유지 가능

자료: 교보증권 리서치센터

## 2. [Q; 물량] 밸류체인 확장

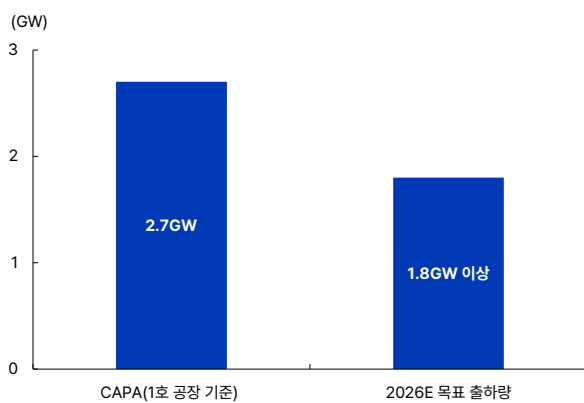
글로벌 웨이퍼 시장은 중국산 제품의 공급 과잉이 심각한 상태이나, 미국 정부의 규제(UFLPA, FEOC 등)를 충족하는 '비중국 웨이퍼'는 현재 공급이 극히 제한적인 상황이다. 현재 비중국 시장 내에서도 중국 업체 점유율은 95%를 상회하고 있어, 미국 시장 진출을 원하는 모듈사들에게 실질적인 대안은 전무한 상황이다.

이러한 가운데 베트남 Neo Silicon 가동은 'TerraSus 폴리실리콘 → Neo Silicon 웨이퍼'로 연결되는 원산지 증빙 가능 비중국 통합 공급망의 최초 구축이라는 상징성을 갖는다. UFLPA 및 FEOC 규제 범위가 폴리실리콘에서 웨이퍼로 확장되는 국면에서 OCI홀딩스가 유일한 대응처로 자리매김할 전망이다. 특히 비중국 웨이퍼 공급이 극도로 제한적인 만큼 대기 수요는 충분하며, PFE 조항 시행 시 초도 물량의 조기 소진이 기대된다.

또한, Neo Silicon은 TerraSus의 가동률 변동성을 제거하는 장치이기도 하다. 2025년 외부 고객사 수요 둔화에 따른 가동 중단(5~8월)이 전사 적자의 핵심 원인이었으나, 자체 웨이퍼 공장이 폴리실리콘의 캡티브 수요처 역할을 수행함으로써 최소 가동률 보장이 가능해졌다. 과거와 같은 가동 중단 리스크 소멸만으로도 밸류에이션 할인 요인은 해소될 것이다.

1호 공장(2.7GW)은 완공되었으며, 3Q26 상업 가동을 시작으로 5GW 이상의 풀 CAPA 확보를 위한 2호 공장 증설도 속도감 있게 진행될 예정이다. 이를 반영한 2027년 신재생에너지 부문 영업이익은 3,715억원(+73% YoY)으로 가파른 성장이 기대된다. 밸류체인이 폴리실리콘에서 웨이퍼로 확장되는 순간, 동사는 단순 소재 업체를 넘어 비중국 태양광 공급망 내 핵심 거점으로서 밸류에이션 상단이 확장될 것으로 전망한다.

[도표 82] Neo Silicon 생산 CAPA 및 2026 목표 출하량



자료: OCI홀딩스, 교보증권 리서치센터

[도표 83] Neo Silicon 1호 공장 조감도



자료: 교보증권 리서치센터 추정

### 3. OCI Energy가 실적 하방을 높인다

OCI Energy의 약 6.7GW 파이프라인(태양광 2.5GW + ESS 3.2GW)은 폴리 가격과 웨이퍼 가동률에 의존하지 않는 별개의 수익원이다. 폴리 비수기에도 프로젝트 매각이 인식되면 전사 실적을 방어하고, 호조 분기에 매각 이익이 더해지면 서프라이즈가 발생한다. 단일 사이클에 의존하지 않는 이중 수익 구조가 실적 변동성을 낮추고, 멀티플 할인을 줄이겠다.

수익 모델은 ① 프로젝트 매각과 ② 에너지 판매 두 축이다. 매각은 연간 200~400MW 규모를 개발하여 COD(상업 운전 개시) 후 매각하는 구조이며, ITC 세액공제 프리미엄이 더해져 매출 대부분이 영업이익으로 직행하는 고수익 구조다(OPM 약 70%). 에너지 판매는 발전 자산을 직접 보유하며 운영하고, 장기 계약 기반의 안정적 수익을 창출한다. 텍사스 내 시장 지위를 활용한 데이터센터 대상 전력 공급 사업도 검토 중이며, 구체화 시 추가 상방이 열리겠다.

상반기 중 프로젝트 매각이 예상되며(당사 추정), 이를 시작으로 하반기까지 꾸준한 매각이 이어지겠다. OCI Enterprise의 2026년 OP 604억원(흑전)을 추정한다. 2025년(OP -60억원)은 매각 건이 특정 분기에 집중된 일시적 패턴이었으며, 2026년은 상반기 매각 인식 후 하반기까지 분산되면서 안정화될 것으로 보인다.

[OCI홀딩스 010060]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	2,650	3,577	3,380	4,237	4,291
매출원가	1,939	3,116	3,041	3,406	3,317
매출총이익	710	461	340	832	974
매출총이익률 (%)	26.8	12.9	10.0	19.6	22.7
판매비외관리비	179	360	397	405	413
영업이익	531	102	-58	427	561
영업이익률 (%)	20.0	2.8	-1.7	10.1	13.1
EBITDA	641	296	186	671	810
EBITDA Margin (%)	24.2	8.3	5.5	15.8	18.9
영업외손익	2	74	-82	-71	-60
관계기업손익	38	20	-2	-2	-2
금융수익	120	182	95	84	97
금융비용	-59	-161	-131	-95	-96
기타	-96	33	-44	-58	-60
법인세비용차감전순손익	533	176	-140	356	501
법인세비용	75	62	7	82	115
계속사업순손익	458	114	-146	274	386
중단사업순손익	252	0	0	0	0
당기순이익	710	114	-146	274	386
당기순이익률 (%)	26.8	3.2	-4.3	6.5	9.0
비재배분순이익	-3	16	-62	23	22
지배지분순이익	714	98	-84	252	363
지배지분이익률 (%)	26.9	2.7	-2.5	5.9	8.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-42	290	92	86	86
포괄순이익	668	404	-54	360	472
비재배분포괄이익	-4	23	-62	368	483
지배지분포괄이익	672	381	7	-9	-11

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	674	116	554	1,119	1,280
당기순이익	710	114	-146	274	386
비현금항목의 가감	43	241	404	508	534
감가상각비	107	164	211	222	231
외환손익	0	0	0	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	2	2
기타	-64	77	193	290	306
자산부채의 증감	-38	-250	310	430	474
기타현금흐름	-41	12	-14	-94	-114
투자활동 현금흐름	-535	-108	-401	-345	-380
투자자산	-4	-48	-119	-20	-20
유형자산	-152	-357	-371	-350	-350
기타	-379	296	88	25	-10
재무활동 현금흐름	-178	-178	-261	-228	-19
단기차입금	-7	-71	22	22	22
사채	60	150	150	0	0
장기차입금	300	90	209	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-60	-78	-55	-19	-19
기타	-470	-268	-587	-232	-22
현금의 증감	-32	-71	-109	75	394
기초 현금	1,246	1,214	1,143	1,035	1,109
기말 현금	1,214	1,143	1,035	1,109	1,503
NOPLAT	456	66	-60	328	432
FCF	376	-347	123	653	806

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	3,994	4,763	4,041	4,116	4,486
현금및현금성자산	1,214	1,143	1,035	1,109	1,503
매출채권 및 기타채권	482	819	460	530	533
재고자산	1,732	2,345	2,295	2,295	2,295
기타유동자산	566	456	250	182	155
비유동자산	1,962	3,330	3,830	3,906	3,976
유형자산	1,176	2,374	2,653	2,731	2,800
관계기업투자지급	507	378	553	573	593
기타금융자산	58	71	63	63	63
기타비유동자산	221	508	561	538	519
자산총계	5,957	8,094	7,871	8,022	8,463
유동부채	880	1,901	1,376	1,249	1,277
매입채무 및 기타채무	333	667	448	507	511
차입금	384	507	567	590	612
유동성채무	31	569	210	0	0
기타유동부채	131	159	151	153	154
비유동부채	1,262	1,357	1,763	1,761	1,759
차입금	1,040	755	940	940	940
사채	0	137	200	200	200
기타비유동부채	222	465	624	621	619
부채총계	2,142	3,258	3,139	3,011	3,036
지배지분	3,721	3,979	3,932	4,164	4,509
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	902	906	906	906	906
이익잉여금	3,576	3,542	3,378	3,611	3,956
기타자본변동	-920	-924	-902	-902	-902
비재배지분	94	856	800	847	917
자본총계	3,815	4,836	4,732	5,011	5,426
총차입금	1,464	1,989	1,936	1,747	1,767

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
EPS	36,002	5,005	-4,772	13,449	19,471
PER	2.9	11.7	-24.1	12.3	8.5
BPS	187,814	208,037	210,598	223,046	241,519
PBR	0.6	0.3	0.5	0.8	0.7
EBITDAPS	32,332	15,162	9,885	35,957	43,410
EV/EBITDA	3.0	8.3	19.6	6.6	5.1
SPS	133,696	183,305	179,476	226,955	229,836
PSR	0.8	0.3	0.6	0.7	0.7
CFPS	18,975	-17,755	6,528	34,980	43,146
DPS	3,300	2,200	1,000	1,000	1,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-4.3	35.0	-5.5	25.4	1.3
영업이익 증가율	-29.4	-80.9	적전	흑전	31.5
순이익 증가율	-19.1	-84.0	적전	흑전	40.8
수익성					
ROIC	13.4	1.7	-1.2	6.5	8.4
ROA	11.2	1.4	-1.1	3.2	4.4
ROE	18.7	2.5	-2.3	6.2	8.4
안정성					
부채비율	56.1	67.4	66.3	60.1	56.0
순차입금비율	24.6	24.6	24.6	21.8	20.9
이자보상배율	27.3	2.6	-1.0	7.8	10.1

# SK이터닉스 475150

## 신재생의 '닉스'

Mar 17 2026

**BUY**

신규

### 파이프라인이 열린다

**TP 50,000 원**

신규

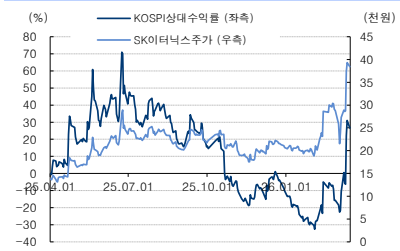
2026년 매출액 5,523억원(+43.2% YoY), 영업이익 644억원(+21.5% YoY, OPM 11.7%)을 전망한다. 연료전지 대소원(40MW, 1,719억원)과 파주(31MW, 1,415억원) 인도가 상반기에 집중되며 외형을 견인할 것이다. 의성 육상풍력(99MW) 완공과 신안우이 PF 클로징(2.89조원) 이후 추가 개발용역 정산이 겹치면서 풍력도 1,409억원(+15.6% YoY)으로 확대될 것으로 기대된다. 태양광 솔라닉스는 연 250MW 구조화(550억원)로 전년 대비 30% 성장하고, 발전소 PPA(281억원)가 처음으로 별도 매출에 인식된다.

### Company Data

현재가(03/16)	38,450 원
액면가(원)	200 원
52 주 최고가(보통주)	39,350 원
52 주 최저가(보통주)	12,510 원
KOSPI (07/10)	5,549.85p
KOSDAQ (07/10)	1,138.29p
자본금	0 억원
시가총액	12,978 억원
발행주식수(보통주)	3,375 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	351.7 만주
평균거래대금(60 일)	1,113 억원
외국인지분(보통주)	3.43%
주요주주	
SK 디스커버리 외 2 인	31.06%
한앤코더블유피홀딩스 유한회사	12.52%

2025년 연결 매출액 3,856억원(+16.1% YoY), 영업이익 530억원(+40.8% YoY, OPM 13.7%)을 시현했다. **[연료전지]** 총주 에코파크(40MW) 4Q 인도(1,719억원)가 부문 매출의 93%를 차지하며 실적을 견인했다. **[풍력]** 신안우이 개발용역 1차 정산(216억원)이 4Q에 인식되며 시공→개발용역 전환의 기점이 됐다. **[태양광]** 솔라닉스 5호 구조화(401억원)가 4Q에 집중되었고, '26.1부터 PPA 전력판매 매출 인식이 시작됐다. **[ESS]** 피크저감 BTM과 BESS 개발용역(55억원)으로 실적에 안정적으로 기여했다.

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.2	62.2	158.4
상대주가	33.2	0.8	19.5

### 투자 의견 Buy 및 적정주가 50,000원 커버리지 개시

12MF FFO 753억원에 P/FFO 22.4배를 적용했다. KKR 딜 확정(3/6 이사회 승인, 6/30 클로징)으로 연 200MW가 상한이었던 솔라닉스 구조화 역량이 확대되고, 자본 병목 해소에 따라 성장의 기운이 바뀌었다고 판단한다. Peer 유일 4개 에너지원 동시 매출 발생한다는 점, 2027년 OPM 50%에 기반, 글로벌 Peer 평균(13.2배) 대비 프리미엄 부여 가능하다. 12MF PEG 0.5배(Peer 1.1배)로 성장 대비 저평가 상태이며, 국내 태양광 시장 확대(3→5~6GW)와 시장의 구조 전환이 동사의 타라인을 추가로 끌어올릴 것으로 기대된다. 신재생에너지 섹터 Top-Pick으로 제시한다.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E
매출액(십억원)	332.2	385.6	552.3
YoY(%)	-	16.1	43.2
영업이익(십억원)	37.6	53.0	64.6
OP 마진(%)	11.3	13.7	11.7
순이익(십억원)	22.4	30.7	46.9
EPS(원)	817	910	1,389
YoY(%)	NA	11.4	52.7
PER(배)	14.8	22.8	26.9
PCR(배)	5.2	22.8	18.5
PBR(배)	1.7	2.6	3.9
EV/EBITDA(배)	10.7	15.1	17.1
ROE(%)	18.5	11.9	15.8



**[신재생에너지] 조혜빈**  
02-3771-9130  
hevin.cho@iprovest.com

## Valuation 및 실적 추정

동사는 프로젝트 개발 단계에서 비용을 먼저 지출하고, 상업운전 이후에 전력 판매, O&M, SPC 배당이라는 장기 현금흐름이 시작된다. 개발 기간에는 이익이 적고, COD(상업운전) 이후에는 감가상각비가 크지만 실질 현금 유출이 아닌 경우가 많아(SPC 지분 투자 기반), 순이익만으로는 밸류에이션을 하기 적절하지 않다는 판단이다. 따라서 글로벌 인프라 디벨로퍼(Brookfield Renewable, Clearway Energy, Boralex 등) valuation 방식인 P/FFO를 적용하였다.

12MF FFO 753억원에 P/FFO 22.4배를 적용한다. 글로벌 Peer 평균 대비 높으나, ①KKR 자본 유입(6/30 클로징 확정)에 따른 성장 기율기 변화, ②Peer 유일의 4개 에너지원 동시 매출(태양광+풍력+연료전지+ESS), ③2027년 OPM 50%대 (Peer 최고 수익성, Scatec 48% 상회)를 반영한다. 12MF PEG 0.7배(Peer 1.1배)로, 성장을 대비 저평가다.

[도표 84] SK 이터닉스 Valuation Table

(억원, 원, 배, %)	적정가치	비고
12MF FFO (억원)	753	2026E 당기순이익에 감가상각비 합산
Target P/FFO (배)	22.4	자본 유입에 따른 성장성 및 신재생 포트폴리오 프리미엄 반영
적정 시총	<b>16,867</b>	
발행주식수(천주)	33,669	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>55,000</b>	<b>반올림 적용</b>
현재주가 (원)	39,350	
상승여력 (%)	39.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 85] 글로벌 주요 신재생 플랫폼 업체 Valuation

(배)	P/E (2026E)	P/FFO (2026E)	P/B (2026E)	EV/EBITDA (2026E)
Brookfield RE	-	13.5	2.7	27.4
Clearway	82.3	15.9	2.9	14.1
Boralex	23.2	10.3	1.7	10.4
<b>평균</b>	<b>52.8</b>	<b>13.2</b>	<b>2.4</b>	<b>17.3</b>

주: 2026.3.13 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 86] SK 이터닉스 실적 전망

(억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
<b>매출액</b>	<b>262</b>	<b>649</b>	<b>463</b>	<b>2,482</b>	<b>109</b>	<b>2,667</b>	<b>2,426</b>	<b>321</b>	<b>3,856</b>	<b>5,523</b>
태양광	7	10	10	395	21	199	201	130	422	550
풍력	140	390	280	409	10	633	696	70	1,219	1,409
연료전지	32	178	93	1,544	0	1,719	1,415	0	1,847	3,134
발전소/PPA	-	-	-	-	27	82	82	90	-	281
ESS	83	71	80	134	51	34	32	31	368	149
<b>영업이익</b>	<b>11</b>	<b>96</b>	<b>12</b>	<b>411</b>	<b>8</b>	<b>308</b>	<b>279</b>	<b>49</b>	<b>530</b>	<b>644</b>
영업이익률	4.2	14.8	2.6	16.6	5.0	11.6	11.6	17.0	13.7	11.7

자료: 교보증권 리서치센터

## SK이터닉스 기업개요

**SK이터닉스는 태양광, 풍력, 연료전지, ESS 발전소를 개발 및 운영하는 회사다.** 2024년 3월 SK디앤디의 에너지 사업부가 인적분할하여 설립되었다. SK디앤디는 부동산 개발사다. 부동산에서 쌓은 입지 발굴, 인허가, 자금 조달 역량을 에너지 발전소 개발에 그대로 가져왔다. 태양광이든 풍력이든, 좋은 자리를 먼저 잡는 것이 사업의 시작이라는 점에서 부동산과 본질이 같다.

**동사는 발전소를 짓지 않는다. 지어지게 만든다.** 풍향이 좋은 부지를 선점하고, 인허가를 따내고, SPC를 세워 건설사와 발전공기업, 금융투자자를 한 데 모은다. 총 파이프라인은 3.0GW(태양광 0.7GW, 풍력 1.6GW, 연료전지 0.4GW, ESS 0.4GW)에 달한다.

**수익원은 ①개발용역, ②프로젝트 인도, ③운영 및 전력 판매로 나뉜다.** 개발용역은 인허가를 따고 사업 구조를 설계한 대가로 SPC로부터 수수료를 받는 것이다. 원가는 사실상 인건비뿐이라 마진이 높다. 신안우이 해상풍력 개발용역 1차 정산(4Q25, 216억원)이 대표적이다. 프로젝트 인도는 수익원 중 외형이 가장 크다. 연료전지의 경우, 미국 블룸에너지의 한국 총판권을 보유하고 있어 설비를 수입해 SPC에 납품한다. 풍력에서도 터빈 등 핵심 장비를 조달해 넘기는 경우가 있다. 충주에코파크 연료전지(40MW, 1,719억원)가 2025년 최대 단일 건이다.

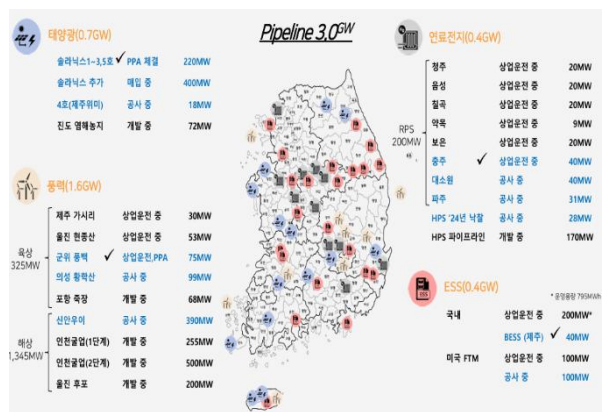
**운영 및 전력 판매는 현재 규모가 작으나, 장기계약 기반의 반복매출이 발생한다는 점에서 수익의 질이 가장 높다.** SPC 지분을 10~30% 보유하면서 배당과 이자를 수취하고, 가시리 육상풍력처럼 발전소 자체를 자산으로 보유하며 전력을 판매하기도 한다(2025년 발전매출 119억원). 솔라닉스(220MW)는 성격이 다르다. 전국에 흩어진 중소형 태양광 60~70개의 전력을 모아 RE100 기업에 직접PPA로 되판다(=전력중개). 즉, 판매처가 한전이 아니라 제조 업체이며, 25~30년 장기 계약이라는 점이 돋보인다.

[도표 87] SK이터닉스 사업 영역

<b>개발</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>태양광/풍력/연료전지/ESS 분야의 개발, EPC, PF 등 역량 보유</li> </ul>
<b>운영</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>태양광 (솔라닉스 220MW)</li> <li>육상풍력 (가시리, 울진, 군위 158MW)</li> <li>연료전지 (6개 PJT 129MW)</li> <li>ESS (국내 795MWh, 미국 200MW)</li> </ul>
<b>전략 거래</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>태양광 발전자원 Aggregation</li> <li>RE100 고객사와 PPA 계약</li> <li>발전량 예측, 재생e 입찰제도 참여</li> <li>BESS(중앙계약시장) 사업 진출</li> </ul>

자료: SK이터닉스, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 파이프라인 전국 분포



자료: SK이터닉스, 교보증권 리서치센터

**4개 에너지원은 높은 시장이 각각 다르다.** 풍력과 장주기 ESS는 정부 입찰 시장이다. 물량은 안정적이거나 단가 상한선이 있다. 연료전지는 과거 RPS 제도 하에서 높은 보조금(REC 가중치 2.0)을 받았으나, 별도 경쟁입찰(HPS)로 분리되면서 가격 경쟁이 심해졌다. 반면 직접PPA는 RE100 기업과 단가를 자유롭게 협상하는 민간 시장이다. 태양광 솔라닉스가 중심이나, 군위풍백(75MW)도 25년 직접 PPA를 체결하며 육상풍력으로 영역이 확장되고 있다.

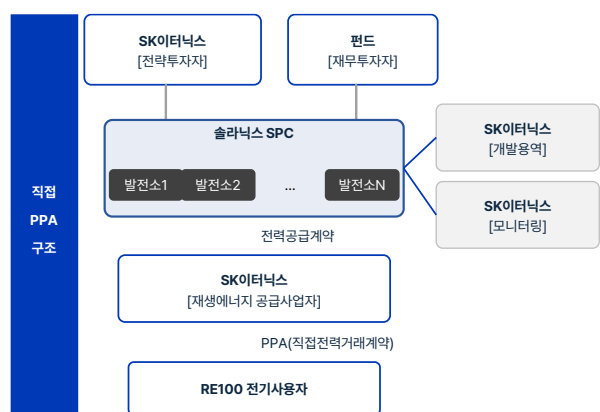
**태양광, 풍력, 연료전지, ESS 모두에서 매출이 나오는, 그야말로 신재생의 정석이다.** 2025 연결 기준 매출 3,856억원(+16% YoY), 영업이익 530억원(+41% YoY), 순이익 307억원을 기록했다. 4Q25에 총주 연료전지(1,719억원), 솔라닉스 구조화(401억원), 신안우이 개발용역(216억원)이 집중 인식되며 분기 최대 성과를 기록했다. 부채비율은 370%로 높아 보이나, 공사 진행 중인 대소원과 파주, 의성 프로젝트의 비차입성 부채를 제외하면 조정 부채비율은 224%다. 2026년 3개 프로젝트 인도가 완료되면 추가 개선될 예정이다.

[도표 89] 가시리 vs. 솔라닉스 구조 이해

구분	가시리 육상풍력	솔라닉스
자원	단일 발전소(30MW)	분산 태양광 60~70개 (220MW)
구조	동사 직접 보유 (일반적인 발전사업자모델)	SPC가 발전소 보유, 전력을 취합하여 판매
판매처	한전(SMP+REC)	RE100 기업(대형 제조사 등)
계약	전력시장 도매	직접 PPA(25~30년)
단가 결정	SMP 변동 + REC 시장가	장기 고정(물가 연동)

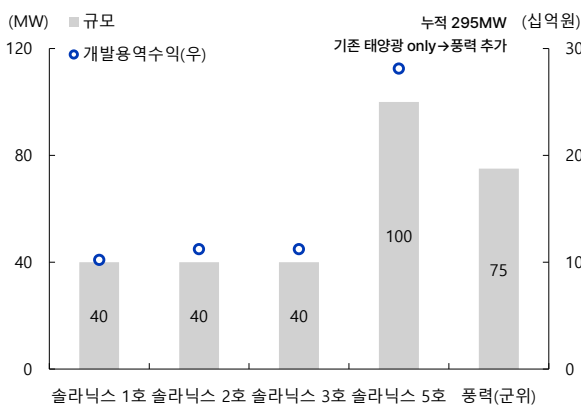
자료: 교보증권 리서치센터 정리

[도표 90] 솔라닉스 SPC 구조



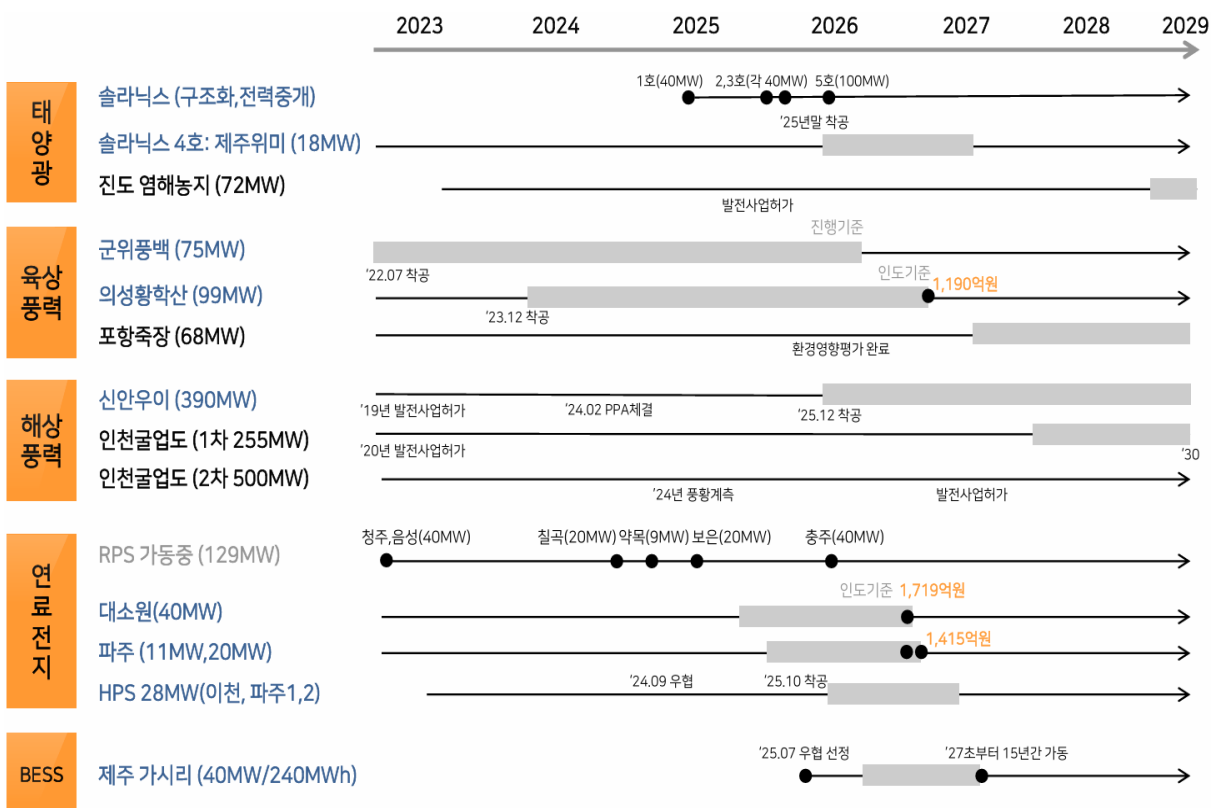
자료: SK이터닉스, 교보증권 리서치센터

[도표 91] PPA 현황 및 수익 구조



주: 솔라닉스 4호는 제주도 사업으로 2026년 구조화 예정, 5호의 경우 4Q25 177억원, 2026년 104억원 인식, 자료: SK이터닉스, 교보증권 리서치센터

[도표 92] SK이터닉스 보유 파이프라인 타임라인



자료: SK이터닉스, 교보증권 리서치센터

## 투자포인트

### 1. 탑라인 상방이 열린다

동사의 병목은 자본이었다. 프로젝트를 동시에 수행할 수 있는 개수가 SPC 지분 출자 여력에 의해 결정되기 때문이다. 파이프라인이 3.0GW에 달해도, 자기자본이 부족하면 프로젝트를 순차적으로만 수행할 수밖에 없다. 솔라닉스 40MW 하나를 구조화하는 데 현금 300~400억원이 투입되어야 하고, 자금은 수개월간 묶인다. 현재 자본 2,730억원(FY2025 말)으로는 연 200MW가 현실적 상한이다. 파이프라인은 넘치는데 돈이 모자란 셈이다.

주인이 바뀌면서 상방이 열렸다. KKR의 SK디스커버리 지분(31.03%) 인수와 SK이노베이션 E&S 및 SK 에코플랜트 신재생 사업 통합 JV(파키지 딜 2.5조원)가 3/6 이사회 승인을 완료했다(6/30 클로징). 동사(디벨로퍼), SK에코플랜트(EPC), SK이노베이션 E&S(Off-taker)가 한 구조 안에 들어왔다. 글로벌 FI 참여로 PF 조달 한도와 SPC 공동출자 규모가 확대되고, 프로젝트당 필요 자기자본이 줄어든다. 굴업도(755MW)처럼 수조원 규모의 대형 프로젝트가 재무적으로 실행 가능해졌다.

### 2. 믹스 개선으로 내실 챙기기

마진이 높아지는 경로가 뚜렷하다. 신안우이 해상풍력(390MW)에서 동사는 당초 EPC 40% 지분으로 참여해 예상 매출 약 1조원에도 불구하고, OPM은 미드싱글에 불과했다. 주주 재판 이후 시공은 현대건설과 한화오션이 맡고, 동사는 개발용역으로 전환했다. 원가 대부분이 인건비인 개발용역 300억원을 수취하는 구조가 동사의 체질에 맞는다. 연료전지 역시 2024년 HPS 낙찰(28MW)분부터 설비 납품을 빼고 개발용역(110억원)만 수취하는 구조로 전환했다. 굴업도(755MW), 포항 죽장(68MW) 등 후속 파이프라인에도 동일하게 적용될 경우, 전사 OPM은 10% 중반 이상에서 유지될 공산이 크다.

마진이 반복되는 경로도 열렸다. 솔라닉스는 2026년 1월부터 연 60~70억원의 전력 판매 매출이 인식되기 시작했다. 현시점에서 규모는 미미하나, 25~30년 장기계약 기반의 물가 연동형 고정 수익이라는 점이 핵심이다. 이미 확정된 계약 최소보장 금액만 합산해도 1.3조원을 상회한다(솔라닉스 1호 1,945억원/30년, 2호 2,031억원/25년, 5호 5,023억원/25년, 군위풍력 4,068억원/25년). 각 40MW 구조화마다 개발용역 약 110억원을 선수취하고, 완공 후 25년간 전력중개 마진을 가져가는 이중 수익 구조다. 2027년 이후에는 풍력(신안우이 SPC 배당)과 연료전지(O&M 수수료)까지 반복수익이 추가된다.

개발용역으로 OPM이 올라가고, 솔라닉스로 수익이 반복된다. 프로젝트 인도 시점에 따라 분기별 실적 변동이 심했던 과거 패턴에서, 장기계약 기반의 고정 수익이 깔리면서 실적의 바닥이 높아지는 구조다. 주가는 결국 수익성에 수렴한다.

[SK이터닉스 475150]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
매출액			332	386	552
매출원가			276	311	465
매출총이익			56	75	87
매출총이익률 (%)			17.0	19.4	15.8
판매비와관리비			19	22	23
영업이익			38	53	65
영업이익률 (%)			11.3	13.7	11.7
EBITDA			60	73	86
EBITDA Margin (%)			18.1	19.0	15.7
영업외손익			-10	-15	-15
관계기업손익			-3	9	4
금융수익			10	7	7
금융비용			-19	-31	-26
기타			3	0	0
법인세비용차감전순손익			27	38	49
법인세비용			5	6	9
계속사업순손익			22	31	40
중단사업순손익			0	0	0
당기순이익			22	31	40
당기순이익률 (%)			6.7	8.0	7.2
비지배지분순이익			0	0	0
지배지분순이익			22	31	40
지배순이익률 (%)			6.7	8.0	7.2
매도가능금융자산상평가			0	0	0
기타포괄이익			1	0	0
포괄순이익			23	31	47
비지배지분포괄이익			0	0	0
지배지분포괄이익			23	31	47

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
영업활동 현금흐름			67	0	228
당기순이익			22	31	40
비현금항목의 가감			41	0	28
감가상각비			22	19	21
외환손익			0	0	0
지분법평가손익			3	0	-4
기타			16	-19	11
자산부채의 증감			15	0	191
기타현금흐름			-11	-31	-31
투자활동 현금흐름			-67	0	-60
투자자산			-187	0	-20
유형자산			-13	0	-40
기타			133	0	0
재무활동 현금흐름			-50	0	-269
단기차입금			9	0	0
사채			49	0	0
장기차입금			59	0	30
자본의 증가(감소)			0	0	-221
현금배당			0	0	0
기타			-167	0	-78
현금의 증감			-50	0	-28
기초 현금			117	67	67
기말 현금			67	67	39
NOPLAT			31	31	52
FCF			55	-61	225

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
유동자산			255	838	436
현금및현금성자산			67	119	39
매출채권 및 기타채권			18	49	28
재고자산			59	399	98
기타유동자산			112	271	271
비유동자산			477	445	487
유형자산			236	204	223
관계기업투자금			160	178	202
기타금융자산			37	-178	0
기타비유동자산			44	241	62
자산총계			732	1,283	923
유동부채			297	710	500
매입채무 및 기타채무			41	184	53
차입금			9	180	180
유동성채무			129	98	20
기타유동부채			118	247	247
비유동부채			193	300	330
차입금			92	192	222
사채			54	60	60
기타비유동부채			47	48	48
부채총계			490	1,010	830
지배지분			242	273	92
자본금			7	7	0
자본잉여금			214	214	0
이익잉여금			21	52	92
기타자본변동			0	0	0
비지배지분			0	0	0
자본총계			242	273	92
총차입금			323	530	482

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
EPS			817	910	1,182
PER			14.8	22.8	31.6
BPS			7,182	8,088	2,738
PBR			1.7	2.6	13.6
EBITDAPS			2,175	2,172	2,562
EV/EBITDA			10.7	15.1	19.7
SPS			12,119	11,426	16,362
PSR			1.0	1.8	2.3
CFPS			1,990	-1,811	6,665
DPS			0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026E
성장성					
매출액 증가율			NA	16.1	43.2
영업이익 증가율			NA	40.8	21.8
순이익 증가율			NA	37.2	30.0
수익성					
ROIC			24.5	12.8	12.7
ROA			6.1	3.0	3.6
ROE			18.5	11.9	21.8
안정성					
부채비율			202.4	369.8	898.7
순차입금비율			44.1	41.3	52.2
이자보상배율			2.0	1.2	2.8

# 한화솔루션 009830

## 폴 밸류체인, 폴 밸류

Mar 17 2026

**BUY**

신규

**업황 턴어라운드 P ↑, Q ↑**

**TP 59,000 원**

신규

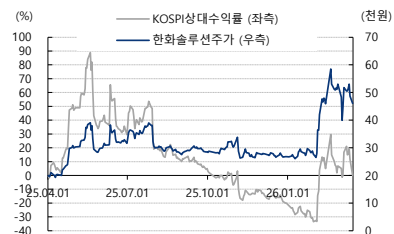
2026년 연결 실적은 매출액 16.4조 원(+23.2% YoY), 영업이익 7,102억 원(흑자전환, OPM 4.3%)을 기록할 전망이다. 미국 내 비중국 모듈의 가격 상승이 예상되고 카터스 빌 수직계열화가 순차적으로 가동(2Q 웨이퍼 → 3Q 셀 → 4Q 폴밸류체인) 됨에 따라, 연간 9,500억 원 규모의 AMPC 유입이 분기별 계단식 성장을 견인할 전망이다. 특히 신재생에너지 부문 영업이익은 7,901억 원(OPM 7.8%)으로 전사 실적 개선을 주도할 것으로 판단한다.

### Company Data

현재가(03/16)	46,050 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	58,500 원
52 주 최저가(보통주)	18,410 원
KOSPI (07/10)	0.00p
KOSDAQ (07/10)	0.00p
자본금	8,886 억원
시가총액	79,862 억원
발행주식수(보통주)	17,189 만주
발행주식수(우선주)	258 만주
평균거래량(60 일)	671.4 만주
평균거래대금(60 일)	3,386 억원
외국인지분(보통주)	14.27%
주요주주	
한화 외 4인	36.48%
국민연금공단	5.75%

2025년 연결 기준 매출액 13조 3,540억원(YoY +7.7%), 영업손실 3,530억원을 기록하며 2년 연속 적자를 지속했다. **[신재생에너지]** 부문은 외형 성장에도 불구하고, 미국 통관 규제에 따른 가동률 급락 및 AMPC 축소가 뼈아팠다. 특히 4Q25 불용재고 손상 차손 등 일회성 비용을 포함한 빅배스(-4,783억원)를 단행하며 잔단을 제거했다. 다만, '25.12월부터 통관 이슈가 완전 정상화되었기 때문에 실적 개선이 기대된다. **[케미칼]** 역시 중국발 공급 과잉과 정기보수 영향으로 적자 폭이 확대됐다.

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.3	53.2	128.5
상대주가	0.0	0.0	0.0

### 투자의견 Buy 및 적정주가 59,000원 커버리지 개시

SOTP 산출 시 신재생 부문에 EV/EBITDA 12.3배를 적용했다. 3Q26부터 셀웨이퍼/잉곳 AMPC가 중복 적립되는 구조로 전환되며, DCA 충족 모듈은 수입산 대비 \$0.13/W의 프리미엄을 확보할 것으로 기대된다. 미국 폴밸류체인 가동에 따른 AMPC 수혜와 ASP 동시 상승과 CAPEX 피크아웃이 맞물린다. 폴밸류체인이 실적으로 증명되기 시작하면, 폴 Value를 받을 시간이 머지 않았다.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12	2027.12E
매출액(십억원)	13,078.5	12,394.0	13,354.4	16,448.2	17,334.5
YoY(%)	-0.4	-5.2	7.7	23.2	5.4
영업이익(십억원)	579.2	-300.2	-353.3	710.2	1,273.3
OP 마진(%)	4.4	-2.4	-2.6	4.3	7.3
순이익(십억원)	-88.2	-1,369.0	-642.7	64.2	637.3
EPS(원)	-811	-8,175	-3,841	378	3,799
YoY(%)	적전	적지	적지	흑전	905.6
PER(배)	-48.7	-2.0	-7.0	140.3	14.0
PCR(배)	4.9	5.1	4.4	4.4	3.4
PBR(배)	0.8	0.3	0.5	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	12.2	35.0	35.6	14.5	10.7
ROE(%)	-1.7	-16.0	-7.2	0.8	7.2



**[신재생에너지] 조혜빈**  
02-3771-9130  
hevin.cho@iprovest.com

## Valuation 및 실적 추정

[도표 93] 한화솔루션 Valuation Table

(십억원, 백만주, 원, %)	12MFEBITDA	적용 EV/EBITDA	FV	비고
신재생에너지	1,469	12.3	18,066	First Solar 12MF EV/EBITDA 에 프리미엄 적용
케미칼	129	6.0	771	국내 Peer 평균
첨단소재	81	6.0	486	국내외 Peer 12MF EV/EBITDA 평균
<b>합계</b>		-	<b>19,323</b>	
관계기업 투자자산			2,400	4Q26E 별도 기준
순차입금			11,500	
우선주 시가총액			70	
Equity Value			10,153	
발행주식수			171,893	
<b>목표주가(원)</b>			<b>59,000</b>	
현재주가(원)			46,050	
상승여력(%)			28.1	

주: LG화학, 롯데케미칼/효성첨단소재, Sumitomo 등  
 자료: 교보증권 리서치센터

[도표 94] 글로벌 주요 태양광 업체 실적 및 Valuation

(십억원, 배)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		P/E		PBR		EV/EBITDA	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Daqo New Energy	1,550	1,105	1,241	-80	58	-17	70	-	38.5	0.4	0.4	6.1	3.3
Jinko Solar	78,941	70,716	86,850	-5,662	732	-5,158	390	-	93.9	2.9	2.8	28.5	10.8
Tonwei	86,978	93,119	113,498	-6,873	2,934	-6,443	1,098	-	64.0	2.1	2.0	26.2	11.2
Canadian Solar	1,233	5,710	7,471	100	298	-93	68	-	29.3	0.4	0.4	12.3	9.2
First Solar	21,041	5,400	6,220	2,061	2,752	2,005	2,638	10.4	7.9	1.9	1.5	7.1	5.6
<b>평균</b>								10.4	46.7	1.5	1.4	16.0	8.0

주: 2026.3.13 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 95] 한화솔루션 실적 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>3,094.5</b>	<b>3,117.2</b>	<b>3,364.4</b>	<b>3,778.3</b>	<b>3,801.7</b>	<b>3,544.5</b>	<b>3,838.8</b>	<b>5,263.2</b>	<b>13,354.3</b>	<b>16,448.2</b>	<b>17,334.5</b>
신재생에너지	1,599.2	1,446.4	1,751.5	2,062.3	2,205.2	1,933.4	2,235.5	3,695.5	6,859.4	10,069.6	10,794.6
케미칼	1,073.6	1,239.0	1,160.3	1,151.2	1,150.0	1,140.9	1,145.5	1,109.1	4,624.1	4,545.5	4,700.0
첨단소재	273.8	307.9	257.9	271.3	269.6	291.9	275.2	277.4	1,110.9	1,114.1	1,179.9
기타	147.9	123.9	194.7	293.5	176.9	178.3	182.6	181.2	760.0	719.0	660.0
<b>영업이익</b>	<b>30.3</b>	<b>102.1</b>	<b>-7.4</b>	<b>-478.3</b>	<b>7.1</b>	<b>125.1</b>	<b>233.8</b>	<b>344.2</b>	<b>-353.3</b>	<b>710.2</b>	<b>1,273.3</b>
신재생에너지	136.2	156.2	7.9	-385.5	46.3	146.9	234.7	362.2	-85.2	790.1	1,195.0
케미칼	-91.2	-46.8	-9.0	-102.1	-39.1	-22.8	-3.4	-20.0	-249.1	-85.3	54.9
첨단소재	-1.8	9.8	3.6	-5.4	7.0	9.0	8.5	3.1	6.2	27.6	43.2
기타	-12.9	-17.1	-9.9	14.7	-7.1	-8.0	-6.0	-1.1	-25.2	-22.2	-19.8
영업이익률	1.0	3.3	-0.2	-12.7	0.2	3.5	6.1	6.5	-2.6	4.3	7.3
<b>지배순이익</b>	<b>-39.0</b>	<b>-187.2</b>	<b>-4.3</b>	<b>-428.8</b>	<b>-56.2</b>	<b>-15.3</b>	<b>25.5</b>	<b>111.8</b>	<b>-659.3</b>	<b>65.8</b>	<b>653.8</b>
지배순이익률	-1.3	-6.0	-0.1	-11.3	-1.5	-0.4	0.7	2.1	-4.9	0.4	3.8
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>	<b>31.5</b>	<b>17.6</b>	<b>22.5</b>	<b>-18.6</b>	<b>22.9</b>	<b>13.7</b>	<b>14.1</b>	<b>39.3</b>	<b>7.7</b>	<b>23.2</b>	<b>5.4</b>
신재생에너지	109.3	47.6	52.0	-28.1	37.9	33.7	27.6	79.2	19.0	46.8	7.2
케미칼	-12.2	1.4	-2.4	-2.8	7.1	-7.9	-1.3	-3.7	-4.0	-1.7	3.4
첨단소재	9.7	15.8	1.3	1.4	-1.5	-5.2	6.7	2.2	7.1	0.3	5.9
기타	26.0	-32.4	29.6	-9.0	19.6	43.9	-6.2	-38.3	-1.7	-5.4	-8.2
<b>영업이익</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>적지</b>	<b>-547.0</b>	<b>-76.6</b>	<b>22.5</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>79.3</b>
영업이익률	10.1	7.5	2.7	-15.0	-0.8	0.2	6.3	19.2	-0.2	6.9	3.0
<b>지배순이익</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>893.6</b>
순이익률	17.6	6.0	13.7	-5.8	0.2	6.8	1.8	12.7	6.5	5.3	3.4

자료: 교보증권 리서치센터

## 한화솔루션 기업 개요

한화솔루션의 사업부문은 크게 3가지 ①신재생, ②케미칼, ③첨단소재다.

**[신재생(태양광)]** 생산과 판매의 80~90%가 미국에 집중되어 있다. 미국 내 8.4GW 모듈 캐파(조지아주 달튼 모듈 5.1GW+카터스빌 모듈 3.3GW)를 보유하고 있다. 카터스빌에는 잉곳과 웨이퍼 각각 3.3GW, 셀 3.3GW의 수직계열화 라인을 구축 중이다. 국내 진천(셀 6.3GW, 모듈 2.8GW)과 말레이시아(셀 2.6GW)가 셀 공급 기지 역할을 한다. 다운스트림 사업도 한다. 유틸리티급 태양광+ESS 발전소 개발 및 EPC 사업을 영위한다. 미국 주택용 에너지 TPO 사업은 2025년 165MW 설치 실적을 기록했으며, 2030E 519MW까지 확대할 계획이다.

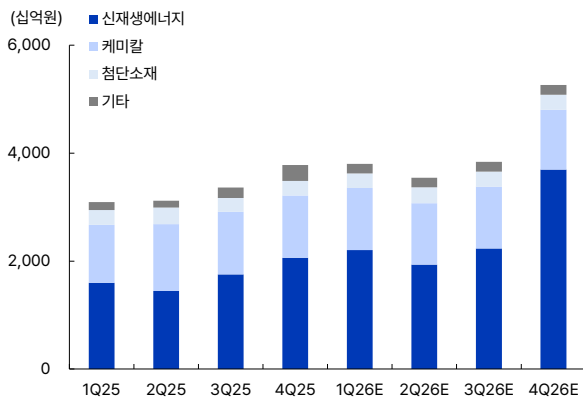
미국 내 모듈 캐파 8.4GW는 단일 기업 최대 규모이며, 잉곳→웨이퍼→셀까지 수직계열화를 갖춘 유일한 실리콘 태양광 업체다. First Solar를 제외하면 미국 내 벌류체인 수직계열화 수준이 가장 높다. 중국계 우회 모듈사(동남아 및 인도 등 경유)는 사실상 미국 수출이 불가능해졌다.

카터스빌 수직계열화 일정 잉곳 '25.12 양산 → 웨이퍼 '26.6 양산 → 셀 3Q26E 양산 → 4Q26E 풀밸류체인 완제품 판매순이다. 셀 공장 지연 원인은 유틸리티 설비 결함이었으며 현재 해소 국면이다. 셀 가동 전까지는 미국 웨이퍼→한국 셀→미국 모듈의 과도기 운영을 9월까지 병행한다.

모듈은 미국 유틸리티와 상업용 프로젝트 디벨로퍼에 납품하며, EPC는 자체 개발 프로젝트와 외부 수주를 병행한다. 폴리실리콘은 전량 OCI(말레이시아)에서 조달하며, '25.5월부터 본격 구매가 시작되었다.

**[케미칼]** PVC, 가성소다, LDPE, TDI 중심이다. 가성소다는 진입 장벽이 높고(염소 독극물 취급으로 설비 투자 필요), 이차전지 수요 확대 시 구조적 수익성 개선이 기대된다. **[첨단소재]** 부문은 자동차 경량화 소재와 태양광 EVA 시트를 생산한다.

[도표 96] 사업부문별 매출액 추이



자료: 한화솔루션, 교보증권 리서치센터

[도표 97] 주요제품 CAPA 현황

신재생에너지	(GW)	토탈에너지스	(천톤)
셀	9	에틸렌	1,525
모듈	11	프로필렌	1,064
<b>케미칼</b>	<b>(천톤)</b>	부타디엔	150
LDPE/EVA	457	SM	1,041
LLDPE	425	PX	2,000
PVC	780	PE	1,135
가성소다	1,120	PP	1,117
TDI	150	<b>한화임팩트</b>	<b>(천톤)</b>
PVC(냉보)	350	PTA	2,000
<b>YNCC</b>	<b>(천톤)</b>		
에틸렌	2,285		
프로필렌	1,289		
부타디엔	378		
BTX	943		

자료: 한화솔루션, 교보증권 리서치센터

## 투자포인트

### 1. 미국 내 수직계열화 완성, 실적 정상화 기대

동사는 연내 미국 내 수직계열화를 완성함에 따라, 업황 회복에 따른 정책적 수혜가 점진적으로 실적에 반영될 전망이다. 미국의 규제 및 보조금 체계를 폭넓게 활용할 수 있는 자국 내 생산 체계를 구축했으며, OCI 말레이시아산 폴리실리콘 조달을 통해 UFLPA 리스크를 해소했다. 또한 FEOC/PFE 요건 충족으로 OBBBA 세액공제를 수령하며, 공정별 AMPC 중복 수취 및 카터스빌 셀 가동에 따른 DCA(10%) 추가 혜택까지 확보하게 된다.

주요 운영 리스크 해소와 함께 1Q26 신재생 부문의 흑자 전환이 예상된다. 실적의 걸림돌이었던 통관 이슈는 2025년 12월부터 해소되었으며, 카터스빌 라인(잉곳 12월 → 웨이퍼 6월 → 셀 3Q26) 역시 순차적으로 가동 중이다. 1Q26부터 모듈 판매량 QoQ +50%, AMPC 2,000억 원 초반이 인식되며 가운 실적 반등을 견인할 전망이다. 이에 따른 2026년 연간 가이드라인은 모듈 판매량 9GW(YoY +50%), AMPC 9,500억 원 수준이다.

규제 환경 변화로 인한 계단식 ASP 상승 구간 진입도 긍정적이다. 미국 모듈 판가가 수입산과 미국산의 3중 구조로 재편된 가운데, 중국의 증치세 환급 폐지(26.4)와 동남아향 CVD 규제가 저가 물량의 바닥 가격을 높이고 있다. 1Q26 29c/W에서 출발한 판가는 4월 Section 232 발동과 4Q26 DCA 프리미엄 반영이 맞물리며 4Q26 34c/W까지 우상향할 것으로 판단한다. 2025년의 일시적 진통을 딛고 본격적인 이익 레벨업 구간에 진입했다는 분석이다.

### 2. CAPEX 피크아웃, 재무 디스카운트 해소의 시작

2026년은 현금흐름의 반등과 함께 그간 동사의 주가를 짓눌러온 재무 디스카운트 요인이 해소되는 결정적 분기점이 될 것으로 판단한다. 카터스빌 수직계열화 완료에 따라 대규모 설비 투자가 마무리 국면에 진입하며, 2026년 CAPEX는 전년 대비 약 7,000억 원 감소한 1.2조 원 수준으로 축소될 전망이다. 여기에 연간 9,500억 원 규모의 AMPC 현금 유입이 더해지며 실질적인 FCF(잉여현금흐름) 개선 규모는 연간 1.7조 원에 달할 것으로 추정한다.

차입금 14.98조 원과 연 6,000억 원 규모의 이자 비용은 주가의 고질적인 할인 요인으로 작용해 왔다. 2024~2025년은 영업이익이 이자 비용을 하회하는 구간이었으나, 향후 FCF 개선분과 추가적인 자산 매각이 병행된다면 재무 건전성 회복 속도는 더욱 가속화될 것이다. 결과적으로 2026년부터는 재무 구조 정상화가 밸류에이션 회복을 견인하는 핵심 동력이 될 전망이다.

동사의 중장기 기업 가치는 차세대 기술력이 견인할 것으로 판단한다. 2028~2030년 상용화를 목표로 개발 중인 탠덤셀 제품은 기존 실리콘 셀의 효율 한계를 극복하며 글로벌 기술 초격차를 공고히 할 핵심 동력이다. 이는 향후 모빌리티, 항공우주 등 고부가가치 시장으로의 사업 영역 확장을 가능케 함으로써, 밸류에이션 상단을 높이는 추가적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

[한화솔루션 009830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	13,079	12,394	13,354	16,448	17,335
매출원가	10,913	11,008	11,889	13,808	14,018
매출총이익	2,165	1,386	1,466	2,641	3,317
매출총이익률 (%)	16.6	11.2	11.0	16.1	19.1
판매비와관리비	1,586	1,686	1,819	1,930	2,044
영업이익	579	-300	-353	710	1,273
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	-2.6	4.3	7.3
EBITDA	1,255	415	484	1,587	2,142
EBITDA Margin (%)	9.6	3.4	3.6	9.6	12.4
영업외손익	-447	-1,124	-473	-628	-454
관계기업손익	84	-327	35	-2	129
금융수익	92	108	171	124	153
금융비용	-411	-548	-646	-631	-617
기타	-211	-357	-32	-119	-119
법인세비용차감전순이익	132	-1,424	-826	82	819
법인세비용	47	-316	-183	18	182
계속사업순이익	82	-1,109	-643	64	637
중단사업순이익	-170	-260	0	0	0
당기순이익	-88	-1,369	-643	64	637
당기순이익률 (%)	-0.7	-11.0	-4.8	0.4	3.7
비지배지분순이익	53	35	17	-2	-17
지배지분순이익	-141	-1,404	-659	66	654
지배순이익률 (%)	-1.1	-11.3	-4.9	0.4	3.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	21	2,126	1,465	1,465	1,465
포괄순이익	-67	757	822	1,529	2,102
비지배지분포괄이익	58	109	118	220	302
지배지분포괄이익	-125	648	704	1,309	1,800

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	518	639	605	707	1,845
당기순이익	-88	-1,369	-643	64	637
비현금항목의 가감	1,562	1,953	1,704	2,012	1,994
감가상각비	610	649	782	827	824
외환손익	30	111	-35	-35	-35
자본법평가손익	-84	327	-35	2	-129
기타	1,006	866	991	1,218	1,334
자산부채의 증감	-499	84	-163	-843	-139
기타현금흐름	-457	-29	-293	-527	-647
투자활동 현금흐름	-2,799	-3,287	-1,708	-1,017	-626
투자자산	-689	-347	-184	-184	-184
유형자산	-2,391	-3,398	-1,900	-1,200	-800
기타	281	457	376	368	358
재무활동 현금흐름	1,609	2,676	2,374	-233	-206
단기차입금	0	0	-312	-254	-327
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2,052	2,688	500	200	0
자본의 증가(감소)	49	0	0	0	0
현금배당	-52	-138	-52	-5	-5
기타	-441	126	2,237	-174	126
현금의 증감	-658	226	1,589	-1,189	722
기초 현금	2,616	1,958	2,184	3,773	2,584
기말 현금	1,958	2,184	3,773	2,584	3,306
NOPLAT	375	-234	-275	553	991
FCF	-1,839	-2,832	-1,500	-614	921

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	9,797	10,883	12,369	12,721	13,894
현금및현금성자산	1,958	2,184	3,773	2,584	3,306
매출채권 및 기타채권	3,188	2,968	2,861	3,273	3,346
재고자산	3,448	4,258	4,588	5,650	5,955
기타유동자산	1,204	1,473	1,148	1,213	1,287
비유동자산	14,993	19,154	20,320	20,802	21,042
유형자산	7,050	10,727	11,845	12,218	12,194
관계기업투자지급	4,160	4,930	5,149	5,332	5,645
기타금융자산	494	504	504	504	504
기타비유동자산	3,290	2,993	2,823	2,749	2,699
자산총계	24,790	30,037	32,689	33,523	34,935
유동부채	8,734	11,708	13,672	13,743	13,584
매입채무 및 기타채무	3,975	4,023	4,225	4,877	5,064
차입금	2,947	5,110	4,798	4,544	4,217
유동성채무	841	1,189	3,300	3,000	3,000
기타유동부채	971	1,385	1,348	1,322	1,304
비유동부채	6,776	7,722	8,512	9,206	10,049
차입금	3,179	4,231	4,731	4,931	4,931
사채	2,388	2,191	2,191	2,191	2,191
기타비유동부채	1,210	1,300	1,589	2,083	2,927
부채총계	15,510	19,430	22,184	22,949	23,633
지배지분	8,117	9,450	8,739	8,799	9,448
자본금	889	889	889	889	889
자본잉여금	1,496	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	5,609	4,132	3,421	3,482	4,131
기타자본변동	-135	-150	-150	-150	-150
비지배지분	1,163	1,157	1,070	1,078	1,157
자본총계	9,280	10,607	10,506	10,574	11,302
총차입금	441	475	671	984	1,278

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
EPS	-8,107	-81,754	-38,361	3,824	38,032
PER	-4.9	-0.2	-0.7	13.9	1.4
BPS	465,252.8	541,626.9	540,812.4	544,288.6	581,467.5
PBR	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
EBITDAPS	70,712.0	23,799.1	27,759.5	90,945.9	122,772.8
EV/EBITDA	12.2	35.0	35.6	14.5	10.7
SPS	747,006.6	721,033.3	776,904.0	956,888.6	1,008,449.8
PSR	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
CFPS	-103,611.8	-162,320.2	-85,975.6	-35,174.9	52,770.3
DPS	300.0	300.0	300.0	300.0	300.0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-0.4	-5.2	7.7	23.2	5.4
영업이익 증가율	-37.3				79.3
순이익 증가율					893.4
수익성	3.4	-1.8	-1.8	3.3	5.7
ROIC	-0.6	-5.1	-2.1	0.2	1.9
ROA	-1.7	-16.0	-7.2	0.8	7.2
ROE	3.4	-1.8	-1.8	3.3	5.7
안정성					
부채비율	87.7	92.5	117.0	140.3	151.9
순차입금비용	24.9	26.7	31.1	36.7	39.1
이지보상배율	11.6	2.9	7.0	6.0	6.7

# HD현대에너지솔루션 322000

## K-정책 수혜

Mar 17 2026

**BUY**

신규

**국내 정책 기대와 미국향 수익성 개선**

**TP 138,000 원**

신규

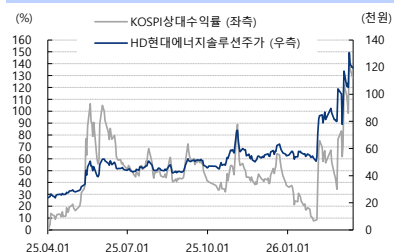
2026E 매출 6,085억원(+23.5% YoY), 영업이익 623억원(+51.5% YoY, OPM 10.2%)을 기록할 전망이다. 국내 정책이 성장의 토대를 만들고, 미국 수출이 추가 성장을 얻는 구조다. 계절적 비수기인 1Q26E(매출액 1,158억원, OPM 7.5%)를 지나, 2Q26부터는 미국 수주와 국내 설치 시점이 맞물리며 OPM 10%대에 안착하겠다. 순현금 상태의 무차입 경영으로 재무 리스크가 전무하다는 점은 판가 상승기 내 공격적 영업을 뒷받침하는 핵심 경쟁력으로 판단한다.

### Company Data

현재가(03/16)	119,400 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	130,700 원
52 주 최저가(보통주)	22,200 원
KOSPI (07/10)	5,549.85p
KOSDAQ (07/10)	1,138.29p
자본금	560 억원
시가총액	13,373 억원
발행주식수(보통주)	1,120 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	202.3 만주
평균거래대금(60 일)	2,169 억원
외국인지분(보통주)	4.20%
주요주주	
에이치디한국조선해양	53.57%

2025년 연결 기준 매출액 4,927억원(+16.6% YoY), 영업이익 411억원(OPM 8.3%)을 시현했다. 전년(OPM 0.8%) 대비 수익성이 급격히 개선됐다. [미국] 매출은 1,619억원(+257% YoY)으로 급증하며 3Q25 하이싱글 수준의 흑자 전환에 성공했다. [국내] 등급 프리미엄 기반의 더블디짓 OPM은 유지되었으나, 국내 태양광 시장의 Q(물량) 정체로 매출은 소폭 감소(YoY -3.3%)했다. 다만, 북미향 수익성 개선이 내수 위축을 상쇄하며 전사 수익성 향상을 견인했다.

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	46.7	136.4	361.0
상대주가	45.6	47.0	113.2

### 투자의견 Buy 및 적정주가 138,000원 커버리지 개시

12MF EPS 4,758원에 Target PER 28.9배를 적용했다. 타겟 멀티플은 국내 Peer 가중 평균 PER(16.9배)에 성장 프리미엄(+40.0%)과 정책 옵션 가치(+13.0%)를 합산해 산출했다. 국내 익스포저가 높은 사업 구조로 인해 국내 정책 최대 수혜주라 판단한다. 12차 전기분(87GW) 등 정책 모멘텀이 중첩되는 국면 내 동사의 독보적인 지위를 감안, 멀티플 할증의 근거다. 국내 기준 독보적인 지위(모듈 M/S 2위, 고마진 N-type 전량 전환)를 감안, 멀티플 할증에 따른 밸류에이션 부담보다는 상단이 열려있다는 점에 주목할 시점이다.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	546.1	422.4	492.7	608.5	659.1
YoY(%)	-44.5	-22.7	16.7	23.5	8.3
영업이익(십억원)	17.5	3.5	41.1	62.2	85.8
OP 마진(%)	3.2	0.8	8.3	10.2	13.0
순이익(십억원)	-2.9	0.1	41.9	50.2	68.6
EPS(원)	-256	10	3,740	4,485	6,125
YoY(%)	적전	흑전	36,574.3	19.9	36.6
PER(배)	-109.3	1,980.6	14.6	29.1	21.3
PCR(배)	7.4	-21.9	30.3	37.6	24.4
PBR(배)	0.8	0.6	1.5	3.2	2.8
EV/EBITDA(배)	8.1	6.9	8.8	17.8	12.8
ROE(%)	-0.8	0.0	10.7	11.5	13.8



[신재생에너지] 조혜빈  
02-3771-9130  
hevin.cho@iprovest.com

## Valuation 및 실적 추정

[도표 98] HD 현대에너지솔루션 Valuation Table

(원, 배)	내용	비고
12MF EPS	4,758	
Target PER	28.9	국내외 Peer 가중평균
<b>적정주가</b>	<b>138,000</b>	반올림 적용
현재주가	119,400	
Upside	15.6	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 99] 글로벌 주요 태양광 업체 실적 및 Valuation

(십억원, 배)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		P/E		PBR		EV/EBITDA	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Daqo New Energy	1,550	1,105	1,241	-80	58	-17	70	-	38.5	0.4	0.4	6.1	3.3
Jinko Solar	78,941	70,716	86,850	-5,662	732	-5,158	390	-	93.9	2.9	2.8	28.5	10.8
Tonwei	86,978	93,119	113,498	-6,873	2,934	-6,443	1,098	-	64.0	2.1	2.0	26.2	11.2
Canadian Solar	1,233	5,710	7,471	100	298	-93	68	-	29.3	0.4	0.4	12.3	9.2
First Solar	21,041	5,400	6,220	2,061	2,752	2,005	2,638	10.4	7.9	1.9	1.5	7.1	5.6
<b>평균</b>								10.4	46.7	1.5	1.4	16.0	8.0

주: 2026.3.13 종가 기준

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 100] HD 현대에너지솔루션 실적 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>85.3</b>	<b>133.7</b>	<b>121.0</b>	<b>152.7</b>	<b>129.1</b>	<b>164.3</b>	<b>146.0</b>	<b>169.1</b>	<b>492.7</b>	<b>608.5</b>	<b>659.0</b>
태양광 모듈	57.3	100.6	91.7	124.2	99.7	128.2	113.9	132.9	373.8	474.7	512.7
솔루션	27.4	32.6	28.6	28.0	28.7	35.3	31.3	35.3	116.6	130.6	142.3
기타	0.6	0.5	0.7	0.5	0.7	0.9	0.8	0.9	2.3	3.2	4.0
<b>영업이익</b>	<b>-3.0</b>	<b>15.0</b>	<b>14.6</b>	<b>14.5</b>	<b>8.4</b>	<b>18.1</b>	<b>16.4</b>	<b>19.4</b>	<b>41.1</b>	<b>62.3</b>	<b>85.8</b>
영업이익률	-3.5	11.2	12.1	9.5	6.5	11.0	11.2	11.5	8.3	10.2	13.0
<b>지배순이익</b>	<b>-1.1</b>	<b>11.4</b>	<b>12.0</b>	<b>19.6</b>	<b>6.8</b>	<b>14.5</b>	<b>13.2</b>	<b>15.7</b>	<b>41.9</b>	<b>50.2</b>	<b>68.6</b>
순이익률	-1.3	8.5	9.9	12.8	5.3	8.8	9.0	9.3	8.5	8.3	10.4
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>	<b>-12.6</b>	<b>18.5</b>	<b>20.3</b>	<b>37.1</b>	<b>51.3</b>	<b>22.9</b>	<b>20.7</b>	<b>10.7</b>	<b>16.6</b>	<b>23.5</b>	<b>8.3</b>
태양광 모듈	-28.8	25.9	35.1	71.5	74.0	27.4	24.2	7.0	24.3	27.0	8.0
솔루션	65.1	1.6	-10.6	-27.3	4.9	8.2	9.6	25.9	-2.2	12.0	9.0
기타	20.0	-37.5	0.0	0.0	11.9	72.6	9.6	79.0	-8.0	39.0	25.0
<b>영업이익</b>	<b>적지</b>	<b>87.5</b>	<b>342.4</b>	<b>123.1</b>	<b>흑전</b>	<b>20.5</b>	<b>12.0</b>	<b>34.1</b>	<b>1,074.3</b>	<b>51.5</b>	<b>37.8</b>
영업이익률	11.1	4.1	8.8	3.7	10.0	-0.2	-0.9	2.0	7.5	1.9	2.8
<b>지배순이익</b>	<b>적지</b>	<b>9.6</b>	<b>1,614.3</b>	<b>130.6</b>	<b>흑전</b>	<b>27.0</b>	<b>10.1</b>	<b>-19.9</b>	<b>20,850.0</b>	<b>19.9</b>	<b>36.5</b>
순이익률	18.6	-0.7	9.2	5.2	6.6	0.3	-0.9	-3.6	8.5	-0.2	2.2

자료: 교보증권 리서치센터

## HD현대에너지솔루션 기업 개요

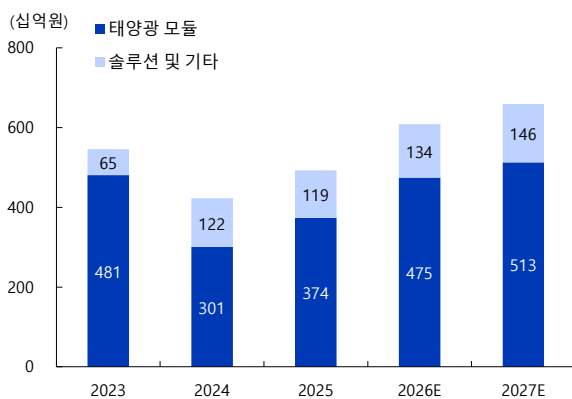
동사는 2016년 현대중공업에서 분사, 2019년 코스피에 상장했으며, 최대주주는 HD한국조선해양(지분 53.6%)이다. 사업 부문은 ① 모듈과 ② 솔루션(인버터 및 EPC)으로 구성된다. 2023년까지 모듈 비중이 88%였으나, 2025년 기준 모듈 76%, 솔루션 24%로 솔루션 비중이 증가했다. RE100 대기업을 공장 부지 태양광 설치 수요가 확대되면서 턴키 EPC 수주가 늘어난 데 기인한다.

**[모듈]** 국내 음성 공장에서 셀 400MW, 모듈 1.2GW를 운영한다. 25.5 셀을 n-type TOPCon으로 전환 완료했으며(수율 약 98%), 모듈 CAPA 중 셀 자체 생산분(400MW)을 초과하는 물량은 중국산 셀을 조달해 모듈을 제조한다.

판매 채널은 국내, 미국, 유럽 세 축이다. 국내(2025년 매출 비중 61%)는 등급 모듈 제도에서 1~2등급을 획득해 무등급(중국산) 대비 약 40% 높은 ASP를 확보하며, M/S 2위(25~30%)다. 대리점을 통한 상업용 판매가 80%를 차지한다. 미국(33%)은 상업용(국내 셀→모듈 수출)과 가정용(인도네시아 ODM)이 1:1 비중이다. 미국향 셀의 원재료인 웨이퍼는 홍콩산을 사용하며, 음성 공장은 Non-FEOC 인증을 획득해 미국 주택용 TPO 시장까지 대응 가능하다. 3Q25에 하이싱글 마진으로 흑자 전환했다. 유럽(6%)은 판매 법안 없이 건별 수출에 집중하고 있으며, 적극적인 확대 계획은 없다.

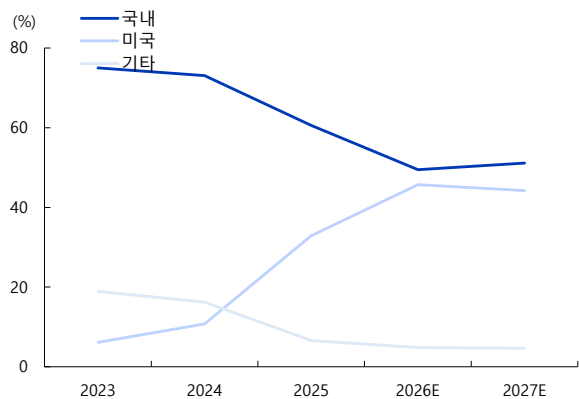
**[솔루션]** 인버터(국내 M/S 50~60%)와 턴키 EPC로 구성된다. 인버터는 ODM 방식으로 조달하며, 모듈과 인버터 및 EPC를 패키지로 제공할 수 있는 점이 차별화 요인이다. RE100 대기업을 공장 부지 태양광 설치 수요가 확대되면서 2024년부터 EPC 수주가 본격화됐고, 매출 비중이 2025년 기준 24%로 올라왔다. EPC는 3~6개월의 비교적 단순한 프로젝트 위주로 선별 수주하며, 싱글 이상의 마진을 확보하고 있다.

[도표 101] 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: HD현대에너지솔루션, 교보증권 리서치센터

[도표 102] 지역별 매출액 비중 추이 및 전망



자료: HD현대에너지솔루션, 교보증권 리서치센터

## 투자포인트

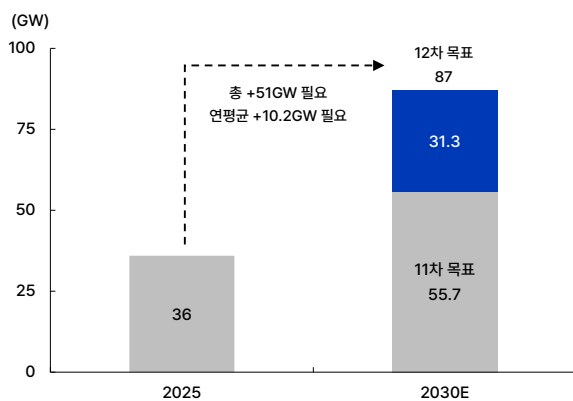
### K-태양광 확대의 가장 큰 수혜주

국내 태양광 설치량 확대 방향성은 정해졌다. 11차 전기본 기준으로 2030년까지 연환산 4.5GW(최근 3년 평균 3GW)가 필요하고, 12차 전기본(87GW)이 적용되면 연 11~13GW로 현재의 약 4배가량 늘어난다. 여기에 이격거리 규제 완화('26.2.12 통과), 새만금 GW급 태양광 MOU(1.3조원, '27 착공), 분산형 전력망 예산 3,210억원 등 정책 모멘텀이 중첩되는 구간이다.

**동사의 핵심 경쟁력은 국내 모듈 등급제에 기반한 락인 효과다.** 2027년 계약시장 전환 시 탄소인증제가 입찰 평가의 핵심 기제로 작용하며, 국내 셀→모듈 일관 생산 체계를 갖춘 동사의 1~2등급 획득은 독보적 우위로 이어진다. 사실상 중국산 무등급 제품은 배제되는 구조다. 한화솔루션의 미국 시장 집중 전략을 감안하면, 동사가 국내 등급 시장의 실질적인 수혜자로 판단한다. N-type TOPCon으로의 전량 전환('25.5 완료)을 통해 제품 경쟁력 확보는 이미 끝났다. 향후 계약시장 전환과 탄소인증제 도입이 동사의 중장기 수익성 체력을 결정할 것으로 보인다.

**국내 정책 기대감에 더해 1H26 미국향 수출 모멘텀이 없어진다.** OBBBA 상업용 ITC 기한('26.7.4) 전 수주 집중으로 상반기 북미향 물량이 확대되는 가운데, N타입 전량 판매 체제 구축으로 수익 구조가 안정화됐다. P타입 대비 원가는 유사하나 판가는 +10% 높으며, 비중국 모듈의 희소성 프리미엄이 견고한 가격 갭을 지지한다. 중국발 원가 상승분 역시 시장 전체 판가 상승으로 이어져 동사의 셀 조달가 상승분 전가가 용이한 구조다. 주거용 ITC 일몰에 따른 가정용 둔화를 상업용 확대가 상쇄할 것으로 전망한다. 2026E 미국향 매출은 2,780억원(+71.7% YoY)을 전망한다.

[도표 103] 국내 태양광 2030년 목표 설치량(11차 vs. 12차)



자료: 기후에너지부, 교보증권 리서치센터

[도표 104] 11차 전기본 vs. 12차 전기본

항목	11차 전기본	12차 전기본 방향
수립 주체	산업통상자원부	기후에너지환경부
상위 목표	2030 NDC 40% 감축	2035 NDC 53~61% 감축
석탄발전	28기 폐지(~2038)	61기 전면 중단(2040)
<b>2030 목표 설치량</b>	<b>55.7GW</b>	<b>87GW</b>
RPS → 계약시장	-	2026 REC 발급 중단 → 2027 계약시장 전환
태양광 규제	-	이격거리 개정, 잠재 부지 62.7% 해소
입찰시장	-	수직형 영농형 햇빛소득마을 도입

자료: IDTechEx, 교보증권 리서치센터

[HD현대에너지솔루션 322000]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	546	422	493	609	659
매출원가	483	375	389	481	507
매출총이익	63	47	104	127	152
매출총이익률 (%)	11.6	11.2	21.1	20.9	23.1
판매비와관리비	46	44	63	65	67
영업이익	18	4	41	62	86
영업이익률 (%)	3.2	0.8	8.3	10.2	13.0
EBITDA	31	15	50	72	95
EBITDA Margin (%)	5.8	3.4	10.2	11.8	14.5
영업외손익	-21	-6	3	2	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	12	14	13	13	14
금융비용	-15	-9	-6	-4	-3
기타	-18	-12	-4	-6	-9
법인세비용차감전순이익	-3	-3	44	64	88
법인세비용	-1	-3	2	14	19
계속사업순이익	-3	0	42	50	69
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3	0	42	50	69
당기순이익률 (%)	-0.5	0.0	8.5	8.3	10.4
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	-3	0	42	50	69
지배지분순이익률 (%)	-0.5	0.0	8.5	8.3	10.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	-3	-2	40	48	67
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	-3	-2	40	48	67

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	76	83	-11	-14	21
당기순이익	-3	0	42	50	69
비현금항목의 가감	45	-10	-22	-11	-9
감가상각비	13	9	8	8	9
외환손익	-2	-1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	34	-19	-27	-17	-15
자산부채의 증감	42	92	-33	-44	-28
기타현금흐름	-8	2	2	-8	-11
투자활동 현금흐름	-10	-14	0	-12	-12
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-8	-12	0	-12	-12
기타	-1	-2	0	0	0
재무활동 현금흐름	-30	-34	-9	-23	-23
단기차입금	-19	-14	-14	-14	-14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	-8	-8	-8	-8
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-7	0	0	0	0
기타	-7	-13	12	-1	-1
현금의 증감	36	35	32	-1	34
기초 현금	69	105	140	173	172
기말 현금	105	140	173	172	206
NOPLAT	15	0	39	49	67
FCF	62	91	15	1	36

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
유동자산	361	318	370	413	466
현금및현금성자산	105	140	173	172	206
매출채권 및 기타채권	84	77	89	109	119
재고자산	168	83	97	120	130
기타유동자산	3	17	11	11	11
비유동자산	141	136	126	127	128
유형자산	95	88	79	81	83
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	2	2	2	2	2
기타비유동자산	44	46	45	44	43
자산총계	502	454	496	540	594
유동부채	105	70	79	80	73
매입채무 및 기타채무	72	64	73	88	94
차입금	14	0	-14	-28	-42
유동성채무	12	3	16	16	16
기타유동부채	8	3	3	4	5
비유동부채	25	14	6	-2	-9
차입금	21	10	3	-5	-13
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	4	4	3	3
부채총계	131	84	85	78	63
자배지분	372	370	412	462	530
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	106	106	106	106	106
이익잉여금	205	205	247	297	366
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	372	370	412	462	530
총차입금	47	14	5	-16	-38

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	-256	10	3,740	4,485	6,125
PER	-109.3	1,980.6	14.6	29.1	21.3
BPS	33,175	33,007	36,748	41,233	47,358
PBR	0.8	0.6	1.5	3.2	2.8
EBITDAPS	2,812	1,299	4,498	6,396	8,507
EV/EBITDA	8.1	6.9	8.8	17.8	12.8
SPS	48,761	37,712	43,991	54,331	58,844
PSR	0.6	0.5	1.2	2.4	2.2
CFPS	5,508	8,166	1,373	131	3,255
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-44.5	-22.7	16.7	23.5	8.3
영업이익 증가율	-80.5	-80.0	1,072.8	51.5	37.8
순이익 증가율	적전	흑전	36,574.3	19.9	36.6
수익성					
ROIC	4.6	-0.1	18.9	21.6	27.1
ROA	-0.5	0.0	8.8	9.7	12.1
ROE	-0.8	0.0	10.7	11.5	13.8
안정성					
부채비율	35.1	22.7	20.6	16.9	12.0
순차입금비율	9.5	3.1	1.1	-3.0	-6.4
이자보상배율	5.3	3.3	94.8	-51.4	-30.0

# 씨에스윈드 112610

## 콜로라도가 돌아간다

Mar 17 2026

**BUY**

신규

### 타워 중심의 이익 정상화

**TP 67,000 원**

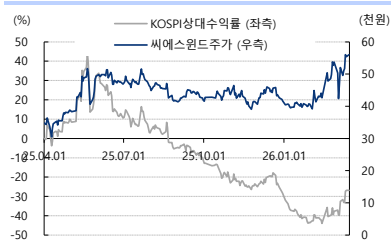
신규

2026년은 타워 이익 정상화의 원년이 될 것이다. 2Q26부터 미국 법인 가동률 80%에 진입, 고정비 희석이 본격화된다. AMPC는 연간 1,189억원이 인식될 것으로 전망한다. 타워(AMPC제외) 영업이익은 946억원(+188% YoY) 증가하며, AMPC 포함 시 타워 이익은 1,308억원에서 2,135억원으로 +63% 늘어난다. 주수가 이를 뒷받침한다. 4Q25 기준 6.2억달러(미국 육상풍력 2.3GW 포함)로 분기 사상 최고치를 경신했고, 2026년 수주 가이드는 17억달러(YoY +12%)다. 당사 연결기준 2026년 영업이익 2,861억원(OPM 10.3%), EPS 4,586원을 추정한다.

### Company Data

현재가(03/16)	56,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	56,000 원
52 주 최저가(보통주)	30,450 원
KOSPI (07/10)	5,549.85p
KOSDAQ (07/10)	1,138.29p
자본금	211 억원
시가총액	23,616 억원
발행주식수(보통주)	4,217 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	66.5 만주
평균거래대금(60 일)	337 억원
외국인지분(보통주)	14.84%
주요주주	
김성권 외 14인	39.78%
국민연금공단	7.88%

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.5	27.0	53.4
상대주가	30.4	-21.1	-29.1

2025년 연결 기준 매출액 2.9조원(YoY -4.6%), 영업이익 3,224억원(YoY +26.2%)을 기록했다. 외형 역성장에도 불구하고, 하부구조물 인센티브 효과로 수익성은 방어했다. **[타워]** 매출 2.0조원(YoY +11.2%). 미국 고정비 부담 및 일회성 비용으로 AMPC 제외 OPM은 1.9%에 그쳤다. 다만 4Q25 역대 최대 수주(6.2억달러)에 기반, 1Q26부터 가파른 매출 반등이 확인될 전망이다. **[하부구조물]** 인센티브 반영으로 이익 기여도 55%를 기록했으나, 4Q25 Lindo 모노파일 공장 폐쇄 및 자산손상(2,200억원) 처리를 통해 잠재 리스크는 제거됐다.

### 투자의견 Buy 및 목표주가 67,000원 커버리지 개시

글로벌 풍력 관련주 대비 아직도 저평가다. 핵심 투자포인트는 콜로라도 법인의 정상화다. '21년 인수 이후 처음으로 수주, 가동률, 생산성이 우호적으로 정렬되며 타워 이익 레버리지가 극대화되는 구간에 진입했다고 판단한다. AMPC를 제외한 타워 마진 개선(OPM 1.9% → 4.4%)이 기대된다. 역대급 수주와 생산성 향상이 맞물리는 지점, 밸류에이션 매력 부각에 따른 주가 리레이팅을 기대해도 좋다.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	1,520.2	3,072.5	2,932.2	2,991.9	3,580.1
YoY(%)	10.6	102.1	-4.6	2.0	19.7
영업이익(십억원)	104.2	255.5	322.2	333.8	443.2
OP 마진(%)	6.9	8.3	11.0	11.2	12.4
순이익(십억원)	18.4	143.7	44.1	214.4	305.1
EPS(원)	460	3,374	981	4,987	7,119
YoY(%)	916.1	634.2	-70.9	408.5	42.8
PER(배)	152.8	12.4	42.4	11.2	7.9
PCR(배)	15.5	4.0	7.1	5.3	4.4
PBR(배)	3.3	1.5	1.5	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	20.7	6.8	6.0	6.9	5.2
ROE(%)	2.2	13.9	3.6	17.1	20.8



[신재생에너지] 조혜빈

02-3771-9130

hevin.cho@iprovest.com

## Valuation & 실적전망

[도표 105] 씨에스윈드 Valuation Table

(단위: 십억원)

(원, 배, %)	적정가치	비고
12MF EPS (원)	5,519	12MF 지배주주 EPS
Target PER (배)	12.1	글로벌 풍력 터빈 및 디벨로퍼사 12MF PER 평균에 기저재 할인율 50% 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>67,000</b>	<b>반올림 적용</b>
현재주가 (원)	56,000	
상승여력 (%)	19.6	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 106] 글로벌 주요 풍력 업체 실적 및 Valuation

(백만달러, 백만유로, 백만위안, 배)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		EV/EBITDA	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Vestas	31,835	31,352	33,805	2,178	2,744	1,606	2,089	19.8	15.3	4.6	3.8	7.9	6.7
Nordex	14,641	12,657	13,622	859	1,029	559	695	25.9	21.5	6.1	4.9	10.7	9.3
Orsted	37,641	16,338	17,531	3,744	3,758	2,437	2,428	16.5	15.7	1.3	1.3	7.8	7.2
Goldwind	21,619	15,637	17,726	921	1,248	641	911	37.8	27.3	3	2.7	19.8	15.7
NextEra Energy	274,981	45,561	49,405	16,470	18,321	12,212	13,313	22.7	20.8	2.8	2.6	15.6	14.2
<b>평균</b>								<b>24.5</b>	<b>20.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>12.4</b>	<b>10.6</b>

주: 2026.3.13 종가 기준

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 107] 씨에스윈드 실적 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>901.9</b>	<b>650.0</b>	<b>597.0</b>	<b>783.3</b>	<b>639.7</b>	<b>792.6</b>	<b>836.4</b>	<b>723.2</b>	<b>2,932.2</b>	<b>2,991.9</b>	<b>3,580.1</b>
AMPC	40.6	29.2	19.1	9.1	23.8	33.3	32.1	29.7	98.0	118.9	135.2
Tower(AMPC 포함)	656.8	444.5	429.6	494.0	532.1	664.8	688.2	562.7	2,024.9	2,447.8	2,717.8
베어링	28.3	32.0	32.2	33.6	36.3	36.7	37.3	37.8	126.1	148.0	179.9
Foundation	216.8	173.5	135.2	255.7	71.3	91.1	110.9	122.8	781.2	396.1	682.4
<b>영업이익</b>	<b>125.2</b>	<b>59.3</b>	<b>65.7</b>	<b>72.2</b>	<b>67.2</b>	<b>91.1</b>	<b>99.5</b>	<b>75.9</b>	<b>322.4</b>	<b>333.8</b>	<b>443.0</b>
영업이익률	13.9	9.1	11.0	9.2	10.5	11.5	11.9	10.5	11.0	11.2	12.4
영업이익률(AMPC 제외)	9.8	4.8	8.1	8.2	7.0	7.6	8.4	6.7	7.9	7.5	8.9
<b>지배순이익</b>	<b>94.9</b>	<b>38.1</b>	<b>55.9</b>	<b>-139.0</b>	<b>38.7</b>	<b>59.6</b>	<b>65.3</b>	<b>46.7</b>	<b>49.9</b>	<b>210.3</b>	<b>299.9</b>
지배순이익률	10.5	5.9	9.4	-17.7	6.0	7.5	7.8	6.5	1.7	7.0	8.4
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>	<b>22.4</b>	<b>-24.2</b>	<b>-25.9</b>	<b>16.5</b>	<b>-29.1</b>	<b>21.9</b>	<b>40.1</b>	<b>-7.7</b>	<b>-4.6</b>	<b>2.0</b>	<b>19.7</b>
Tower	61.4	19.3	28.6	52.3	-19.0	49.6	60.2	13.9	40.9	20.9	11.0
Foundation	흑전	258.6	291.1	1,778.3	-67.1	-47.5	-18.0	-52.0	720.8	-49.3	72.3
<b>영업이익</b>	<b>30.1</b>	<b>17.5</b>	<b>18.6</b>	<b>29.7</b>	<b>-46.4</b>	<b>53.8</b>	<b>51.5</b>	<b>5.2</b>	<b>118.1</b>	<b>3.5</b>	<b>32.7</b>
영업이익률	흑전	70.5	84.9	12,685.0	-3.4	2.4	0.9	1.3	481.9	0.2	1.2
<b>지배순이익</b>	<b>131.0</b>	<b>47.4</b>	<b>56.6</b>	<b>71.9</b>	<b>-59.3</b>	<b>56.5</b>	<b>16.9</b>	<b>흑전</b>	<b>318.1</b>	<b>321.3</b>	<b>42.6</b>
지배순이익률	16.3	-6.0	0.3	-18.0	-4.5	1.7	-1.6	24.2	-2.9	5.3	1.3

자료: 교보증권 리서치센터

## 씨에스윈드 기업 개요

동사는 글로벌 풍력 타워 시장점유율 1위 기자재 기업이다. 2006년 베트남 법인 설립으로 출발하여, 주요 풍력 시장 인근에 총 6개의 타워 생산거점(터키→중국→대만→포르투갈→미국 순)을 순차 확보했고, 해상풍력 확대에 대응하기 위해 덴마크 Bladt Industries 인수('23.12)로 해상풍력 하부구조물(TP와 모노파일)까지 영역을 확장했다.

**[타워]** 핵심은 관세가 만든 지역별 생산 구조다. 타워는 소비지에서 직접 생산하거나, 관세가 면제되는 우호국에서 생산해야 한다. 동사가 6개국에 타워 법인을 운영하는 이유다. 미국(콜로라도, Capa 연 1.2조원)은 100% 온쇼어 생산으로 관세 리스크가 없으며, 베트남과 터키와 포르투갈 법인은 유럽 시장을, 대만 법인은 아시아 해상풍력을, 중국 법인은 중국 내수와 함께 Goldwind, Envision 등 중국 터빈사의 글로벌 프로젝트를 커버한다. 동사는 Goldwind, Envision과 2026년 Capa Agreement를 체결했으며, 중국 법인은 내수를 넘어 글로벌 납품 거점으로 기능한다. 2025년 기준 연간 총 Capa는 2.9조원이다.

글로벌 4대 터빈 OEM(Vestas, Siemens Gamesa, GE Vernova, Nordex)이 매출의 90%를 점유하며, 중국 터빈사(Goldwind, Envision)가 나머지 10%를 구성하고 있다. 4대 고객사를 모두 확보한 타워 제조사는 글로벌 시장 내 동사가 유일하다는 점에서 독보적인 지위를 점유하고 있다. 원자재인 후판 가격과 해상운송비는 계약 구조상 발주처로 전가되는 구조다. 따라서 타워 제조사의 수익성을 결정짓는 핵심 변수는 가동률과 생산성이며, 가동률 상승에 따른 마진 확대가 동반될 것으로 본다.

**[하부구조물]** 23.12 Bladt Industries를 인수했다. TP(Transition Piece)는 해상풍력 터빈과 기초를 연결하는 핵심 구조물로, Bladt의 Aalborg 공장은 유럽 최대 TP 전문 야드이며 OPM 20% 이상의 고마진을 유지한다. 모노파일은 Lindo 공장에서 제조했으나, 인수 당시 적자 상태의 계약을 재협상하여 계약금을 2배로 끌어올려 2024년 마진 11%까지 개선시킨 뒤, 계약 물량 납품 완료 후 4Q25에 공장을 폐쇄하고 자산손상 2,200억원을 인식했다. 적자 프로젝트를 인수 후 재협상으로 마진을 만들고, 끝나면 손절하는 의사결정이 Bladt 인수의 본질이다. 2026년부터 Aalborg TP 중심의 고마진 체제로 전환된다. 4Q25 하부구조물 OPM은 납기 준수 인센티브가 반영되며 22.6%에 달했고, 2026년에도 잔여 인센티브가 균등 반영되면서 외형 감소에도 OPM 20% 수준이 유지될 전망이다. 현재 유럽에서 2건의 하부구조물 수주가 추진되고 있으며, 1H26 중 가시화를 기대한다.

## 투자포인트

### 콜로라도가 돌아간다, 타워 마진 UP

**미국 법인 타워 본질 마진의 턴어라운드 주목해야 한다.** 미국 법인 가동률 정상화에 따른 고정비 희석으로, 타워 부문 AMPC 제외 OPM이 개선(2025년 1.9%→ 2026E 4.3%)될 전망이다. AMPC를 포함 시, OPM 8.6%에 달할 것으로 보인다. 타워 영업이익은 2025년 1,347억원에서 2026년 2,276억원(+66% YoY)으로 증가할 것으로 전망한다. 수주는 이미 확보되었고, 공장은 돌아간다.

미국 육상풍력의 발주 사이클이 가동률 상승을 견인하겠다. 미국 전력 수요의 연평균 성장률(CAGR)은 과거 10년 평균 0.5%에서 현재 3.0% 수준으로 약 6배 상승했다. 이에 따라 4Q25 미국 육상풍력 수주액이 2.3GW(분기 사상 최고치)를 기록하며 수요가 실제 발주로 전환되었다. 미국 육상풍력 설치는 2025년 6.0GW에서 2026년 7.9GW, 2027년 9.5GW(CAGR +26%)로 고성장이 전망되며, 5년 온쇼어 파이프라인 약 35~40GW는 전량 터빈 수주가 확보된 상태로, 중장기적인 가동률 하방 지지선은 견조할 것으로 판단한다.

수주, 가동률, 생산성이 우호적으로 정렬되며 타워 이익 레버리지가 극대화되는 구간에 진입했다. 4Q25 타워 신규 수주 6.2억달러(미국향 약 60%), 수주잔고 11.5억달러(+37% QoQ). 2026년 수주 가이드스 17억달러는 2025년 실적(15.2억달러) 대비 +12%다. 수주 확보 → 가동률 정상화 → 생산성 개선, 세 번 수가 동시에 우호적 방향으로 정렬되는 것은 2021년 미국 법인 인수 이후 처음이며, 이익 레버리지가 가장 큰 구간에 진입했다.

여기에 AMPC가 없어진다. 2025년 가동률 저하로 AMPC 980억원에 그쳤으나, 2026년 풀가동 시 AMPC 1,189억원으로 확대를 전망한다. IRA는 Domestic Content Bonus를 강화해 미국 내 생산 기자재에 대한 인센티브를 높였으며, 중량 품목인 타워는 운송비 부담이 커 현지 생산이 절대적으로 유리하다. 정책이 동사의 경쟁 우위를 더 공고히 하는 방향으로 작용하고 있다.

풍력 밸류체인 대비 지나친 저평가다. 글로벌 풍력 Peer 5사 평균 12MF PER 23.4배 대비 동사의 12MF PER은 9.4배에 불과하다. 글로벌 타워 M/S 1위이자 4대 OEM을 전부 고객으로 확보한 유일한 타워사에 부여하기엔 과도한 디스카운트다.

[씨에스윈드 112610]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	1,520	3,073	2,932	2,992	3,580
매출원가	1,313	2,668	2,461	2,513	2,985
매출총이익	207	404	471	479	595
매출총이익률 (%)	13.6	13.2	16.1	16.0	16.6
판매비와관리비	103	149	149	145	152
영업이익	104	255	322	334	443
영업이익률 (%)	6.9	8.3	11.0	11.2	12.4
EBITDA	180	420	450	443	537
EBITDA Margin (%)	11.8	13.7	15.3	14.8	15.0
영업외손익	-81	-84	-276	-59	-52
관계기업손익	-4	-3	8	8	8
금융수익	40	44	31	37	45
금융비용	-94	-136	-108	-109	-109
기타	-23	11	-206	5	3
법인세비용차감전순손익	23	172	46	275	391
법인세비용	5	28	2	60	86
계속사업순손익	18	144	44	214	305
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	144	44	214	305
당기순이익률 (%)	1.2	4.7	1.5	7.2	8.5
비지배지분순이익	-1	1	3	4	5
지배지분순이익	19	142	50	210	300
지배지분순이익률 (%)	1.3	4.6	1.4	7.0	8.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	16	89	89	89	89
포괄순이익	35	233	133	304	394
비지배지분포괄이익	-1	4	3	6	7
지배지분포괄이익	36	229	131	298	387

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	111	49	112	227	206
당기순이익	18	144	44	214	305
비현금항목의 가감	171	299	204	238	240
감가상각비	59	128	112	99	87
외환손익	16	16	-6	-6	-6
지분법평가손익	4	3	-8	-8	-8
기타	92	152	106	153	167
자산부채의 증감	-57	-304	-67	-104	-201
기타현금흐름	-21	-89	-69	-122	-139
투자활동 현금흐름	-236	-212	114	23	-87
투자자산	11	-2	-3	-3	-3
유형자산	-192	-200	-90	-80	-70
기타	-55	-10	206	106	-14
재무활동 현금흐름	141	291	81	-55	-55
단기차입금	-61	-39	-39	-39	-39
사채	-3	39	0	0	0
장기차입금	259	437	300	40	40
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-21	-41	-41	-41
기타	-34	-124	-139	-15	-15
현금의 증감	16	152	433	526	700
기초 현금	192	207	359	792	1,318
기말 현금	207	359	792	1,318	2,018
NOPLAT	82	214	308	260	346
FCF	-92	-125	279	186	169

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,368	1,828	2,212	2,756	3,650
현금및현금성자산	207	359	792	1,318	2,018
매출채권 및 기타채권	488	727	710	717	786
재고자산	582	657	627	640	766
기타유동자산	91	85	83	81	80
비유동자산	1,502	1,781	1,664	1,565	1,482
유형자산	929	1,133	1,020	921	834
관계기업투자지급	15	14	24	34	45
기타금융자산	15	26	26	26	26
기타비유동자산	543	609	594	583	577
자산총계	2,869	3,609	3,876	4,321	5,131
유동부채	1,431	1,481	1,296	1,266	1,314
매입채무 및 기타채무	832	775	754	763	850
차입금	384	425	387	348	309
유동성채무	119	124	0	0	0
기타유동부채	96	156	156	155	154
비유동부채	495	929	1,380	1,679	2,171
차입금	303	656	956	996	1,036
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	191	273	424	683	1,135
부채총계	1,925	2,409	2,676	2,945	3,484
자배지분	896	1,149	1,149	1,317	1,576
자본금	21	21	21	21	21
자본잉여금	611	655	655	655	655
이익잉여금	241	361	361	530	789
기타자본변동	-43	-42	-42	-42	-42
비자배지분	48	52	52	59	71
자본총계	944	1,200	1,200	1,377	1,647
총차입금	6,320	7,789	8,185	8,656	9,215

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	460	3,374	981	4,987	7,119
PER	152.8	12.4	42.4	11.2	7.9
BPS	21,254	27,238	27,236	31,240	37,377
PBR	3.3	1.5	1.5	1.8	1.5
EBITDAPS	4,267	9,965	10,670	10,502	12,737
EV/EBITDA	20.7	6.8	6.0	6.9	5.2
SPS	36,047	72,858	69,531	70,946	84,894
PSR	1.9	0.6	0.6	0.8	0.7
CFPS	-2,179	-2,971	6,613	4,401	4,005
DPS	500	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	10.6	102.1	-4.6	2.0	19.7
영업이익 증가율	147.4	145.2	26.1	3.6	32.8
순이익 증가율	흑전	679.0	-69.3	385.7	42.3
수익성					
ROIC	6.4	12.6	16.6	15.0	20.4
ROA	0.8	4.4	1.1	5.1	6.4
ROE	2.2	13.9	3.6	17.1	20.8
안정성					
부채비율	204.0	200.7	223.0	213.9	211.5
순차입금비율	32.8	39.4	44.0	45.2	46.1
이자보상배율	3.0	3.6	4.2	4.3	5.8

# LS마린솔루션 010060

## 바다 위 독점

Mar 17 2026

### BUY

신규

### 바다 위의 독점, 선박이 곧 진입장벽

TP 40,000 원

신규

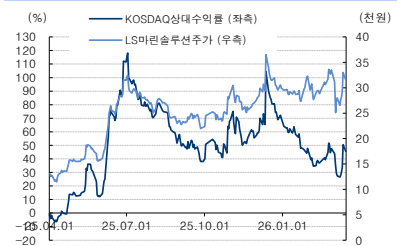
2026년 연결 매출액 2,880억원(+15.5% YoY), 영업이익 149억원(+35.2% YoY, OPM 5.2%)을 기록할 전망이다. GL2030 재투입(2026년 5월)에 따라 해상풍력 케이블 시공 매출이 2H26부터 재개되며, 서해안 HVDC 에너지 고속도로 입찰(1H26)이 중기 수주 가시성을 높ی겠다. 2027년 안마(532MW)와 신안우이(390MW) 본시공, 2028년 13,000톤급 신규 CLV 투입으로 해저 비중이 34.0%(2026F) → 47.7%(2028F)로 상승하며, Blended OPM이 5.2% → 9.8%로 레벨업되는 구간에 진입할 것으로 판단한다.

#### Company Data

현재가(03/16)	31,550 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	36,500 원
52 주 최저가(보통주)	11,471 원
KOSPI (07/10)	5,549.85p
KOSDAQ (07/10)	1,138.29p
자본금	259 억원
시가총액	16,481 억원
발행주식수(보통주)	5,224 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	36.5 만주
평균거래대금(60 일)	112 억원
외국인지분(보통주)	3.19%
주요주주	
LS전선 외 6인	68.27%

2025년 연결 매출액 2,493억원(+91.4% YoY), 영업이익 110억원(-11.6% YoY, OPM 4.4%)을 시현했다. LS빌드윈 연결 편입 효과로 외형은 확대되었으나, GL2030 업그레이드(~'26.5)에 따른 해저 본업 공백으로 수익성은 저점을 기록했다. **[해상풍력 케이블]** GL2030 미가동으로 해저 전력 시공 매출 741억원(-32.6% YoY)에 그쳤다. 안마해상풍력 수주(940억원)가 확정되었으나 매출 인식은 2027년 이후로 이연된다. **[해저 통신]** 세계로(통신 전용)를 활용한 빅테크향 시공이 해저 매출의 일부를 차지, 요코하마 존 유지보수가 107억원의 안정 수익을 창출하며 하방을 지탱했다.

#### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.4	27.2	114.4
상대주가	6.3	-4.8	38.3

### 투자의견 Buy 및 목표주가 40,000원 커버리지 개시

투자의견 Buy, 적정주가 40,000원으로 커버리지를 개시한다. 2028F EBITDA 558억원에 Target EV/EBITDA 36배를 적용, 순현금 730억원(FY28E)을 가산했다. 현재 주가는 실적 저점(GL2030 공백기)을 반영하고 있으며, 2027년 번복점 이후의 이익 레벨업이 충분히 반영되지 않은 상태로 판단한다. 서해안 HVDC의 해저케이블 시공을 수행할 수 있는 업체가 동사 외에 사실상 부재하다. 수요와 공급 독점(CLV + 수직계열화)의 교차점에 위치한 유일한 기업이다. 국내 풍력 인프라로서의 독보적인 수주 가시성을 기반으로 한 매수 전략이 유효하다.

#### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	70.8	130.3	244.2	270.6	355.2
YoY(%)	-	84.1	87.4	10.8	31.3
영업이익(십억원)	13.1	12.4	11.3	11.8	25.4
OP 마진(%)	18.5	9.5	4.6	4.4	7.2
순이익(십억원)	11.6	13.2	12.0	11.2	21.8
EPS(원)	448	466	281	215	418
YoY(%)	-	4.0	-39.6	-23.5	94.4
PER(배)	24.4	31.7	106.5	135.8	69.8
PCR(배)	15.2	24.1	-1,400.3	65.9	39.4
PBR(배)	2.3	2.3	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA(배)	12.7	19.0	59.4	52.3	34.6
ROE(%)	18.9	8.0	3.4	2.3	4.3



**[신재생에너지] 조혜빈**  
02-3771-9130  
hevin.cho@iprovest.com

## Valuation & 실적전망

Target EV/EBITDA 36배는 절대적으로 높은 수준이나, 서해안 HVDC 3조원 시공의 독점 지위, 글로벌 CLV 소티지에서 13,000톤급 신규 선박 확보, EPS CAGR 30.5%(2025→2028)라는 구조적 요인을 반영한 것이다. 해저 인프라 시공은 선박이라는 희소 자산 기반의 독과점 사업이므로, 일반 건설과 EPC 대비 구조적 프리미엄이 반영될 필요가 있다고 판단한다. FY29부터 CLV 투자가 종료되며 연간 300억원 이상의 순현금이 축적되는 점도 감안했다.

[도표 108] LS마린솔루션 Valuation Table

(십억원, 배, %)	값	비고
기준 EBITDA	56	2028E EBITDA
Target EV/EBITDA	36	국내외 해상풍력 Peer 평균에 프리미엄 적용
EV	1,787	
순차입금	-73	2028E 별도 기준
적정가치	2,089	
발행주식수(천주)	52,239	유상증자 후 발행주식수
적정주가(원)	40,000	반올림 적용
현재주가(원)	31,550	
상승여력(%)	26.8	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 109] 글로벌 주요 해저케이블 업체 실적 및 Valuation

(백만달러, 배)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		EV/EBITDA	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Prysmian	182	760	820	50	63	28	36	6.2	4.6	0.8	0.8	3.2	2.8
NKT	29,172	21,267	22,653	2,093	2,356	1,449	1,741	21.2	18.5	3.9	3.4	11.8	10.7
Nexans	5,687	3,557	4,129	254	366	202	282	28.5	20.4	2.5	2.3	12.2	8.9
<b>평균(국내사 제외)</b>								<b>18.6</b>	<b>14.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>9.1</b>	<b>7.5</b>

주: 2026.3.13 종가 기준  
 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 110] LS 마린솔루션 실적 전망

(억원, %, %p)	2024	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>130.3</b>	<b>244.2</b>	<b>270.6</b>	<b>355.2</b>
마린사업	110.0	72.3	80.6	146.2
전력 시공	86.0	58.5	54.0	125.0
통신 시공	0.9	0.6	10.6	4.7
유지보수/O&M	23.1	15.0	16.0	16.5
빌드윈(지중)	20.3	169.5	190.0	209.0
<b>영업이익</b>	<b>12.5</b>	<b>11.3</b>	<b>11.8</b>	<b>25.4</b>
마린 OP	10.1	6.8	7.7	18.7
빌드윈 OP	2.3	4.5	4.2	6.7
OPM	1.0	0.5	0.4	0.7
<b>지배순이익</b>	<b>13.2</b>	<b>11.9</b>	<b>11.3</b>	<b>21.8</b>
NPM	10.1	4.9	4.2	6.1
<b>YoY</b>				
<b>매출액</b>	<b>84.0</b>	<b>87.5</b>	<b>10.8</b>	<b>31.3</b>
마린사업	55.3	-34.2	11.5	81.4
전력 시공	-	-32.0	-7.7	131.5
통신 시공	-	-34.4	1,669.2	-55.7
유지보수/O&M	-	-34.8	6.5	3.1
빌드윈(지중)	-	734.5	12.1	10.0
<b>영업이익</b>	<b>-4.9</b>	<b>-9.5</b>	<b>5.1</b>	<b>114.6</b>
영업이익률	-8.9	-4.9	-0.2	2.8

자료: 교보증권 리서치센터

## LS마린솔루션 기업 개요

동사는 해저 케이블(전력과 통신)의 포설, 시공, 유지보수를 수행하는 신재생에너지 인프라 기업이다. '95년 KT 산하 'KT서브마린'으로 설립, '23년 LS전선 편입 이후 전력 사업 시너지로 흑자 전환에 성공했다. 4Q24부터 지중 케이블 시공 전문사 LS빌드윈을 연결 자회사로 편입하며 외형이 확대되었다. 수요처 기준으로 ①해상풍력 케이블, ②해저 통신, ③유지보수, ④지중 시공(LS빌드윈) 4개 영역을 영위한다. 핵심 사업은 해상풍력 케이블과 해저 통신이다.

**[해상풍력 케이블]** 해상풍력 계통연계와 HVDC 해저 전력망 포설을 수행한다. 해상풍력 단지에서 생산된 전력을 육지 전력계통에 물리적으로 연결하는 마지막 구간이며, 동사의 성장 동력이다. LS전선(국내 유일 500kV급 HVDC 해저케이블 생산)과 턴키 구조를 갖추고 있으며, 국내 유일의 해저 전력 케이블 시공 트랙레코드를 보유한다. 전남해상풍력 1단지(96MW) 턴키 시공, 제주 2연계(106km)와 3연계(89km) HVDC 포설을 완료했다. 확정 수주는 안마해상풍력(532MW, 시공 940억원)이며, 신안우이(390MW)와 태안(504MW)에도 우선협상대상자로 선정되어 있다. 2027년부터 매출이 본격화된다.

**[해저 통신]** 빅테크향 해저 통신 케이블 시공을 수행한다. 아시아 최장 APG, 태평양 횡단 NCP와 ECHO 등 57,000km 이상의 시공 실적을 보유한다. 국내 유일의 해저 통신 시공 업체 지위가 보안과 품질 측면에서 차별화 요인으로 작용한다.

**[기타]** '97년부터 28년간 요코하마 존(한국, 중국, 일본) 해저 통신 케이블 유지보수를 수행하며 연 150억원 이상의 고정 수익을 창출해왔다. 통신사업자의 케이블 지분 비율에 따라 선박 대기료와 수리 출동료가 지급되며, 계약이 28년간 단절된 적이 없다. 프로젝트성 매출의 변동성을 완충하는 캐시카우다. 연결 자회사 LS빌드윈이 지중 케이블 시공과 유지보수를 수행한다. 수주잔고 5,324억원(3Q25 기준). 회수 기간이 짧아 안정적이다. 해저 시공과 결합하여 육상 접속부터 해상 계통연계까지 통합 패키지를 제공한다.

**[선박]** 세계로(통신 전용, 적재 4,500톤), GL2030(전력 전용, 4,000톤→7,000톤 업그레이드 중, 2026년 5월 재투입), 미래로(매설 전용 플랫폼)를 보유한다. GL2030은 서남해 천해부(수심 5m 이내) 해상풍력 시공에 최적화, 2028년 하반기에는 13,000톤급 대수심 HVDC 전용 CLV가 추가된다. 현재는 GL2030 업그레이드(2025.3~2026.5)로 해저 본업의 실적 공백기에 있으며, 2027년 해상풍력 본시공 개시로 변곡점, 2028년 풀 Capa 가동이 기대된다.

## 투자포인트

### 바다 위의 독점, 선박이 곧 진입장벽

글로벌 해저케이블 시공 시장은 CLV 쇼티지가 심화되고 있다. 전 세계 건조 중인 CLV가 3척에 불과하며, 그중 1척이 동사의 13,000톤급 신규 선박이다. 기존 주력 선박(세계로, 4,500톤) 대비 3배에 달하는 규모이자, 글로벌 1티어 시공사들과 대등한 수준의 자산이다.

신규 선박(CLV) 도입은 동사의 수주 가능 프로젝트 저변을 확장시킬 전망이다. 해저케이블은 대형화 추세에 있으며(장거리 HVDC, 대용량 해상풍력), 적재 용량이 작은 선박으로는 물리적으로 시공이 불가능한 프로젝트가 늘어나고 있다. 13,000톤급 CLV는 이 대형 프로젝트에 참여할 수 있는 자격 요건이다. CLV 쇼티지와 수요 호황이 겹치면서 가동률과 작업 단가의 동반 상승이 예상된다.

2,800억원 유상증자를 통해 3,500억원 규모의 CLV를 무차입으로 확보한다. 도입 후 연간 1,500~2,000억원의 신규 매출이 기대된다. 2025년 연결 매출 2,493억원(GL2030 공백기)을 감안하면, 선박 한 척이 현재 매출을 통째로 더하는 규모다. 2028년 하반기 CLV 투입과 LS전선 미국 공장(버지니아주, 2028년 양산) 가동 시점이 맞물린다. 에너지고속도로 수주가 글로벌 HVDC 프로젝트 진출을 위한 트랙 레코드로 작용할 것으로 기대된다.

동사의 포지셔닝이 독특한 이유는 에너지 전환과 AI라는 두 개의 트렌드가 모두 동사의 선박 가동률에 수렴하기 때문이다. 에너지 전환 측면에서는 해상풍력 계통연계(2030년까지 국내 시공 시장 약 7.2조원)와 서해안 에너지 고속도로(시공 약 3조원)가 전력 케이블 수요를 견인한다. AI 측면에서는 데이터 트래픽 폭증으로 해저 통신 케이블 시장이 2030년까지 167% 성장 전망이며(180억달러 → 481억달러), 빅테크가 직접 해저케이블 구축에 투자하고 있다. 동사는 구글과 메타의 해저케이블 프로젝트(NCP, ECHO)에 참여한 이력을 보유한다.

요코하마 존(한국, 중국, 일본) 통신 케이블 유지보수는 연 150억원 이상 고정 수익을 '97년부터 28년간 창출해온 캐시카우다. 보안과 품질 측면에서 검증된 국내 유일의 해저 통신 시공 업체 지위가 이 안정 수익의 원천이다. 국방 해저 센서 케이블 사업(5년 이상 독점, 2년 주기 대규모 발주)도 안정적 수익원으로 기능한다.

다각화된 사업 포트폴리오는 선박 가동률을 상시 높은 수준으로 유지하는 핵심 동력이다. 전력(에너지 전환), 통신(AI), 국방 수요가 서로 보완 작용을 하며 특정 업황에 따른 실적 변동성을 최소화하고 있다. 기존 통신의 안정적 현금흐름이 해상풍력 등 대형 전력망 사업의 외형 성장을 뒷받침하는 선순환 구조를 구축한 것으로 판단한다.

[도표 111] 보유 선박 및 장비



자료: LS마린솔루션, 교보증권 리서치센터

[도표 112] HVDC 시공 가능한 CLV 투자 및 GL2030 개조

Global Top Tier HVDC 시공 선박 추가 도입	GL2030 적재 중량 업그레이드
<p>건조 : '28년 3월 완료예상</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 적재 중량 : 13,000t</li> <li>· 총 중량 : 19,000t</li> </ul> 	<p>개조 : '26년 3월 완료예상</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 적재 중량 : 7,000t</li> <li>· 총 중량 : 9,000t</li> </ul> 

자료: LS마린솔루션, 교보증권 리서치센터

[LS마린솔루션 009830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	71	130	244	271	355
매출원가	51	113	223	248	316
매출총이익	20	17	21	23	40
매출총이익률 (%)	28.3	12.9	8.6	8.4	11.1
판매비와관리비	7	4	10	11	14
영업이익	13	12	11	12	25
영업이익률 (%)	18.5	9.5	4.6	4.4	7.2
EBITDA	20	21	21	24	40
EBITDA Margin (%)	27.6	16.3	8.7	9.0	11.3
영업외손익	1	4	4	3	3
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	7	25	3	3
금융비용	-1	-3	0	0	0
기타	0	1	-21	0	0
법인세비용차감전순손익	15	17	15	14	28
법인세비용	3	4	3	3	6
계속사업순손익	12	13	12	11	22
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	13	12	11	22
당기순이익률 (%)	16.4	10.1	4.9	4.2	6.1
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	12	13	12	11	22
지배순이익률 (%)	16.4	10.1	4.9	4.2	6.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	11	13	12	11	22
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	11	13	12	11	22

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	17	-7	13	15	24
당기순이익	12	13	12	11	22
비현금항목의 가감	10	7	-13	12	17
감가상각비	6	9	10	13	15
외환손익	0	-2	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	0	-23	-1	2
자산부채의 증감	-6	-26	-7	-7	-11
기타현금흐름	1	0	21	-1	-4
투자활동 현금흐름	-52	19	-42	-47	-109
투자자산	2	0	0	0	0
유형자산	-54	-9	-67	-70	-127
기타	0	27	25	23	18
재무활동 현금흐름	-1	31	275	-8	-8
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	35	280	0	0
현금배당	-1	-4	-5	-8	-8
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	-36	44	225	-62	-115
기초 현금	0	34	78	303	242
기말 현금	-36	78	303	242	127
NOPLAT	10	10	9	9	20
FCF	-42	-16	-56	-56	-104

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
유동자산	67	164	396	344	248
현금및현금성자산	34	78	303	242	127
매출채권 및 기타채권	25	74	79	84	94
재고자산	2	2	2	2	2
기타유동자산	5	10	12	16	25
비유동자산	80	91	148	205	318
유형자산	74	77	134	192	304
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	1	1	1	1
기타비유동자산	5	12	12	12	12
자산총계	147	254	544	549	566
유동부채	24	44	46	48	51
매입채무 및 기타채무	10	24	27	29	32
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	14	19	19	19	19
비유동부채	0	2	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	2	2	2	2
부채총계	24	46	49	51	54
자배지분	123	208	495	498	512
자본금	26	33	52	52	52
자본잉여금	34	103	364	364	364
이익잉여금	65	74	81	84	98
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	123	208	495	498	512
총차입금	0	1	1	1	1

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	448	466	281	215	418
PER	24.4	31.7	106.5	135.8	69.8
BPS	4,728	6,372	9,478	9,537	9,799
PBR	2.3	2.3	3.2	3.1	3.0
EBITDAPS	754	750	498	467	766
EV/EBITDA	12.7	19.0	59.4	52.3	34.6
SPS	2,374	3,999	5,743	5,180	6,800
PSR	4.6	3.7	5.2	5.6	4.3
CFPS	-1,635	-577	-1,306	-1,064	-1,990
DPS	160	160	160	160	160

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	-	84.1	87.4	10.8	31.3
영업이익 증가율	-	-5.3	-8.8	4.4	115.3
순이익 증가율	-	13.6	-9.4	-6.1	94.4
수익성					
ROIC	25.3	9.5	5.8	4.3	6.6
ROA	15.8	6.6	3.0	2.1	3.9
ROE	18.9	8.0	3.4	2.3	4.3
안정성					
부채비율	19.7	22.2	9.8	10.2	10.5
순차입금비율	0.1	0.5	0.2	0.2	0.2
이자보상배율	916.6	560.9	0.0	0.0	0.0

# SK오션플랜트 010060

## 지켜보자

Mar 17 2026

**BUY**

신규

**우선 이익 성장에 주목하자**

**TP 22,000 원**

신규

### Company Data

현재가(03/13)	18,840 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	30,300 원
52 주 최저가(보통주)	12,160 원
KOSPI (07/10)	5,549.85p
KOSDAQ (07/10)	1,138.29p
자본금	64 억원
시가총액	11,771 억원
발행주식수(보통주)	6,248 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	44.7 만주
평균거래대금(60 일)	83 억원
외국인지분(보통주)	6.21%
주요주주	
에스케이에코플랜트	35.62%
송무석 외 4인	14.96%

2026년 매출 8,018억원(-16.9% YoY), 영업이익 799억원(+34.0% YoY, OPM 10.0%)을 기록할 것으로 전망한다. 특수선 호위함 인도 완료로 매출이 빠지지만, 고마진 해상풍력이 특수선을 대체하면서 전사 마진이 레벨업된다. 해상풍력 매출 비중이 2025년 33.7%에서 2026F 64.0%로 올라가는 것 자체가 수익성 전환의 본질이다. 수주잔고 1.24조원(4Q25 말, 해상풍력 9,702억원)이 2027F까지의 매출 가시성을 담보할 전망이다.

2025년 매출 9,654억원(+45.7% YoY), 영업이익 596억원(+41.9% YoY, OPM 6.2%)을 시현했다. **[해상풍력]** 매출 3,256억원(+35.6% YoY)으로 Fengmiao 실적 인식이 하반기부터 본격화되었으나, 안마해상풍력의 군 레이더 간섭 이슈로 4Q25 매출 900억원이 지연되었다. **[특수선]** 매출 5,693억원(+58.3% YoY)으로 호위함 배치 III 시운전 매출이 집중 반영되며 전사 외형을 견인했다. 4Q25 OPM 7.8%(+6.2%p YoY)는 해상풍력 비중이 오를수록 마진이 따라온다는 점을 방증한다.

### Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.1	-34.0	26.7
상대주가	4.3	-59.0	-41.4

### 투자의견 Buy, 목표주가 22,000원 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 22,000원을 제시한다. 해상풍력 매출 비중 상승에 따른 마진 개선(2027E OPM 11.7%)에도 불구하고, 주가가 이익 궤적에 수렴하지 못하는 이유는 지배 구조에 있다. SK에코플랜트 지분 35.6%의 매각 협상이 진행 중이며, 인수 주체가 확정되기 전까지 경영 연속성 불확실과 신사업 투자 의사결정 지연이 할인 요인으로 작용할 전망이다. 매각 윤곽이 잡히는 시점이 리레이팅의 기점이 되겠다.

### Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	926	663	9,654	8,018	11,254
YoY(%)	33.8	-28.4	1,357.0	-16.9	40.4
영업이익(십억원)	76	42	596	799	1,316
OP 마진(%)	8.2	6.3	6.2	10.0	11.7
순이익(십억원)	58	17	730	856	1,242
EPS(원)	1,041	277	11,720	13,289	19,286
YoY(%)	98.4	-73.4	4,133.0	13.4	45.1
PER(배)	19.0	46.5	1.7	1.5	1.0
PCR(배)	11.5	10.8	1.5	1.2	0.9
PBR(배)	1.7	1.1	0.9	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	13.3	12.3	-4.0	-4.8	-4.8
ROE(%)	9.5	2.3	66.6	45.3	42.3



[신재생에너지] 조혜빈  
02-3771-9130  
hevin.cho@iprovest.com

## Valuation & 실적전망

[도표 113] SK 오션플랜트 Valuation Table

(원, 배, %)	적정가치	비고
12MF EPS (원)	911	12MF 지배주주 EPS
Target PER (배)	24.4	글로벌 풍력 터빈 및 디젤로퍼사 12MF PER 평균에 기저재 할인 및 지배구조 불확실성에 따른 할인 적용
<b>적정주가 (원)</b>	<b>22,000</b>	<b>반올림 적용</b>
현재주가 (원)	18,800	
상승여력 (%)	16.7%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 114] 글로벌 주요 풍력 업체 실적 및 Valuation

(백만달러, 백만유로, 백만위안, 배)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		EV/EBITDA	
		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Vestas	31,835	31,352	33,805	2,178	2,744	1,606	2,089	19.8	15.3	4.6	3.8	7.9	6.7
Nordex	14,641	12,657	13,622	859	1,029	559	695	25.9	21.5	6.1	4.9	10.7	9.3
Orsted	37,641	16,338	17,531	3,744	3,758	2,437	2,428	16.5	15.7	1.3	1.3	7.8	7.2
Goldwind	21,619	15,637	17,726	921	1,248	641	911	37.8	27.3	3	2.7	19.8	15.7
NextEra Energy	274,981	45,561	49,405	16,470	18,321	12,212	13,313	22.7	20.8	2.8	2.6	15.6	14.2
<b>평균</b>								<b>24.5</b>	<b>20.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>12.4</b>	<b>10.6</b>

주: 2026.3.13 종가 기준

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 115] SK 오션플랜트 실적 전망

(십억원, %, %p)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액</b>	<b>257.1</b>	<b>240.6</b>	<b>293.2</b>	<b>174.5</b>	<b>162.5</b>	<b>172.0</b>	<b>223.8</b>	<b>243.6</b>	<b>965.4</b>	<b>801.8</b>	<b>1,125.4</b>
해상풍력	69.5	104.9	82.0	69.2	91.3	107.8	138.0	176.0	325.6	513.1	658.4
특수선	177.4	120.4	187.3	84.2	47.8	37.5	48.0	38.7	569.3	171.9	251.5
상선+MRO	3.1	9.0	11.9	14.0	16.6	20.7	26.5	22.2	38.0	86.0	186.0
플랜트+강관	5.8	4.5	10.6	6.2	5.4	4.2	9.8	5.8	27.1	25.1	23.7
기타	1.3	1.8	1.4	0.9	1.3	1.9	1.5	0.9	5.4	5.6	5.8
<b>영업이익</b>	<b>11.0</b>	<b>15.6</b>	<b>19.3</b>	<b>13.7</b>	<b>15.4</b>	<b>19.3</b>	<b>23.3</b>	<b>21.9</b>	<b>59.6</b>	<b>79.9</b>	<b>131.6</b>
영업이익률	4.3	6.5	6.6	7.9	9.5	11.2	10.4	9.0	6.2	10.0	11.7
<b>지배순이익</b>	<b>4.4</b>	<b>8.5</b>	<b>11.2</b>	<b>13.3</b>	<b>9.7</b>	<b>12.4</b>	<b>15.0</b>	<b>13.8</b>	<b>37.4</b>	<b>50.9</b>	<b>87.2</b>
지배순이익률	1.7	3.5	3.8	7.6	6.0	7.2	6.7	5.7	3.9	6.3	7.7
<b>YoY</b>											
<b>매출액</b>	<b>65.8</b>	<b>36.3</b>	<b>63.1</b>	<b>15.3</b>	<b>-36.8</b>	<b>-28.5</b>	<b>-23.7</b>	<b>39.6</b>	<b>45.7</b>	<b>-16.9</b>	<b>40.4</b>
해상풍력	82.9	101.7	41.4	33.1	31.4	2.7	68.3	154.3	62.8	57.6	28.3
특수선	101.6	33.8	120.4	31.6	-73.1	-68.9	-74.4	-54.1	74.1	-69.8	46.3
상선+MRO	-43.6	12.5	25.3	42.9	435.4	130.3	122.6	58.5	15.9	126.3	116.3
플랜트+강관	-35.6	-62.5	-18.5	-47.0	-7.3	-7.3	-7.3	-7.2	-40.7	-7.3	-5.5
기타	-91.1	-87.6	-90.2	-93.5	3.8	3.6	3.6	3.9	-90.6	3.7	3.6
<b>영업이익</b>	<b>23.6</b>	<b>4.0</b>	<b>27.0</b>	<b>407.4</b>	<b>40.3</b>	<b>23.5</b>	<b>20.6</b>	<b>60.0</b>	<b>41.9</b>	<b>34.0</b>	<b>64.7</b>
영업이익률	-2.7	-2.2	-1.0	6.2	5.2	4.7	3.8	1.1	-0.2	3.8	1.7
<b>지배순이익</b>	<b>7.3</b>	<b>203.6</b>	<b>23.1</b>	<b>3,225.0</b>	<b>120.3</b>	<b>45.8</b>	<b>33.7</b>	<b>3.9</b>	<b>128.0</b>	<b>36.0</b>	<b>71.4</b>
순이익률	-1.5	1.9	-0.7	7.4	4.3	3.7	2.9	-1.9	1.4	2.5	1.4

자료: 교보증권 리서치센터

## SK오션플랜트 기업 개요

SK오션플랜트는 해상풍력 자켓 하부구조물과 특수선(군함)을 제조하는 해양 기자재 기업이다. 기원은 2000년대 초 삼강M&T가 국내 최초로 후육강관 국산화에 성공한 것에서 출발한다. 후육강관은 두께 2cm 이상의 후판을 말아 용접해 대형 구조물을 제작하는 기술이며, 이 핵심 기술이 조선 기자재 → 해상 풍력 자켓 → 특수선 건조로 순차 확장되었다.

주요주주는 SK에코플랜트(35.6%), 국민연금(8.0%). SK그룹 지배구조 재편에 따른 매각 이슈가 최대 변수이며, 디오션자산운용과의 우선협상 대상기간이 26년 4월까지 예정되어 있다.

**[야드]** 1야드(구 삼강M&T), 2야드(삼강SNC), 3야드(신야드, 부유식 전용)로 구분된다. 3야드는 부유식 해상풍력 하부구조물 전용으로 설계 중이며, 2027년 준공 예정이다. 부유식 구조물은 고정식 자켓 대비 크기와 무게가 2배 이상으로, 전용 야드가 필수적이다.

**[해상풍력 자켓]** 타워는 터빈 OEM항 장기 Capa 계약(Book-to-capacity 모델)으로 안정적이지만 마진이 낮은 반면, 자켓은 개발사향 프로젝트형 계약(Spot 모델)으로 마진이 높다. 자켓은 설치 해역의 지형과 풍속과 해류에 따라 설계가 모두 달라 30기를 납품하면 설계도 30개가 필요하며, 이 맞춤 설계 역량이 진입장벽이다. 동사는 대만에서 약 255기(총 567기 중 점유율 44.9%)를 수주했으며, 5.5MW에서 9MW, 12MW, 14~15MW까지 모든 터빈 세대에 자켓을 납품한 유일한 아시아 제작사다. 대만 해상풍력의 이면에는 에너지안보와 TSMC RE100뿐 아니라 군사적 목적(중국 상륙 저지)이 실질적으로 작동하고 있어 정책 지속성이 높다.

**[특수선과 조선]** 해군 3,000톤급 Batch-3(2번함, 3번함, 4번함) 수주를 확보했고, 태국 호위함 수주(2Q26에 초기 2척, 약 6~7천억원 추정) 가능성이 있다. FPSO EPC Full-scope 수행 이력을 보유하며, 2025년 12월 6.8K 메탄올 이종연료 탱커를 수주하며 상선 신조 시장에 재진입했다. 미국 해군 함정 MRO 사업 참여를 위한 MSRA(함정정비협약) 자격 취득이 26년 2월 완료되었다.

[도표 116] 2027년 준공 예정 중인 부유식 신야드(3야드)



자료: SK오션플랜트, 교보증권 리서치센터

## 투자포인트

### 이익 성장 > 외형 축소

상반기 Fengmiao 매출 인식 후, 하반기 대만 Formosa 4와 국내 안마도가 순차 스틸커팅에 돌입한다. 하반기로 갈수록 해상풍력 비중이 분기마다 높아지고, OPM도 계단식 상승이 전망된다. 파이프라인도 두텁다. 완도 금일, 대만 WLCH, 해상3, 태안 모노파일 등이 대기 중이며, 올해에는 대만 라운드 3.1 및 3.2 프로젝트의 발주도 기대된다.

저마진 잔고 소화 완료, 마진이 정상화된다. 이익 기여도가 미미했던 저마진 특수선(OPM 2~5%)의 Batch-3 잔고 소화가 마무리되면서, 전사 OPM은 6.2% → 9.5%로 정상화된다. Batch-3 소화 완료는 외형 감소 요인이 아니라, 고마진 포트폴리오로의 전환을 앞당기는 트리거다. 해상풍력 자켓이 전사 매출의 70%를 채우겠다. 영업이익은 컨센서스 기준 735억원(+24% YoY)으로 확대된다. 향후 기대되는 조선 수주는 미 해군 MRO(고마진)와 수출형 호위함(프리미엄 단가) 중심이기 때문에 과거 저마진 특수선과는 성격이 다르다. 포트폴리오 전체가 고마진 중심으로 재편되는 구조다.

해상풍력 믹스 개선에 이어, 조선 수주 재개로 2027년부터는 외형 성장까지 가세한다. 동사는 해상풍력 발주 지연 구간에서 '야드를 비우지 않는' 실리적 수주 전략으로 선회했다. 태국 호위함(초기 2척, 6~7천억원 추정, 2Q26 확인 전망), 컨테이너선과 탱커선 신조 재개, 2월 체결된 미 해군 함정정비협약(MSRA)을 통한 글로벌 MRO 시장 진입이 3대 축이다. 2026년 신규 수주는 1.78조원(+84% YoY)으로 급증이 전망되며, 2027년 부유식 신야드(30야드) 준공까지 겹치면 전사 매출 1.3조원대(+60% YoY)로 레벨업이 가능하다. 현재 밸류에이션은 고정식 자켓과 잔존 특수선만 반영한 상태이며, 조선 수주 재개와 신야드 옵션은 사실상 미반영되어있다.

다만, 상반기 실적 공백과 거버넌스 불확실성이라는 존재한다. 안마도 해상풍력이 군 레이더 간섭 이슈로 하반기 착공 확정이며, 상저하고 흐름은 불가피하다. 대주주 지분 매각도 우선협상 기한(올해 4월)을 기점으로 방향이 잡혀야 신사업 가치가 주가에 반영될 수 있다. 즉, 4월 매각 윤곽 확인 → 하반기 해상풍력 매출 본격화 → OPM 상승 확인이 필요하다.

[SK오션플랜트 100090]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액	926	663	965	802	1,125
매출원가	821	590	872	696	959
매출총이익	105	73	93	106	166
매출총이익률 (%)	11.3	11.0	9.7	13.2	14.7
판매비외관리비	29	31	34	26	34
영업이익	76	42	60	80	132
영업이익률 (%)	8.2	6.3	6.2	10.0	11.7
EBITDA	94	71	85	102	151
EBITDA Margin (%)	10.2	10.7	8.8	12.7	13.4
영업외손익	-13	-24	-13	-10	-12
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	16	9	21	26	36
금융비용	-29	-64	-88	-90	-92
기타	1	30	54	53	44
법인세비용차감전순손익	63	18	47	70	120
법인세비용	6	1	9	18	30
계속사업순손익	58	17	38	53	90
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	58	17	38	53	90
당기순이익률 (%)	6.2	2.5	4.0	6.5	8.0
비지배지분순이익	0	0	1	2	3
지배지분순이익	57	16	37	51	87
지배지분이익률 (%)	6.2	2.5	3.8	6.4	7.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	55	15	36	50	88
비지배지분포괄이익	0	0	1	2	3
지배지분포괄이익	55	14	35	48	85

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-138	135	175	169	222
당기순이익	58	17	38	53	90
비현금항목의 가감	37	54	69	72	74
감가상각비	18	28	25	21	19
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	19	26	46	52	56
자산부채의 증감	-230	84	105	88	106
기타현금흐름	-3	-19	-37	-43	-48
투자활동 현금흐름	27	-108	7	-2	-7
투자자산	128	48	0	0	0
유형자산	-111	-151	-7	-8	-9
기타	10	-4	14	6	1
재무활동 현금흐름	70	-2	159	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-5	0	0	0	0
장기차입금	83	16	16	16	16
자본의 증가(감소)	0	0	2	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-8	-17	142	-17	-17
현금의 증감	-41	26	351	150	270
기초 현금	86	45	71	422	572
기말 현금	45	71	422	572	842
NOPLAT	69	40	49	60	99
FCF	-253	1	173	162	216

자료: 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
유동자산	755	588	863	996	1,261
현금및현금성자산	45	71	422	572	842
매출채권 및 기타채권	27	25	26	20	23
재고자산	3	9	9	9	9
기타유동자산	681	483	407	395	388
비유동자산	677	834	816	803	793
유형자산	656	799	782	768	758
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타금융자산	14	26	26	26	26
기타비유동자산	7	8	9	9	9
자산총계	1,432	1,422	1,679	1,799	2,054
유동부채	687	619	793	784	801
매입채무 및 기타채무	69	73	89	80	97
차입금	105	90	90	90	90
유동성채무	20	18	176	176	176
기타유동부채	494	438	438	438	437
비유동부채	46	90	133	211	362
차입금	33	65	81	97	112
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	13	24	52	114	249
부채총계	733	708	927	995	1,162
지배지분	695	709	748	799	886
자본금	30	30	31	31	31
자본잉여금	547	547	547	547	547
이익잉여금	77	91	129	180	267
기타자본변동	1	1	1	1	1
비지배지분	4	5	5	5	6
자본총계	699	714	753	804	892
총차입금	201	230	425	484	588

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

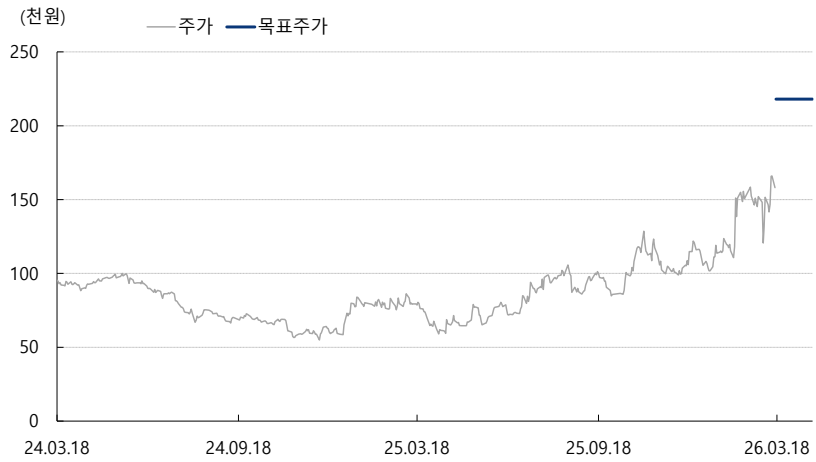
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	1,041	277	615	815	1,396
PER	19.0	46.5	32.9	24.0	14.0
BPS	11,734	11,974	11,966	12,781	14,177
PBR	1.7	1.1	1.7	1.5	1.4
EBITDAPS	1,706	1,201	1,406	1,635	2,422
EV/EBITDA	13.3	12.3	14.6	11.0	6.4
SPS	16,764	11,194	15,969	12,833	18,013
PSR	1.2	1.1	1.3	1.5	1.1
CFPS	-4,584	24	2,854	2,591	3,456
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

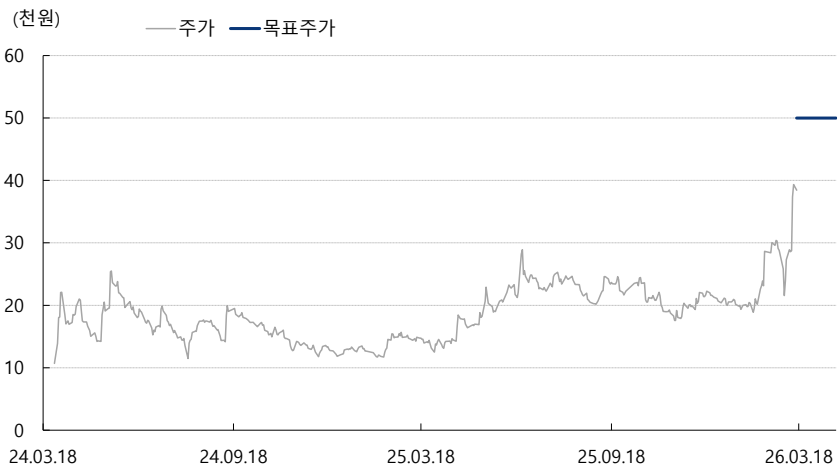
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
성장성					
매출액 증가율	33.8	-28.4	45.7	-16.9	40.4
영업이익 증가율	5.1	-44.7	42.6	34.0	64.7
순이익 증가율	105.4	-70.7	127.1	37.0	71.3
수익성					
ROIC	15.7	5.9	6.5	8.2	13.9
ROA	4.3	1.1	2.4	2.9	4.5
ROE	9.5	2.3	5.1	6.6	10.4
안정성					
부채비율	104.9	99.3	123.1	123.8	130.4
순차입금비율	14.1	16.2	25.3	26.9	28.6
이자보상배율	3.5	2.1	1.3	1.7	2.7

OCI홀딩스 최근 2년간 목표주가 변동추이



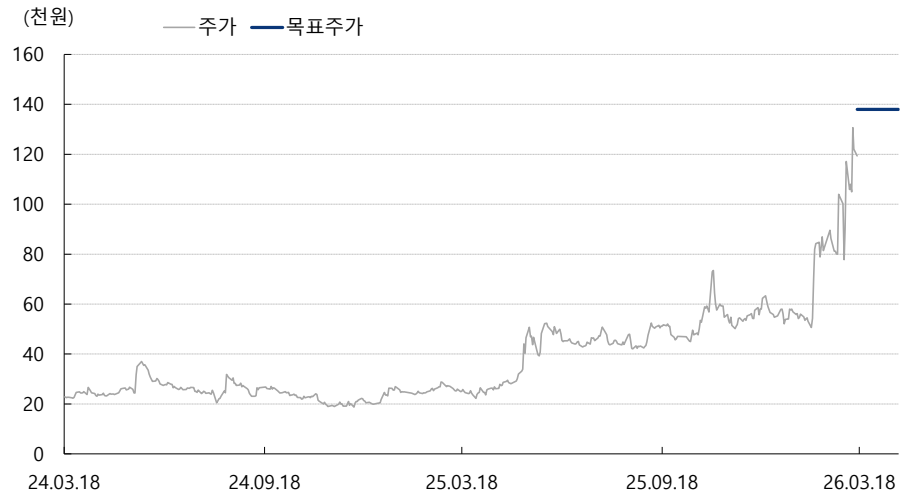
SK이터닉스 최근 2년간 목표주가 변동추이



한화솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이



HD 현대에너지솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이



씨에스윈드 최근 2년간 목표주가 변동추이



LS마린솔루션 최근 2년간 목표주가 변동추이



SK오션플랜트 최근 2년간 목표주가 변동추이



OCI홀딩스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.03.17	매수	218,000							

자료: 교보증권 리서치센터

SK이터닉스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.03.17	매수	50,000							

자료: 교보증권 리서치센터

한화솔루션 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.05.22	매수	40,000	(27.93)	(15.25)					
2024.07.26	매수	40,000	(31.49)	46.25					
*2026.03.17	매수	59,000							

주: \*시점부터 담당자 변경, 자료: 교보증권 리서치센터

HD 현대에너지솔루션 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.03.17	매수	138,000							

자료: 교보증권 리서치센터

씨에스윈드 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.05.22	매수	62,000	(21.61)	(14.84)					
2024.07.23	매수	62,000	(20.69)	0.81					
2024.08.12	매수	80,000	(42.65)	(9.63)					
*2026.03.17	매수	67,000							

주: \*시점부터 담당자 변경, 자료: 교보증권 리서치센터

LS마린솔루션 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.03.17	매수	40,000							

자료: 교보증권 리서치센터

SK오션플랜트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.03.17	매수	22,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4	2.9	0.7	0.0

[ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주기의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주기의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하