

| 에너지 |

OCI홀딩스(010060.KS)

‘O’ nly ‘C’ hance ‘I’ s OCI 홀딩스

1Q26 Review 1Q26 매출액 8,924억 원(QoQ +10.1%)을 기록하였다. 폴리실리콘 공장 정기 보수 및 일회성 비용으로 수익성이 일시 하락했으나, 보수 완료에 따른 가동률 정상화로 2분기 턴어라운드가 전망된다. 비중국 밸류체인 수직계열화와 대규모 프로젝트 매각 수익 인식을 통해 외형 성장을 지속할 것으로 전망한다.

[Investment Point 1] 폴리-인 렵

‘26년 OCI Terrasus 폴리실리콘 매출액 6,398억 원(YoY +49.7%)을 전망한다. 이는 비중국 폴리실리콘의 1)미국 태양광 규제에 따른 수요 증가와 2)중국 구조조정 및 Section232 확정에 따른 ASP 상승에 기인한다. 비중국 폴리실리콘 수요처는 스페이스X의 100GW 우주 태양광 프로젝트 발표와 함께 우주 태양광으로 다변화되고 있다. 동사는 선제적 CAPA 증설과 원가경쟁력을 기반으로 스페이스X와의 1조 원 규모의 LTA를 체결할 것으로 판단한다.

[Investment Point 2] 아임 유어 에너지

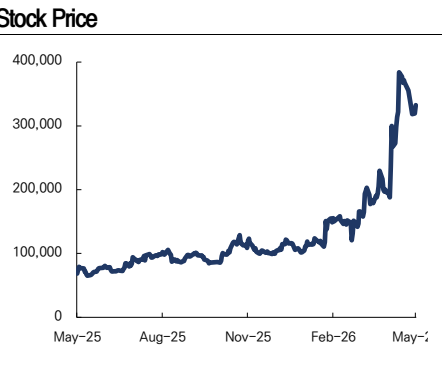
동사는 업 · 미드스트림부터 다운스트림까지 태양광 통합 밸류체인을 구축한 에너지 전문 기업으로 리레이팅될 것으로 전망한다. 비중국 웨이퍼 CAPA 부족과 웨이퍼 시장 내 중국 공급과잉이 맞물리며, 동사는 업스트림 수직계열화를 통해 ‘27년 웨이퍼 부문 매출액 637억 원(YoY +326.5%)을 달성할 전망이다. 이에 더해 발전 부분 다운스트림 성장성 또한 분명하며, ‘27년 OCI Energy 매출액 2,294억 원(YoY+64.9%)을 전망한다. 동사는 텍사스 지역의 점유율 1위 디펠로퍼로, 텍사스 내 초기 개발 완료된 프로젝트 매각 프리미엄의 수혜를 누릴 것으로 전망한다. 자체운영 파이프라인 또한 안정적인 수익 기반으로 작용할 전망이다.

[Valuation]

동사의 가치평가 방식으로 SOTP Valuation 방식을 채택하였다. 이에 따른 **목표주가 493,000원, 상승여력 48%, 투자 의견 BUY를 제시한다.**

투자 의견	BUY
목표주가	493,000원
현재주가(05.12)	332,500원
상승여력	48%

Stock Data			
KOSPI(05/12)	7,643.15		
KOSDAQ	1,179.29		
시가총액	62,078.52억 원		
발행주식수(주)	18,670,000주		
52주 최고/최저(₩)	384,000/65,200원		
외국인지분율(%)	18.93%		
주요주주(%)	이화영 외 27인	30.59%	
	국민연금공단	13.29%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	+67.09%	+174.25%	+378.83%



Investment Fundamentals					
FYE Dec	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	2,649	3,577	3,380	3,937	4,508
영업이익	531	102	(58)	462	703
순이익	710	114	(146)	359	574
EPS	36,002	5,005	(4772)	18,501	20,012
PER	2.9	11.7	(24.1)	17.4	16.1
PBR	0.56	0.3	0.5	1.4	1.3
OPM	20.05	2.8	(1.7)	11.7	15.6
ROE	18.69	2.5	(2.3)	8.4	8.4

Research Team 4		
팀장	41기 이승혁	seunghyeok0101@naver.com
팀원	40기 정한울	seol194@naver.com
	41기 정재웅	dost1@naver.com
	41기 정준영	xoondud@naver.com
	42기 사도윤	douuni@naver.com
	42기 이원석	dldnjstjr67@naver.com
	42기 위호진	wth9391@naver.com

CONTENTS

I .Intro	1
II . Industry Analysis	2
III . Company Overview	8
IV . Investment Point	10
1. 폴리-인 렵	10
1-(1). 비중국 폴리실리콘 수요 급증에 따른 P 상승	10
1-(2). 우주로 간다	13
2. 아임 유어 에너지	14
2-(1). 웨이퍼 진출을 통한 업·미드스트림 완성	14
2-(2). 발전까지 I'm Yours	15
V . Valuation	17
VI . Estimation Logic	18

I . Intro

전쟁이 불러올 나비효과

①에너지 패러다임의 전환

이번 미국-이란 전쟁은 전세계적인 에너지 공급 충격으로 이어졌다. 미국과 이스라엘의 이란 공습 이후 이란의 혁명수비대는 호르무즈 해협을 봉쇄했고, 국제 유가 가격은 일제히 상승했다. 전쟁으로 손상된 카타르 LNG 수출용량은 약 20%에 달하며, 복구까지는 최소 3년 이상의 시간이 소요될 전망이다.

전쟁이 일깨운 에너지 안보 문제는 연료 공급으로부터 자유로운 신재생에너지 확대로 이어질 전망이다. 러-우 전쟁에 이어 이번 호르무즈 해협 봉쇄까지, 지정학적 리스크가 반복되며 에너지 안보는 각국의 핵심 과제로 부상하고 있다. 러-우 전쟁 이후 유럽의 RePowerEU·미국의 IRA 등 각국은 신재생에너지 확대 정책을 내세웠으며, 이번 전쟁 이후에도 같은 양상이 예상된다.

②미국의 중국 태양광 규제 강화

미-중 패권 전쟁 또한 강화될 것으로 판단한다. 이란은 중동 에너지 공급망의 핵심 축인 동시에, 중국 원유 수입의 10% 이상을 차지하는 주요 공급국이다. 결국 이란 침공은 중국의 에너지 수급 안정성을 제한하기 위한 전략적 견제 목적을 포함한 것으로 사료된다.

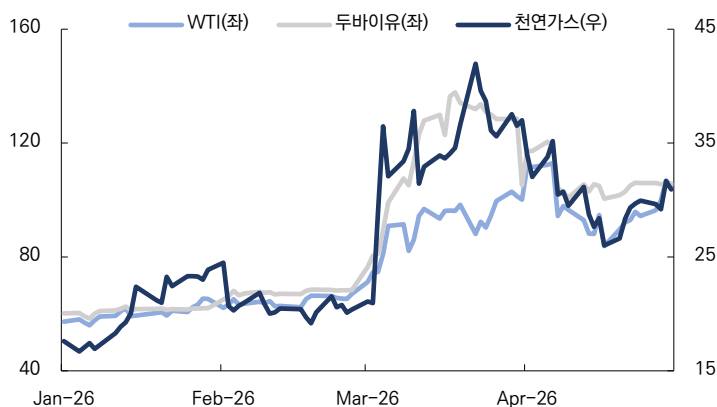
이는 곧 미국의 중국 태양광 규제 강화로 이어질 전망이다. 미국은 '12년 중국산 태양광 제품에 대한 관세 부과를 시작으로 중국 태양광 제품에 대한 규제를 이어왔다. '22년을 기점으로 규제는 전 밸류체인으로 확장되었으며, 현재 동남아 우회 생산까지 제한하고 있는 상황이다. **전쟁으로 인해 공급망 확보의 중요성이 높아짐에 따라, 미국 시장 내 중국 공급망 탈피는 더욱 가속화될 전망이다.**

③데이터센터

이에 더해 미국-이란 전쟁은 미국 내 데이터센터 집중도를 높일 전망이다. 미국의 높아지는 전기료로 인해 빅테크 기업들은 중동으로 데이터센터를 확장하고 있다. 반면, 지난 3월 UAE 내 아마존의 데이터센터 2곳이 타격받으며 데이터센터 확장의 리스크가 분명한 상황이다. 빅테크 기업들은 다시 미국으로 유턴하는 움직임을 보이고 있으며, 이는 곧 미국 내 전력 수요 증가를 가속화할 것으로 판단한다.

[자료 1-1] 전쟁 전후 유가 추이

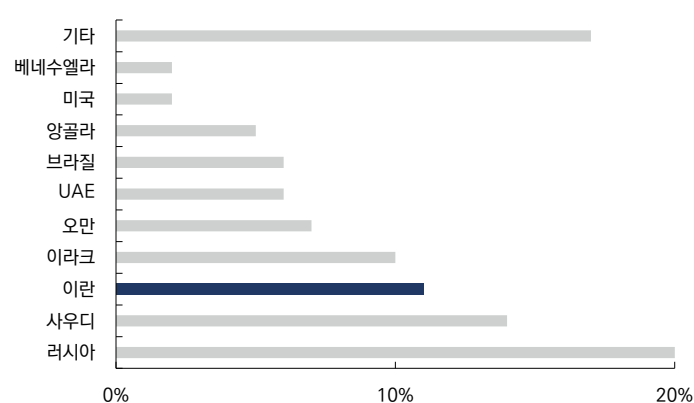
(단위: 달러/배럴, 유로/MMBtu)



출처: BNEF, RFS Team 4

[자료 1-2] '24년 국가별 중국 원유 수입 비중

(단위: %)



출처: EIA, RFS Team 4

II. Industry Analysis

'26년 미국-이란 전쟁으로 인해 에너지 안보 문제가 부각된 가운데, 지속되는 데이터센터向 전력 부족과 미중 패권 전쟁의 심화에 따라 국내 태양광 산업의 본격적인 성장이 시작될 전망이다. 이에 본 리서치팀은 국내 태양광 산업에 주목할 것을 제안하며, OCI홀딩스(010060.KS)를 최선호주로 제시한다.

태양광 산업의 성장성

SMR: '30년 이후
가스터빈: 납기 지연
태양광: 즉시 대응

글로벌 발전 산업 내 가장 빠르게 성장한 산업은 태양광이다. '25년 글로벌 태양광 신규 설치량은 700GW로 5년 만에 5배 증가했으며, 전 세계 전력 수요 증가분의 75%를 단독으로 충당했다. 빅테크들의 '25년 PPA 비중 또한 태양광이 62%로 가장 높은 비중을 차지한다. SMR은 '30년 이후 상용화되고 가스 터빈은 납기가 지연되는 가운데, 빠른 납기가 가능한 태양광으로 수요가 집중되는 양상이다.

태양광 다운사이클 이후
업황 정상화 국면 진입

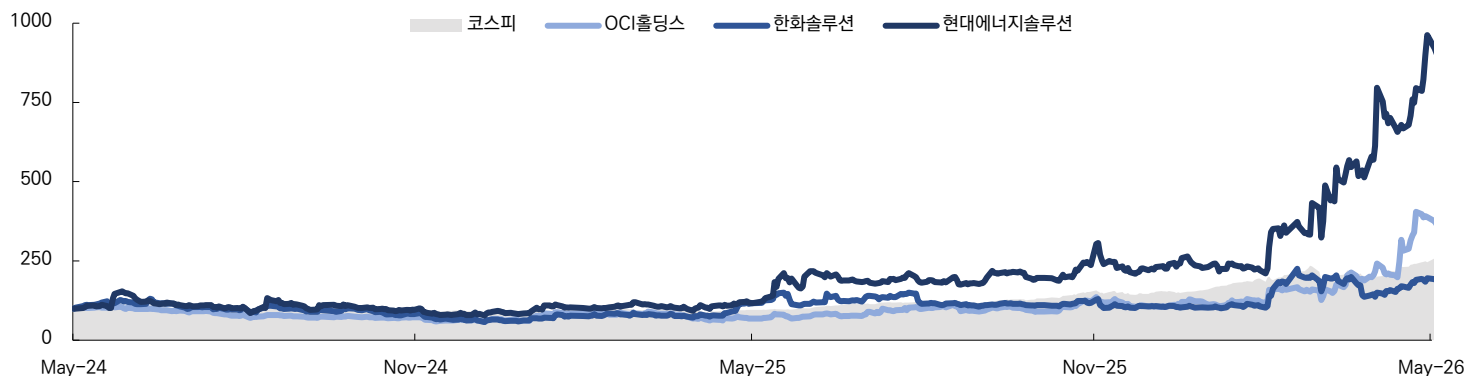
이러한 성장세에도 불구하고, 태양광 산업은 한차례 다운사이클을 겪었다. 다운사이클의 핵심 요인은 '23년 초부터 진행된 중국발 공급 과잉이다. 이는 태양광 밸류체인 가격의 하락으로 이어졌으며, 국내 태양광 기업들의 수익성 악화를 동반했다. 그러나 주목할 점은, 미국의 중국 규제가 강화되고 중국 내 구조조정이 진행되고 있다는 것이다.

에너지 안보 + 탈중국
국내 태양광 재평가의 시작

미국-이란 전쟁으로 에너지 안보의 중요성이 부각된 가운데, 신재생에너지의 수요 증가에 더해 미국의 중국 규제 강화가 전망되는 시점이다. 본 리서치팀은 ①전력 공급 부족의 심화 ②미국의 중국 규제 강화에 따라, 태양광 산업의 성장이 본격화될 것으로 판단한다.

[자료 2-1] 국내 태양광 기업 주가 추이

(단위: pt, 원)



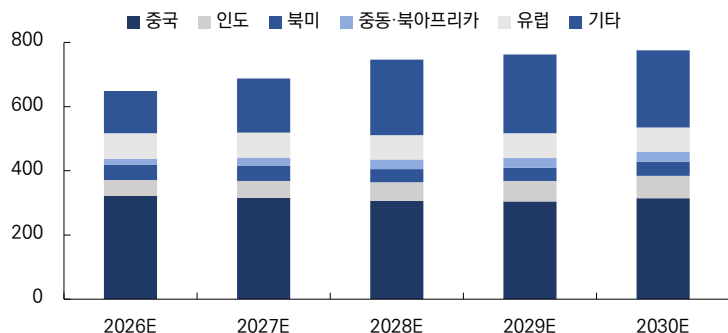
출처: Investing.com, RFS Team 4

[자료 2-2] 글로벌 태양광 설치 전망

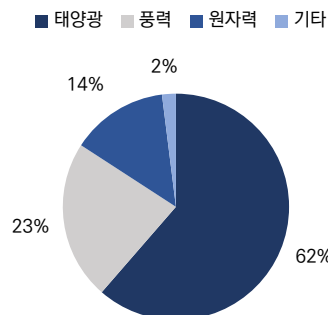
(단위: GW)

[자료 2-3] 빅테크 발전원별 PPA 비중

(단위: %)



출처: Ember, RFS Team 4



출처: BNEF, RFS Team 4

전력 수급 불균형의 심화

데이터센터 CAPEX 확대
→ 전력 수요 구조적 증가

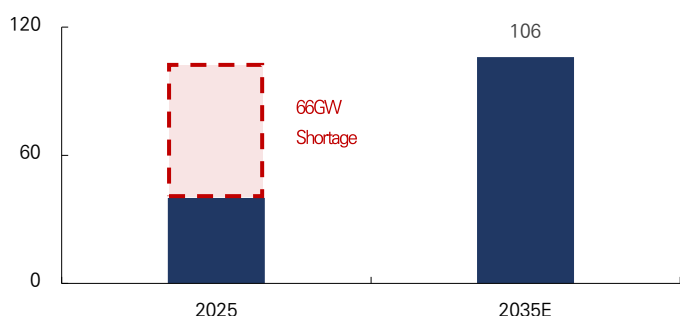
전력예비율: 최대 수요 대비
여유 발전 능력
→ 적정 수준 약 15%

데이터센터의 확대를 중심으로 전력 수요량은 가파르게 증가하고 있다. AI 고도화에 따라 연산 수요는 폭발적으로 증가했고, 빅테크들은 지속적으로 CAPEX를 확대하며 데이터센터를 증설하고 있다. 글로벌 데이터센터는 '30년까지 약 97GW가 증설될 예정이며, 이에 따른 전력 소비량은 약 945TWh로 '25년 대비 1.5배 증가할 전망이다. 전력 확보는 이제 기업들의 경쟁력과 직결되며, 공급의 필요성은 분명해지고 있다.

수요 급증에 따라 미국의 전력 공급 부족은 불가피해지고 있다. 미국 데이터센터는 '35년까지 약 106GW의 전력을 소비할 전망이며, 현재 가용 전력을 감안하면 66GW의 공백은 불가피할 것으로 사료된다. 전력 예비율은 '30년 적정 수준을 하회하고, '35년부터 마이너스로 전환될 전망이다. 데이터센터 확대가 지속되는 한 미국의 발전 용량 확대는 필연적인 수순이다.

[자료 2-4] 미국 데이터센터 전력 수요 부족분

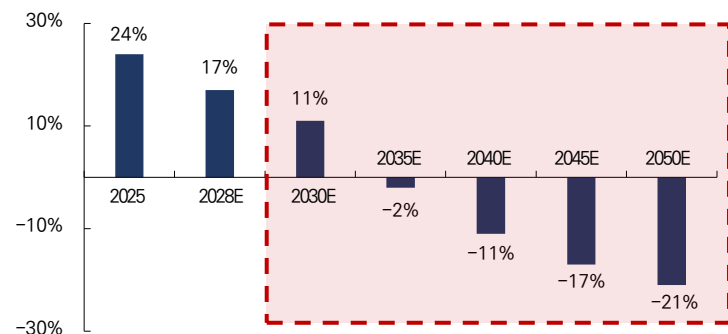
(단위: GW)



출처: BloombergNEF, RFS Team 4

[자료 2-5] 미국 전력 예비율

(단위: %)



출처: ICF, RFS Team 4

PJM 경매가: 미래 전력
공급 능력 확보 비용

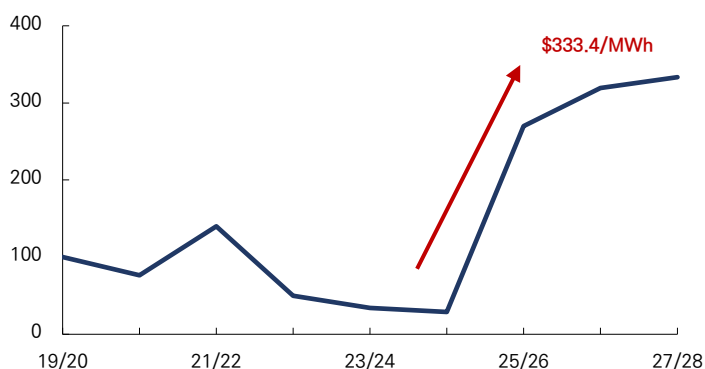
PJM 경매 가격 또한 전력 공급 부족을 보여준다. PJM의 '27/28년 경매 가격은 타이트한 전력 수급으로 인해 MW 당 333.4달러로 상향 조정되었다. PJM은 미국 데이터센터의 30% 이상이 위치한 버지니아주를 관할하는 계통운영기관이다. 경매 가격 상승은 데이터센터로 전력 수급 불균형의 핵심 신호로 해석된다.

데이터 건설: 2년 이내
계통 연결: 5년 이상
대기 용량: 2,500GW

전력 인프라의 확충 속도가 기술의 발전 속도를 따라가지 못함에 따라 수급 불균형은 심화될 것으로 판단한다. 데이터센터 건설은 평균 2년 이내 완료되는 반면, 계통 연결 지연으로 인해 발전소 건설부터 전력망 연결까지는 5년 이상이 소요되는 상황이다. '25년 계통 연결 대기 중인 용량은 약 2,500GW로 파악되며 이는 '25년 운영 중인 발전 용량의 2배에 달한다. 빅테크 기업들은 공급의 신속성에 주목하고 있으며, 이에 따라 가장 빠르게 전력 공급이 가능한 발전원에 대한 수요가 증가할 전망이다.

[자료 2-6] PJM 경매 가격 추이

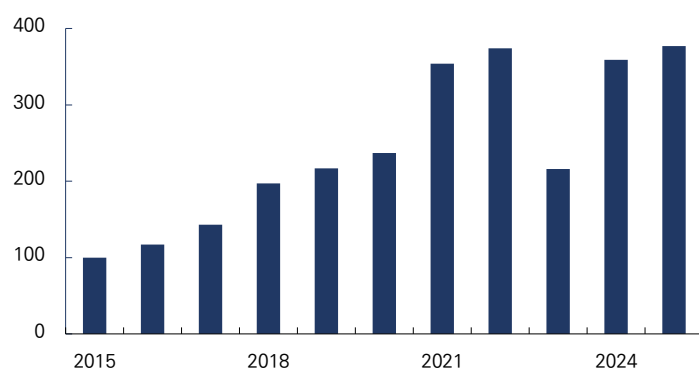
(단위: 달러/MWh)



출처: PJM, RFS Team 4

[자료 2-7] 연도별 신규 계통 연결 신청 용량

(단위: GW)



출처: US Grid Operations, BNEF, RFS Team 4

태양광

전력 공급 부족이 심화됨에 따라 태양광의 확대가 지속될 전망이다, 이는 ①빠른 전력 공급 ②낮은 단가 ③ESS와의 결합 ④자본비형 발전 구조에 기인한다.

①빠른 전력 공급

AI 데이터센터 전력 수요에 가장 빠르게 대응할 수 있는 발전원은 태양광이다. 태양광의 리드타임은 발전소 운영까지 1~2년으로, 18개월 이내 상업운전이 가능하다. 계통연계를 대기해야 하는 풍력이나 '30년 이후 상용화될 SMR과 달리 즉각적으로 18개월 내 전력 수요에 대응할 수 있는 전원이다. 또한 핵심 기자재인 가스터빈 납기 지연으로 리드타임이 길어지고 있는 가스발전에 비해 기자재 수급 또한 원활하다. 이러한 상황을 고려하였을 때, '30년 내 공급 가능한 발전원은 태양광이 사실상 유일할 것으로 판단한다.

②낮은 단가

가격 경쟁력도 분명하다. 미국 유틸리티급 태양광 발전소 평균 설치 비용은 '15년 \$3,062/kW에서 '24년 \$1,058/kW로 약 65% 하락했다. 복합화력 발전소 건설 비용이 '23년 \$900/kW에서 '25년 \$2,000/kW를 상회하는 수준까지 급등한 것과 대비되는 수치다. 태양광 발전 LCOE 또한 '25년 \$58/MWh을 기록했으며, 이는 발전원 중 가장 낮은 수치에 해당한다. ESS와 결합하여도 \$76/MWh으로, 가스 복합화력의 LCOE인 \$79/MWh를 하회한다.

③ESS와의 결합

ESS와의 결합을 통해 간헐성 한계를 극복하며 커버 시간대도 증가하고 있다. 리튬이온이 4시간에서 6~8시간까지 확장되면서 전력망이 인정하는 발전 용량이 단독 대비 6배로 올라간 것으로 사료된다. 이에 따라 미국 주요 전력망의 경우, 태양광+ESS에 우선 접속을 부여하였다. 실제로 '26년 미국 신규 발전 용량 중 태양광 44GW, BESS 24GW로 태양광+ESS 비중은 79%에 달한다.

④자본비형 발전원

전쟁으로 인해 화석연료의 비용 변동성이 심화되며 자본비형 구조라는 점 또한 주목받고 있다. 가스와 석탄 중심의 연료비형 발전원의 경우 원가의 40% 이상이 연료비로 구성되며, 국제 유가 가격 변동에 직접적으로 노출된다. 반면 자본비형 발전원은 연료비 비중이 15% 이하에 불과하며, 특히 태양광은 연료비가 발생하지 않아 건설 시점에 중장기 단가 확정이 가능하다. 이번 전쟁으로 인한 유가 상승은 연료비형 발전원의 취약성을 일깨웠으며, 이는 곧 연료비 변동에 좌우되지 않는 태양광의 수요 확대에 이어질 전망이다.

- 태양광 리드타임 1~2년
- 18개월 내 상업운전 가능
- AI 전력 수요 즉시 대응

LCOE:

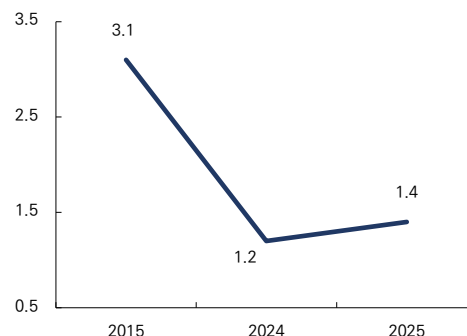
발전소 생애주기 총비용/발전량

[자료 2-8] 발전원 및 수요처 매트릭스

구분	건설기간	유틸리티	IPP	빅테크	가정용
태양광	18개월	O	O	O	O
육상풍력	2~5년	O	O	O	
해상풍력	3~4년	O	O	O	
원자력	10년~	O			
SMR	미상용화	미정		미정	
가스	5~7년	O	O		

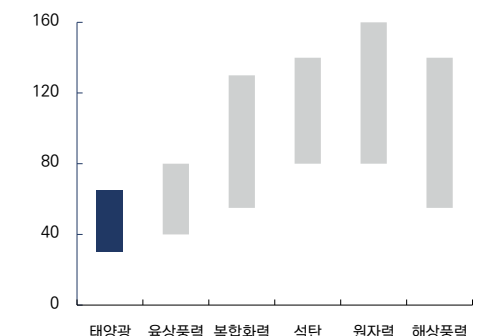
출처: 각 사, RFS Team 4

[자료 2-9] 미국 태양광 설치 비용 추이 (단위: 달러/W)



출처: IRENA, SEIA, RFS Team 4

[자료 2-10] '25년 발전원별 LCOE (단위: 달러/MWh)



출처: LAZARD, RFS Team 4

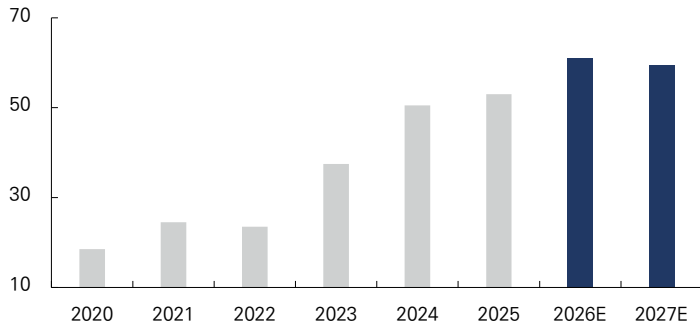
미국 태양광은 지금

전력 공급의 대안으로 태양광이 주목받는 가운데, 2H25 OBBB 법안과 세액공제 타임라인이 확정됨에 따라 미국 내 태양광 프로젝트의 착공이 26년부터 가속화될 전망이다. 이는 OBBB 법안에서는 '27년 12월 31일 이후 완공되는 태양광 프로젝트는 ITC/PTC 세액공제 혜택을 수취할 수 없다는 규정에 기인한다. 특히 '26년 7월 3일까지 착공할 경우 4년 내로 완공될 시 세액공제 혜택을 받을 수 있다는 점에서, '26년 상반기에 신규 착공이 집중될 것으로 판단한다.

[자료 2-11] 미국 태양광 신규 설차량 전망

(단위: GW)

[자료 2-12] 태양광 ITC/PTC 세액공제 타임라인



출처: BNEF, RFS Team 4

구분	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
세액공제 여부	가능	가능 (‘27년 내 상업운전)	불가능 (‘26년 7월 4일 이전 착공 시 가능)	불가능	불가능	불가능	불가능	불가능	불가능
세액공제 비율	100%					75%	50%	25%	0%
Non PFE 최소요구비율	0%	50%	60%	70%	80%	85%			

출처: IRS, RFS Team 4

반면 미국의 중국 규제가 강화됨에 따라, 태양광 신규 착공에 따른 수요는 비중국 태양광 공급망에 집중될 전망이다. 미국은 '22년 UFLPA 이후 중국에 대한 태양광 규제를 강화하고 있다. 특히 ①AD/CVD 관세, ②PFE(FEOC) 규제, ③Section232를 통해 미국의 중국 공급망 탈피가 밸류체인 전반으로 확장되는 흐름이다.

①AD/CVD 관세

AD: 덤핑 판매 제재 관세
CVD: 정부 보조금 상계 관세

미국은 '24년 동남아 4개국(캄보디아, 말레이시아, 베트남, 태국)에 AD/CVD 관세를 부과했다. 이후 대체 수입처로 인도, 인도네시아, 라오스가 부상했으나, '26년 2월 3개국에 대한 80~130% 수준의 CVD 예비판정이 나왔으며, 최종 세율은 7월 중 발표될 전망이다. AD까지 합산될 경우 200%를 상회하는 관세가 부과될 것으로 전망되며, 이에 따라 향후 중국 우회 수출은 사실상 불가능할 것으로 판단된다.

[자료 2-13] 미국 태양광 관세 체계 현황

규제명	대상	현황
Section 301	중국산 직접 수입	업미드스트림 전품목 50%
AD/CVD(Auxin)	동남아 중국 우회	반우회 관세 적용 중
AD/CVD(2025)	동남아 4국 폴리실리콘	최종 확정, 관세 발효
Section 232	폴리+파생 제품	조사 완료

출처: DOC, RFS Team 4

[자료 2-14] 규제대상 국가별 AD/CVD 관세율

(단위: %)

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

출처: DOC, RFS Team 4

②PFE(FEOC) 규제

PFE: 금지외국기관
FEOC: 해외우려단체

'26년 PFE 제한 요건이 추가되며 중국계 기업에 대한 제재가 강화되었다. '26년 1월 1일 적용되는 FEOC 요건에 따라, 세액공제 대상 부품 등을 구성하는 재료비 중 PFE로부터 조달한 부분의 비율이 특정비율을 초과하는 경우 세액공제 수취가 불가하다. 특히 태양광의 부품 별 특정 비율은 '26년 50%에서 매년 10% 하락하며, '29년 이후에는 15%까지 축소될 예정이다.

발전사업자는 PFE 제한 요건 충족을 위해 '26년부터 비중국 태양광 부품 사용이 사실상 필수적일 것으로 판단한다. '26년부터 특정 비율이 50%로 제한되는 가운데, 태양광 발전 시스템의 모듈 내 셀 원가 비중은 약 60%에 달한다. 이는 곧 PFE 제한 요건 충족을 위해 셀 내부의 부품을 모두 Non-FEOC로부터 조달 받아야함을 의미한다. 이를 감안할 시 Non-FEOC 폴리실리콘·웨이퍼·셀 전반에 대한 수요가 증가할 전망이며, 미국 내 중국 공급망 배제 및 비중국 업체로의 공급망 재편이 가속화될 것으로 판단한다.

③Section232

PFE 제한 요건에 더해 Section232 관세 부과가 확정될 경우, 비중국 공급망에 대한 수요는 강화될 것으로 전망한다. Section232는 셀과 모듈에 적용되었던 AD/CVD 관세와 달리, 폴리실리콘과 웨이퍼까지 밸류체인 전 구간에 부과되는 관세다. '25년 7월 미국 상무부의 조사 개시 이후 발표를 앞두고 있는 상황이며, '26년 3월 발표 예정이었으나 지연된 상태다. PFE 제한 요건으로 비중국 태양광 부품에 대한 수요가 증가하는 가운데, 연내 발표될 Section 232를 기점으로 미국 내 중국 공급망에 대한 규제는 더욱 강화될 전망이다.

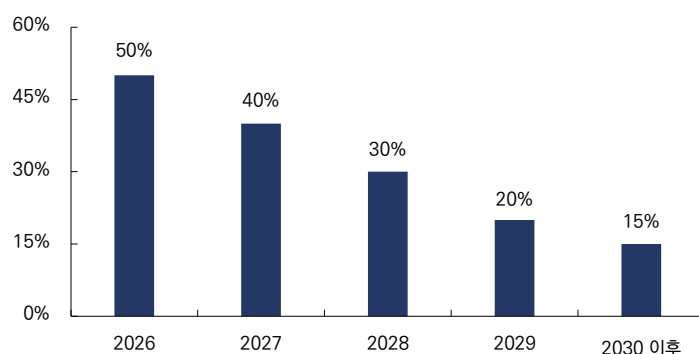
[자료 2-15] IRA 수정안 태양광 관련 PFE 규제 내용

구분	내용
PFE 규정	PFE(Prohibited Foreign Entity)로부터의 물질 지원 제한 계산법 도입 - material assistance cost ratio가 일정 기준 이하일 경우 세액공제 제외 - MACR 계산 : (전체 비용 - PFE 원재료/제조 비용) / 전체 비용
PFE MACR 기준	ITC/PTC 적격 시설(Qualifying facility): 26년 40% / 27년 45% / 28년 50% / 29년 55% / 30년 이후 60% AMPC 태양광: 26년 50% / 27년 60% / 28년 70% / 29년 80% / 30년 이후 85%
PFE	SFE: NDAA에 기재된 FEOC, 1260H 목록 기업, UFLPA 목록 단체, 북한, 러시아, 중국, 이란 정부/국민/법인 등 FIE: SFE 관련 임원 보유, SFE가 지분 25% 이상 소유, 다른 SFE와 합산 시 FIE 지분 40% 이상, 다른 SFE와 합산하여 FIE 부채 40% 이상 보유

출처: IRS, RFS Team 4

[자료 2-16] 태양광 부품 연도별 특정비율(Threshold Ratio)

(단위: %)



출처: IRS, RFS Team 4

그렇다면 어떤 기업에 주목해야 하는가?

미국 태양광 턴어라운드 본격화에 힘입어, 미국의 중국 규제 강화 기조로 인해 비중국 태양광 기자재에 대한 수요 확대와 가격 상승이 기대되는 시점이다. 미국 태양광 턴어라운드의 수혜는 비중국 공급망을 구축한 기업으로 집중될 것으로 판단한다. 이에 따라 본 리서치 팀은 국내 태양광 기업 중 ①업스트림을 보유한 기업, ②태양광 밸류체인 통합을 이룬 기업에 주목할 것을 제안한다.

①업스트림을 보유한 기업: 미국의 태양광 규제는 다운스트림을 넘어 업스트림까지 밸류체인 전반으로 확산되고 있다. 미국 내 다운스트림 CAPA 대비 비중국 업스트림 공급이 부족한 상황을 고려할 때, 업스트림을 보유한 기업은 미국의 태양광 규제 강화에 따른 직접적 수혜를 받을 것으로 판단한다.

②태양광 밸류체인 통합을 이룬 기업: AI 데이터센터 전력 병목과 신규 착공 급증으로 단순 기자재 업체보다 발전 자산 개발 및 운영 역량을 동시에 보유한 기업의 가치가 확대될 것으로 전망한다. 특히 전력 계통이 지연되며 초기 개발이 완료된 발전소 부지를 보유한 디벨로퍼 기업이 수혜를 받을 것으로 판단한다.

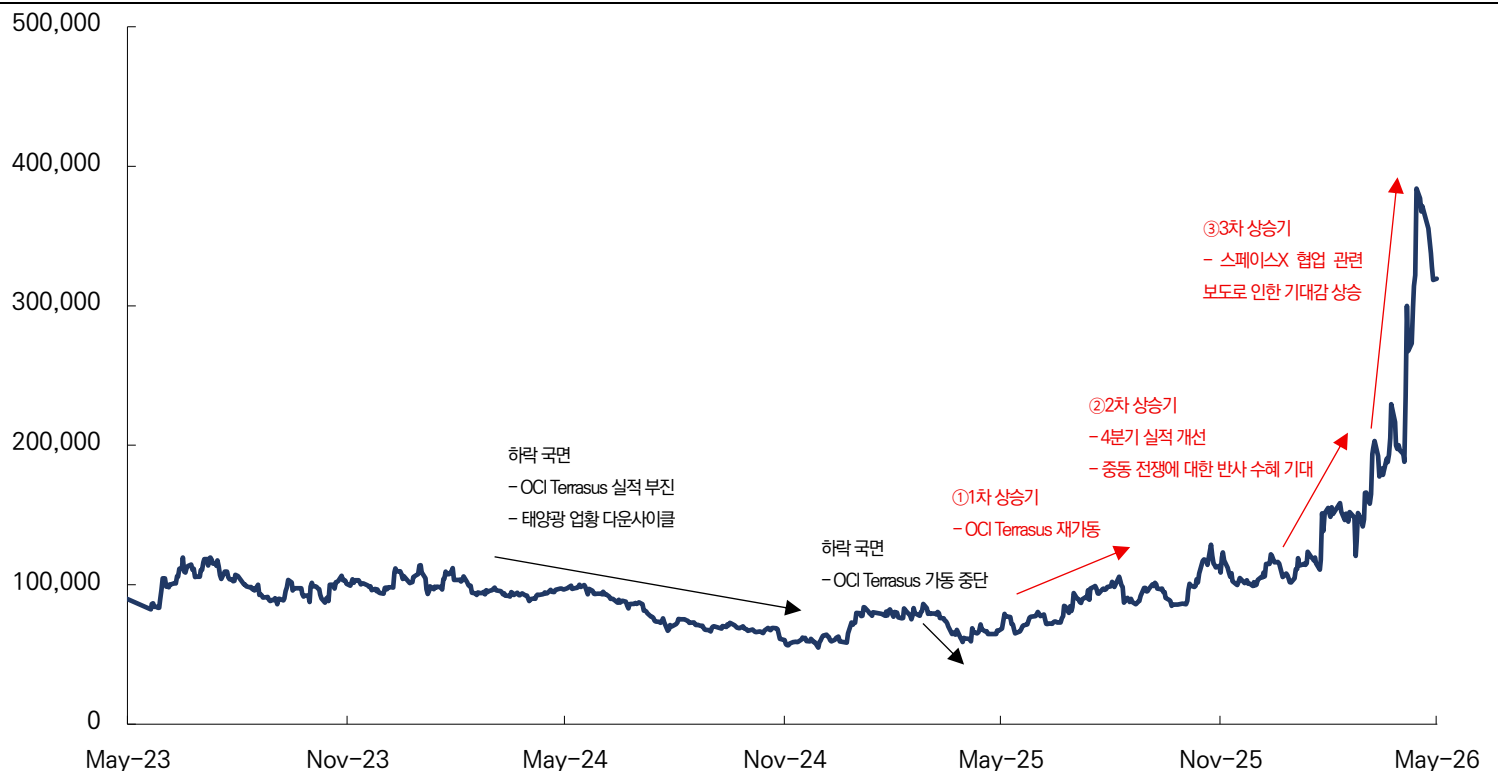
▶Top-pick: OCI홀딩스(010060.KS)

본 리서치팀은 미국 태양광 턴어라운드의 핵심 수혜 기업으로 OCI홀딩스(010060.KS)를 제시한다.

동사는 ①국내 유일한 비중국 폴리실리콘 공급자로서 선제적인 설비 투자를 통해 '28년 비중국 폴리실리콘 산업 내 압도적 생산 설비를 갖출 전망이다. ②웨이퍼 사업 진출에 따른 업스트림 완성과 발전자산 파이프라인을 통해 복합 태양광 발전 기업으로 성장할 것으로 판단한다.

[자료2-19] OCI홀딩스(010060.KS) 주가 분석

(단위: 원)



출처: OCI홀딩스 RFS Team 4

III. Company Overview

동사는 폴리실리콘 중심의 신재생 에너지 사업을 핵심 축으로, '25년 매출액 3조 3,801억원(YoY - 5.5%), 영업손실 576억 원을 기록했다. '26년 Section 232 발표와 NeoSilicon 웨이퍼 가동 본격화를 기점으로, 비중국 폴리실리콘 프리미엄 확대 및 밸류체인 통합에 따른 가파른 실적 회복이 전망된다.

기업개요

동사는 1959년 설립된 동양화학공업을 전신으로, '23년 5월 지주회사 체제로 전환하며 출범한 종합 에너지·화학 기업이다. 말레이시아에서 태양광용 폴리실리콘을 생산하는 OCI Terrasus를 핵심 자회사로 두고 있으며, 미국 내 태양광·ESS 개발 사업, 열병합발전, 도시개발, 정밀화학 등 다각화된 사업 포트폴리오를 영위하고 있다.

사업부별 분석

동사는 ①OCI Terrasus ②OCI Enterprises ③OCI SE ④DCRE ⑤OCI 사업을 영위하고 있다.

OCI TerraSus 말레이시아 사라왁주 소재 태양광용 폴리실리콘 제조 자회사로 '25년 매출 4,274억 원(YoY -14.0%)으로 동사 매출의 약 12.6%를 담당하는 사업이다. 산하에 웨이퍼 합작사 NeoSilicon Technology와 반도체용 폴리실리콘 합작법인 OTSM를 보유하며, 밸류체인 확장의 핵심 거점으로 기능할 전망이다.

OCI Enterprises 미국 내 태양광·ESS 디벨로퍼 OCI Energy와 모듈 판매사 MSE로 구성된 복미 중간 지주회사로 '25년 매출 2,094억 원(YoY +18.8%)으로 동사 매출의 6.2%를 담당한다. OCI Energy는 텍사스 중심 6.7GW 파이프라인을 보유하며 프로젝트 매각 및 PPA 기반 직접 발전의 이중 수익 구조를 갖춘다.

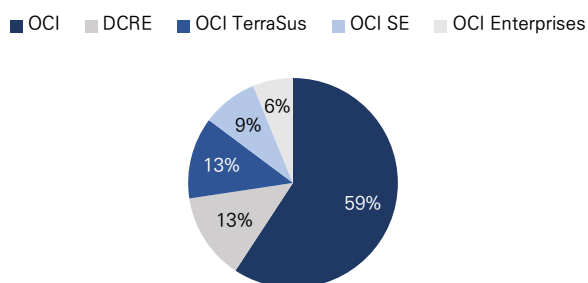
OCI SE 새만금 소재 친환경 열병합발전소를 운영하는 자회사로, '25년 매출 2,918억 원(YoY -16.5%)으로 동사 매출의 8.6%를 담당한다.

DCRE 구 OCI 공장 부지를 활용한 City Ociel '25년 매출 4,518억 원(YoY -15.2%)으로 동사 매출의 13.4%를 담당한다. '26년 9단지(1,949세대) 분양을 앞두고 있어 안정적인 매출 인식이 지속될 전망이다.

OCI '23년 5월 인적분할로 설립된 베이직케미칼·카본케미칼 전문 자회사로, '25년 매출 2조 94억 원(YoY -9.3%)으로 동사 매출의 59.3%를 담당하는 최대 사업부다.

[자료 3-1] OCI홀딩스 매출비중

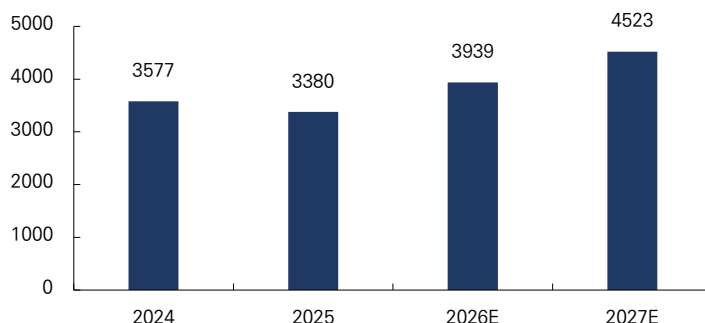
(단위: %)



출처: OCI 홀딩스, RFS Team4

[자료 3-2] OCI홀딩스 매출 전망

(단위: 십억 원)



출처: OCI 홀딩스, RFS Team4

태양광 밸류체인

동사는 비중국 폴리실리콘을 기점으로 웨이퍼-셀/모듈-발전으로 이어지는 태양광 밸류체인의 수직계열화를 추진하며, 전 밸류체인 내 영향력을 확대할 전망이다.

업스트림 OCI TerraSus가 태양광 밸류체인의 핵심 원재료인 폴리실리콘 생산을 담당한다. 폴리실리콘은 메탈실리콘을 정제해 생산되는 고순도 소재로, 이후 웨이퍼-셀-모듈 제조의 출발점이 된다. 동사는 말레이시아 생산기지를 통해 태양광용 폴리실리콘을 생산하고 있으며, 100% 비중국산 원재료 소싱과 채굴광산 단계부터의 원산지 증빙을 기반으로 비중국 공급망을 구축하고 있다. 이는 고객사의 미국향 셀/모듈 생산 과정에서 규제 리스크를 낮추는 기반으로 작용한다.

미드스트림 Neo Silicon Technology와 Mission Solar Energy가 폴리실리콘을 웨이퍼-셀/모듈로 전환하는 제조 밸류체인 연결을 담당한다. 미드스트림은 업스트림에서 생산된 폴리실리콘을 웨이퍼로 가공한 뒤, 이를 셀과 모듈로 조립해 최종 태양광 제품으로 전환하는 단계다. Neo silicon Technology는 베트남 소재 웨이퍼 생산 거점으로, OCI TerraSus 폴리실리콘을 웨이퍼 단계로 연결하는 역할을 수행한다. MSE는 미국 내 셀/모듈 제조 기반을 담당하며, 동사는 셀 2GW 양산 설비 투자를 통해 제조 밸류체인 내 입지를 강화하고 있다.

다운스트림 OCI Energy-OCI Solar-OCI파워가 태양광 발전 개발 및 운영을 담당한다. 다운스트림은 완성된 모듈을 기반으로 발전소를 개발하고, EPC-O&M을 통해 전력 생산 및 운영으로 연결하는 단계다. 동사는 미국 내 프로젝트 개발 역량을 보유한 OCI Energy를 중심으로 태양광 프로젝트 개발을 지속하고 있으며, OCI Solar와 OCI파워를 통해 중국 및 한국에서도 발전·개발 사업을 영위하고 있다. 다운스트림 사업은 자체 수요처 확보와 프로젝트 매각이익 창출을 통해 밸류체인 하단의 수익성을 보완하는 역할을 수행할 전망이다.

재무분석

'25년 동사의 영업이익은 -580억 원으로 부진했으나, '26년부터 TerraSus 가동 정상화와 OCI Energy 이익 기여에 따라 실적 회복 국면에 진입할 전망이다. '25년 실적 부진의 요인은 Section 232 발표 지연에 따른 미국 태양광 시장 관망세와 업황 부진으로 인한 TerraSus 수익성 훼손이다. 1Q26에도 정기보수와 재고 평가손실 130억 원이 중첩되며 동사의 이익회복은 제한적이었지만, 2Q26부터 TerraSus 정상 가동과 Energy 500MW 프로젝트 매각 이익이 반영되며 동사의 이익은 반등할 전망이다.

[자료 3-3] 태양광 밸류체인



출처: OCI 홀딩스, RFS Team 4

IV. Investment Point

Investment Point 1. 폴리-인 렵

'26년 OCI Terrasus 폴리실리콘 매출액 6,398억 원(YoY +49.7%)을 전망한다. 이는 1)미국의 대중국 규제 강화에 따른 비중국 폴리실리콘 수요 급증과 2)중국 구조조정 및 Section 232 확정에 따른 ASP 상승에 기인한다. 추가적으로 스페이스X의 100GW 우주 태양광 프로젝트向 LTA 체결이 가시화될 경우, 동사의 추가적인 업사이드 모멘텀으로 작용할 전망이다.

1-(1) 비중국 폴리실리콘 수요 급증에 따른 P 상승

미국 내 비중국 폴리실리콘 수요 증가와 P 상승에 따라, 동사의 '26년 OCI Terrasus 폴리실리콘 매출액 6,398억 원(YoY +49.7%)을 전망한다. 미국 내 중국 제재 강화와 비중국 폴리실리콘 CAPA 부족으로 비중국 폴리실리콘 수요 및 ASP가 증가하고 있다. 동사는 비중국 폴리실리콘의 핵심 공급자로서, 수요 급증에 따른 P 상승의 수혜를 받을 전망이다.

비중국 폴리실리콘 수요 증가

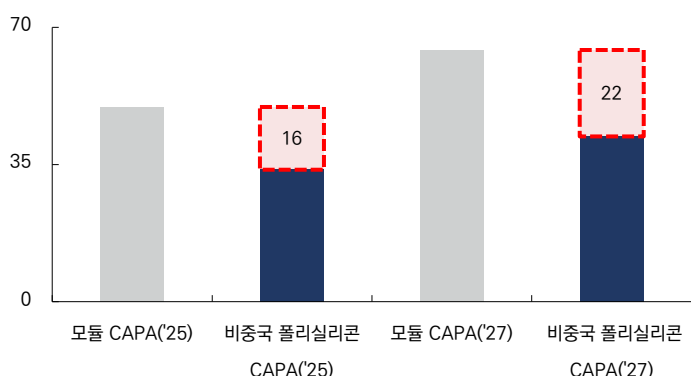
'25년 IRA 개정 이후 UFLPA 강화 기조는 비중국 폴리실리콘 수요로 이어지고 있다. UFLPA는 중국 신장 혹은 강제노동 기업 목록에서 생산된 제품의 미국 내 수입을 차단하는 규제로, 트럼프 정부 이후 신규 대상 기업 및 세관 통관 절차 증가로 강화되었다. 미국 세관국경보호국(CBP)는 폴리실리콘부터 셀 생산 공장에 대한 세부내용을 요구하며, 이러한 증빙 리스크 방지를 위해 비신장산 뿐만 아니라 비중국산 폴리실리콘에 대한 수요가 증가하고 있다. '26년 1월 시행된 PFE 조항으로 AMPC 수취를 위해 비중국 폴리실리콘 수요는 지속적으로 확대될 것으로 판단한다.

주목할 점은 비중국 폴리실리콘 CAPA 부족으로, 비중국 폴리실리콘 수요 급증이 심화될 것이라는 점이다. '25년 미국 내 결정질 모듈 CAPA가 49.7GW인 반면, 비중국 폴리실리콘 3사의 CAPA는 32GW로 현저히 부족한 상태다. 특히 '27년에는 CAPA 증설 계획 규모인 10.3GW를 포함하여도 22GW 규모의 비중국 폴리실리콘이 부족할 것으로 파악된다. 이에 따라 비중국 폴리실리콘 확보 경쟁이 심화되어 미국 내 비중국산 폴리실리콘 수요 급증은 '27년까지 이어질 전망이다.

UFLPA(위구르 강제노동방지법)
: 생산과정 중 강제노동이 사용된
제품의 미국 내 수입을 금지한 규제

[자료 4-1] 미국 모듈 CAPA와 비중국산 폴리실리콘 소요량 비교

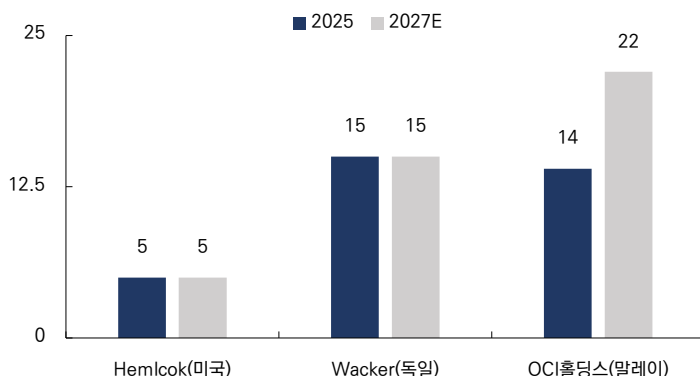
(단위: GW)



출처: SolarPowerUSA, RFS Team4

[자료 4-2] 비중국산 폴리실리콘 업체 별 CAPA

(단위: GW)



출처: 언론종합, RFS Team4

비중국 폴리실리콘 ASP 상승 효과

비중국 폴리실리콘 수요 증가와 CAPA 부족이 맞물리며, 비중국 폴리실리콘 가격은 4Q26 기준 \$21.4/kg로 상승할 전망이다. 비중국 폴리실리콘 가격은 ①중국산 폴리실리콘 가격과 ②비중국 프리미엄으로 구성된다. 중국 내 구조조정에 따라 중국산 폴리실리콘 가격이 반등하고 있으며, 이에 따라 비중국 프리미엄이 더해진 비중국 폴리실리콘 가격은 더욱 상승할 것으로 판단한다. 여기에 ③1H26 내 Section 232 최종 확정은 비중국 프리미엄을 상방으로 견인할 것으로 전망한다.

①중국산 폴리실리콘 가격

중국 폴리실리콘 산업 구조조정에 따른 중국산 폴리실리콘 가격 상승은 비중국 폴리실리콘 가격 하방을 지지할 전망이다. 4Q26 중국산 폴리실리콘 가격은 \$6.6/kg에 달할 전망이다. 이는 원가 이하 판매 금지 조치 및 VAT 수출환급세 폐지로 대표되는 중국 정부의 공급과잉 규제와 Tongwei, GCL, Daqo 등 상위 9개사 주도의 구조조정에 기인한다.

중국 정부의 폴리실리콘 공급 과잉 규제는 중국산 폴리실리콘 ASP 회복의 직접적인 트리거로 작용할 전망이다. 중국 정부는 폴리실리콘 원가 이하 판매 금지 조치를 시작으로, '26년 4월 VAT 수출 환급세 전면 폐지 및 전국적 품질 검사를 시행했다. 이에 따라 N타입 순도 및 모듈 효율 26% 미달 시설을 도태 대상으로 규정했으며, 특히 4Q26은 대출 차단 및 전력 공급 제한 등 강제 가동 중단 조치가 확정되는 시점이다. 이후 한계 기업의 시장 이탈이 가속화되며 중국산 가격 반등이 지속될 것으로 판단한다.

중국산 폴리실리콘 선도 기업들의 낙후 설비 폐쇄 및 N타입 제품 전환에 따라 ASP 상승은 장기적으로 지속될 것으로 전망한다. Tongwei, GCL, Daqo 등 상위 9개 업체는 500억 위안 규모의 공동 구조조정 펀드를 조성해 전체 CAPA 1/3에 해당하는 낙후 설비를 정리하기로 합의했다. 이 과정에서 저사양 P타입 라인 이 고순도 N타입으로 전환되고, P타입 물량 감소와 N타입 제품 고부가가치화가 맞물리며 폴리실리콘 단가의 우상향 기조는 지속될 것으로 판단한다.

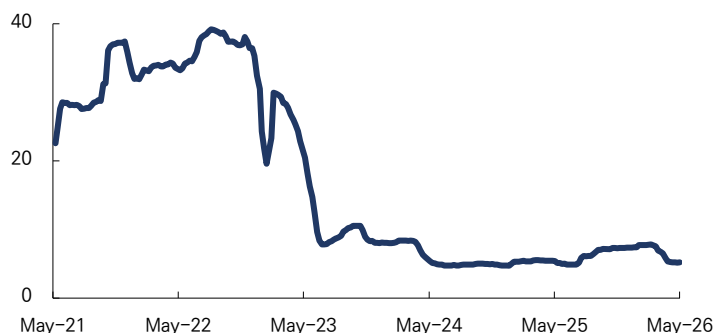
②비중국 프리미엄

비중국 폴리실리콘은 1Q26 기준 중국산 대비 \$11.2/kg의 프리미엄을 형성하고 있으며, 향후 비중국 프리미엄은 유지될 전망이다. 비중국 폴리실리콘은 중국산 대비 AMPC를 수취할 수 있어 프리미엄이 정당화된다. 또한 '27년까지 Non PFE 제품에 대한 차별적 수요가 이어짐에 따라, 일정 수준의 비중국 프리미엄은 지속될 것으로 판단한다.

VAT 수출환급세
13% → 9% → 0%

[자료 4-3] 중국산 폴리실리콘 가격 추이

(단위: 달러/kg)



출처: Bloomberg, RFS Team4

[자료 4-4] 글로벌 태양광 생산 능력

(단위: GW)

(단위: GW)	실리콘계				비실리콘계
생산능력	폴리실리콘(천 톤)	웨이퍼	셀	모듈	박막형
중국	3,423	1,446	1,482	1,307	4
미국	55	5	6	50	14
기타	218	55	174	349	11
글로벌	3,696	1,506	1,662	1,706	29

출처: IEA, RFS Team4

③Section 232

수입 쿼터제(Tariff-rate quota):
할당량 이내 저율관세,
초과분 고율관세

미국 내 Poly-Si 공급 부족
단일 고율관세 시 공급 충격

Section 232는 비중국 폴리실리콘 프리미엄의 추가 확대 요인으로 작용하며, 확정 시 4Q26 비중국 폴리실리콘 ASP에 \$3.3/kg의 프리미엄이 더해질 것으로 전망한다. 1H26 내 Section 232 예비조치가 적용될 것으로 사료된다. 과거 철강과 알루미늄의 사례를 감안할 때, 조사 이후 발표될 수 있는 조치는 관세, 수입 쿼터제(TRQ), 수입 제한 조치 등이 있다. 여러 시나리오 중 ①미국 내 폴리실리콘 공급 구조, ②트럼프 행정부의 Section 232 적용 전례를 고려하였을 때 TRQ가 유력할 것으로 판단한다.

Section 232는 비중국 공급자에게 무관세 혹은 저율 쿼터를 부여하는 TRQ 구조로 설계될 것으로 판단한다. 폴리실리콘은 미국 내 생산 CAPA가 절대적으로 부족해 고율 단일 관세 부과 시 미국 내 태양광 산업 전반에 공급 충격이 발생할 수 있다. '25년 미국 결정질 모듈 CAPA 49.7GW 대비 비중국 폴리실리콘 CAPA는 32GW에 불과하다. 이러한 공급 구조를 감안했을 때, TRQ는 불가피한 선택일 것으로 판단한다.

Section 232 하에서 철강·알루미늄에 대해 50%의 고율 관세가 부과된 점을 고려할 때, 쿼터 초과분에 해당하는 중국산 폴리실리콘에는 50% 관세가 부과될 것으로 전망한다. 에너지 안보 패러다임 변화로 폴리실리콘은 철강·알루미늄과 마찬가지로 그 중요성이 더욱 부각되고 있다. 특히 글로벌 폴리실리콘 생산의 90% 이상을 중국이 장악하고 있어 Section 232의 핵심인 특정국 의존에 따른 국가안보 위협 요건을 충족하는 품목이다. 이에 따라 폴리실리콘에도 철강·알루미늄과 유사한 50% 고율 관세가 부과될 것으로 판단한다.

동사의 폴리실리콘이 누릴 수혜

쿼터 내 저율관세 적용
ASP 상승분 직접 수취

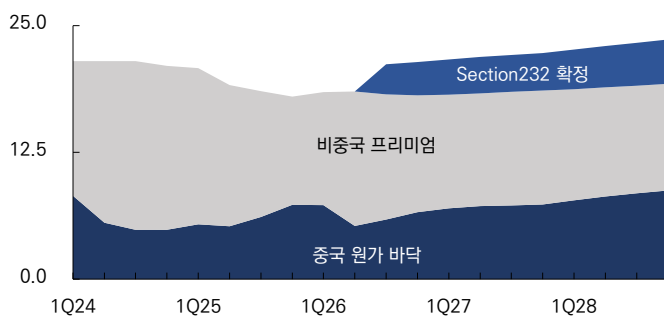
TRQ 시행 시 동사는 비중국 공급자로서 무관세 혹은 저율 관세 적용 대상에 해당할 것으로 판단한다. 전술하였듯, 미국 내 비중국 폴리실리콘 CAPA는 수요 대비 절대적으로 부족한 상황이며, 동사의 현재 CAPA 3.5만 톤은 트럼프 행정부가 설정하는 쿼터 범위 내에 포함될 가능성이 높다. 쿼터 범위 내 포함될 경우 동사는 별도의 관세 부담 없이 상승한 ASP를 온전히 수취하는 구조다. 이에 따라 동사는 중국산 제품이 50% 관세 부과로 인해 가격이 오르는 동안 반사이익과 프리미엄을 향유할 것으로 판단한다.

Section 232 발주 전환
→ 관망 수요 스팟 유입
→ ASP·Q 동반 상승

Section 232 확정 시 계약 체결을 관망해온 고객사들의 발주로 이어짐에 따라, 동사 OCI Terasus의 '26년 폴리실리콘 매출액 6,398억 원(YoY +49.7%)을 전망한다. 현재 고객사들은 가이드라인 미비에 따른 리스크로 인해 신규 장기계약 체결을 미루고 있다. 반면 3Q26부터 Section 232 예비조치 적용으로 불확실성이 해소될 경우, ASP 상승 및 판매량 증가가 동사의 수익 레버리지를 확대할 것으로 판단한다. 이에 더해 높아진 ASP를 기준으로 한 장기계약 체결이 확대될 전망이다.

[자료 4-5] 비중국 폴리실리콘 ASP 예상 시나리오

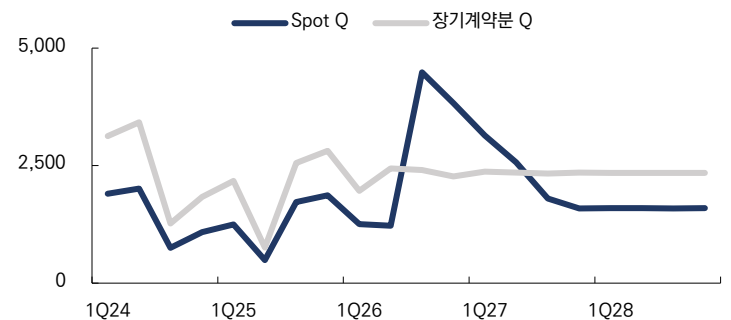
(단위: 달러/kg)



출처: RFS Team 4

[자료 4-6] 폴리실리콘 스팟 및 장기계약 예상 시나리오

(단위: 톤)



출처: RFS Team 4

1-(2) 우주로 가는 폴리실리콘

스페이스X와의 공급 계약 가시화는 동사의 폴리실리콘 사업 부문의 추가 리레이팅 요소로 작용할 전망이다. 스페이스X는 AI 데이터센터 전력 수요에 대응하기 위해 100GW 규모의 우주 태양광 인프라 구축을 추진하고 있다. 스페이스X 사업이 지니는 국가사업 성격을 고려할 때, 해당 수요는 비중국 폴리실리콘으로 집중될 것으로 전망된다. 동사는 1)선제적 CAPA 증설, 2)원가 경쟁력을 기반으로 스페이스X와 1조원 규모의 LTA를 체결할 것으로 판단한다.

스페이스X 100GW 프로젝트
→ 폴리실리콘 필요량 25만 톤

스페이스X의 대규모 폴리실리콘 필요량 대비 비중국 폴리실리콘 3사의 CAPA는 부족한 것으로 파악된다. 스페이스X의 100GW 우주 태양광 시나리오가 현실화될 경우, 비중국 폴리실리콘 수요는 25만 톤 이상 발생할 전망이다. 전술한 비중국 폴리실리콘 CAPA 부족에 따라, '28년 이후 스페이스X향 폴리실리콘 수요의 최대 수혜는 CAPA 확대가 가능한 업체로 수렴될 것으로 판단한다.

Wacker: 반도체용 전환
Hemlock: LTA 물량소진

12.7GW 수준의 비중국 폴리실리콘 CAPA 증설이 필요한 가운데, 경쟁사인 Wacker와 Hemlock은 증설 여력이 없는 것으로 사료된다. Wacker는 태양광용 폴리실리콘 수익성이 훼손된 이후, 반도체용 폴리실리콘 중심으로 전략을 전환했다. 전환 비용과 최소 1년 이상 소요되는 반도체의 품질 승인 절차를 고려할 때, Wacker가 태양광 시장으로 재진입할 가능성은 낮다고 판단한다. Hemlock의 경우 'Made in America' Supply Chain LTA로 80%가 소진되어 있어 스페이스X향 증설 계획이 없는 것으로 파악된다.

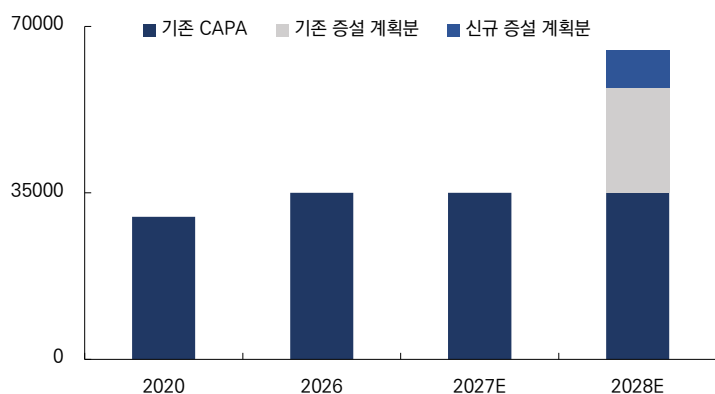
동사는 선제적 CAPA 증설을 계획하고 있는 유일한 Player로서, 스페이스X와 1조원 규모의 LTA를 체결할 것으로 판단한다. 동사는 현재 3.5만 톤 수준의 CAPA를 '28년 6.5만 톤 이상으로 증설할 계획을 발표했다. 그동안 폴리실리콘 CAPA 증설에 보수적이었던 동사의 사업 기조를 감안할 때, 해당 증설은 스페이스X와의 협업 가능성을 고려한 계획이라고 추정된다.

SpaceX 자체 생산 난항:
미국 전력비 상승
외부 조달 유인 확대

동사의 원가 경쟁력 또한 스페이스X와의 협업 가능성을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 폴리실리콘은 50~65kWh/kg의 에너지가 투입되는 전력 다소비 장치산업으로, 전력비가 제조원가의 약 30%를 차지한다. 동사는 말레이시아 사라왁주 수력발전소와의 장기 PPA를 통해 kWh당 5센트의 저렴한 가격으로 전력을 공급받고 있다. 이는 미국 9센트, 중국 6센트, 독일 23센트 대비 현저히 낮은 수준이다. 특히 미국 산업용 전력단가의 급격한 상승세는 스페이스X의 폴리실리콘 자체 생산 가능성을 줄인다. 이에 따라 동사의 원가 경쟁력은 스페이스X가 동사를 선택할 수밖에 없는 압도적인 우위로 작용할 것으로 판단한다.

[자료 4-7] 동사 폴리실리콘 CAPA 추이 및 증설 계획 변경

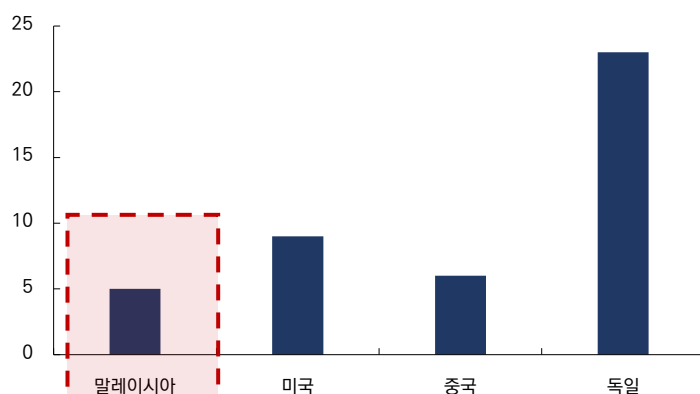
(단위: 톤)



출처: OCI홀딩스, RFS Team 4

[자료 4-8] 국가별 산업용 전력 단가

(단위: cent/kwh)



출처: EIA, RFS Team 4

Investment Point 2. 아임 유어 에너지

동사는 단순 태양광 기자재 기업을 넘어, 업/미드스트림부터 다운스트림까지 태양광 통합 밸류체인을 구축한 에너지 전문 기업으로 리레이팅될 전망이다. 이는 1)베트남 Neo Silicon 웨이퍼 공장 인수에 따른 비중국 업/미드스트림 공급망 완성과 2)OCI ENERGY의 다운스트림 성장성에 기인한다.

2-(1) 웨이퍼 진출을 통한 업/미드스트림 완성

태양광 밸류체인 전반으로의 미국 규제 확대에 따라, 비중국 통합 공급망이 핵심 경쟁력으로 대두될 전망이다. '26년 1월 시행된 PFE는 최종재뿐만 아니라 원자재 및 부품 역시 Non-PFE에서 조달하도록 규제하고 있다. Section 232 역시 태양광 모듈의 모든 부품의 원산지를 작간접적으로 규제할 것으로 전망되며, 이에 따라 비중국 통합 공급망을 갖춘 기업으로 수혜가 집중될 것으로 판단한다.

OCI Terrasus(폴리실리콘/웨이퍼)
→OCI MSE(셀/모듈)로 연결되는
비중국 통합 공급망

동사는 비중국 폴리실리콘-모듈의 업·미드스트림 통합 공급망 구축을 통해, 외형 성장 모멘텀을 확보할 전망이다. 웨이퍼 사업 진출에 따라 동사는 OCI Terrasus 업스트림부터, OCI MSE 미드스트림으로 연결되는 비중국 통합 공급망을 구축할 전망이다. 비중국 밸류체인 통합은 원산지 증빙이 용이하다는 점에서, 시장 내 동사의 점유율 확대에 이어질 것으로 판단한다.

웨이퍼

동사는 베트남 Neo Silicon 인수를 통해 업스트림 수직계열화를 완성하며, '27년 웨이퍼 매출액 2,716억 원(YoY +326.5%)을 달성할 전망이다. 이는 비중국 웨이퍼 CAPA 부족과 웨이퍼 시장 내 중국 공급과잉이 맞물리며, 비중국 웨이퍼에 대한 수요가 급증하고 있다는 점에 기인한다.

비중국 웨이퍼
→ 모듈 대비 81.8GW 부족

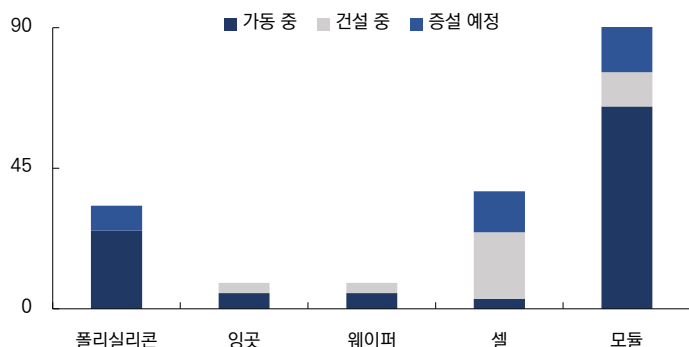
현재 가동 중인 비중국 웨이퍼 CAPA는 10GW 수준으로, 모듈 CAPA에 비해 제한적인 것으로 파악된다. 건설 중이거나 증설이 공시된 미국 내 웨이퍼 CAPA를 고려해도, 모듈 CAPA 대비 약 81.8GW의 공급 부족은 불가피할 것으로 전망된다. 특히 비중국 시장 내에서 중국 업체의 점유율이 95% 이상에 달함에 따라 중국 규제에 따른 비중국 웨이퍼 수요 상승폭은 상당히 가파를 것으로 판단한다. Section 232 예비 조치까지 적용될 경우 비중국 웨이퍼 ASP 상승 효과 또한 분명할 전망이다.

Neo Silicon 가동 본격화:
2Q26 2.7GW 상업가동
1Q27 2.7GW 추가증설

비중국 웨이퍼 공급이 극히 부족한 가운데, 동사는 2Q26부터 베트남 웨이퍼 공장을 본격적으로 가동하여 수요를 흡수할 전망이다. 동사는 '26년 5월부터 2.7GW 규모의 1호 공장의 상업 가동 이후, 대기 수요와 캠퍼브 물량을 통한 안정적인 폴리실리콘 조달을 기반으로 4Q26부터 90% 이상의 가동률을 달성할 것으로 전망한다. 1Q27 2.7GW의 2호 공장 증설은 동사의 추가적인 실적 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

[자료 4-9] 미국 태양광 밸류체인별 CAPA

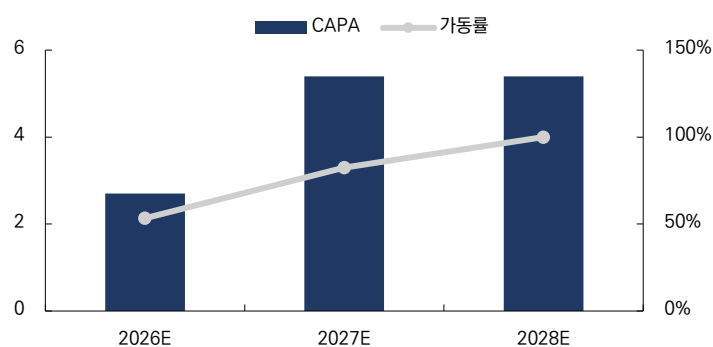
(단위: GW)



출처: SEIA, RFS Team 4

[자료 4-10] 동사 웨이퍼 CAPA 및 가동률 전망

(단위: GW, %)



출처: RFS Team 4

2-(2) 발전까지 I'm yours

동사는 비중국 업·미드스트림 공급망 완성에 더해, OCI ENERGY의 발전 자산 기반의 복합 태양광 발전 기업으로 성장할 전망이다. 이는 1)매각 파이프라인 가치 성장성, 2)자체운영에 따른 안정적 매출에 기인한다.

매각 파이프라인 가치의 성장성

동사 OCI Energy의 '27년 매각 프로젝트 매출액 2,163억 원(YoY +55.4%)을 전망한다. 동사의 OCI ENERGY는 미국 텍사스 지역의 점유율 15%를 보유한 1위 디펠로퍼다. 텍사스 발전 자산의 가치가 증가하고 있는 가운데, 동사는 7GW 규모의 파이프라인을 기반으로 외형 성장을 가속화할 전망이다.

전력 병목에 따른 개발 리스크 증가로, 초기 개발 완료 자산의 희소성이 증가하고 있다. 발전 사업자와 유틸리티는 인허가 획득과 계통 연결권 확보 과정에서의 리스크 회피를 위해 초기 개발이 완료된 프로젝트를 매입한다. 이에 따라 디펠로퍼는 초기 개발이 완료된 발전소 매각 시 일정 수준 이상의 프리미엄을 받는다. 전력 수요 급증으로 계통 연결 지연이 심화되는 상황에서, 개발 실패 리스크가 확대됨에 따라 초기 개발이 완료된 프로젝트에 대한 수요가 확대될 전망이다.

프로젝트의 매각 단가가 전력 수요에 기반에 결정된다는 점을 고려할 때, 텍사스의 초기 개발 프로젝트의 가치는 더욱 확대될 전망이다. 이는 텍사스의 전력 단가 경쟁력에 따른 데이터센터 증설 수요에 기인한다. 최근 12개월 데이터센터 건설금액은 텍사스, 조지아 등 남부 주로 집중되고 있다. 특히 텍사스는 미국의 타 전력망보다 전력 수요가 빠르게 증가할 것으로 전망되는 지역으로, 전력 수요에 따라 프로젝트에 대한 프리미엄이 증가할 전망이다.

텍사스의 전력 단가 경쟁력은 데이터센터 수요로 이어지며, 초기 개발 프로젝트 매각 단가의 상승 요인으로 작용할 전망이다. 텍사스의 전력 생산단가는 13.8센트/kwh로, 미국 평균인 20.4센트/kwh 대비 낮다. 또한 기본 용량 요금이 없어 기존 데이터센터 허브인 버지니아 대비 수요 폭증에 따른 기본료 상승 리스크가 적다. 낮은 전기요금에 따른 전력 수요 증가는 텍사스 지역 내 초기 개발 완료 자산 가치 증가 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

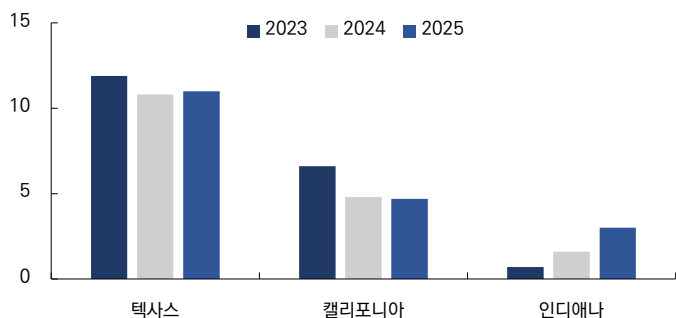
데이터센터 수요에 더하여, 텍사스 내 계통 연계 대기 시간은 최대 12년 이상 지연되고 있다. 텍사스 지역의 추가 발전용량 부족량은 '30년부터 현재 계획 대비 각각 10GW 이상으로 확대되고 있다. 이에 따라 계통 연계 대기 시간은 최대 12년 이상 장기화되고 있는 것으로 파악된다. 실제로 '24년 기준 140GW 규모의 대기용량이 있으며, 대기용량의 70%가 데이터센터에 따른 것으로 파악된다.

초기 개발 완료 자산:
인허가-계통 연결 리스크 회피
프로젝트 프리미엄 확대

버지니아 \$50~75/MWh +
추가비용 11.25\$/MWh
VS
텍사스 \$27~45/MWh

텍사스 전력 병목 심화
개발 완료 자산 희소성 확대

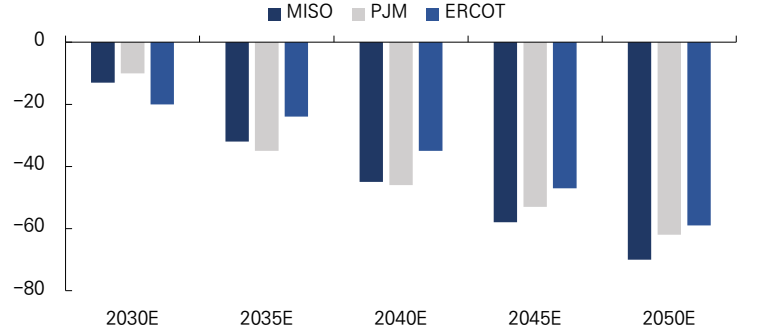
[자료 4-11] 미국 주별 태양광 발전 설치량



출처: EIA, RFS Team 4

(단위: GW)

[자료 4-12] 주요 지역 연도별 발전 용량 부족량



출처: 각사, RFS Team 4

동사의 가파른 파이프라인 규모 확대

2Q23 1.6GW
↓
4Q23 4.8GW
↓
4Q25 7GW

텍사스 초기 개발 프로젝트의 가치 확대는 곧 텍사스 지역 점유율 15%를 보유한 동사의 수혜로 이어질 것으로 판단한다. 동사는 현재 7GW 규모의 파이프라인을 보유하고 있으며, 이 중 약 84%가 텍사스에 배치되어 있다. 6.6GW 규모의 파이프라인이 '26년에서 '30년 내 개발 완료 후 매각될 예정임을 고려할 때, 텍사스 내 초기 개발 완료된 프로젝트 가치 확대는 곧 동사의 매각 단가 상승 및 매각 가속화로 이어질 것으로 전망한다.

텍사스 데이터센터 수요 본격화에 힘입어, 동사는 '28년 개발 파이프라인을 15GW로 확대할 것으로 전망한다. 구글의 텍사스에 위치한 인터랙트 파워 인수는 GW 단위의 전력을 일시에 확보하려는 빅테크의 공격적인 수요를 보여주는 사례다. 동사의 파이프라인 규모가 2Q23 1.6GW에서 4Q25 7GW로 급증해왔음을 고려할 때, 파이프라인 확대의 가시성이 높다고 판단한다.

수직계열화된 비중국계 밸류체인은 공급망 불안정 국면에서 매각 속도를 가속화할 전망이다. 비중국 태양광 밸류체인의 공급 부족이 심화되는 가운데, 동사는 말레이시아 OCI TerraSus부터 미국 내 MSE를 통해 부품들을 자체 공급받을 수 있는 수직계열화 구조를 확보했다. 또한 현지 공급망 요건 충족에 따른 10% 추가 세액공제 혜택이 더해짐으로써, 자산의 실질 가치와 매각 수익성은 극대화될 것으로 판단한다.

동사의 태양광+ESS 하이브리드 설계 역량은 수익성을 추가로 견인할 전망이다. 동사는 파이프라인의 44%를 ESS로 구성하고 있다. 태양광의 간헐성 보완을 위해 하이브리드 수요가 증가하면서 동시 설계를 통한 공급 역량은 동사의 핵심 경쟁력이다. 이러한 하이브리드 자산은 매수자의 초기 설계·엔지니어링 부담을 낮추고 계통 안정성 확보해줌으로써 ESS 결합형 자산 선호도 상승을 자극할 것으로 판단한다.

자체운영 파이프라인 확보에 따른 안정적 매출 기대

동사 OCI Energy의 '27년 자체운영 매출액 131억 원을 전망한다. 동사는 초기 개발 발전 자산 매각을 넘어, 자체운영 파이프라인 확보를 진행 중이며, 이는 동사의 안정적 매출원으로 작용할 전망이다. 동사는 Arava Power와 JV 공동설립을 통한 자체운영을 통해 외형 성장을 지속할 것으로 판단한다.

JV 공동 설립을 통한 자체운영은 3Q27 상업 운전 개시를 기점으로 동사의 안정적 전력 판매 수익(PPA)을 창출할 전망이다. 동사는 텍사스 및 북미 전역의 대규모 태양광·ESS 프로젝트를 Arava Power와 공동 개발하고 있다. 이를 통해 초기 개발 리스크를 분산하고 완공 후 발전소의 장기 운영권을 확보할 것으로 판단한다. 미국 내 태양광 PPA 가격이 2배 이상 급등하며 견조한 우상향 기조를 보이는 가운데, PPA 기반의 안정적인 현금 창출원 확보는 동사 OCI Energy의 실적 하방을 지지하게 될 것으로 판단한다.

태양광 간헐성 보완

→ESS 동시 설계 수요 증가

→하이브리드 자산 프리미엄

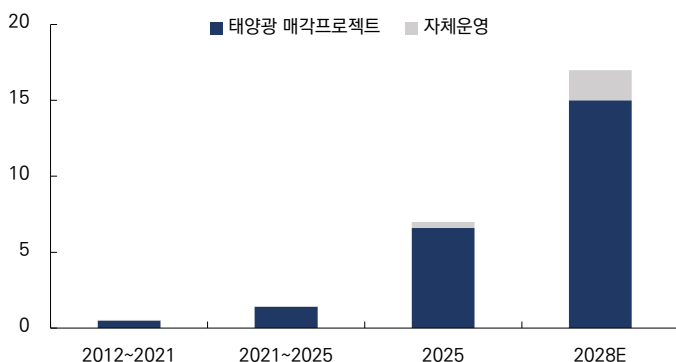
JV기반 자체운영

개발리스크 분산 +

PPA 장기 현금흐름 확보

[자료 4-13] OCI ENERGY 파이프라인 확대 전망

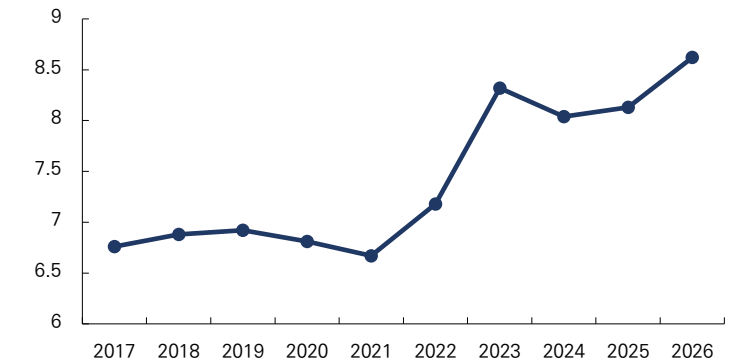
(단위: \$/MWh)



출처: OCI홀딩스, RFS Team 4

[자료 4-14] 미국 태양광 PPA 가격 추이

(단위: GW)



출처: Level Ten, Team 4

V. Valuation

SOTP Valuation

동사의 가치평가 방법으로 SOTP 방식을 선택했다. 이에 따른 목표주가 493,000원, 상승여력 48%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

► Why SOTP

동사는 복합 지주사로 신재생 에너지·기초 화학소재·도시 개발 등 다양한 산업에 속하는 자회사를 보유하고 있다. OCI TerraSus와 OCI Enterprises의 가치를 분리하여 인식하고, 자회사별로 상이한 성격을 고려하기 위해 SOTP Valuation을 적용하였다.

동사의 기업가치 산출 방식으로는 EV/EBITDA Valuation을 적용하였다. OCI를 제외한 동사의 자회사는 비상장사로 정확한 비용 구조를 공시하지 않으므로, 당기순이익 추정에는 왜곡의 우려가 있다고 판단하였다. 최종 Valuation Table은 다음과 같다.

[자료 5-1] SOTP Valuation

OCI 홀딩스 SOTP Valuation			
구분		단위	비고
OCI Terrasus EBITDA	3,507	(억 원)	(A1)
Target EV/EBITDA	11.63	(배)	(B1)
OCI Enterprises EBITDA	1,963	(억 원)	(A2)
Target EV/EBITDA	23.62	(배)	(B2)
OCI SE EBITDA	551	(억 원)	(A3)
Target EV/EBITDA	5.42	(배)	(B3)
DCRE EBITDA	1,177	(억 원)	(A4)
Target EV/EBITDA	4.44	(배)	(B4)
OCI 지분가치	1,632	(억 원)	(C)
영업가치	97,002	(억 원)	(F)=(A)*(B)+(C)
자산가치	3,680	(억 원)	(D)
순차입금	8,530		(E)
Total EV	92,152	(억 원)	(F)=(C)+(D)-(E)
발행주식수	19	(백만 주)	(G)
목표주가	493,582	(원)	(H)=(F)/(G)
적정주가	493,000	(원)	
현재주가	332,500	(원)	'26.05.12 기준 종가
상승여력	48	%	

출처: RFS Team 4

▶ **OCI TerraSus:** 동일 산업 내, 비중국 폴리실리콘 기업인 Wacker와 중국 폴리실리콘 기업인 Tongwei를 Peer로 선정하였으며, Peer 평균에 30%의 프리미엄을 적용하였다.

▶ **OCI Enterprises:** 동일 산업 내, Nextera Energy와 Fluence Energy를 Peer로 선정하였으며, 두 기업의 평균 EV/EBITDA를 적용하여 가치를 산출하였다.

▶ **OCI SE:** 동일 산업 내 한국전력, Veolia, Engie를 Peer로 선정하였으며, 세 기업의 평균 EV/EBITDA를 적용하여 가치를 산출하였다.

▶ **DCRE:** 동일 산업 내 HDC 현대산업개발을 Peer로 선정하여 가치를 산출하였다.

▶ **OCI:** OCI는 상장 자회사로서 시장에서 형성된 시가총액을 통해 지분가치가 직접 관측 가능하므로, EV/EBITDA 방식이 아닌 지분가치를 기준으로 반영하는 것이 보다 합리적이다. 지분을 45%, 지주회사 구조에 따른 할인율 70%를 적용하여 지분가치를 산출하였다

VI. Estimation Logic

매출추정

동사의 매출은 주요 자회사인 ①OCI TerraSus ②OCI Enterprises ③OCI SE ④DCRE로 구분하여 추정하였다. 최종 매출 추정 Table은 다음과 같다.

[자료 6-1] 총 매출추정 Table

(단위: 억 원)

매출 추정 종합					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
매출	35,774	33,801	39,374	45,079	52,191
YoY(%)		-5.52%	16.49%	14.49%	15.77%
OCI TerraSus	4,971	4,274	7,035	8,884	13,644
YoY(%)		-14.02%	64.59%	26.29%	53.58%
of Revenue(%)	13.9%	12.6%	17.9%	19.7%	26.1%
OCI Enterprises	1,760	2,094	3,144	5,083	6,203
YoY(%)		18.98%	50.17%	61.63%	22.05%
of Revenue(%)	4.9%	6.2%	8.0%	11.3%	11.9%
OCI SE	3,503	2,918	2,999	3,371	3,747
YoY(%)		-16.68%	2.76%	12.40%	11.16%
of Revenue(%)	9.8%	8.6%	7.6%	7.5%	7.2%
DCRE	5,314	4,511	5,899	7,547	8,350
YoY(%)		-15.11%	30.76%	27.94%	10.64%
of Revenue(%)	14.9%	13.3%	15.0%	16.7%	16.0%
OCI	20,501	20,094	20,298	20,196	20,247
YoY(%)		-1.99%	1.01%	-0.50%	0.25%
of Revenue(%)	57.3%	59.4%	51.6%	44.8%	38.8%
기타	-275	-91	-183	-137	-160
of Revenue(%)	0.8%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%

출처: RFS Team 4

①OCI TerraSus

OCI TerraSus 매출의 경우, 1)폴리실리콘 부문 매출과 '26년부터 반영될 2)웨이퍼 부문 매출로 구분하여 추정하였다. 최종 OCI TerraSus 매출추정 Table은 다음과 같다.

[자료 6-2] OCI TerraSus 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

OCI TerraSus 매출 추정 Table					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
OCI TerraSus	4,971	4,274	7,035	8,884	13,644
YoY(%)		-14.02%	64.59%	26.29%	53.58%
폴리실리콘	4,971	4,274	6,398	6,167	10,212
YoY(%)		-14.02%	49.69%	-3.60%	65.58%
of Revenue(%)	100.0%	100.0%	90.9%	69.4%	74.8%
웨이퍼			637	2,716	3,432
YoY(%)				326.52%	26.33%
of Revenue(%)			9.1%	30.6%	25.2%

출처: RFS Team 4

1)폴리실리콘: 폴리실리콘 매출의 경우 Section232 효과 이후의 폴리실리콘 ASP를 추정하였으며, 기존 CAPA 매출과 '28년부터 반영될 스페이스X향 매출을 구분하여 추정하였다. 기존 CAPA 내 장기계약분 매출과 SPOT 매출을 구분하여 각각을 P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

[비중국 폴리실리콘 P 추정] 비중국 폴리실리콘 가격은 중국산 폴리실리콘 가격에 프리미엄이 얹히는 구조로 설계되었다. 따라서 ①중국산 폴리실리콘 기초가, ②비중국 프리미엄, ③Section 232 발효에 따른 추가 프리미엄의 세 단계로 구분해 추정했다. 분기별 자세한 세부 추정치는 시트를 참고하길 바란다.

▶중국산 폴리실리콘 기초가

중국 정부의 공급 관리 정책과 세제 개편에 따른 일시적 하락 후 점진적인 우상향 기조를 반영했다.

2Q26: '26년 4월 VAT 수출환급세 9% 전면 폐지 전 사재기 수요로 인한 일시적인 가격 하락을 반영했다.

3Q26~4Q26: 중국발 폴리실리콘 공급과잉 해소에 관한 뉴스가 선반영 되었던 '25년 하반기와 안정화 시기인 1Q26의 Average 상승률을 적용했다. 중국 내 500억 위안 규모의 구조조정과 강제 가동 중단 조치는 4Q26에 집중되어 있다. 따라서 3Q26 및 4Q26은 수요 집중으로 인한 가격이 상승할 것으로 판단했다.

2027~: 3Q25 이후의 평균 상승률을 적용해 우상향 기조가 나타나도록 산출했다. '27년 이후는 중국 폴리실리콘의 N-Type 전환 가속화 및 고부가가치화에 따른 폴리실리콘 가격이 상승할 것으로 판단했다.

▶비중국 프리미엄

3Q26~4Q26: 2H26 중국산 폴리실리콘 가격 반등 시기에 일시적인 스프레드 축소를 가정했다.

2027~: '25~'26년 Average로 프리미엄이 회귀하도록 추정했다. '27년 ITC 세액공제 종료 전까지 견조한 비중국 수요를 고려할 때, 추가 정책 부재 시 발생할 스프레드 축소 가능성을 고려해 하락 추세를 반영했다.

▶Section 232 추가 프리미엄

Section 232 예비조치 확정에 따른 3Q26부터 추가 프리미엄을 반영했다. 중국산에 부과되는 쿼터 초과분 관세 50%는 글로벌 폴리실리콘 P 상승을 견인할 전망이다. TRQ 혜택을 받는 비중국산 폴리실리콘은 해당 판가 상승분의 프리미엄을 흡수할 것으로 판단했다.

[자료 6-3] 비중국 폴리실리콘 P추정 Table

(단위: 억 원/톤)

비중국 폴리실리콘 P 추정 Table					
(단위: 억 원/톤)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
비중국 폴리실리콘 ASP	0.29	0.27	0.29	0.33	0.34
YoY(%)		-6.7%	8.0%	10.9%	5.2%
P(\$/kg)	21.4	19.1	19.9	22.0	23.1
YoY(%)		-10.6%	4.0%	10.6%	5.2%
중국산 폴리실리콘(\$/kg)	5.9	6.0	6.3	7.2	8.3
YoY(%)		2.3%	3.9%	15.2%	15.1%
비중국 프리미엄(\$/kg)	15.5	13.1	12.1	11.2	10.7
YoY(%)		-15.4%	-7.9%	-7.3%	-4.3%
Section 232 확정 시(\$/kg)	0.0	0.0	1.6	3.6	4.1
YoY(%)				130.8%	15.1%

출처: RFS Team 4

[기존 CAPA 매출]

기존 CAPA 매출의 경우 장기계약분과 SPOT 매출을 구분하여 추정하였다. Q 추정의 경우 장기계약 Q와 Spot Q를 역추정하여 진행하였다.

▶장기 계약분 매출

장기 계약분 매출의 경우 한화솔루션向 공급 계약과 Trina Solar向 공급 계약을 기반으로 매출이 발생하고 있다. 계약 당시 계약금액과 ASP, 계약기간을 기반으로 연간 매출 규모를 역산하였으며, 이를 기반으로 총 매출 내 장기계약 매출 비중을 추정하였다.

Q추정

장기계약분 매출 내에서 한화솔루션向 매출과 Trina Solar向 매출을 구분하였으며, 각각의 매출과 계약 금액을 기반으로 과거 Q를 역산하였다. 계약을 기반으로 매출이 발생함에 따라 일정한 규모로 꾸준히 발생할 것으로 예상됨에 따라 3Q Average flat 적용하여 Q를 추정하였다.

[자료 6-4] 장기계약 Q 추정

(단위: 톤)

장기계약 Q 추정									
(단위: 톤)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
장기계약 Q	3,130	3,422	1,266	1,835	2,175	757	2,554	2,814	1,961
한화솔루션 向 Q	1,303	1,424	527	764	905	315	1,063	1,171	816
Trina Solar 向 Q	1,828	1,998	739	1,071	1,270	442	1,491	1,643	1,145
한화솔루션 向 매출	547	598	221	321	380	132	446	492	343
Trina Solar 向 매출	522	571	211	306	363	126	426	469	327
장기계약분 매출	1,069	1,169	432	627	743	259	872	961	670

출처: RFS Team 4

[자료 6-5] 한화솔루션 공급 계약

한화솔루션 공급 계약	
계약금액(억 원)	14,500
'22 년 ASP(\$/kg)	33
'22 년 ASP(억 원/톤)	0.42
계약 환율	1,272
계약기간	10
연간 매출(억 원)	1450

출처: RFS Team 4

[자료 6-6] Trina Solar 공급 계약

Trina Solar 공급 계약	
계약금액(억 원)	9,000
'24 년 ASP(\$/kg)	22
24 년 ASP(억 원/톤)	0.29
계약 시점 환율	1,329
계약기간	7
연간 매출	1,385

출처: RFS Team 4

P추정

장기계약분 매출의 경우 계약 당시 ASP를 기반으로 매출이 발생함에 따라 계약 시기 당시의 폴리실리콘 ASP를 반영하여 추정하였다.

▶Spot 매출

과거 Spot 매출의 경우 전체 매출에서 장기계약 매출을 차감하여 역산하였으며, 폴리실리콘 ASP 추정분에 Spot Q를 곱하여 P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

Q추정: 과거 Spot Q의 경우 Spot 매출을 각 분기의 폴리실리콘 ASP로 나누어 역산하였으며, Section 232 이후 동사의 기존 CAPA가 90%의 가동률에 달할 것임을 가정하여 향후 Spot Q를 산출하였다

P 추정: Spot P의 경우 전술한 폴리실리콘 ASP 추정치를 반영하였다.

[자료 6-7] 기존 CAPA 매출 추정

(단위: 억 원)

기존 CAPA 매출 추정					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
기존 CAPA 매출	4,971	4,274	6,398	6,167	5,386
YoY(%)		-14.02%	49.69%	-3.60%	-12.68%
Spot 매출	1,674	1,439	3,296	2,955	2,184
YoY(%)		-14.02%	129.02%	-10.34%	-26.11%
장기계약분 매출	3,297	2,835	3,101	3,212	3,202
YoY(%)		-14.02%	9.41%	3.57%	-0.31%

출처: RFS Team 4

[스페이스X 매출]

스페이스X항 매출의 경우 동사의 CAPA 증설 계획과 Wacker의 램프업 사례를 이용하여 추정하였다. 계약이 예상되는 2Q26의 폴리실리콘 ASP를 적용하여 P*Q 논리로 추정하였다.

Q 추정: Q 추정의 경우 동사의 CAPA가 '28년 약 35,000 톤으로 확대될 예정임에 따라 이를 반영하였으며, '16년도 Wacker의 신규 공장 Ramp-up 사례를 반영하여 추정하였다.

P 추정: P 추정의 경우 계약이 예상되는 2Q26의 폴리실리콘 ASP 추정치를 적용하였다.

[자료 6-8] 스페이스X항 매출 추정

(단위: 억 원)

스페이스 X 항 매출 추정				
(단위: 억 원)	1Q28	2Q28	3Q28	4Q28
스페이스 X 항 매출	103	1,027	1,848	1,848
ASP(억 원/톤)	0.27	0.27	0.27	0.27
생산실적(톤)	375	3,750	6,750	6,750
가동률(톤)	5%	50%	90%	90%
신규 CAPA(톤)	7,500	7,500	7,500	7,500

출처: RFS Team 4

2)웨이퍼

웨이퍼의 경우 2Q26부터 생산이 시작됨에 따라 2Q26부터 매출에 반영하였으며, 웨이퍼 Q와 ASP를 기반으로 P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

[P 추정] 웨이퍼 ASP 또한 '26년 4월 기준 중국산 웨이퍼 P와 비중국산 웨이퍼 P를 기준으로, 폴리실리콘과 동일한 로직으로 추정을 진행하였다.

[Q 추정] Q 추정의 경우 동사의 CAPA 증설분을 반영하여 1호 공장과 2호 공장의 CAPA를 산출하였으며, 진코솔라의 웨이퍼 공장 Ramp-up 사례를 기반으로 각 공장의 분기별 가동률을 산정하였다.

[자료 6-9] 웨이퍼 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

웨이퍼 매출 추정 Table					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
웨이퍼 매출			637	2,716	3,432
YoY(%)			#DIV/0!	326.52%	26.33%

출처: RFS Team 4

②OCI Enterprises

OCI Enterprises의 경우 1)OCI Energy, 2)MSE로 각각 구분하여 추정하였다, 최종 OCI Enterprises 추정 Table은 다음과 같다.

[자료 6-10] OCI Enterprises 매출추정 Table

(단위: 억 원)

OCI Enterprises 매출 추정 Table					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
OCI Enterprises	1,760	2,094	3,144	5,083	6,203
YoY(%)		18.98%	50.17%	61.63%	22.05%
OCI Energy	437	682	1,392	2,294	3,251
YoY(%)		55.97%	104.17%	64.85%	41.71%
of Revenue(%)	24.83%	32.55%	44.26%	45.14%	52.41%
MSE	1,323	1,412	1,753	2,788	2,952
YoY(%)			24.11%	59.07%	5.88%
of Revenue(%)	75.17%	67.45%	55.74%	54.86%	47.59%

출처: RFS Team 4

1)OCI Energy: 매각 부분 매출과 운영 부분 매출로 구분하여 추정하였다. 매각의 경우 파이프라인 내 매각 비중과 매각 단가의 상승세를 반영하여 추정하였다. 운영의 경우 운영 규모를 기반으로 연간 발전량과 ERCOT PPA 단가와 JV 지분을 기반으로 추정을 진행하였다. 최종 OCI Energy 매출 추정 Table은 다음과 같다.

[자료 6-11] OCI Energy 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

OCI Energy 매출 추정 Table					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
OCI Energy	437	682	1,392	2,294	3,251
YoY(%)		55.97%	104.17%	64.85%	41.71%
매각	437	682	1,392	2,163	2,950
YoY(%)		55.97%	104.17%	55.44%	36.40%
of Revenue(%)	100.00%	100.00%	100.00%	94.29%	90.75%
운영				131	301
YoY(%)					129.43%
of Revenue(%)				5.71%	9.25%

출처: RFS Team 4

[매각]

매각 매출의 경우 동사 태양광 파이프라인 규모와 매각 단가를 기반으로 P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

▶P 추정: 매각 단가의 경우 '25년 한차례 발생했던 단가 상승과 '26년 매각 인식 예정 파이프라인의 단가 상승분을 반영하여 매각 단가를 산출하였다.

▶Q 추정: 동사 태양광 파이프라인의 규모와 매각 규모를 기반으로 파이프라인 내 매각 비중을 산출하여 추정하였다.

[자료 6-12] 파이프라인 매각 규모

(단위: MW)

파이프라인 매각 규모						
(단위: MW)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매각 규모	420	460	480	700	908	1,148
태양광 파이프라인 규모	3,800	5,200	6,606	8,716	11,286	14,753
매각 비중	11.1%	8.8%	7.3%	8.0%	8.0%	7.8%

출처: RFS Team 4

[자료 6-13] 매각 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

매각 매출 추정 Table					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
매각 매출	437	682	1,392	2,163	2,950
YoY(%)		55.97%	104.17%	55.44%	36.40%
매각 규모(MW)	460	480	700	908	1,148
매각 단가(억 원/MW)	0.95	1.42	1.99	2.38	2.57

출처: RFS Team 4

[운영]

운영 매출의 경우 연간 발전량과 ERCOT의 PPA단가, JV 지분을 기반으로 매출이 발생함에 따라 이를 구분하여 추정하였다.

▶연간 발전량: 연간 발전량의 경우 운영 규모*운영 시간*설비 이용률을 통해 산출하였으며, 설비 이용률의 경우 텍사스 유틸리티급 평균을 적용하였다. 3Q27부터 가동이 시작됨에 따라 '27년 운영 시간은 절반만 반영하였다.

▶ERCOT PPA 단가: ERCOT PPA 가격의 경우 가파른 전력 수요에 따른 상승세를 반영하였다.

[자료 6-14] 연간 발전량

(단위: MWh)

연간 발전량					
(단위: MWh)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
연간 발전량(MWh)				284,700	569,400
운영 규모(MW)				260	260
운영 시간				4,380	8,760
설비 이용률				25%	25%

출처: RFS Team 4

[자료 6-15] 운영 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

운영 매출 추정					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
운영 매출				131	301
YoY(%)					129.43%
연간 발전량(MWh)				284,700	569,400
ERCOT PPA 단가				0.0009208	0.0010563
JV 지분				50%	50%

출처: RFS Team 4

2)MSE: 모듈의 경우 ODM으로 전환됨에 따라 이전의 매출 규모를 유지하는 것으로 가정하였으며, '26년 상업 생산을 시작하는 셀을 중심으로 P*Q 추정을 진행하였다. 최종 MSE Table은 다음과 같다.

[자료 6-16] MSE 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

MSE 매출 추정 Table					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2027E
MSE	1,323	1,412	1,753	2,788	2,952
YoY(%)			24.11%	59.07%	5.88%
모듈	1,323	1,412	1,368	1,390	1,379
YoY(%)		6.76%	-3.16%	1.63%	-0.80%
of Revenue(%)	100.00%	100.00%	78.03%	49.85%	46.70%
셀			385	1,398	1,573
YoY(%)				263.03%	12.52%
of Revenue(%)				50.15%	53.30%

출처: RFS Team 4

▶P 추정: 중국산 셀 ASP와 한화큐셀 ASP를 기반으로 비중국 프리미엄을 산출하였으며 2Q26 이후 폴리 실리콘 가격과 같은 추이를 보일 것으로 추정하였다.

▶Q 추정: '26년 동사의 셀 CAPA를 기반으로 Maxeon의 셀 라인 Ramp-up 사례를 반영하여 추정하였다.

[자료 6-17] 셀 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

셀 매출 추정 Table					
(단위: 억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
셀			385	1,398	1,573
YoY(%)				263.03%	12.52%

출처: RFS Team 4

③OCI SE

동사는 열병합 발전에 따른 전력 생산 및 친환경 발전에 따른 REC(신재생에너지 공급 인증서) 매출과 기타 매출로 분류하여 추정하였으며, P*Q 논리를 적용하여 추정하였다.

[전력 매출]

▶P 추정: SMP 가격 동향을 적용하여 산정하였다. 매년 지속적인 감소 추세를 반영하여 '24년~'25년 감소 폭 -11.8%에 최근 전쟁으로 인해 소폭 상승한 가격 추이를 반영하여 ASP를 산정하였다.

▶Q 추정: Q의 경우, 동사가 독점 공급하고 있는 새만금 산업단지의 입주기업 증가율을 반영하였다.

[REC 매출]

▶P 추정: '26년 REC 월평균 금액을 향후 추정기간에 동일 반영하였다.

▶Q 추정: 직전 3개년도의 각 연도별 매출액에서 당해년도 REC 연평균 금액을 나누어 Q를 역산하였다. 의무공급량 비율이 '23년부터 추정 대상기간을 포함하여 지속 상승 중에 따라 실제 Q 역시 성장세임을 확인하여 추정 대상연도별 의무공급량 YOY 증가율을 적용하여 추정 Q를 계산하였다.

[자료 6-18] OCI SE 매출 추정 Table

(단위: 억 원)

OCI SE 매출 추정 Table						
(단위: 억 원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
OCI SE	3,932	3,503	2,918	2,999	3,371	3,747
YoY(%)		-10.92%	-16.68%	2.76%	12.40%	11.16%
전력	3,201	2,654	1,979	2,050	2,303	2,586
YoY(%)		-17.10%	-25.44%	3.63%	12.31%	12.31%
of Revenue(%)	81.41%	75.76%	67.80%	68.37%	68.32%	69.02%
REC	650	699	719	763	865	967
YoY(%)		7.62%	2.82%	6.14%	13.33%	11.76%
of Revenue(%)	16.52%	19.96%	24.63%	25.44%	25.66%	25.79%
기타	81	150	221	185	203	194
YoY(%)		83.91%	47.41%	-16.08%	9.58%	-4.37%
of Revenue(%)	2.07%	4.28%	7.57%	6.18%	6.03%	5.18%

출처: RFS Team 4

④DCRE

현재 공사 진행중인 시티오시엘 6,7,8단지에 초점을 두어 추정하였다. 동사는 주거용 부동산 공급에 따른 매출을 원가기준 투입법에 따라 기간에 걸쳐 인식한다. 따라서 과거 3,4단지 분기별 진행률을 기반으로 추정에 사용할 진행률을 산정하였다. 통상적으로 건설 사업은 초기에 투입 시간 대비 원가의 비중이 낮고 지속적으로 진행됨에 따라 그 비중이 높아진다. 따라서 진행률을 전반기와 후반기로 나누어 분기별로 적용하였다. 또한 3,4단지의 총분양금액 대비 총분양원가가 차지하는 비중을 근거로 향후 추정에 적용하였다.

비용추정

비용추정은 자회사별로 영위하는 사업의 성격이 상이함에 따라 별도 추정하였다. 금액적 중요성이 높고, 합리적인 추정이 가능한 주요 항목을 중심으로 진행했다. 다만 외국 비상장 자회사에 해당하는 OCI Terrasus와 OCI Enterprises의 경우 세부 항목을 확인할 수 있는 보고서가 존재하지 않아 다음과 같이 추정하였다.

[자료 6-19] 실적 Breakdown

(단위: 억 원)

실적 Breakdown								
(단위: 억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2025A	2026E	2027E
매출	9,481	7,762	8,451	8,106	8,924	33,801	39,374	45,079
OCI TerraSus	1,125	385	1,315	1,449	1,009	4,274	7,035	8,884
OCI Enterprises	680	442	609	363	802	2,094	3,144	5,083
OCI SE	876	808	725	510	709	2,919	2,999	3,371
DCRE	1,478	885	1,054	1,101	1,327	4,518	5,899	7,547
OCI	5,388	5,270	4,764	4,673	5,066	20,095	20,298	20,196
기타	-66	-28	-16	10	11	-99	-183	-137
영업이익	487	-803	-533	273	108	-576	4,619	7,030
OCI TerraSus	123	-735	-647	332	-266	-928	1,225	2,776
OCI Enterprises	93	-124	126	-156	38	-61	1,057	1,738
OCI SE	72	28	22	-121	-13	0	168	240
DCRE	178	-48	126	117	89	378	1,055	1,168
OCI	102	-23	-103	28	278	0	1,114	1,108
기타	-81	99	-57	73	-18	35	-21	-21
EBITDA	1,052	-181	84	905	766	1,860	7,136	9,581
OCI TerraSus	277	-563	-467	524	-46	-252	1,943	3,507
OCI Enterprises	130	-83	161	-115	77	82	1,262	1,963
OCI SE	148	104	100	-41	68	311	479	551
DCRE	180	-46	129	120	92	388	1,064	1,177
OCI	308	217	129	253	501	1,148	2,261	2,255
기타	9	190	32	164	74	182	126	126

출처: RFS Team 4

①OCI Terrasus: 추정하고자 하는 기간의 OPM을 유사하다고 판단한 과거의 영업이익률을 벤치마크로 삼았다. 적용 OPM의 구체적인 근거는 폴리실리콘의 가격 추이다. 향후 기간별 폴리실리콘 가격 추정에 해당하는 과거 기간의 OPM을 적용하였다. '26년의 경우 가동률 90% 수준의 생산 정상화 시 실적을 보여준 4Q25의 OPM을 잔여 3분기에 적용하여 도출하였다. 이후 본격적인 P 상승이 이루어지는 '27년은 동 기간 추정되는 가격과 일치하는 수준으로 판매가 이루어졌던 3Q23부터 4개 분기의 평균 OPM을 반영하였다. 상각비는 최근 2개년도 평균치에 3Q26부터 가동되는 웨이퍼 공장 CAPEX 투자액을 추가 반영하여 내용연수 20년, 정액법 처리하였다.

②OCI Enterprises: 발전 프로젝트 매각 및 운영을 담당하는 OCI Energy와 셀, 모듈 생산을 담당하는 MSE로 나누어진다. OCI 에너지의 경우 프로젝트 매각에 따른 OPM이 70%라는 동사 IR 자료에 기반하였으며, MSE 부문은 프로젝트 매각이 이루어지지 않았던 1Q26의 OPM 5%를 적용하였다. 감가상각비의 경우, 최근 2개년도 평균치에 더해 진행 중에 있는 1GW 규모의 셀 공장 CAPEX 투자액을 반영하여 내용연수 20년, 정액법 처리하였다.

③OCI SE: 동사의 매출원가는 재고 관련 원가, 인건비, 관련 상각비 및 기타로 분류하여 추정하였다. 재고 관련 원가의 경우 최근 3개년도 평균 매출 대비 비중 유지를 가정하였으며, 감가상각비는 최근 대규모 투자 계획이 존재하지 않으므로 추정 기간 직전 2개년도를 이동 평균하였다. 인건비는 물가상승률에 기인한 3% 상승을 지속 적용하였으며 그 외 기타 부문은 직전 2개년 이동 평균하여 산출하였다. 판매관리비는 인건비, 관련 상각비, 수수료 및 기타로 분류하여 추정하였다. 인건비와 관련 상각비의 경우 매출원가의 추정 논리와 동일하며 수수료 금액 역시 연도별로 일정하게 발생하여 직전 3개년 이동 평균하였다.

④DCRE: 원가기준 투입법에 따른 진행률을 적용하므로 매출 추정을 통해 기간별 분양원가를 도출하였다. 판매관리비는 인건비, 상각비, 세금과공과, 분양비 및 기타 항목으로 분류하였다. 인건비는 상기 사항과 동일 논리 적용하였으며 상각비는 직전 2개년도 증가율을 이동 평균하여 반영하였다. 세금과공과의 경우 '24년에 신규 프로젝트 재개에 따른 개발 초기 인허가 비용이 집중 인식된 결과 급증하였다. 추정에 별도 신규 프로젝트가 존재하지 않으므로 비경상적 수치라 판단하여 '23년과 '25년 금액을 평균하여 적용하였다. 분양비 역시 동일 사유를 근거로 직전 3개년도 이동 평균하였다.

예상 포괄손익계산서(단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	3,577	3,380	3,937	4,508
매출원가	3,116	3,041	3,102	3,284
매출총이익	461	340	835	1,224
일반판매관리비	360	397	373	521
영업이익	102	-58	462	703
영업외손익	74	-82	-38	-45
세전계속사업손익	176	-140	421	653
법인세 비용	62	7	62	79
계속영업이익	114	-146	359	574
중단사업이익	-	-	-	-
당기순이익	114	-146	359	574
지배기업	98	-90	309	502
비지배기업	16	-56	50	72
총포괄이익	404	-54	386	612
지배기업	381	1	342	497
비지배기업	23	-56	42	115
EBITDA	296	186	714	958
FCF	-2,403	1,830	811	746
EBITDA 마진율 (%)	8.3	5.5	18.1	21.3
영업이익률 (%)	2.8	-1.7	11.7	15.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-2.7	10.9	14.8

예상 현금흐름표 (단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	116	554	452	584
당기순이익	114	-146	356	589
감가상각비(계)	164	211	243	248
유형자산 감가상각비	160	208	235	239
무형자산 상각비	4	3	8	9
사용권자산 상각비	-	-	-	-
영업활동 자산부채 변동	-250	310	-244	-58
법인세납부	50	4	50	65
기타	136	183	147	139
투자활동으로 인한 현금흐름	-108	-401	-345	-380
현금유입액	3	5	0	0
현금유출액	111	406	345	380
장단기금융자산의 감소(증가)	-71	104	61	26
기타투자활동	324	-182	62	14
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-261	-228	-19
현금유입액	240	359	359	359
현금유출액	418	620	587	378
배당금의 지급	78	55	19	47
기타재무활동	-633	-153	-	-
현금의 증가	-71	-109	-121	185
기초현금	1,214	1,143	1,035	914
기말현금	1,143	1,035	914	1,099

예상 재무상태표 (단위: 십억 원)	2024A	2025A	2026E	2027E
유동자산	4,763	4,041	4,233	4,618
현금 및 현금성자산	1,143	1,035	1,026	1,377
매출채권 및 기타채권	819	460	535	543
재고자산	2,345	2,295	2,489	2,543
기타유동자산	456	250	182	155
비유동자산	3,330	3,830	3,906	3,976
유형자산	2,374	2,653	2,731	2,800
관계기업투자금	378	553	573	593
기타자산	578	624	602	583
자산총계	8,094	7,871	8,138	8,594
유동부채	1,901	1,376	1,252	1,283
매입채무	667	448	510	517
차입금	507	567	590	612
기타유동부채	727	361	152	154
비유동부채	1,357	1,763	1,761	1,759
비유동이자부채	892	1,140	1,140	1,140
부채총계	3,258	3,319	3,014	3,042
자배주주지분	3,979	3,932	4,259	4,614
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,378	3,705	4,060
비지배주주지분	856	800	866	938
자본총계	4,836	4,732	5,125	5,552
예상 주당 가치 및 Valuation	2024A	2025A	2026E	2027E
P/E (x)	11.7	-24.1	17.4	16.1
P/B (x)	0.3	0.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	8.3	19.6	10.7	9.5
EPS (원)	5,005	-4,772	18,501	20,012
BPS (원)	208,037	210,598	228,099	247,113
DPS (원)	2,200	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	42.28	-20.77	11.85	32.67
배당수익률 (%)	3.74	0.87	0.48	4.23
매출액증가율 (%)	35	-5.5	16.41	14.94
EBITDA증가율 (%)	-53.6	-37.2	277.63	36.95
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	적전	흑전	56.57
EPS증가율 (%)	-84	적전	흑전	9.9
매출채권 회전일수	28.6	45.3	49.6	43.8
재고자산 회전일수	207.4	255.2	63.0	60.4
매입채무 회전일수	33.5	34.8	32.7	32.3
ROA (%)	1.4	-1.1	4.3	4.5
ROE (%)	2.5	-2.3	8.4	8.4
ROIC (%)	1.7	-1.2	7.4	7.9
부채비율 (%)	67.4	66.3	58.8	54.8
유동비율 (%)	250.5	293.6	338.1	360.0
당좌비율 (%)	119.8	119.8	96.5	119.4