

글로벌 태양광 (비중확대/상향)

태양광 AD/CVD 플레이북

이진호
jinho.lee.z@miraeeasset.com

김태형
taehyoung.kim@miraeeasset.com



CONTENTS

Summary	3
반덤핑/상계관세(AD/CVD)란?	4
AD/CVD 최종 관세 타임라인 및 전망	5
향후 AD/CVD 일정	5
AD/CVD 관세 영향 전망: 중국 태양광, 미국 내 사업 지속 불가능	6
관세 인상예 따른 중국 기업 수익성 분석	8
미국 태양광 시장	9
미국 태양광 수급 점검	9
Appendix. 미국의 AD/CVD 과거 사례	13
Global Company Analysis	17
한화솔루션	18
OCI홀딩스	22
퍼스트 솔라	26

Summary

최근 트럼프 정부와 중국의 관세 전쟁이 격화되고 있지만, 태양광 산업 내에서 미국은 이미 중국 태양광과 약 15년째 전쟁 중이다. 2011년 처음으로 미국 태양광 기업인 SolarWorld가 미국 상무부에 중국 태양광 기업들을 불공정 거래로 제소했고, 이를 막기 위해 반덤핑/상계관세(Anti-dumping/Countervailing Duties)가 도입되었다. 이후 중국 기업들은 AD/CVD 관세를 회피해 미국으로 수출하기 위해서 대만, 동남아시아 등 다른 국가들을 통해서 우회해야했고, 매번 미국은 중국의 우회로를 차단해왔다. 이번 최종판결도 중국의 동남아시아 우회수출을 대부분 제한하게 될 것으로 예상된다.

이번 자료의 하이라이트는 **AD/CVD 예비심사에서 결정된 관세 수준만으로도 이미 중국 태양광 기업들은 경쟁력을 상실했다고 판단하는데, 트럼프 정부는 오히려 관세를 강화할 가능성이 높다는 점**이다. 통계적으로 보면 AD/CVD 관세는 최종 판결에서 예비 심사때보다 약 한 관세를 부과하거나 그대로 유지하는 경우가 많았다. 하지만 과거 오바마 정부에서 트럼프 정부로 교체되었을 때를 보면, AD/CVD 관세가 오히려 강하게 부과된 경우가 많았다. 지금처럼 중국과의 관세 전쟁이 격화된 상황에서는 더욱이 관세를 낮춰주지 않을 것이다.

미국 내 태양광 산업은 IRA 보조금을 기반으로 점차 밸류체인을 갖춰가고 있지만, 아직 자급자족은 어려운 상황이다. 하지만 **미국 시장 내 판가를 끌어내리던 중국 모듈 수입량의 급감, 관세 부과로 인한 비용 증가로 미국 내 모듈 가격은 반등할 것으로 예상된다**. 그 시작점은 AD/CVD의 실질적인 영향을 판단할 수 있는 관세율 발표일인 4/18일이 될 것으로 보고 있다.

탐픽으로 **한화솔루션(009830)**을 제시한다. AD/CVD로 인한 미국 모듈 가격 인상의 최대 수혜주로 판단한다. 또 다른 미국 내 태양전지 생산자인 퍼스트 솔라는 26년까지 판가와 출하량이 대부분 고정된 반면, 한화솔루션은 가격 인상세 따라 직접적인 실적 개선 효과를 볼 수 있다. 이 외에도 1) 발전자산매각 및 EPC 사업 부문의 급속 성장, 2) 신규 웨이퍼/셀 공장 가동, 3) 동사의 강점인 주거용 태양광 시장의 회복 전망 등 역시 긍정적이다. 관심 종목으로는 미국 내 국산품 비중이 가장 높아 관세 영향이 낮은 **퍼스트 솔라(FSLR US)**와 신규 셀 공장 증설을 발표한 **OCI홀딩스(010060)**를 제시한다.

향후 태양광 공급망이 다시 재편되었으나, 당분간은 동남아시아 4개국을 통한 우회수출은 어려울 것으로 판단한다. 따라서 미국 내 생산능력을 보유한 기업들이 보다 유리한 상황이 이어질 전망이다.

반덤핑/상계관세(AD/CVD)란?

미국 태양광 산업의 반덤핑/상계관세

반덤핑/상계관세(AD/CVD)란?

반덤핑 관세(Antidumping Duty, 이하 AD)는 **외국 수입품이 국내 시장 가격보다 낮게 판매될 때 부과하는 관세**며, **상계 관세**(Countervailing Duty, 이하 CVD)는 **외국(수출국) 정부가 보조금을 제공해 수출품의 가격을 인위적으로 낮출 때, 이를 상쇄하기 위한 관세**다. 반덤핑/상계관세는 미국 내 태양광 산업을 보호하고, 외국 기업의 불공정 경쟁을 방지하려는 공통 목적을 가지고 있다. 반대로 반덤핑 관세는 저가 판매(덤핑) 방지 목적이지만, 상계 관세는 보조금 상쇄 목적이라는 차이가 존재한다.

표 1. 무역 규제 구분

무역 제재	상황	규제 내용	피해소자
반덤핑 (Anti-dumping)	저가 판매	산업에 손실을 입히는 저가 판매 상쇄	국내 산업에 피해를 야기하는 수입업체
상계관세 (Countervailing)	보조금	1) 보조금이나 무역 손실 상쇄, 2) 보조금 철회 또는 유해 작용 제거	1) 국내 산업에 피해를 야기하는 수입업체, 2) 보조금을 지급하는 WTO 회원국
세이프가드 (Safeguards)	예측되지 않은 수입 증가	국내 산업의 피해를 예방하거나 완화	국내 산업에 피해를 야기하는 수입업체

자료: WTO, 미래에셋증권 리서치센터

AD/CVD의 시작, 그리고 중국의 보조금 정책

2011년 미국 태양광 기업이 중국 태양광 패널들이 과도하게 낮은 가격에 수출되고 있다고 주장하며 반덤핑 조사를 요구했다. 미국 태양광 기업인 SolarWorld Industries는 중국산 폴리실리콘 태양광 셀과 패널이 저가 판매(덤핑) 및 보조금을 통한 불공정 거래로 미국 산업에 피해를 입고 있다는 주장했다. 미국은 화석연료에 대한 투자를 줄이고, 청정 에너지에 대한 투자를 확대하는 과당기에 있었다. 이러한 과정에서 반덤핑 이슈는 중국산 태양광 패널 수입량이 급속도로 확대되며 드러난 부작용이라고 볼 수 있다.

중국의 태양광 산업 발전이 정부의 적극적인 보조금 지원 정책에 의해 발전했다는 주장이 과장은 아니다. 중국 정부의 Golden Sun 프로그램(2009년~2013년)은 태양광 발전 설비 설치 비용의 50~70%를 보조금으로 지원했으며, 특히 농촌 지역과 분산형 태양광 프로젝트를 장려했다. 물론 이 외에도 저렴한 노동력과 전력 비용, 유럽의 재생에너지 정책 강화, 기업 자체의 기술 혁신 등도 중국 태양광 산업의 발전의 원동력이었다. 하지만 유럽 대비 한참 뒤쳐져있던 중국 태양광 기업들을 단숨에 글로벌 탑티어 업체들로 견인한 가장 중요한 요인은 보조금이라고 볼 수 있다.

AD/CVD 최종 관세 타임라인 및 전망

향후 AD/CVD 일정

4월 18일 관세 결정, 6월 최종 판결 및 관세 부과

향후 남아있는 AD/CVD 판결 중 태양광 산업에 가장 중요한 일정은 **4월 18일 미국 상무부의 관세율 결정**이다. 6월 USITC의 최종 판결은 관세율의 변화가 아니라 관세 적용 여부에 대한 판결이기에, 실질적인 영향을 가늠하는데 있어 가장 중요한 일정은 미국 상무부의 최종 판결이다. 이후 USITC의 최종 판결은 미국 상무부의 최종 판결 이후 45일 이내에 발표되어야 한다.

USITC(미국 국제거래위원회)의 최종 판결은 미국 상무부의 결정을 지지할 가능성이 높다. 과거 USITC는 미국 상무부의 결정을 뒤집어 관세를 무효화한 사례도 존재한다. 2018년 캐나다산 신문용지, 2024년 알루미늄 압출재 등 미국 산업에 해당 수입품들이 실질적인 피해를 주었다고 보기 어렵다는 판결이 났었다. 하지만 USITC는 과거 1,2차 태양광 AD/CVD에서도 미국 상무부의 결정을 지지했었고, 동남아 4개국의 수입 비중이 높아(70~80%) 미국 산업 내 미치는 영향이 크기에 이번에도 동일한 결정을 내릴 것으로 보인다.

그림 1. 3차 미국 태양광 AD/CVD 부과 타임라인



자료: trade.gov, 미래에셋증권 리서치센터

미국 상무부(DoC)와 USITC 최종판결의 차이

미국 상무부와 USITC(미국 국제거래위원회)의 AD/CVD 최종 판결은 목적이 다르다. 먼저 **상무부**는 수입 제품이 덤핑으로 얻는 수익과 보조금으로 얻는 부당 이익을 조사하여, **수입 제품의 최종 관세율을 결정**하는 데 있다. 주로, 데이터 중심의 경제적 분석에 기반한다. 반면, **USITC**는 **미국 국내 산업의 실질적 피해(material injury)가 발생한 이유가 수입품 때문이었는지의 여부를 판단**하여, 피해 인정(Positive) 또는 피해 부인(Negative)으로 판결한다. 이에 따라 관세가 최종적으로 부과될 수도, 취소될 수도 있다. 또한 USITC의 최종 결정에 따라 상무부의 최종 결정도 무산될 수 있다.

중국 태양광, 미국 수출 및 사업 지속 불가능

중국 기업들은 현재 예비심사에 발표된 관세 수준만으로도 가격 경쟁력을 잃었다고 판단한다. 그리고 트럼프 2기 정부에서 AD/CVD 최종판결은 관세가 추가 인상될 가능성이 높다고 전망한다. 이미 중국 기업들의 생산비용은 한화솔루션이나 First Solar 대비 약 15~20% 가까이 높은 것으로 추정하며, AD/CVD 추가 인상 가능성과 AMPC 수취 조건 강화 가능성까지 고려하면 중국이 미국 내에서 사업을 지속 영위하기 어려운 상황이다.

통계적으로는 최종 판결에서 관세 유지 또는 하향 가능성 높아

과거 경험상 최종 판결에서 AD/CVD 관세는 예비 판정과 유사한 수준 또는 소폭 하향해서 발표되는 경우가 많았다. AD/CVD 관세가 높게 책정되는 이유는 조사 대상이 비협조적이어서 투명한 조사가 어려운 경우가 많다. 하지만 예비 판정 이후, 조사에 조금 더 협조적으로 임하거나 추가적인 데이터 검증이 가능해졌다면 관세가 하향 조정된다. 반대로 관세가 상승하는 경우는 신규 데이터를 검증하는 과정에서 덤핑 또는 보조금이 추가로 발견되거나, 보조금 계산 방식 변경 등이 있다. 일반적으로 예비 심사 관세가 결정된 뒤, 기업들이 조사에 보다 적극적으로 임하며 관세가 하향되는 경우가 많다.

표 2. 과거 AD/CVD 예비판정 및 최종판결 변화

	1차 AD/CVD(2011~2012년)				2차 AD/CVD(2014~2015년)			
	AD		CVD		AD		CVD	
	하단	상단	하단	상단	하단	상단	하단	상단
예비 판정	31.14%	249.96%	2.90%	4.73%	9.67%	165.04%	20.94%	49.21%
최종 판결	18.32%	249.96%	14.78%	15.97%	4.53%	78.42%	19.62%	49.21%
변화	하향	유지	상향	상향	하향	하향	하향	유지

주: 하단은 최저 관세율, 상단은 최고 관세율을 의미
자료: trade.gov, 미래에셋증권 리서치센터

1차와 2차 AD/CVD 발표도 크게 다르지 않았다. 1차에서는 Trina Solar가 2차에서는 Canadian Solar가 미국 상무부 조사에 보다 적극적으로 임하며 AD 관세가 하향 조정되었다. 이는 AFA(Adverse Facts Available, 불리한 가용 정보) 적용 여부를 확인하면, 미국 상무부의 조사에 적극적으로 임했는지를 알 수 있다. AFA는 조사 대상 기업이 비협조적으로 임할 경우, 불리한 추정을 적용해 높은 관세율을 부과하는 제도다. 이번 2024년 발표되었던 예비 심사에서 AFA가 적용된 기업은 대표적으로 캄보디아의 Hounen Solar가 있다.

결론적으로 AD/CVD 예비 심사에 발표된 관세가 최종 판결에 큰 변동없이 적용되는 경우가 60~70%, 나머지 경우(30~40%)는 관세가 약 5~20% 정도 하향 조정되었다. 극단적으로는 50% 이상 하향 조정되는 경우도 존재했다.

과거 사례들과 다른 변수: 트럼프

하지만 과거 통계와는 달라질 수 있는 변수가 트럼프 대통령이다. 이번 트럼프 2기가 AD/CVD 최종 판결에서 관세를 높일 것으로 전망한다. 지난 2016년 오바마 정부에서 예비 심사를 했었고, 2017년 트럼프 정부가 최종 판결을 내린 AD/CVD 사례 3개 중 2개 제품군의 관세가 상향 조정되었다. 이번에도 2024년 바이든 정부가 예비 심사를 했고, 2025년 트럼프 정부가 최종 판결을 내린다는 점에서 상황이 동일하다. 게다가 보호무역 정책을 강하게 추진하고 있다는 정책적 맥락 역시 2017년과 유사한 상황이다. 특히나 중국과의 무역 전쟁이 격화되어가는 상황에서 관세를 낮춰줄 가능성은 높지 않다.

표 3. 과거 정권 교체 시, 예비심사 - 최종판결 AD/CVD 부과 사례

	절단 강판(Cut-to-Length Plate)			냉연 강판(Cold-Rolled Steel)			내식성 강판(Corrosion-Resistant Steel)		
	AD	CVD	AD+CVD	AD	CVD	AD+CVD	AD	CVD	AD+CVD
예비 판정(2016 오바마 정부)	130.2%	210.0%	340.2%	265.8%	256.4%	522.2%	210.0%	39.1%	249.0%
최종 판결(2017 트럼프 정부)	68.3%	251.0%	319.3%	522.2%	48.7%	570.9%	199.4%	241.1%	440.5%
변화	하향	상향	하향	상향	하향	상향	하향	상향	상향

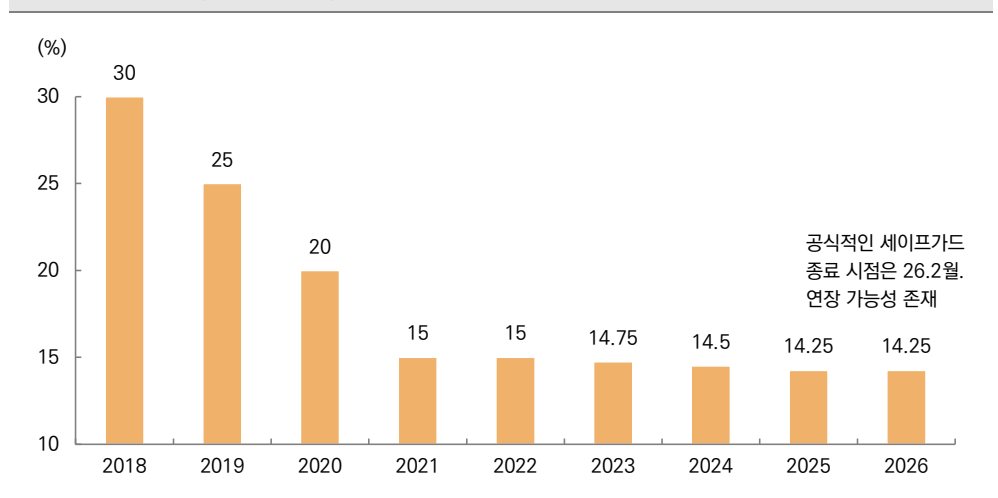
자료: trade.gov, 미래에셋증권 리서치센터

고려사항: 세이프가드 관세(Section 201)

세이프가드 관세는 트럼프 정부가 첫 임기때 도입한 관세로, 특정 수입품이 국내 산업에 심각한 피해를 입히거나 입힐 위험이 있다고 판단될 때 부과되는 일시적인 보호무역 조치다. 세이프가드 관세 적용 대상이 폴리실리콘 태양광 셀이기 때문에, 퍼스트솔라는 해당 관세 부과 대상이 아니다.

25년 7월까지 미국으로 수입되는 모든 폴리실리콘 태양광 셀/모듈에 14.25%의 관세가 매겨질 예정이다. 연간 관세 면제 쿼타(TRQ) 12.5GW가 있지만, 이미 24년 8월~12월에 수입된 물량이 25.2GW로 이를 초과했다. 따라서 쿼타가 재설정되는 26년 8월 1일까지는 세이프가드가 적용될 예정이다.

그림 2. 세이프가드(Section 201) 관세율 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

관세 인상에 따른 중국 기업 수익성 분석

이미 미국 내 중국의 가격 경쟁력은 약해졌다

당사는 중국 기업들의 태양광 모듈들 대부분이 이미 미국 내 가격 경쟁력을 잃었다고 판단한다. Trina Solar(베트남)를 예로 추정해보면, 현재 모듈 생산 비용은 약 31.5c/w다. 이는 한화솔루션(한국) 생산비용 대비 약 18.4%, 퍼스트솔라(미국) 생산비용 대비 약 17.1% 높은 수준이다(나머지 비용은 한화솔루션=Trina Solar 가정). 중국 기업들이 아무리 생산효율성이 더 좋아해도 쉽게 좁히기 어려운 비용 차이다.

게다가 AD/CVD가 70%/90%로 상승한다 가정하면, 한화솔루션과의 비용 차이는 18.4%에서 23.7%/30.5%까지 벌어진다. 그나마 관세 비용을 20%대로 받은 Jinko Solar의 말레이시아 셀 공장(7GW)은 관세 일부 인상에도 미국 수출이 가능할 것으로 전망한다.

그림 3. Trina Solar(베트남) 모듈 비용 추정

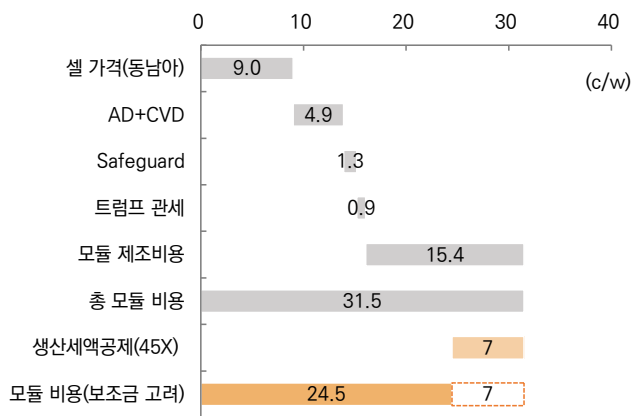
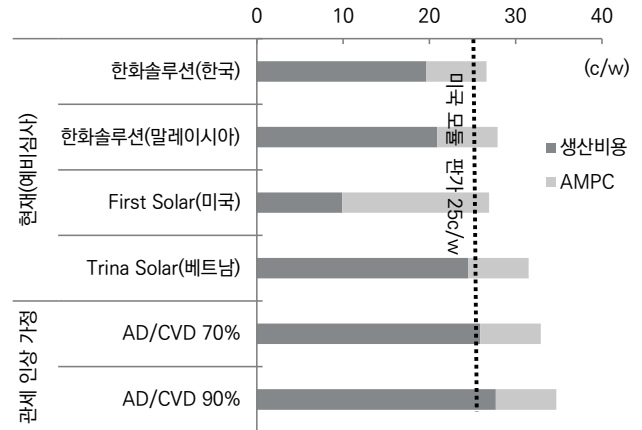


그림 4. AD/CVD 변화에 따른 모듈 생산비용 추정



주: AD/CVD 54.5%, 세이프가드 14.25%, 트럼프 보편관세 10% 가정
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

주1: 세이프가드 14.25%, 트럼프 보편관세 10%, AD/CVD는 한화솔루션-한국(0%), 한화솔루션-말레이시아(14.7%), First Solar-미국(0%), Trina Solar-베트남(54.5%) 가정
주2: 폴리실리콘 태양전지의 셀 가격 및 모듈 제조비용은 모두 동일하다고 가정
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

중국, AMPC 수취 어려워질 가능성 존재

트럼프 2기가 출범한지는 아직 3개월이 채 안되었기 때문에, 점차 중국 기업들에게는 불리한 법안들이 통과될 것으로 전망한다. 만약 AMPC 수취가 어려워진다면, 중국 기업들은 생산비용이 약 25~30%가 증가하는 것이 다름이 없으므로 미국 내 모듈 생산이 무의미해진다. 아직까지 추가적인 입법 단계를 거쳐야하나 중국 기업들이 45X 생산세액공제(AMPC)를 받는 조건을 강화하는 여러 법안들이 발의 중이다.

No Gotion Act는 중국 배터리 제조업체 Gotion의 공장 설립으로 IRA 세액공제를 수취하는 조건을 강화하기 위한 법안이다. 제한 대상이 중국, 러시아, 이란, 북한으로 광범위하며, 배터리뿐만 아니라 45X 생산세액공제를 받는 모든 산업에 해당된다. 현재 하원을 통과(3월)하여, 상원에서 심의 중인 상황이다. 이 전에는 물레나르 의원(공화당)과 골든 의원(민주당)이 발의한 초당 법안 H.J.Res.225도 있었는데, 중국 연계 기업(특히 중국 공산당)이 45X 세액공제를 받지 못하도록 규정을 강화하는 것이 목적이다.

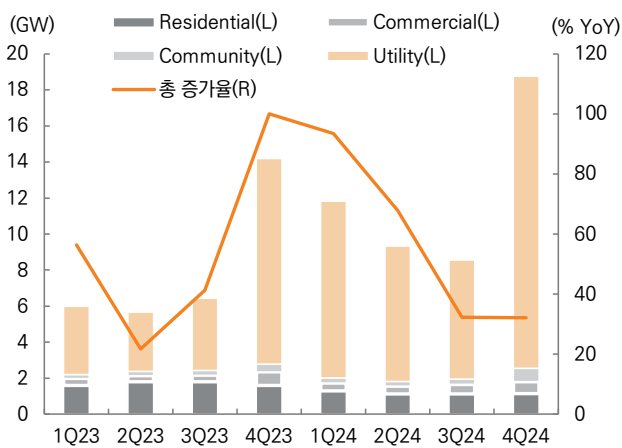
미국 태양광 시장

미국 태양광 수급 점검

미국 태양광 수요 소폭 둔화 전망

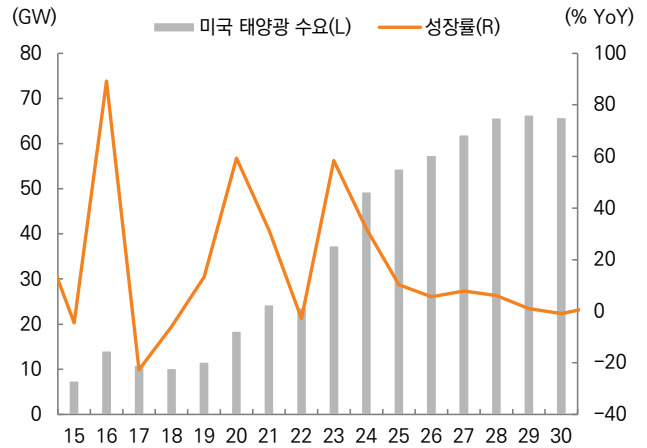
25년 미국 태양광 신규 설치량 수요는 약 50GW 수준으로 24년 설치량과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. BNEF에 따르면 미국은 24년에 신규 태양광을 49.4GW(+32% YoY) 설치했고, 25년에는 54.4GW(+10% YoY)를 설치할 것으로 전망했다. 하지만 공급 측면에서, 관세 부담으로 인해 중국 태양광 기업들의 수출량이 감소할 것이고, 수요 측면에서는 미국 모듈 가격 상승으로 수요 둔화가 나타날 수 있다. 이를 감안해 수요 전망치를 소폭 조정한 50GW를 전망한다.

그림 5. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기)



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 미국 태양광 설치량 전망(연간)



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

중국 외 기업들의 태양광 AMPC 삭감 가능성은 낮아져

미국 내 AMPC 삭감 가능성은 낮아졌기에, 미국 내 태양광 수요 전망치는 유지될 것으로 전망한다. BNEF에 따르면, 미국 청정 기술 제조 보조금 규모는 총 1,460억 달러이며, 그 중 약 400억 달러가 삭감 위험이 있다. 이는 주로 에너지부(DOE)의 저금리 대출, 보증 및 보조금 등과 관련이 있다.

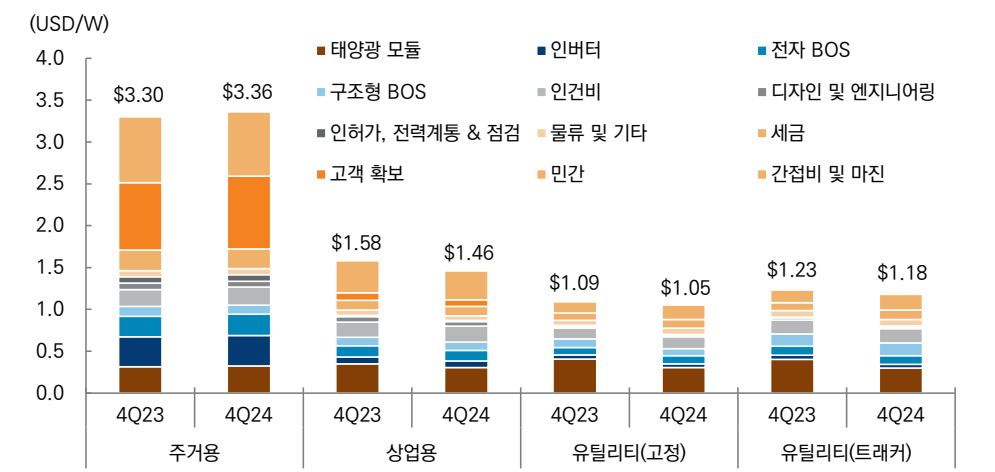
반면, 생산세액공제(AMPC)는 삭감될 가능성이 낮다고 예상한다. 이유는 1) 신규 재생에너지 및 배터리 공장의 80%가 공화당 다수 지역에 위치해 있고, 2) IRS의 관련 지침 발표로 법적 근거가 확립되었으며, 3) 생산 후 판매 시 자동 적용되는 시스템 덕분이다. 이제는 다소 안정화되어가는 상황으로 판단한다. 또한 위에서 언급한 것처럼, 중국의 AMPC 수취 조건을 강화하기 위한 법안이 추진 중이기에 국내 기업들은 영향이 없을 것으로 예상한다.

태양광 설치 비용 증가 폭은 미미

발전업자(디벨로퍼) 입장에서 태양광 설치 비용 내 모듈의 비중은 10~25% 수준으로, 모듈 가격이 5c/w 상승한다면 2~5% 수준의 비용 증가다. 물론 비용 증가로 인한 수요 감소 영향은 일부 있겠으나, 여전히 태양광이 LCOE나 설치 기간 측면에서 우위를 점하고 있기에 수요 감소 폭은 크지 않을 전망이다. 따라서 중국 태양광에 매겨지는 AD/CVD 관세 영향은 발전업자들의 태양광 설치 비용에 전가될 전망이다.

그리고 주거용 시장의 모듈 가격 상승세가 타 섹터보다 빠를 것으로 전망한다. 최근 주거용 시장은 TPO(Third Party Ownership)의 ITC 보너스 요건 충족과 NEM 3.0 부정적 영향 해소로 반등 전망이 나오는 상황이다. 게다가 주거용 쪽은 모듈 비중이 크지 않아(9.6%), 일부 가격의 상승은 용인될 가능성이 높다. 미국 주거용 시장의 시장 점유율을 30% 이상 보유한 한화솔루션이 수혜를 입을 가능성이 높다. 25년 주거용 시장은 5.2GW(+9% YoY)를 설치할 전망이다.

그림 7. 미국 섹터별 태양광 설치 비용



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

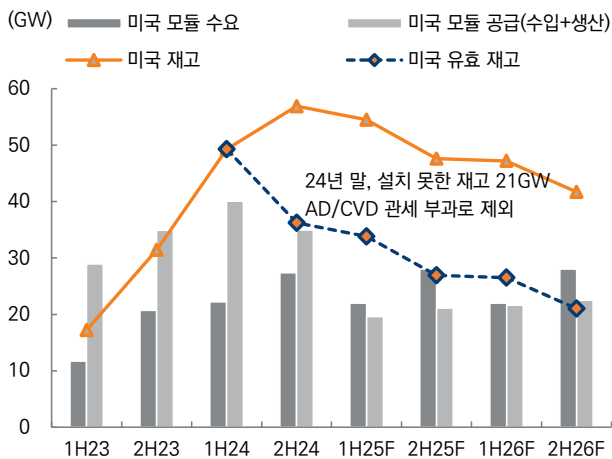
24년말 미국 모듈 유효 재고 36.2GW 추정

24년 말 미국 모듈 유효 재고는 36.2GW으로 추정하며, 25년 말에는 26.9GW까지 감소할 전망이다. 바이든 정부는 24년 12월 초까지 설치되지 못한 동남아 수입 재고는 AD/CVD가 부과될 것으로 발표했다. 따라서 23년 말 추정 재고(31.4GW)와 24년 동남아시아 모듈 수입량(37.5GW)의 70%가 설치되었다고 가정해, 나머지 설치되지 못한 30%(20.7GW)를 24년 말 유효 재고에서 제외했다. 동남아시아 태양광 수입 관세가 면제되기 시작한 이후, 24년 말 처음으로 미국 태양광 모듈 재고가 감소했을 것으로 추정한다. 25년에도 관세 재부과로 인한 수입량 감소 덕분에 재고 감소 추세는 이어질 전망이다.

미국 모듈 수요 가정: 24년 49.6GW, 25년 50GW, 26년 50GW 가정

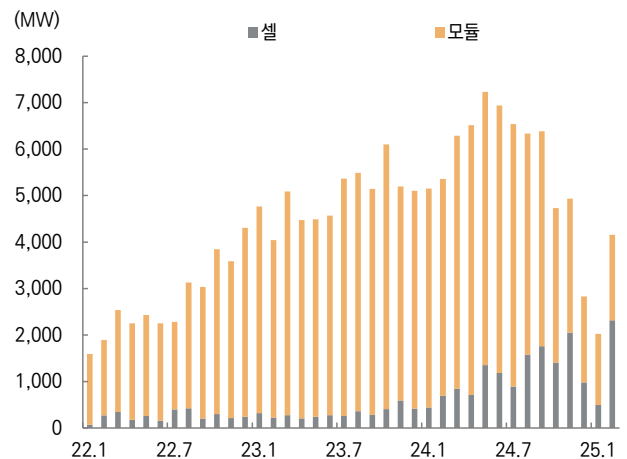
미국 태양광 셀/모듈 수입량 가정: 24년 69GW, 25년 32GW, 26년 32GW
(32GW = 퍼스트 솔라 10GW + 한화솔루션 8.4GW + 징코 솔라 7GW + 기타 7GW)

그림 8. 미국 태양광 모듈 재고 추정



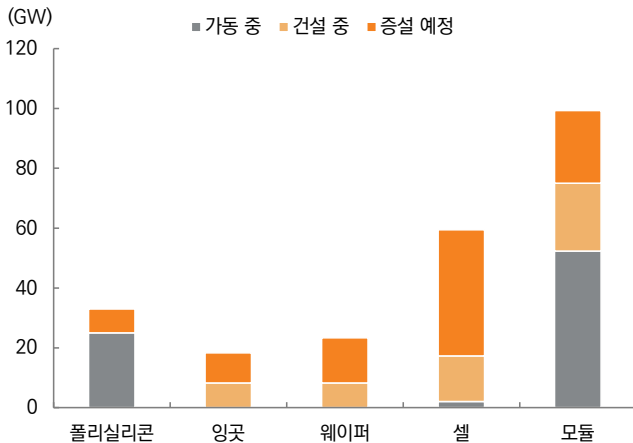
주: 미국 유효 재고 = 24년말 AD/CVD 관세 부과되는 모듈 제외한 가격 경쟁력 보유한 재고
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 미국 태양광 셀+모듈 수입량 추이



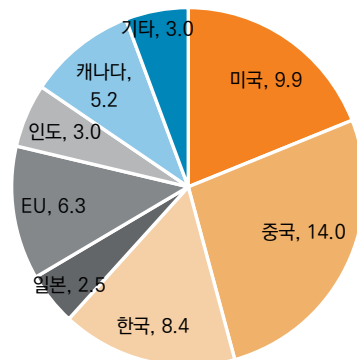
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 미국 태양광 밸류체인 현황



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 국가별 미국 내 태양광 모듈 공장 보유 생산능력(GW)



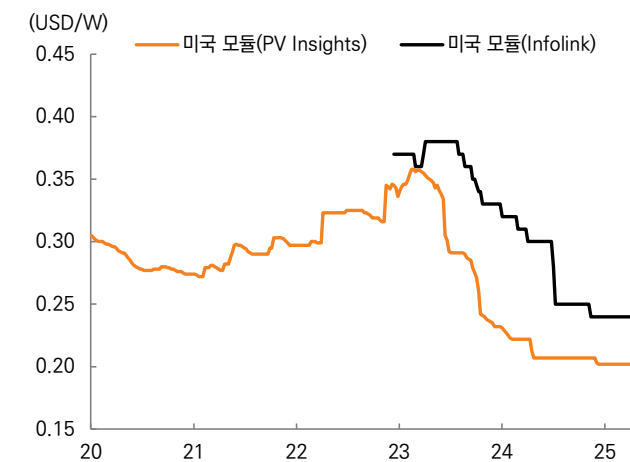
주: 25년 3월 기준. 총 52.3GW. 생산 중인 공장과 건설 중인 공장 포함
자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

미국 모듈 가격 전망

미국 모듈 가격은 25년 연말까지 5~7센트 상승한 30~32c/w 수준을 전망한다. 해당 가격 상승폭은 관세로 인한 비용 증가분이 그대로 전가된 수준이다. 이번 AD/CVD 최종 판결이 예비심사 관세가 그대로 유지되었을 때 5센트 수준의 상승을 전망하고, 만약 관세가 70% 수준까지 상향 된다면 7센트 상승을 전망한다. 이번 4월 18일 AD/CVD 최종 판결에서 관세가 얼마나 조정되는지가 가격 상승폭을 결정하는 가장 중요한 요인이 될 전망이다.

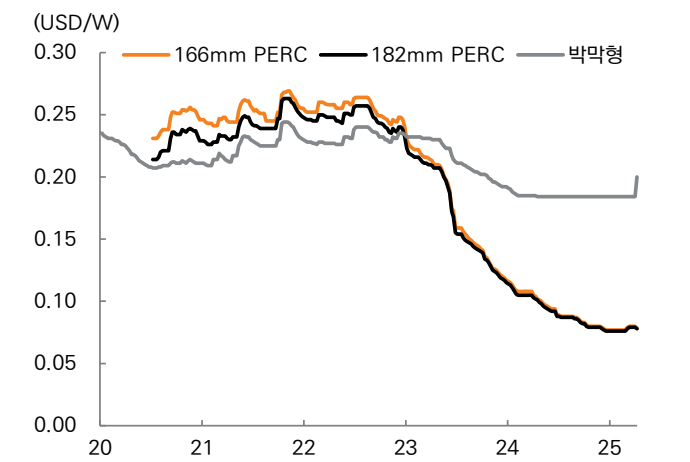
미국 태양광 시장은 AD/CVD 최종 판결이 나면, 가격 상승분을 일부 반영할 것으로 예상된다. 최근 퍼스트 솔라가 주로 생산하는 박막형 모듈의 가격은 트럼프 관세 인상을 반영하며 상승하는 모습을 보였다. 이처럼 시장 내에서는 관세가 확정되면 비용 증가분을 전가할 준비가 되어 있는 상황이다.

그림 12. 미국 모듈 가격 추이



자료: PV Insights, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 태양광 모듈 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix. 미국의 AD/CVD 과거 사례

1. 2012년: 1차 AD/CVD 부과

2011년 미국은 중국 태양광 패널에 대해 반덤핑/상계관세 조사를 시작했고, 2012년 10월, USITC(International Trade Commission; 국제무역위원회, 이하 ITC)는 처음으로 미국 태양광 산업이 중국 태양광 제품들의 덤핑으로 인해 물질적 타격을 입고 있다고 판결내렸다. 이에 따라 2012년 12월 7일부터 중국 태양광 셀에 대해 **34.3%~265.2%**의 관세를 부과했다.

표 4. 미국의 1차 AD/CVD 관세(2012년)

(%)

생산자	AD (A)	CVD (B)	합계 (A+B)
Trina Solar	18.32	15.97	34.29
Wuxi Suntech Power	29.14	14.78	43.92
Yingli, Canadian Solar, Hanwha, Jinko Solar, JingAo Solar 등 70여개 기업	24.48	15.24	39.72
나머지 중국 기업들	249.96	15.24	265.2

자료: Federal Register, 미래에셋증권 리서치센터

2014년 1월, 이에 대한 반격으로 중국 상무부는 미국산 폴리실리콘에 53.3~57%, 한국산 폴리실리콘에 대해 2.4~48.7%의 반덤핑 관세를 부과기로 했다. 한국산 폴리실리콘이 관세 리스트의 포함된 이유는 미국산 폴리실리콘만 특정해 관세를 부과할 경우, 미국 AD/CVD에 대한 보복성으로 비춰질 수 있기 때문으로 추측된다. 이로 인해 미국은 대상을 대만까지 확장해 AD/CVD를 부과하게 된다.

2. 2015년: 대만 우회수출까지 포함한 2차 AD/CVD 부과

2015년, 미국은 중국의 미국산 폴리실리콘 관세에 대한 재보복으로 대만 기업들까지 대상을 확대해 AD/CVD를 부과한다. 2012년 중국 기업들에 관세가 부과된 이후 중국 기업들이 생산기지를 대만으로 옮기자, 처음 반덤핑 조사를 요구했던 미국 태양광 기업인 SolarWorld가 다시 한번 추가 조사를 요청했다.

그 결과, 미국은 2015년 2월 18일부터 중국 태양광 기업들에 75.9%~203.5%, 대만 태양광 기업들에 11.5%~27.6%의 AD/CVD를 부과했다. 대만이 비교적 낮은 관세를 부과받은 이유는 1) 시장 경제 국가로 인정받아 실제 국내 판매 가격과 생산 비용을 기준으로 계산했으며, 2) 보조금 혐의에서 벗어난 점 때문(=CVD 0%)이다. 또한 중국과 달리 대만 기업들은 조사에 성실히 임하며 투명성을 보여준 노력이 반영되었다.

표 5. 미국의 2차 AD/CVD 관세(2015년)

(%)

국가	생산자	AD (A)	CVD (B)	합계 (A+B)
중국	Trina Solar	26.71	49.21	75.92
	Renesola, Jinko Solar	78.42	38.43	116.85
	Wuxi Suntech Power	52.13	27.64	79.77
	Yingli, Canadian Solar, JA Solar, Risen Energy 등 40여개 기업	52.13	38.43	90.56
	나머지 중국 기업들	165.04	38.43	203.47
대만	Gintech Energy	27.55	0	27.55
	Motech Industries	11.45	0	11.45
	나머지 대만 기업들	19.5	0	19.5

자료: Federal Register, 미래에셋증권 리서치센터

3. 2023년: 미국 동남아 5개 기업에 우회수출 판결

2023년 8월, 미국 상무부는 중국 부품을 사용해 동남아시아 4개국(캄보디아, 말레이시아, 태국, 베트남)에서 태양광 제품을 생산하는 5개 기업을 AD/CVD 우회 수출 기업으로 최종 판결했다. 이번 조사는 22년 2월, 미국 모듈 제조사인 Auxin Solar가 미국 상무부에 동남 아시아에서 생산된 태양광 제품이 중국산 부품을 이용해 AD/CVD를 회피하고 있다고 청원 해 시작되었다. 이에 따라 미국 상무부는 4개국 각각 2개 기업을 선정, 총 8개 기업에 대한 우회 수출 조사를 실시했다. 그리고 그 중 5개 기업(62.5%)은 해당 국가에서 단순 가공 만을 수행하기 때문에, 중국의 태양광 셀 및 모듈에 대한 우회 수출이라고 결론지었다.

표 6. 미국의 동남아시아 태양광 기업들에 대한 우회수출 여부 최종판결

국가	기업	우회 수출 여부
캄보디아	BYD Hong Kong	O
	New East Solar	O
말레이시아	Hanwha Q Cells	X
	Jinko Solar	X
태국	Canadian Solar	O
	Trina Solar	O
베트남	Boviet Solar	X
	Vina Solar	O

자료: 미국 상무부, 미래에셋증권 리서치센터

중국은 2010년대 중반부터 AD/CVD를 피하기 위해, 동남아시아 4개국(말레이시아, 태국, 베트남, 캄보디아)으로 우회해 태양광 제품을 수출하기 시작했다. 말레이시아에 신규 모듈 공장을 시작으로 태국, 베트남, 캄보디아에도 점차 공장들이 늘어났으며, 이후에는 좀 더 복잡한 공정인 셀, 웨이퍼 공장들도 들어서게 되었다.

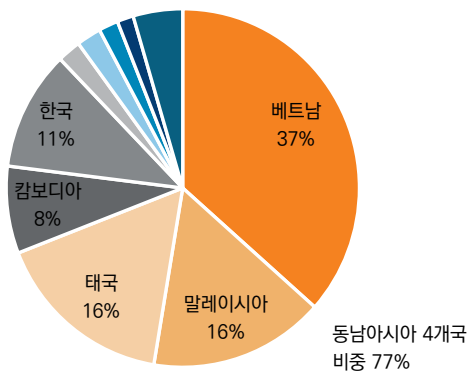
하지만 2018년 미국 상무부(Department of Commerce)는 중국 기업들이 동남아시아 국가들을 통해 AD/CVD를 회피하고 있다는 의혹을 제기했다. 그리고 2023년 8월, 미국 상무부는 Trina Solar, Vina Solar 등 총 5개 기업에 대해 우회 수출이라고 판결했다. 현재 동남아시아 국가들은 AD/CVD를 예치금 형태로 지불하면서 수출하는 중이며, 25년 6월 AD/CVD 최종판결 이후, 동남아시아 국가들도 정식으로 AD/CVD가 부과될 예정이다.

4. 2022년 ~ 2024년: 바이든 정부의 관세 면제

22년 3월부터 23년 8월까지 우회수출에 대한 조사는 지속되었지만, 이와 별개로 바이든 전 대통령은 동남아 국가들을 통해 수입하는 태양광 패널에 대해 22년~24년까지 총 2년간 AD/CVD를 면제했다. 미국이 동남아시아를 통해 수입하는 태양광 제품들이 대부분 중국산임을 알면서도 수입할 수밖에 없었던 이유는 이미 동남아 수입 의존도가 너무 높았기 때문이다. 22년 기준, 미국이 수입한 태양광 모듈의 77%는 동남아 4개국을 통해서 수입했다.

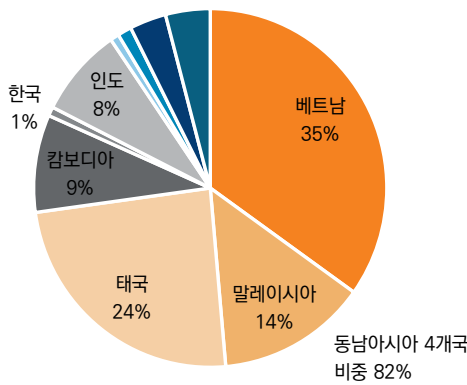
바이든 정부는 미국이 IRA 보조금을 통해 자국 내에 태양광 생산 시설을 리쇼어링하고, 공급망을 구축할 시간을 마련해야 했다. 따라서 미국 내 신재생에너지 발전을 성장시키기 위해 동남아시아 수입은 지속하되, 향후 준비가 되면 동남아시아 물량을 점진적으로 막겠다는 계획이었을 것으로 보인다. 그렇기 때문에 아직 미국 내 생산 시설이 갖춰지지 않았던 23년 8월에는, AD/CVD 우회수출 기업으로 최종 판결이 된 5개 기업들도 24년 6월까지지는 실질적인 관세 부과가 없었다.

그림 14. 2022년 미국 태양광 모듈 수입 국가별 비중



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 2024년 미국 태양광 모듈 수입 국가별 비중



자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

5. 2025년: 3차 AD/CVD 부과 예정(진행 중)

24년 6월 바이든 정부의 동남아시아 4개국에 대한 AD/CVD 관세 면제 기간이 종료되며, 다시 한번 동남아시아 AD/CVD 관세율을 정하기 위한 3차 조사가 진행 중이다. 24년 5월에 조사가 시작되었으며, 24년 말에는 미국 상무부의 AD/CVD 예비 판정이 발표되었다. 예비 판정에서는 AD/CVD가 21.3%~271.3%(한화솔루션은 0%로 제외)가 부과되었다. 1,2차 AD/CVD 대비 상단은 높아졌으나, 주요 수출 기업들인 Jinko Solar(56.5%), JA Solar(53.3%), Trina Solar(77.9%)는 관세율이 상대적으로 낮은 편이며, 여전히 수출할만한 상황으로 추정한다.

표 7. 미국의 3차 AD/CVD 예비판정 (%)

국가	생산자	AD (A)	CVD (B)	합계 (A+B)
캄보디아	Hounen Solar	117.12	8.25	125.37
	Solar Long PV Tech	117.12	8.25	125.37
	나머지 캄보디아 기업들	117.12	8.25	125.37
말레이시아	Hanwha Q Cells Malaysia	0	0	0
	Jinko Solar	17.84	3.47	21.31
	Baojia, CRC, Lynter, Mega PP	81.24	0	81.24
	나머지 말레이시아 기업들	17.84	3.47	21.31
태국	Trina Solar	77.71	0.14	77.85
	Sunshine Electrical Energy	120.16	34.52	154.68
	Taihua New Energy	120.16	34.52	154.68
	나머지 태국 기업들	57.66	20.19	77.85
베트남	JA Solar	53.19	0.11	53.3
	Jinko Solar	56.4	0.11	56.51
	Boviet Solar	54.46	0	54.46
	Blue Moon Vina, Elite Solar, Letsolar, Mecen Solar, Nexuns, Trina Solar, Vietnergy, Vietnam Sunergy	54.35	0.11	54.46
	나머지 베트남 기업들	271.28	0	271.28

주: 11월 말에 발표되었던 Dumping Margin을 합계(AD+CVD)로 기재. Cash Deposit을 AD로 기재
 자료: trade.gov, 미래에셋증권 리서치센터

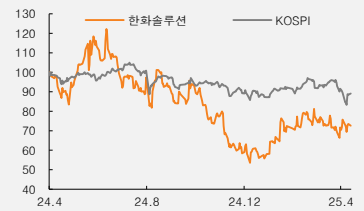
특히 4개국 중에서는 말레이시아의 범용 관세(21.3%)가 상대적으로 낮다. 아마도 바이든 정부의 목적은 베트남(271.3%), 캄보디아(125.4%), 태국(77.9%) 등의 수입 물량은 줄이고, 말레이시아만 열어두려고 했을 가능성도 존재한다. 따라서 말레이시아의 관세가 트럼프 정부에서 어떻게 조정될지가 관건이 될 것으로 보인다.

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 29,000원
현재주가(25/4/14)	20,150원
상승여력	43.9%

영업이익(25F, 십억원)	661
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	583
EPS 성장률(25F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.6
P/E(25F, x)	12.9
MKT P/E(25F, x)	8.8
KOSPI	2,455.89
시가총액(십억원)	3,464
발행주식수(백만주)	172
유동주식비율(%)	61.1
외국인 보유비중(%)	13.8
베타(12M) 일간수익률	0.89
52주 최저가(원)	14,860
52주 최고가(원)	33,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.0	-12.8	-21.6
상대주가	4.5	-6.8	-14.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

009830 · 화학

한화솔루션

AD/CVD 관세 부과 최대 수혜주

목표주가 2.9만원으로 상향. 매수 의견 유지. 섹터 Top Pick 제시

한화솔루션의 목표주가를 2.6만원에서 2.9만원으로 상향 조정하며, 섹터 내 Top Pick으로 제시한다. 미국 모듈 가격 상승 반영 및 미국 신규 셀/웨이퍼 공장 증설로 인한 수익성 개선으로 실적 전망치를 상향 조정했다. 투자포인트는 1) AD/CVD 관세 부과로 미국 모듈 가격 상승, 2) 사업 다변화(발전자산매각 등)를 통한 기초체력 향상, 3) 유상증자 가능성 축소다. 중국 수입량 급감으로 인한 미국 내 모듈 가격 상승의 대표 수혜주는 한화솔루션이다. 점차 개선되는 재무구조를 기대하며, 적극 매수해야하는 구간이라고 판단한다.

1Q25 Preview: 예상보다 선방할 수익성

동사의 1Q25 영업이익은 119억원으로 컨센서스(-534억원)를 상회할 전망이다. 실적 서프라이즈를 전망하는 이유는 시장 우려 대비 모듈 수익성의 하락 폭이 제한적이기 때문이다. 동사의 현재 판매가는 생산 원가 수준으로, 생산량 증감으로 인한 실적 변동폭이 크지 않은 상황으로 추정한다. 따라서 1Q25 모듈 출하량은 약 1.8GW로 -40% QoQ를 예상하지만, 신재생에너지 사업 부문은 535억원으로 전분기 606억원 대비 감소 폭은 미미할 전망이다. 세부적으로는 모듈 및 기타 -1,641억원, 발전사업매각 및 EPC 255억원, AMPC 1,922억원을 예상한다.

유상증자 가능성이 낮은 3가지 이유

- ① **유상증자를 경계하는 시장 분위기:** 이미 계열사가 유상증자를 추진하며 시장 분위기가 우호적이지 않다. 최근 거래소의 스탠스나 그룹 이미지의 추가 손상까지 감안하면, 동사의 유상증자까지 진행하는 리스크를 질 이유는 없다.
- ② **낮은 그룹 내 자금 우선순위:** 현재 한화 그룹은 방산 사업 확장을 위한 대규모 투자 중이다. 지주사 입장에서는 이미 계열사 유상증자로 인해 보유한 현금성 자산 수준을 넘어서는 자금 투입이 예상되는데, 추가적인 유상증자를 고려하기는 어렵다.
- ③ **CAPEX 감소 중:** 동사의 핵심 투자였던 미국 셀/웨이퍼 공장 투자가 25년 중순으로 종료된다. 25년 CAPEX가 전년대비 줄어드는 상황에서 유상증자의 명분이 없다. 25년 하반기부터는 현금 흐름이 개선될 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	13,079	12,394	14,594	14,725	14,770
영업이익 (십억원)	579	-300	661	930	891
영업이익률 (%)	4.4	-2.4	4.5	6.3	6.0
순이익 (십억원)	-141	-1,404	273	453	432
EPS (원)	-795	-8,050	1,567	2,599	2,476
ROE (%)	-1.7	-16.0	2.9	4.6	4.2
P/E (배)	-	-	12.9	7.8	8.1
P/B (배)	0.8	0.3	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.8	1.9	1.5	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 한화솔루션 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	합계	2,353.4	2,651.8	2,745.9	4,642.9	2,945.7	3,411.3	3,910.1	4,326.5	12,394.0	14,593.8	14,724.9
	신재생에너지	764.1	980.2	1,152.5	2,869.0	1,289.9	1,756.1	2,295.3	2,700.5	5,765.8	8,041.9	8,404.2
	케미칼	1,222.3	1,222.4	1,188.6	1,183.9	1,256.2	1,239.3	1,210.2	1,208.5	4,817.2	4,914.3	4,683.0
	첨단소재	249.6	265.9	254.6	267.5	249.6	265.9	254.6	267.5	1,037.6	1,037.6	1,037.6
	기타	117.4	183.3	150.2	322.5	150.0	150.0	150.0	150.0	773.4	600.0	600.0
영업이익	합계	-214.8	-112.3	-80.3	107.0	11.9	118.3	263.8	266.7	-300.4	660.6	930.0
	신재생에너지	-185.3	-91.8	-41.0	60.6	53.5	136.0	266.2	326.5	-257.5	782.2	994.2
	케미칼	-18.9	-17.4	-31.0	-54.2	-31.6	-8.1	7.5	-39.5	-121.5	-71.6	-14.2
	첨단소재	10.6	9.0	6.1	-2.2	5.0	5.3	5.1	-5.4	23.5	10.1	10.1
	기타	-21.2	-12.1	-14.4	102.8	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	55.1	-60.0	-60.0
세전이익		-517.5	-172.9	-370.4	-363.0	-48.5	58.8	194.1	196.1	-1,423.7	400.7	664.5
당기순이익(지배)		-459.1	-366.7	-400.5	-178.1	-33.1	40.2	132.5	133.8	-1,404.4	273.4	453.4

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

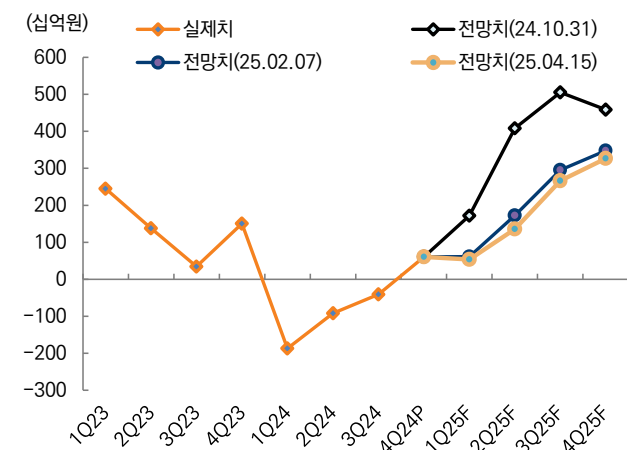
표 9. 한화솔루션 SOTP 밸류에이션

(십억원, 백만주, 원, %)

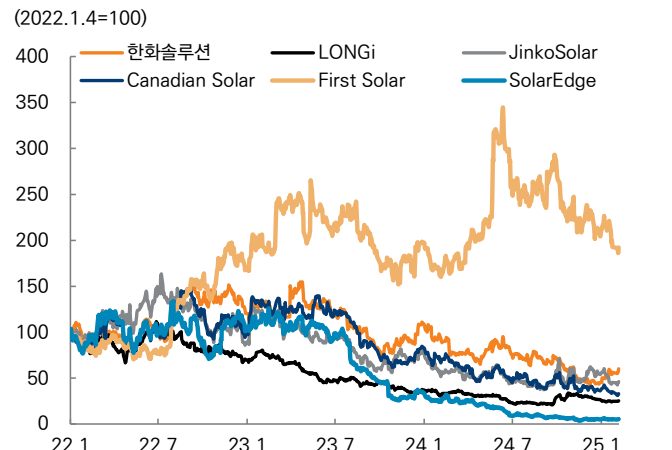
	12MF EBITDA	target EV/EBITDA(x)	FV	
신재생에너지	1,849.8	7.1	13,133.4	국내외 Peer(First Solar, Jinko Solar, Longi 등) 12MF EV/EBITDA 평균
케미칼	373.7	6.0	2,242.3	국내 Peer(LG화학, 롯데케미칼 등) 12MF EV/EBITDA 평균
첨단소재	77.4	6.7	522.1	국내외 Peer(효성첨단소재, Sumitomo 등) 12MF EV/EBITDA 평균
관계기업			110.3	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
계			16,008.0	
순차입금			11,000.0	차입금 12.5조 - 현금 1.5조(1Q26 전망)
우선주 시가총액			45.4	
Equity Value			4,962.7	
주식수(백만주)			171.9	
목표가			28,871	목표주가 2.9만원 산출

그림 16. 한화솔루션 신재생에너지 부문 영업이익 전망

그림 17. 글로벌 태양광 Peer 상대주가 추이

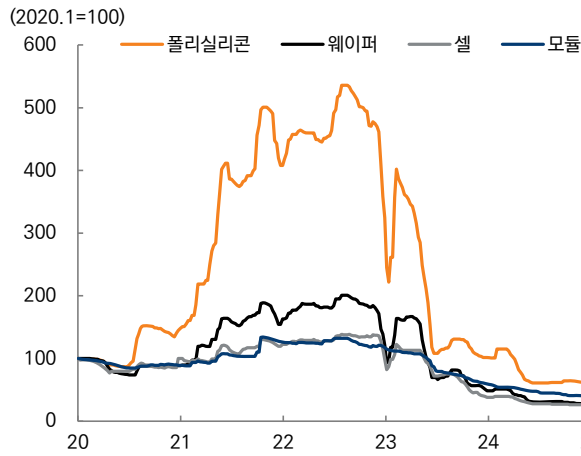


자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터



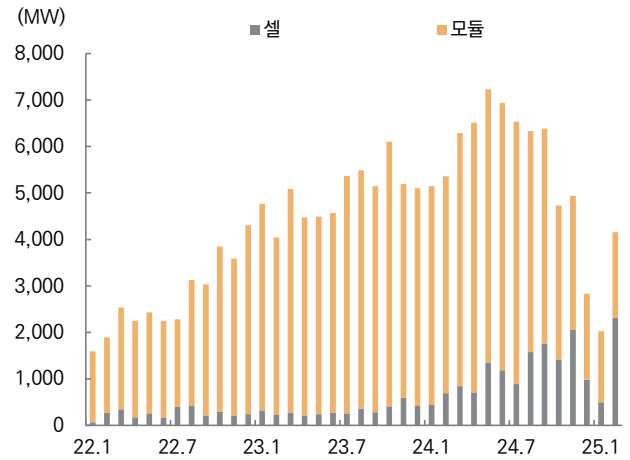
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



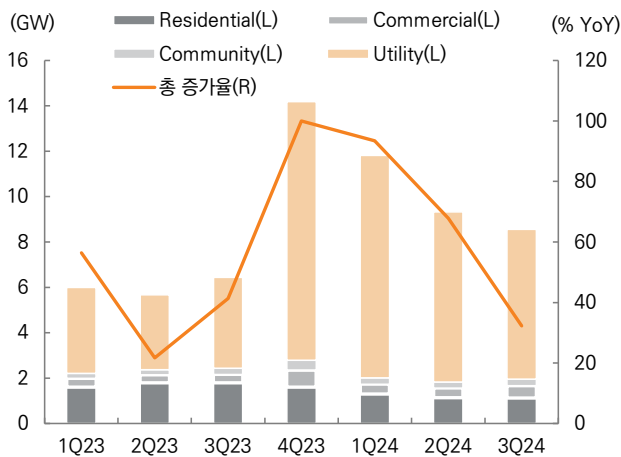
자료: PV Insight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 미국 셀/모듈 수입량 추이



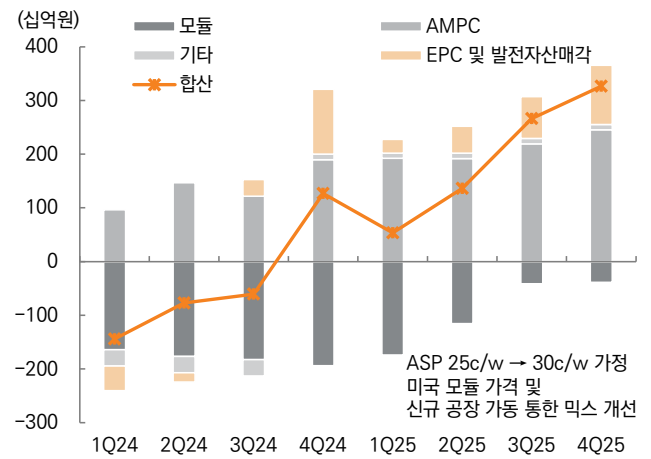
자료: USITC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 미국 섹터별 태양광 설치량 추이(분기별)



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 신재생에너지 부문 영업이익 세부 사항 추정



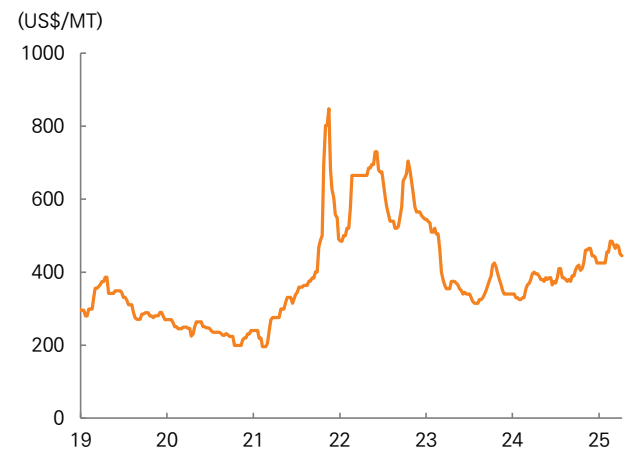
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. PVC 스프레드 추이



자료: 씨스켈, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 가성소다 가격 추이



자료: 씨스켈, 미래에셋증권 리서치센터

한화솔루션 (009830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	12,394	14,594	14,725	14,770
매출원가	11,008	12,163	11,936	12,020
매출총이익	1,386	2,431	2,789	2,750
판매비와관리비	1,686	1,770	1,859	1,859
조정영업이익	-300	661	930	891
영업이익	-300	661	930	891
비영업손익	-1,124	-260	-266	-258
금융손익	-445	-263	-269	-262
관계기업등 투자손익	-327	0	0	0
세전계속사업손익	-1,424	401	664	633
계속사업법인세비용	-316	88	146	139
계속사업이익	-1,109	313	518	494
중단사업이익	-260	0	0	0
당기순이익	-1,369	313	518	494
지배주주	-1,404	273	453	432
비지배주주	35	39	65	62
총포괄이익	757	313	518	494
지배주주	648	309	512	487
비지배주주	109	4	7	6
EBITDA	415	1,526	1,858	1,851
FCF	-2,759	43	530	463
EBITDA 마진율 (%)	3.3	10.5	12.6	12.5
영업이익률 (%)	-2.4	4.5	6.3	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.3	1.9	3.1	2.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	638	2,043	1,730	1,663
당기순이익	-1,369	313	518	494
비현금수익비용가감	1,953	1,172	1,298	1,317
유형자산감가상각비	649	803	873	911
무형자산상각비	66	62	55	49
기타	1,238	307	370	357
영업활동으로인한자산및부채의변동	84	651	65	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-274	427	260	-10
재고자산 감소(증가)	-474	796	479	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	688	-426	-302	12
법인세납부	-72	-88	-146	-139
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,287	-1,834	-989	-1,077
유형자산처분(취득)	-3,344	-2,000	-1,200	-1,200
무형자산감소(증가)	-21	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	33	83	-3
기타투자활동	185	133	128	126
재무활동으로 인한 현금흐름	2,676	-405	-415	-890
장단기금융부채의 증가(감소)	3,485	-7	-17	-499
자본의 증가(감소)	66	0	0	0
배당금의 지급	-138	-52	-52	-52
기타재무활동	-737	-346	-346	-339
현금의 증가	226	28	973	-329
기초현금	1,958	2,184	2,212	3,185
기말현금	2,184	2,212	3,185	2,856

자료: 한화솔루션, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,883	9,646	9,776	9,481
현금 및 현금성자산	2,184	2,212	3,185	2,856
매출채권 및 기타채권	2,722	2,273	1,958	1,971
재고자산	4,258	3,461	2,983	3,002
기타유동자산	1,719	1,700	1,650	1,652
비유동자산	19,154	20,020	19,611	19,878
관계기업투자등	4,930	4,675	4,029	4,055
유형자산	10,727	11,924	12,251	12,540
무형자산	1,756	1,693	1,638	1,589
자산총계	30,037	29,665	29,387	29,359
유동부채	11,708	11,152	10,525	10,050
매입채무 및 기타채무	2,923	2,497	2,195	2,207
단기금융부채	6,425	6,419	6,402	5,903
기타유동부채	2,360	2,236	1,928	1,940
비유동부채	7,722	7,676	7,560	7,564
장기금융부채	6,833	6,833	6,833	6,833
기타비유동부채	889	843	727	731
부채총계	19,430	18,829	18,084	17,614
지배주주지분	9,450	9,640	10,042	10,422
자본금	889	889	889	889
자본잉여금	1,562	1,562	1,562	1,562
이익잉여금	4,132	4,354	4,756	5,136
비지배주주지분	1,157	1,196	1,261	1,323
자본총계	10,607	10,836	11,303	11,745

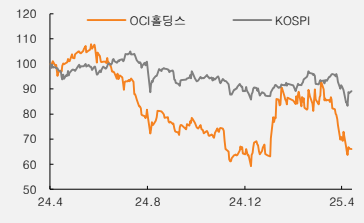
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	-	12.9	7.8	8.1
P/CF (x)	4.8	2.4	1.9	1.9
P/B (x)	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	35.3	10.1	7.8	7.8
EPS (원)	-8,050	1,567	2,599	2,476
CFPS (원)	3,346	8,512	10,413	10,376
BPS (원)	54,793	55,885	58,187	60,366
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	-3.7	16.3	9.8	10.3
배당수익률 (%)	1.9	1.6	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	-5.2	17.7	0.9	0.3
EBITDA증가율 (%)	-66.9	267.6	21.7	-0.3
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	40.8	-4.1
EPS증가율 (%)	적지	흑전	65.8	-4.7
매출채권 회전율 (회)	5.7	7.0	8.4	9.1
재고자산 회전율 (회)	3.2	3.8	4.6	4.9
매입채무 회전율 (회)	5.0	5.1	5.9	6.4
ROA (%)	-5.0	1.0	1.8	1.7
ROE (%)	-16.0	2.9	4.6	4.2
ROIC (%)	-1.6	3.0	4.1	4.1
부채비율 (%)	183.2	173.8	160.0	150.0
유동비율 (%)	93.0	86.5	92.9	94.3
순차입금/자기자본 (%)	100.9	98.6	86.2	81.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	1.8	2.5	2.5

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 93,000원
현재주가(25/4/14)	61,200원
상승여력	52.0%

영업이익(25F, 십억원)	260
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	289
EPS 성장률(25F, %)	108.7
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.6
P/E(25F, x)	5.9
MKT P/E(25F, x)	8.8
KOSPI	2,455.89
시가총액(십억원)	1,151
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	19.4
베타(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	54,900
52주 최고가(원)	100,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.8	-9.6	-31.7
상대주가	-19.4	-3.4	-25.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeeasset.com

OCI홀딩스

아직은 움츠려야할 때

목표주가 9.3만원으로 하향. 매수 의견 유지

OCI홀딩스의 목표주가를 10만원에서 9.3만원으로 하향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 하향 요인은 동사의 가동률이 빠른 회복이 어려워보이기 때문에, 실적 전망치를 하향 조정했기 때문이다. AD/CVD 관세 강화에 따라 동사의 폴리실리콘을 구매해야하는 중국 기업들의 수출 경쟁력이 약화될 것으로 예상된다.

하지만 타 폴리실리콘 피어들 대비해서는 여전히 견조한 실적을 기록하고 있는 점과, 역사적 저점을 기록 중인 밸류에이션(12MF PBR 0.27배) 등을 고려하면 추후 개선되는 실적을 바라보며 매수 의견을 유지한다.

1Q25 Preview: 아직은 추운 겨울

동사의 1Q25 영업이익은 350억원으로 컨센서스를 13% 하회할 전망이다. OCITS (폴리실리콘)는 전분기 정기보수 시즌을 지나 가동률이 70~80% 수준으로 회복했지만, 판매량은 전분기와 유사한 수준인 3,000~3,500톤 수준으로 크게 증가하지 못했다. 최근 말레이시아 수출입 데이터에 따르면 판가 역시 18달러 이하로 하락한 것으로 파악되고 있어, 실적의 큰 폭 반등은 어려워 보인다.

긍정적인 점은 전분기 재고평가손실의 환입과 고정비 효과 절감이 있어 OCITS의 수익성이 전분기 대비 개선된다는 점이다. 도시개발사업(DCRE)은 본격적인 분양을 앞두고 선비용 지출이 있어 적자가 예상되나, 2분기부터 점차 수익성이 개선될 전망이다.

점차 회복할 가동률

당장 AD/CVD 관세 부과가 동사에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보이지는 않지만, 여전히 동사의 폴리실리콘은 수요가 있다. 총 3.5만 톤의 폴리실리콘 생산능력 중에서 1) 25년 중순 가동하는 한화솔루션 신규 공장 물량 1만톤, 2) 26년 가동하는 동사의 신규 셀 공장 7천톤, 3) 말레이시아 내 중국 태양광 기업들(ex. Jinko Solar)의 수요 등으로 26년까지 동사의 가동률은 최소 60~70%까지는 회복할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,650	3,577	3,878	4,889	5,559
영업이익 (십억원)	531	102	260	671	907
영업이익률 (%)	20.0	2.9	6.7	13.7	16.3
순이익 (십억원)	714	98	197	490	674
EPS (원)	36,002	5,005	10,443	26,502	37,027
ROE (%)	18.7	2.5	4.9	11.4	13.9
P/E (배)	2.9	11.7	5.9	2.3	1.7
P/B (배)	0.6	0.3	0.3	0.2	0.2
배당수익률 (%)	3.1	3.7	6.5	-	-

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

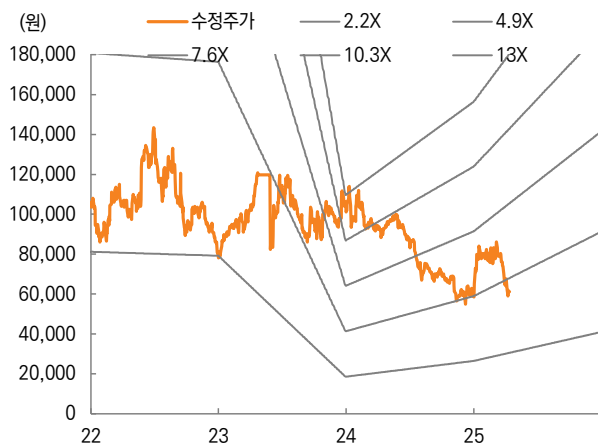
표 10. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	865.0	949.9	908.9	853.9	957.8	940.0	1,039.5	941.2	3,577.7	3,878.5	4,889.3
	OCITS(Polysilicon)	161.2	176.0	65.0	95.0	85.4	102.3	118.7	135.8	497.2	442.2	834.2
	OCI SE + E	143.7	119.0	153.0	111.0	148.9	148.9	189.2	180.2	526.7	667.3	1,399.4
	OCI	540.0	566.0	589.0	519.8	519.4	477.0	511.8	425.2	2,214.8	1,933.4	1,855.6
	DCRE	150.6	107.0	124.0	151.0	154.0	161.7	169.8	150.0	532.6	635.5	600.0
	기타	60.2	-18.1	-22.1	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	70.0	200.0	200.0
영업이익	전체	99.5	89.6	20.5	-107.8	35.0	41.7	84.5	98.4	101.8	259.6	671.0
	OCITS(Polysilicon)	37.4	56.0	6.0	-27.0	11.4	16.5	27.8	40.2	72.4	95.9	266.6
	OCI SE + E	19.8	3.0	32.0	-14.0	19.2	12.5	30.4	24.8	40.8	86.9	306.1
	OCI	39.0	34.0	18.0	20.4	21.3	19.9	21.2	15.8	111.4	78.2	77.4
	DCRE	20.1	10.0	-32.0	-140.0	-7.7	4.9	8.5	10.5	-141.9	16.1	30.0
	기타	-9.1	-12.1	-3.5	52.8	-9.1	-12.1	-3.5	7.0	28.1	-17.7	-9.1
세전이익		209.9	91.2	-22.1	-103.3	37.6	43.6	84.2	96.0	175.6	261.4	651.5
순이익(지배)		175.0	16.5	-21.2	-72.6	28.3	32.8	63.4	72.3	97.7	196.8	490.5

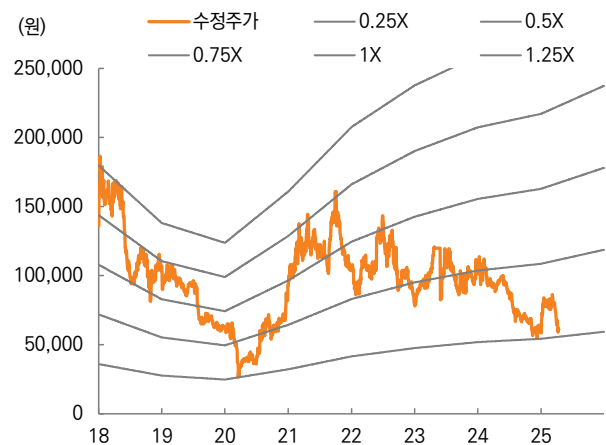
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



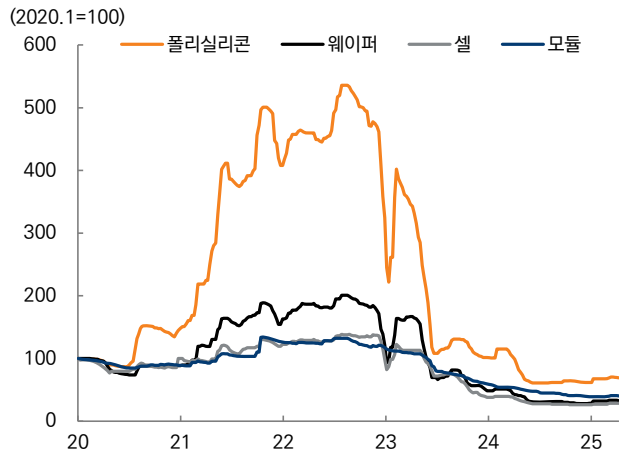
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 밸류에이션

구분	가치	비고
12MF 순이익(십억원)	293	사업회사 OCI 실적은 20%만 반영 피어 밸류에이션 10배에 디스카운트 40% 적용
Target PER	6.0	
기업가치(십억원)	1,757	
주식수(백만주)	18.8	
목표주가(원)	93,405	목표주가 9.3만원 산출
현재주가(원)	61,200	
과리율(%)	52.6	

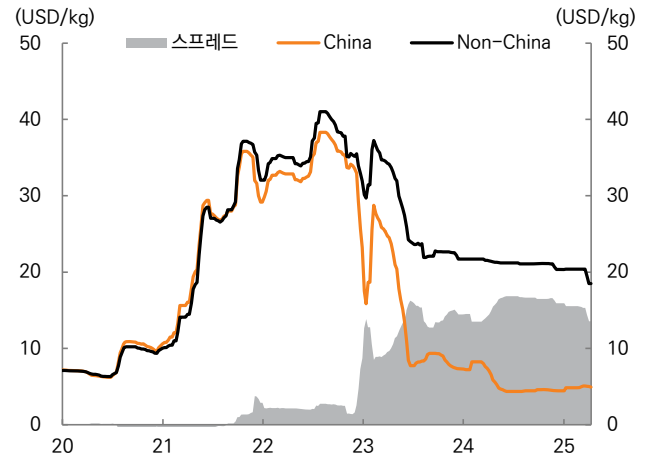
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



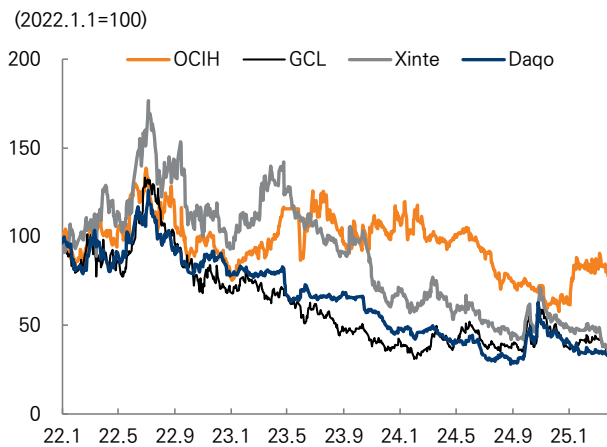
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



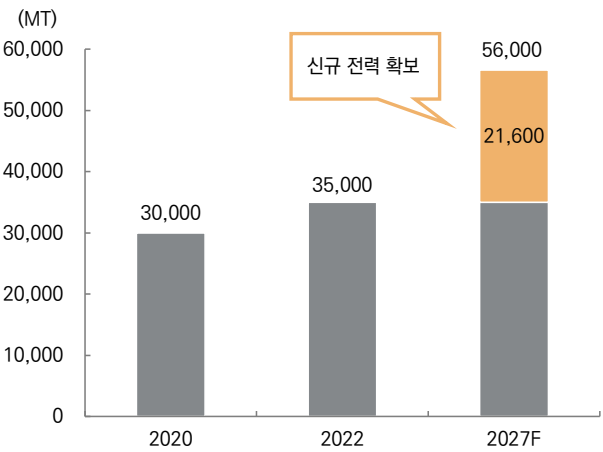
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



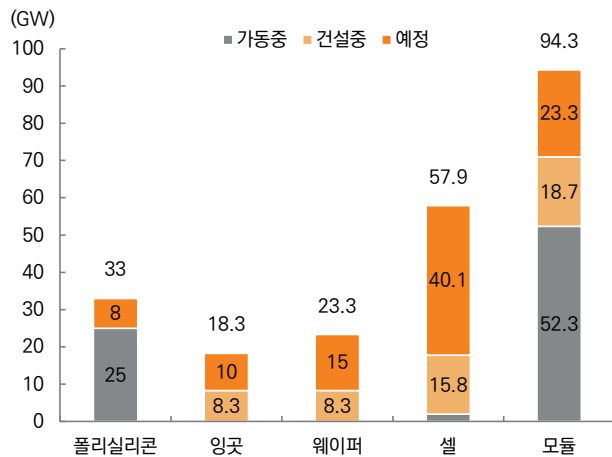
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. OCI홀딩스 폴리실리콘 증설 계획



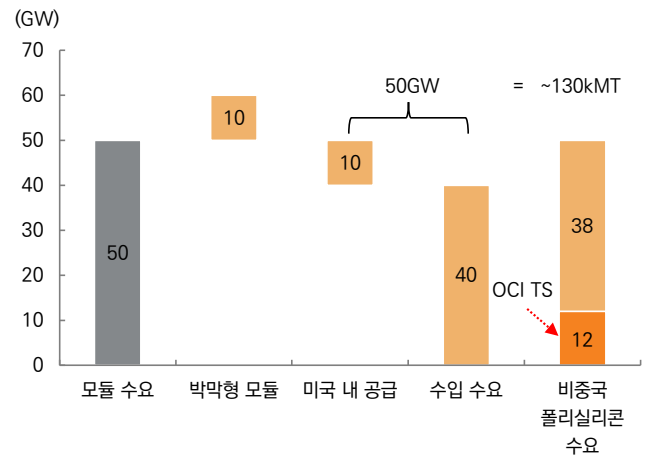
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 미국 태양광 밸류체인별 생산능력



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 미국 태양광 모듈 수요 및 공급 전망('25)



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,577	3,878	4,889	5,559
매출원가	3,116	3,259	3,859	4,292
매출총이익	461	619	1,030	1,267
판매비와관리비	360	360	360	360
조정영업이익	102	260	671	907
영업이익	102	260	671	907
비영업손익	74	1	-20	-11
금융손익	32	2	-20	-11
관계기업등 투자손익	20	0	0	0
세전계속사업손익	176	261	651	896
계속사업법인세비용	62	39	98	134
계속사업이익	114	222	554	762
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	114	222	554	762
지배주주	98	197	490	674
비지배주주	16	25	63	87
총포괄이익	404	222	554	762
지배주주	381	337	840	1,155
비지배주주	23	-115	-286	-393
EBITDA	296	500	965	1,215
FCF	-240	-440	251	480
EBITDA 마진율 (%)	8.3	12.9	19.7	21.9
영업이익률 (%)	2.9	6.7	13.7	16.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	5.1	10.0	12.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,763	4,531	4,981	5,824
현금 및 현금성자산	1,143	555	537	1,023
매출채권 및 기타채권	812	895	1,067	1,132
재고자산	2,345	2,585	2,843	3,128
기타유동자산	463	496	534	541
비유동자산	3,330	3,831	4,362	4,440
관계기업투자등	378	416	574	610
유형자산	2,374	2,863	3,252	3,312
무형자산	155	126	103	85
자산총계	8,094	8,362	9,343	10,264
유동부채	1,901	1,986	2,331	2,408
매입채무 및 기타채무	596	657	907	962
단기금융부채	1,083	1,084	1,087	1,088
기타유동부채	222	245	337	358
비유동부채	1,357	1,402	1,588	1,629
장기금융부채	913	913	913	913
기타비유동부채	444	489	675	716
부채총계	3,258	3,388	3,919	4,037
지배주주지분	3,980	4,092	4,479	5,195
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,667	4,054	4,770
비지배주주지분	856	882	945	1,032
자본총계	4,836	4,974	5,424	6,227

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	116	260	911	830
당기순이익	114	222	554	762
비현금수익비용가감	241	277	411	454
유형자산감가상각비	164	211	271	290
무형자산상각비	31	29	23	18
기타	46	37	117	146
영업활동으로인한자산및부채의변동	-250	-202	63	-240
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-42	-173	-38
재고자산 감소(증가)	-243	-240	-258	-284
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	42	172	38
법인세납부	-1	-39	-98	-134
투자활동으로 인한 현금흐름	-108	-727	-670	-352
유형자산처분(취득)	-355	-700	-660	-350
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-77	-27	-10	-2
기타투자활동	328	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-71	-101	42
장단기금융부채의 증가(감소)	529	1	3	1
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-78	-41	-74	42
기타재무활동	-633	-31	-30	-1
현금의 증가	-71	-588	-17	486
기초현금	1,214	1,143	555	537
기말현금	1,143	555	537	1,023

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

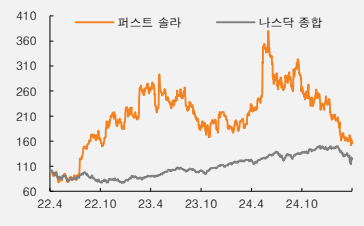
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.7	5.9	2.3	1.7
P/CF (x)	3.2	2.3	1.2	0.9
P/B (x)	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA (x)	8.7	6.1	3.3	2.3
EPS (원)	5,005	10,443	26,502	37,027
CFPS (원)	18,154	26,515	52,137	66,706
BPS (원)	209,224	222,256	247,153	286,467
DPS (원)	2,200	4,000	-2,300	-2,300
배당성향 (%)	36.3	33.1	-7.5	-5.5
배당수익률 (%)	3.7	6.2	-3.6	-3.6
매출액증가율 (%)	35.0	8.4	26.1	13.7
EBITDA증가율 (%)	-53.8	68.8	93.1	25.9
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	155.7	158.5	35.1
EPS증가율 (%)	-86.1	108.7	153.8	39.7
매출채권 회전율 (회)	12.8	8.9	9.0	8.6
재고자산 회전율 (회)	1.8	1.6	1.8	1.9
매입채무 회전율 (회)	9.5	7.5	7.2	6.7
ROA (%)	1.6	2.7	6.3	7.8
ROE (%)	2.5	4.9	11.4	13.9
ROIC (%)	1.6	4.4	10.6	12.3
부채비율 (%)	67.4	68.1	72.2	64.8
유동비율 (%)	250.5	228.2	213.7	241.9
순차입금/자기자본 (%)	12.5	20.8	19.4	9.1
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	5.7	14.6	19.8

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ USD 184
현재주가(25/4/11)	USD 125.93
상승여력	46.1%

나스닥 종합(p)	16,724.46
EPS 성장률(25F, %)	1.5
P/E(25F, x)	10.3
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	13.50
시가총액(조원)	19.70
상장주식수(백만주)	107.2
60일 평균	465.17
거래대금(백만USD)	
52주 최저가(USD)	120.38
52주 최고가(USD)	300.71

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.5	-40.5	-31.7
상대주가	-5.6	-34.7	-32.9



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

퍼스트 솔라

유일한 미국 수직계열화 태양전지 기업

목표주가 184달러로 하향. 매수 의견 유지

퍼스트 솔라의 목표주가를 217달러에서 184달러로 하향 조정하지만, 매수 의견은 유지한다. 목표주가를 하향 조정한 이유는 트럼프 관세, 원자재 가격 상승 등으로 인한 비용 부담 증가 때문이다. 최근 주가 하락세가 컸던 이유는 1) AI 전력 수요에 대한 기대감 축소, 2) 비용 부담 증가를 전가하지 못하는 사업 구조 등으로 판단한다. 하지만 결국 All of the Above 전망에 따라 태양광 발전 역시 활용해야만 할 것으로 전망하며, 중국 기업들의 비용 경쟁력 약화로 미국 내 유일한 수직계열화 태양전지 기업로서의 입지는 점차 높아질 것으로 예상한다.

1Q25 Preview: 비용 증가 반영은 2분기부터

동사의 1Q25 EPS는 \$2.71로 컨센서스 +15% 상회 및 +23% YoY 기록을 전망한다. 전망치 상회 요인은 24년 3분기 신규 가동되기 시작한 앨라배마 공장의 빠른 램프업 덕분이다. 1Q25 모듈 생산량은 3.7GW(+3.0% YoY), 판매량은 3.0GW(+10.8% YoY)를 예상한다. 지난 4Q24 실적발표 이후, 재고 보관비용 증가, 원자재 관세 우려 등 때문에 전망치들이 하향 조정되었다. 하지만 비수기 효과 및 관세 부담 증가를 감안하더라도, 충분히 달성 가능한 실적 전망이라 판단한다.

비용 증가는 불가피하지만, 가장 유리한 공급망 보유

동사의 2분기 실적부터 트럼프 관세 및 원자재 가격 변동에 따른 약 10%의 추가 비용 증가분을 반영한다. 동사의 원가 비중이 높은 원자재 중 텔루륨 및 알루미늄의 가격 상승 영향이 존재하고, 미국 외 지역 공장(말레이시아, 베트남)에서 미국으로 수입하는 비용 증가 때문이다.

모든 미국 내 태양광 제조공장을 설립한 기업들은 트럼프 관세에 따라 비용 부담이 증가하겠으나, 그 중 퍼스트 솔라의 공급망이 이에 대한 내성이 가장 높다고 판단한다. 동사에 납품하는 기업들은 대부분 미국 또는 캐나다에서 원자재를 수급하기에 영향이 적은 편이다. 특히, 미국산 유리(NSG 그룹 공급)로만 모듈을 만드는 미국 태양광 공장은 퍼스트 솔라가 유일하다. 상대적 사업경쟁력이 높은 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (억USD)	33	42	54	68	71
영업이익 (억USD)	9	14	15	26	29
영업이익률 (%)	27.3	33.3	27.8	38.2	40.8
순이익 (억USD)	8	13	13	23	26
EPS (USD)	7.78	12.07	12.25	21.07	24.30
ROE (%)	13.3	17.6	15.4	22.0	20.5
P/E (배)	22.1	14.6	10.3	6.0	5.2
P/B (배)	2.8	2.4	1.5	1.2	1.0

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 퍼스트 솔라 분기별 실적 추정

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	794.1	1,010.5	887.7	1,514.0	879.9	1,306.9	1,350.9	1,840.7	4,206.3	5,378.4	6,781.0
	Series6	645.0	676.4	511.5	826.1	473.0	692.5	716.4	915.7	2,658.9	2,797.5	3,050.8
	Series7	121.1	292.1	343.6	683.9	405.9	613.4	634.6	925.0	1,440.7	2,578.8	3,730.3
영업이익	전체	243.1	372.5	322.0	424.3	270.4	323.6	395.1	486.5	1,362.0	1,475.6	2,552.6
	모듈	49.2	118.0	89.3	133.5	-45.0	-59.4	-10.3	18.2	389.9	-96.5	485.2
	AMPC	194.0	255.0	264.0	284.6	315.4	382.9	405.5	468.4	997.6	1,572.1	2,067.4
EPS	전체	2.20	3.25	2.91	3.66	2.71	3.18	3.73	4.46	12.02	14.09	22.77
	AMPC 제외	0.40	0.88	0.46	1.01	-0.22	-0.37	-0.03	0.11	2.74	-0.50	3.62

자료: 미래에셋증권 리서치센터

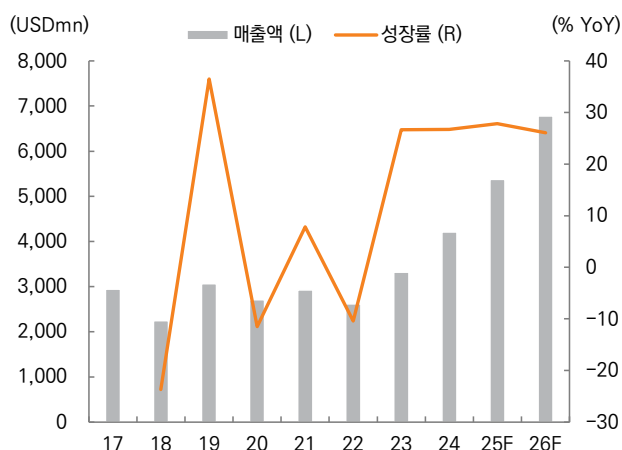
표 13. 퍼스트솔라 밸류에이션

(USDmn, mn shares, USD, %)

		12MF EBITDA	Target EV/EBITDA(x)	FV	
영업 가치	박막형 모듈 제조 관계기업	2,383.6	7.9	18,830.3	트럼프 당선 이전인 10월 평균 EV/EBITDA
	EV			29.4	주요 비상장사 장부가액 30% 할인
				18,859.7	
	순차입금			-1,000.0	25년 가이던스 0.7~1.2 USDbn
	우선주 시가총액			-	
	Equity Value			19,859.7	
	주식수(백만주)			107.8	
	목표가			184	목표주가 184달러 산출
	현재 가격			126	
	상승여력			46%	

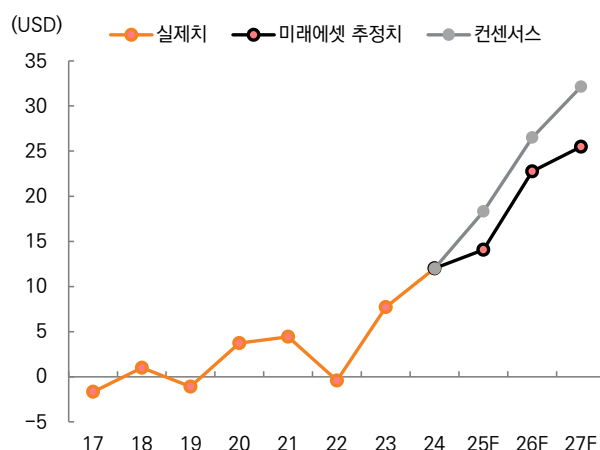
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 퍼스트솔라 연간 매출액 및 성장률 전망



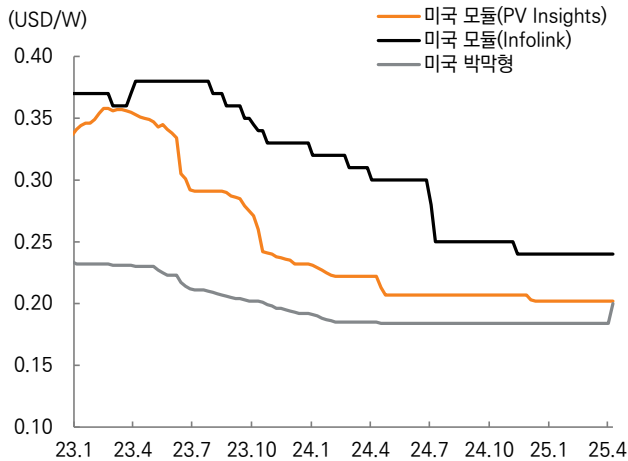
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 퍼스트솔라 연간 EPS 전망



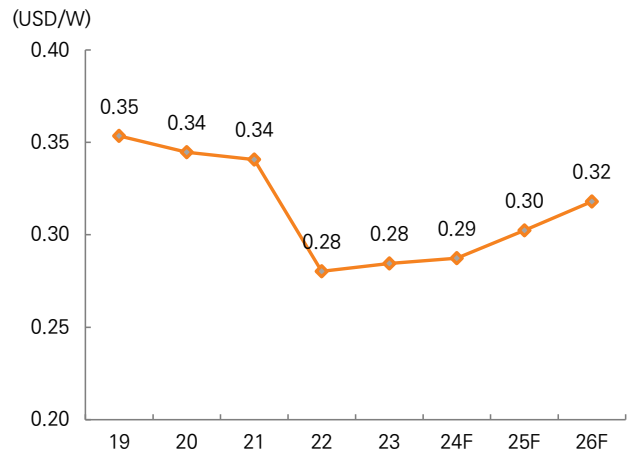
자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 미국 태양광 모듈 가격 추이



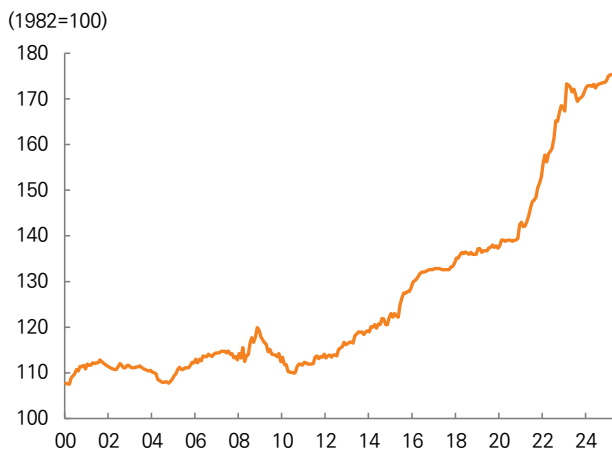
자료: PV Insights, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 퍼스트 솔라 ASP 추정 및 전망치 추이



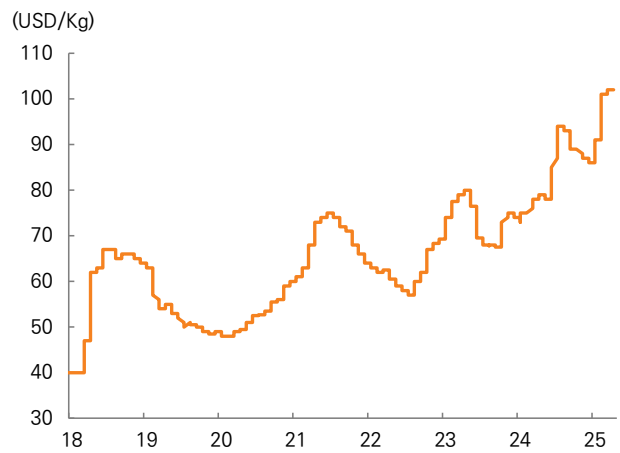
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 미국 Flat Glass 가격 추이



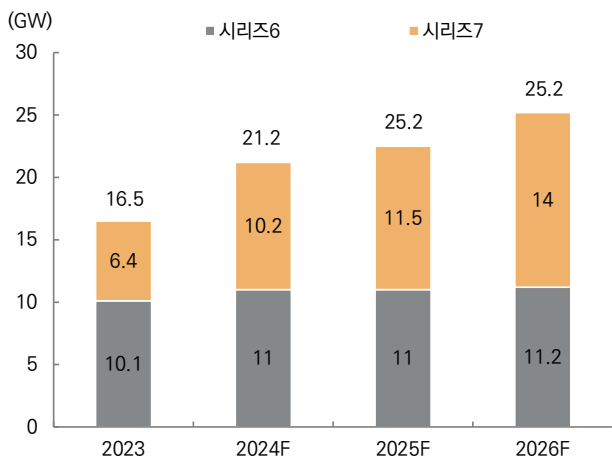
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 유럽 텔루륨(Te) 가격 추이



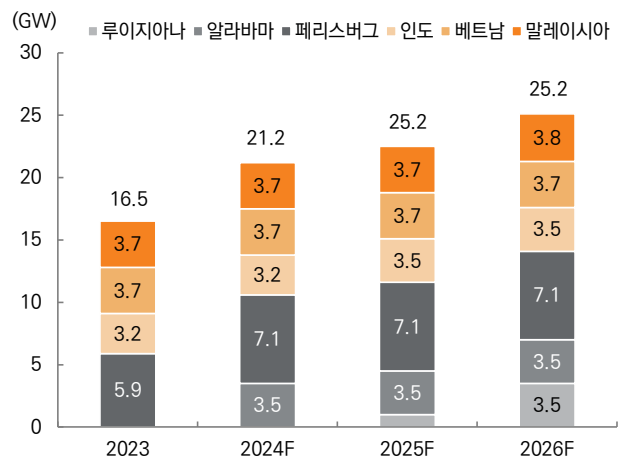
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 퍼스트솔라 제품별 생산능력 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 퍼스트솔라 지역별 생산능력 계획



자료: First Solar, 미래에셋증권 리서치센터

퍼스트 솔라 (FSLR US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	42	54	68	71
매출원가	23	33	35	34
매출총이익	19	21	33	37
판매비와관리비	5	6	7	8
영업이익	14	15	26	29
비영업손익	0	0	0	0
금융손익	1	0	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	-1	0	-1	-1
법인세차감전순이익	14	15	26	29
법인세	1	2	3	3
당기순이익	13	13	23	26
지배주주	13	13	23	26
비지배주주	0	0	0	0

Growth & Margins (%)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	27.3	28.6	25.9	4.4
매출총이익증가율	46.2	10.5	57.1	12.1
영업이익증가율	55.6	7.1	73.3	11.5
순이익증가율	62.5	0.0	76.9	13.0
EPS증가율	55.2	1.5	72.0	15.3
매출총이익률	45.2	38.9	48.5	52.1
영업이익률	33.3	27.8	38.2	40.8
당기순이익률	31.0	24.1	33.8	36.6

예상 현금흐름표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	12	23	26	31
당기순이익	13	13	23	26
감가상각비	4	9	9	9
기타	-5	1	-6	-4
투자활동 현금흐름	-16	-13	-10	-11
- 자본적 지출(CAPEX)	-15	-13	-11	-12
기타	-1	0	1	1
재무활동 현금흐름	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0
자본 증가	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	1	0	0	0
기타	-1	0	0	0
현금의 증감	-3	-1	6	10
기초현금	20	16	15	22
기말현금	16	15	22	32

자료: 퍼스트 솔라, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	51	55	69	88
현금성자산	16	15	22	32
매출채권	18	21	25	30
재고자산	11	12	15	18
기타유동자산	6	7	7	8
비유동자산	70	84	95	107
투자자산	2	2	2	2
유형자산	56	68	80	92
무형자산	1	1	1	1
기타비유동자산	11	13	12	12
자산총계	121	139	164	195
유동부채	21	25	23	24
매입채무	5	6	5	6
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	16	19	18	18
비유동부채	21	23	27	31
장기금융부채	4	4	4	4
기타비유동부채	17	19	23	27
부채총계	41	48	50	56
지배주주지분(연결)	80	91	114	140
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	29	29	29	29
이익잉여금	53	66	88	114
기타	-2	-4	-3	-3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	80	91	114	140

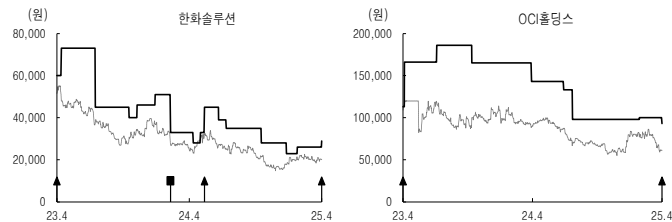
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	14.6	10.3	6.0	5.2
P/S (배)	4.5	2.5	2.0	1.9
P/B (배)	2.4	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	9.8	5.3	3.4	2.8
EPS (USD)	12.07	12.25	21.07	24.30
BPS (USD)	74.51	85.05	106.12	130.42
DPS (USD)	0.00	0.00	0.00	0.00
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	2.6	2.8	3.0	2.6
재고자산회전율 (회)	4.4	4.6	4.9	4.3
매입채무 회전율 (회)	6.8	6.2	6.1	6.0
ROA (%)	11.5	10.1	14.9	14.5
ROE (%)	17.6	15.4	22.0	20.5
ROIC (%)	17.3	14.9	21.5	20.8
부채비율 (배)	52.0	52.7	44.2	39.9
유동비율 (배)	245.0	224.1	295.7	362.8
순차입금/자기자본 (배)	-14.1	-11.9	-14.8	-19.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
한화솔루션 (009830)					2023.07.31	매수	45,000	-26.61	-13.22
2025.04.15	매수	29,000	-	-	2023.04.28	매수	73,000	-38.71	-33.29
2025.02.07	매수	26,000	-20.95	-13.27	2023.02.17	매수	60,000	-23.15	-8.17
2025.01.08	매수	23,000	-15.02	-6.74	OCI홀딩스 (010060)				
2024.10.31	매수	28,000	-38.39	-20.89	2025.04.15	매수	93,000	-	-
2024.07.26	매수	35,000	-30.53	-19.71	2025.02.11	매수	100,000	-25.41	-13.80
2024.07.05	매수	39,000	-32.71	-29.87	2024.08.06	매수	98,000	-30.41	-14.29
2024.05.27	매수	45,000	-33.55	-24.67	2024.07.12	매수	133,000	-42.55	-35.26
2024.05.16	Trading Buy	33,000	-8.03	-2.27	2024.04.12	매수	143,000	-35.04	-30.07
2024.04.26	Trading Buy	28,000	-1.05	4.46	2023.10.27	매수	165,000	-39.69	-30.97
2024.02.23	Trading Buy	33,000	-18.93	-11.97	2023.07.20	매수	186,000	-47.49	-36.83
2024.01.12	매수	51,000	-34.94	-25.98	2023.04.20	매수	166,000	-33.40	-27.23
2023.11.23	매수	46,000	-24.03	-14.13	2023.01.26	매수	113,000	-13.20	2.04
2023.11.01	매수	40,000	-19.93	-14.25					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한화솔루션,OCI홀딩스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.