

Overweight
(Maintain)

유틸리티/스몰캡 Analyst 조재원

Compliance Notice

- 당사는 8월 7일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

태양광

Section 232: 아직 다 소화하지 못한 재료



정책 불확실성 해소 및 국내 기업들의 반사 수혜가 예상되는 바, 태양광 업종 비중 확대 의견을 유지한다. 업종 Top Pick은 OCI홀딩스로 유지한다. 중장기 실적 성장 잠재력과 산업 내 경쟁 환경 등을 종합적으로 감안했다.

>>> 국내 업체 반사 수혜 기대

폴리실리콘 및 파생 제품에 대한 Section 232 최종안이 발표됐다. 폴리실리콘을 비롯한 파생 제품에 최저수입가격(MIP)이 설정되고, 폴리실리콘을 제외한 수입 파생상품에 15% 관세가 부과된다. 최저수입가격은 시장 기대치에 부합 또는 상회하는 수준이었다. 정책의 의도는 명확해 보인다. 미국 폴리실리콘 산업 보호를 위해, 미국 업체들이 경쟁할 수 있는 시장 환경을 조성하고 이로써 미국 내 공급망을 육성하겠다는 목적이다. 미국 시장 내 제품 가격 상승과 동시에 중국산 저가 제품 수입이 더욱 어려워짐에 따라, 미국에 사업 기반을 둔 국내 태양광 업체들에게도 반사 수혜가 기대된다.

>>> 폴리실리콘보다 모듈 가격 상승이 가시적

다만, 최저수입가격이 실제로 어떻게 시행될지에 대한 변수도 남아 있다. 포고문 부록에는 최저수입가격 적용 면제 조항도 기재되어 있기 때문이다. 이에 근거해 면제 사례들이 확인될 경우, 폴리실리콘 및 웨이퍼와 같은 원재료들의 실제 수입 가격은 최저수입가격을 하회할 가능성도 충분히 존재한다. 반면 면제 조항이 적용되기 어려운 모듈의 경우, 최저수입가격인 \$0.38/W에 수렴하거나 이를 상회할 가능성이 높다고 판단한다. Non PFE 조건을 만족하는 미국산 모듈이 같은 조건의 수입 모듈보다 가격 측면에서 유리해지기 때문이다.

>>> 원재료, 모듈 업체 간 수혜 강도는 협상력이 결정

OCI홀딩스는 원가 상승 부담이 없는 상황에서 폴리실리콘 판가 상승 가능성을 확보하게 됐다. 폴리실리콘 ASP 10~15% 상승 시, 약 1,000억원의 영업이익 상승 효과가 기대된다. 한화솔루션은 원가 상승 부담이 있지만, 모듈 판가 상승에 따른 수혜가 기대된다. 미국 모듈 가격이 최저수입가격인 \$0.38/W에 수렴할 경우, 현재 대비 20~30% 수준의 판가 상승이 예상된다.

최근 비중국 폴리실리콘, 웨이퍼 업체의 입지가 전보다 강화된 만큼, 모듈 가격 상승분을 원재료 업체와 모듈 업체가 서로 나눠 가질 가능성이 높아 보인다. 따라서 미국 모듈 판가 상승과 함께 OCI홀딩스의 미국향 폴리실리콘, 웨이퍼 판가의 동반 상승을 예상한다.

정책 불확실성 해소 및 국내 기업들의 반사 수혜가 예상되는 바, 태양광 업종 비중 확대 의견을 유지한다. 업종 Top Pick은 OCI홀딩스로 유지한다. 중장기 실적 성장 잠재력과 산업 내 경쟁 환경 등을 종합적으로 감안했다.

최저수입가격

2026년 12월 4일부터 폴리실리콘과 파생 제품들에 최저수입가격이 적용된다. 수입 제품들은 품목별로 규정된 최저수입가격 이상으로 수입되어, 해당 가격 이상으로 미국 내에서 유통돼야 한다는 의무가 부과되는 셈이다. 만약 통관 과정에서 관련 서류를 제출하지 못할 경우, 최저수입가격 전액만큼 관세가 부과된다. 신고 가격이 최저수입가격에 못 미칠 경우에는, 최저수입가격과 신고 가격의 차액만큼 관세가 부과된다. 따라서 앞으로 미국으로 수입되는 태양광 관련 제품들의 가격은 최저수입가격을 향해 상승하거나 해당 가격으로 수렴할 가능성이 높아진 셈이다. 그동안 미국 시장으로 우회해 들어오던 중국산 저가 제품들의 진입이 어려워짐에 따라, 비중국 기업들의 상대적인 경쟁력이 강화될 전망이다.

적용 면제 조항

하지만 모든 제품에 예외 없이 최저수입가격이 적용되는 것은 아니다. 포고문 부록에는 해당 조치가 적용되지 않는 면제 조항도 기재되어 있기 때문이다. 그 중 가장 혼동을 불러일으키는 부분은 첫번째 조항이다. 1)수입 제품이 미국 내에서 재판매되지 않고, 2)다운스트림 제품 제작에 사용되며, 3)제작된 최종 제품 판매 가격이 최저수입가격 이상일 경우에는, 해당 수입 제품에 대한 최저수입가격 적용을 배제한다는 내용이다.

예를 들어, 한화솔루션과 같이 미국에서 최종 모듈 제품을 생산/판매하는 업체가 수입하는 폴리실리콘, 웨이퍼, 셀에는 최저수입가격이 적용되지 않을 수 있다는 의미로 해석된다. 만약 이 조항에 근거해 폴리실리콘 및 파생 제품에 대한 최저수입가격 적용 면제가 광범위하게 허용될 경우, 사실상 정책 효과가 무력화될 수도 있다.

최저수입가격 관련 조항 및 내용

구분	내용
최저수입가격 적용 (발효일: 2026년 12월 4일)	2026년 12월 4일부터 폴리실리콘 및 파생 제품들은 각자 규정된 최저수입가격 이상으로 수입되어야 한다는 의무 부과
관련 서류 미제출 시	최저수입가격 전액만큼 관세 부과
신고 가격이 최저수입가격 미만일 시	차액(최저수입가격 - 신고가격)만큼 관세 부과
최저수입가격 적용 예외 (서류 제출 및 증빙 의무는 수입 업체에 부여)	1)수입 제품이 미국 내에서 재판매되지 않고, 2)다운스트림 제품 제작에 사용되며 3)제작된 최종 제품 판매 가격이 최저수입가격 이상일 경우에는 해당 수입 제품에 대한 최저수입가격 적용 배제
	수입 제품이 미국 내에서 최저수입가격 이상으로 재판매될 경우
	2026년 8월 6일 이전에 체결된 '기간이 정해진 고정 가격 계약 조건'에 따라 해당 수입 제품이 미국에서 재판매될 경우

자료: 백악관, 키움증권 리서치센터

Section 232 포고문 부록에 기재된 최저수입가격 면제 조항

Headings 9903.45.33–9903.45.36 do not apply to products described in those headings if the product's entered value meets or exceeds the specific rate of duty provided in headings 9903.45.33–9903.45.36 for that product and:

1. the product will not be resold in the United States and any downstream product made from the product will be sold at or above the specific rate of duty provided in headings 9903.45.33–9903.45.36 for that downstream product;
2. the product will be resold in the United States at a price at or above the specific rate of duty provided in headings 9903.45.33–9903.45.36 for that product; or
3. the product will be resold in the United States pursuant to fixed terms in a time-limited contract entered into prior to August 6, 2026.

자료: 백악관, 키움증권 리서치센터

이러한 면제 조항은 미국 내 생산 시설을 갖추고 있는 기업들의 부담을 일부 완화시켜 주기 위해 포함됐을 것으로 추정된다. 하지만 Section 232 조치의 본래 취지를 생각해본다면, 일부 기업들에게 매우 제한적으로 허용될 가능성이 높다고 판단한다. 그리고 실제로 이러한 적용 예외를 받기 위해서는 수입 업체 측에서 필요한 내용을 입증해야 하는 의무를 부담하게 된다. 해당 과정 자체의 난이도가 높을 뿐만 아니라, 예외 조건을 지키지 못했을 경우 관세 부과 및 수입 금지와 같은 페널티를 받을 수도 있다는 점 또한 부담이 될 전망이다.

미국 모듈 가격 상승 전망

결론적으로 폴리실리콘, 웨이퍼 등의 실제 수입 가격은 전보다 상승하겠으나, 최저수입가격을 하회할 가능성도 있어 보인다. 반면 앞서 살펴본 면제 조항이 적용되기 어려운 모듈의 경우, 미국 시장 내 평균 가격이 최저수입가격인 \$0.38/W에 수렴하거나 이를 상회할 가능성이 높다고 판단한다. 최저수입가격과 15% 추가 관세로 인해, Non PFE 조건을 만족하는 미국산 모듈이 같은 조건을 만족하는 수입 모듈보다 가격 측면에서 유리해지기 때문이다. 세액공제 요건을 맞추지 못하는 저가 수입 모듈들은 가격 경쟁력을 상실하면서, 사실상 미국 시장에서 퇴출될 전망이다. 덕분에 단기적으로 미국 내 모듈 경쟁 강도는 완화될 전망이며, 국내 업체들의 반사 수혜가 기대된다.

품목별 관세율, 최저수입가격

분류	적용 대상	관세율 및 최저수입가격
9903.45.30	수입 잉곳/웨이퍼, 셀, 모듈	15% + 기존 관세(AD/CVD 등)
9903.45.31	한국, 일본, 대만, 스위스, EU, 리히텐슈타인에서 제작된 잉곳/웨이퍼, 셀, 모듈	15%
9903.45.32	영국산 잉곳/웨이퍼, 셀, 모듈	10% + 기존 관세
9903.45.33	수입 폴리실리콘	\$21/kg + 기존 관세
9903.45.34	수입 잉곳/웨이퍼	\$100/kg + 기존 관세
9903.45.35	수입 셀	\$0.22/W + 기존 관세
9903.45.36	수입 모듈	\$0.38/W + 기존 관세

자료: 백악관, 키움증권 리서치센터

기업별 전망

1) OCI홀딩스

OCI홀딩스는 원가 상승 부담이 없는 상황에서 폴리실리콘 판가 상승 가능성을 확보하게 됐다. 변수는 2가지다. 첫째는 미국 내 생산 시설을 보유한 기업들이 원재료 수입 시 최저수입가격 적용 면제를 받을 가능성이 있다는 점이다. 미국 모듈 가격이 \$0.38/W에 수렴하거나 이를 상회할 가능성이 높다는 점을 감안하면, 적용 면제 요건을 충족시키는 것이 불가능하지는 않은 상황이다. 이러한 예외가 광범위하게 허용될 경우, 미국 내 폴리실리콘과 웨이퍼 가격은 최저수입가격을 하회할 가능성이 높아지고 당초 기대했던 판가 상승이 제한될 수 있다.

또 다른 변수는 이미 LTA가 체결된 물량이 많다는 점이다. 구체적인 계약 조건을 파악할 수는 없으나, 이러한 계약으로 인해 판가 상승이 제한될 여지도 있어 보인다. 다만 2029년 이후 증설된 물량에 대한 LTA를 체결할 때에는, 현재의 시장 상황이 반영되어 전보다 우호적인 가격 조건을 기대해볼 수 있다.

OCI홀딩스는 미국으로 직납하는 폴리실리콘보다 동남아 웨이퍼 공장으로 보내는 물량이 많고, 동시에 베트남 웨이퍼 공장도 운영하고 있어 정확한 판가 상승 효과를 가늠하기 어렵다. 현재 ASP 기준으로 폴리실리콘 정상 가동 및 판매 시, 연 7,000~8,000억원의 매출액이 예상된다. 폴리실리콘 ASP 10~15% 상승 시, 약 1,000억원의 영업이익 상승 효과를 기대할 수 있다.

2) 한화솔루션

한화솔루션은 원가 상승 부담이 있지만, 모듈 판가 상승에 따른 수혜가 기대된다. 미국 모듈 가격이 최저수입가격인 \$0.38/W에 수렴할 경우, 현재 대비 20~30% 수준의 판가 상승이 예상된다. 전체 판매 물량 중 80% 이상이 미국 시장에 집중된 만큼, 수혜 강도 역시 높을 전망이다.

동사는 현재 미국 내에 잉곳/웨이퍼 및 셀 3.3GW, 모듈 8.4GW 규모 CAPA를 운영하고 있다. 따라서 모듈 CAPA를 풀가동하기 위해서는, 말레이시아와 한국에서 생산된 약 5GW의 셀을 미국으로 수입해야 한다. 이번 Section 232 조치로 인해, 말레이시아산 셀에는 29.8%, 한국산 셀에는 15%의 관세가 부과될 예정이다. 동사 셀 CAPA는 AD/CVD 관세 영향이 적은 한국과 말레이시아에 위치해 있어, 경쟁사 대비 비용 측면에서의 우위가 지속될 전망이다.

또한 동사는 미국에서 모듈 완제품을 생산 후 판매하기 때문에, 원재료 수입 시 최저수입가격 조항에 영향을 받지 않을 가능성이 있다. 이럴 경우에는 원가 상승 부담이 예상보다 적어, 판가-원가 스프레드가 더욱 확대될 수 있다.

소결론

두 업체 중 어느 곳이 더 수혜를 보게 될지는, 결국 둘 사이의 협상력에 따라 달라질 수밖에 없다. 최근 비중국 폴리실리콘, 웨이퍼 업체의 입지가 전보다 강화된 만큼, 모듈 가격 상승분을 원재료 업체와 모듈 업체가 서로 나눠 가질 가능성이 높아 보인다. 따라서 미국 모듈 판가 상승과 함께 OCI홀딩스의 미국향 폴리실리콘, 웨이퍼 판가의 동반 상승을 예상한다.

단기 전망

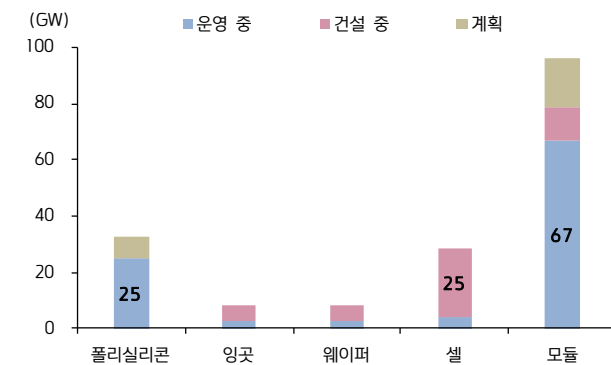
Section 232 관련 불확실성이 해소됨에 따라, 2H26부터 폴리실리콘을 비롯한 태양광 제품 전반에 대한 구매 수요가 가속화될 전망이다. 동시에 최저수입가격 및 관세 조치가 발효되기 전부터 전 품목에 대한 가격 상승도 관찰될 것으로 예상된다. 규제 당국에서 재고 축적을 관리 감독하겠다고 발표했으나, 대부분 업체들은 가능한 만큼의 재고 비축을 위해 노력할 것으로 예상된다. 2027년 중에는 미국 모듈 가격이 \$0.38/W에 수렴하거나 이를 상회할 가능성이 높다고 판단한다. 세액공제 요건을 맞추지 못하는 저가 수입 모듈은 가격 경쟁력을 상실하고, 사실상 미국 시장에서 퇴출될 전망이다. 덕분에 단기적으로 미국 내 모듈 경쟁 강도는 완화될 전망이며, 국내 업체들의 반사 수혜가 기대된다.

중장기 전망

그간 국내 기업들은 미국 시장에서 경쟁력을 강화하기 위해, 불확실한 정책 환경 속에서도 선제적인 투자를 집행했다. 그 결과, OCI홀딩스와 한화솔루션 모두 경쟁력 있는 소수의 비중국 기업이라는 입지를 구축할 수 있었다.

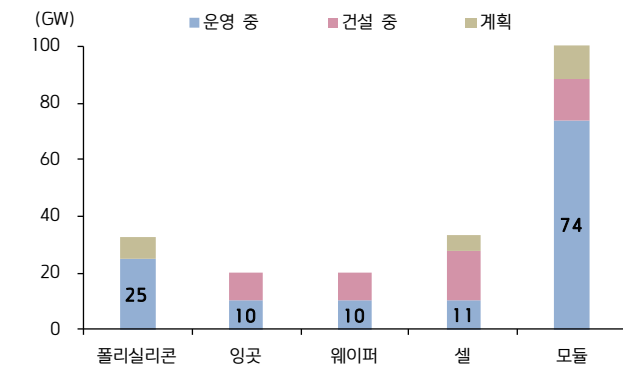
정책 당국은 Section 232 조치를 통해, 궁극적으로 미국 내 공급망 구축 강화를 바라고 있다. 미국 내 신규 투자를 결정한 기업에게는 관세 부담 등을 줄여주는 식으로 인센티브를 제공할 계획이다. 만약 경쟁사들이 이러한 신호에 반응해 미국 내 신규 및 추가 투자를 확대할 경우, 중장기적으로는 재차 경쟁이 심화되고 국내 기업들이 선점한 입지가 약화될 수 있다는 우려가 상존하게 된다.

미국 태양광 제품별 CAPA (2026년 3월)



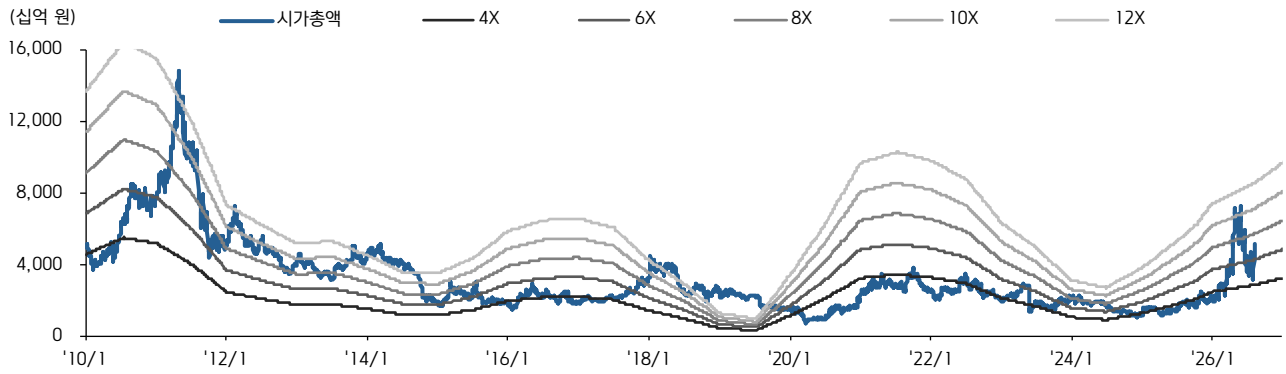
자료: SEIA, 키움증권 리서치센터

미국 태양광 제품별 CAPA (2026년 8월)



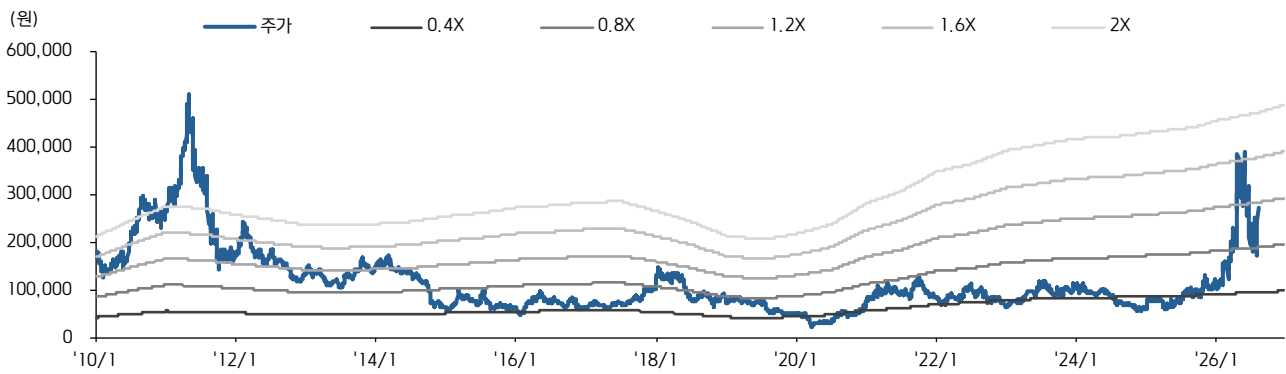
자료: SEIA, 키움증권 리서치센터

OCI홀딩스 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



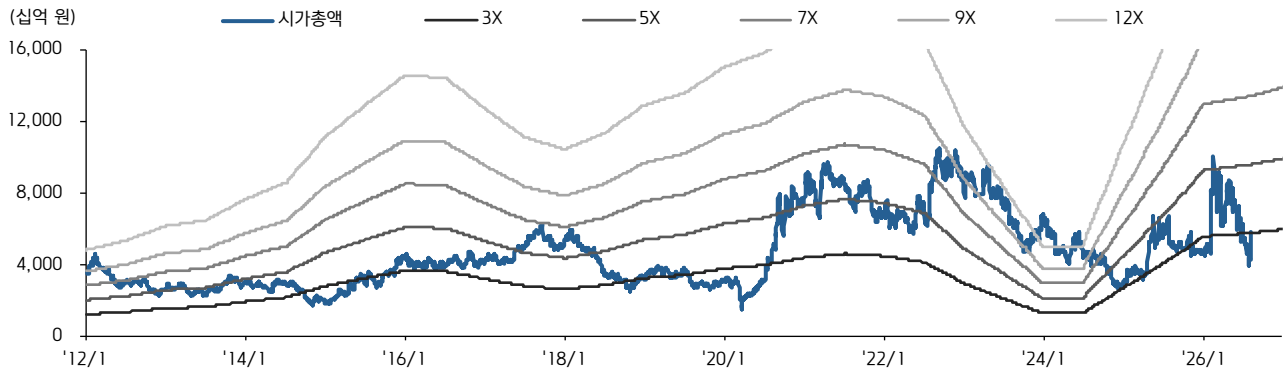
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

OCI홀딩스 12개월 Forward P/B Chart



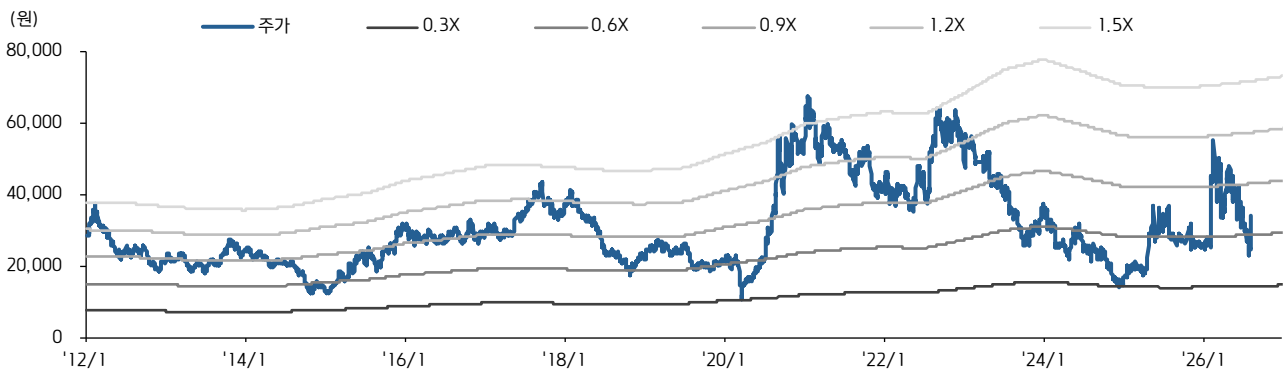
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward EV/EBITDA Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한화솔루션 12개월 Forward P/B Chart



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

고지사항

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

투자의견 및 적용기준

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

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

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%