

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	93,000원
현재주가(25/4/24)	71,500원
상승여력	30.1%

영업이익(25F,십억원)	261
Consensus 영업이익(25F,십억원)	231
EPS 성장률(25F,%)	113.2
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.4
P/E(25F,x)	6.7
MKT P/E(25F,x)	9.3
KOSPI	2,522.33
시가총액(십억원)	1,345
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	17.3
베타(12M) 일간수익률	1.24
52주 최저가(원)	54,900
52주 최고가(원)	100,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-5.9 9.5 -24.3
상대주가	-1.8 12.0 -19.7



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

OCI홀딩스

수직계열화의 빈 칸, 웨이퍼

목표주가 9.3만원 및 매수 의견 유지

OCI홀딩스의 목표주가 9.3만원과 매수 의견을 유지한다. 지난 프리뷰 자료에서 이미 반덤핑/상계관세의 강화 가능성으로 인한 실적 부진은 반영한 상황이다. 이제는 실적 회복 및 미국 진출을 위한 전략적 방향성이 어떻게 결정될 지에 주목해야한다. 미국 수출을 위한 Non-China 수직계열화를 위해서는 웨이퍼라는 빈 칸을 채우는 것이 가장 중요하다. 이 밸류체인이 빠르게 완성될수록, 동사의 실적 회복은 가속화 될 전망이다.

1Q25 Review: 반덤핑/상계관세의 부정적 영향

동사의 영업이익은 487억원으로 컨센서스(372억원)를 31% 상회했다. DCRE(도시 개발) 부문이 당사 추정치(-77억원)를 상회한 180억원의 영업이익을 기록했다. OCITS(폴리실리콘) 부문은 공장 가동률 상승으로 인한 원가 정상화, 4분기 정기보수 기저효과 등으로 영업이익 120억원을 기록하며 흑자전환했다. 하지만 여전히 폴리실리콘 판매량은 총 캐파 대비 30~40% 수준에 불과해 부진한 상황이다. OCI Enterprise는 발전자산매각 인식에 따라 소폭 개선된 영업이익 90억원을 기록했다.

2Q25 Preview: 26년을 준비하는 시간

동사의 2Q25 영업이익은 354억원으로 전분기 대비 -28% 감소를 전망한다. OCITS는 165억원으로 전분기 대비 약 38% 증가할 것으로 예상하지만, DCRE의 신규 단지 분양 선비용 반영 및 OCI Enterprises의 발전자산 매각 공백이 이를 상쇄할 전망이다.

하지만 26년을 바라보며 다양한 중기 실적 개선 프로젝트를 진행 중이다. 미국 한화솔루션 웨이퍼 공장(3.3GW)으로 폴리실리콘 공급이 점차 증가할 전망이며, 26년 초 완공될 예정인 신규 셀 증설(2GW)로 Non-China 동맹 수직계열화도 노력 중이다. 이 외 아프리카, 중동 공장 활용 및 웨이퍼/셀 공장 추가 확보 가능성도 언급했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,650	3,577	3,691	4,676	5,359
영업이익 (십억원)	531	102	261	642	966
영업이익률 (%)	20.0	2.9	7.1	13.7	18.0
순이익 (십억원)	714	98	201	481	741
EPS (원)	36,002	5,005	10,669	25,998	40,705
ROE (%)	18.7	2.5	5.0	11.2	15.1
P/E (배)	2.9	11.7	6.7	2.8	1.8
P/B (배)	0.6	0.3	0.3	0.3	0.2
배당수익률 (%)	3.1	3.7	4.1	-	-

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

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

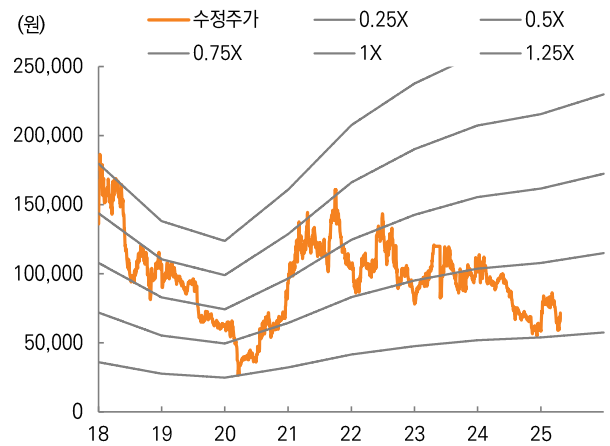
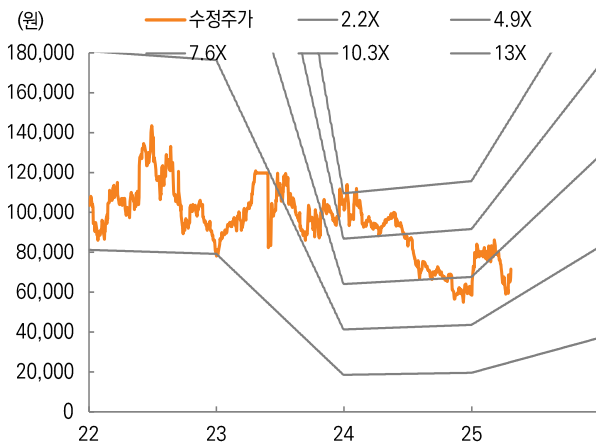
(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액											
전체	865.0	949.9	908.9	853.9	946.5	876.3	979.3	888.2	3,577.7	3,690.8	4,676.1
OCITS(Polysilicon)	161.2	176.0	65.0	95.0	112.0	102.3	125.7	143.4	497.2	483.4	916.8
OCI SE + E	143.7	119.0	153.0	111.0	156.0	151.5	188.7	179.7	526.7	675.9	1,343.7
OCI	540.0	566.0	589.0	519.8	539.0	477.0	511.8	425.2	2,214.8	1,952.9	1,855.6
DCRE	150.6	107.0	124.0	151.0	148.0	155.4	163.2	150.0	532.6	616.6	600.0
기타	60.2	-18.1	-22.1	-22.9	-8.0	-10.0	-10.0	-10.0	-2.9	-38.0	-40.0
영업이익											
전체	99.5	89.6	20.5	-107.8	48.7	35.4	75.0	101.7	101.8	261.0	642.3
OCITS(Polysilicon)	37.4	56.0	6.0	-27.0	12.0	16.5	34.1	47.0	72.4	109.5	340.3
OCI SE + E	19.8	3.0	32.0	-14.0	16.2	1.9	21.3	20.9	40.8	60.3	196.1
OCI	39.0	34.0	18.0	20.4	10.0	15.4	18.2	15.8	111.4	59.4	68.4
DCRE	20.1	10.0	-32.0	-140.0	18.0	1.6	4.9	7.5	-141.9	31.9	30.0
기타	-9.1	-12.1	-3.5	52.8	-7.2	0.0	-3.5	10.5	28.1	-0.2	7.5
세전이익	209.9	91.2	-22.1	-103.3	51.8	38.2	76.2	100.8	175.6	267.0	639.1
순이익(지배)	175.0	16.5	-21.2	-72.6	39.0	28.8	57.4	75.9	97.7	201.0	481.1

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

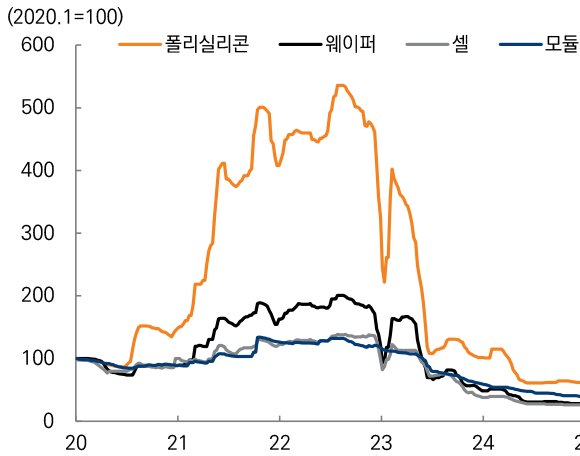
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

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

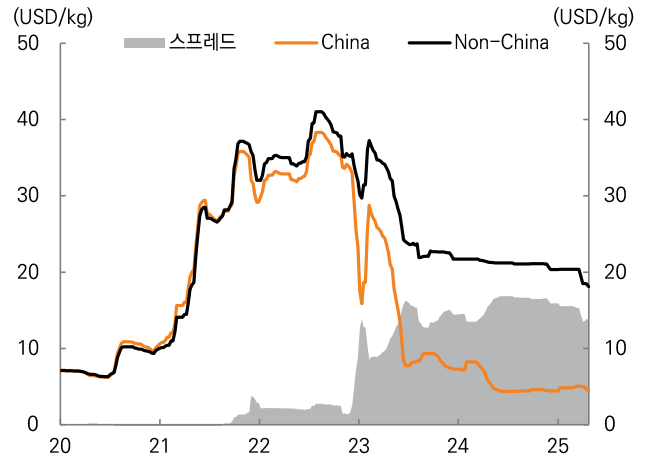
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



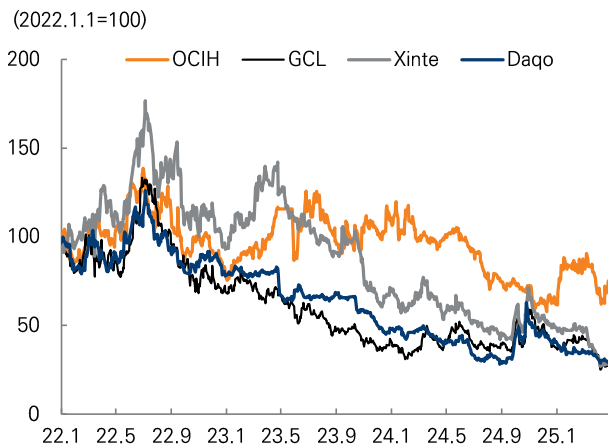
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



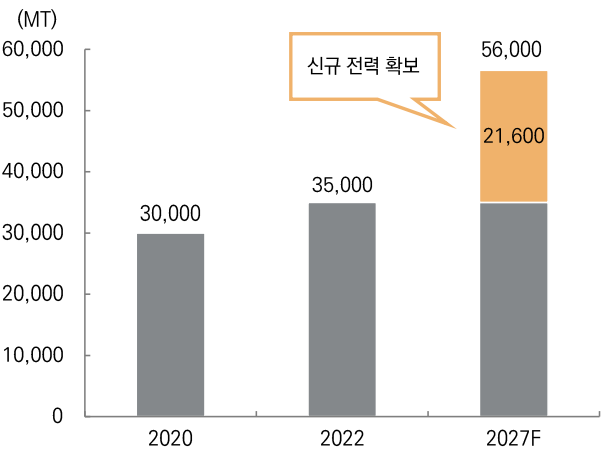
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



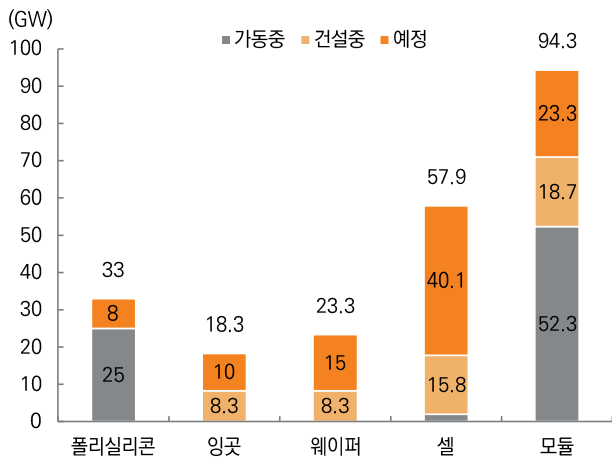
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. OCI홀딩스 폴리실리콘 증설 계획



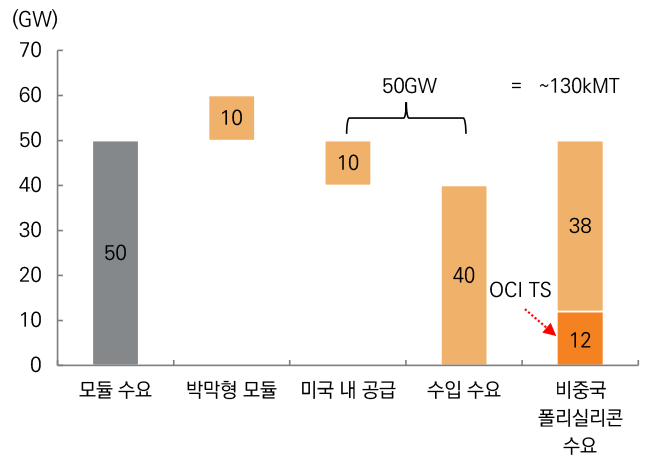
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 태양광 밸류체인별 생산능력



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 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	3,691	4,676	5,359
매출원가	3,116	3,070	3,674	4,034
매출총이익	461	621	1,002	1,325
판매비와관리비	360	360	360	360
조정영업이익	102	261	642	966
영업이익	102	261	642	966
비영업손익	74	6	-3	19
금융손익	32	6	-3	19
관계기업등 투자손익	20	0	0	0
세전계속사업손익	176	267	639	985
계속사업법인세비용	62	40	96	148
계속사업이익	114	227	543	837
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	114	227	543	837
지배주주	98	201	481	741
비지배주주	16	26	62	96
총포괄이익	404	227	543	837
지배주주	381	344	824	1,270
비지배주주	23	-117	-281	-432
EBITDA	296	501	936	1,274
FCF	-240	-312	500	842
EBITDA 마진율 (%)	8.3	13.6	20.0	23.8
영업이익률 (%)	2.9	7.1	13.7	18.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	5.4	10.3	13.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,763	4,482	4,944	5,907
현금 및 현금성자산	1,143	722	973	1,862
매출채권 및 기타채권	812	844	1,018	1,085
재고자산	2,345	2,439	2,439	2,439
기타유동자산	463	477	514	521
비유동자산	3,330	3,806	4,338	4,418
관계기업투자등	378	393	552	588
유형자산	2,374	2,863	3,252	3,312
무형자산	155	126	103	85
자산총계	8,094	8,288	9,282	10,325
유동부채	1,901	1,935	2,282	2,362
매입채무 및 기타채무	596	620	871	929
단기금융부채	1,083	1,084	1,087	1,087
기타유동부채	222	231	324	346
비유동부채	1,357	1,375	1,561	1,604
장기금융부채	913	913	913	913
기타비유동부채	444	462	648	691
부채총계	3,258	3,309	3,843	3,966
지배주주지분	3,980	4,097	4,495	5,319
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,671	4,069	4,894
비지배주주지분	856	882	944	1,040
자본총계	4,836	4,979	5,439	6,359

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	116	388	1,160	1,192
당기순이익	114	227	543	837
비현금수익비용가감	241	274	393	437
유형자산감가상각비	164	211	271	290
무형자산상각비	31	29	23	18
기타	46	34	99	129
영업활동으로인한자산및부채의변동	-250	-79	323	47
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-17	-174	-40
재고자산 감소(증가)	-243	-94	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	17	173	40
법인세납부	-1	-40	-96	-148
투자활동으로 인한 현금흐름	-108	-711	-669	-352
유형자산처분(취득)	-355	-700	-660	-350
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-77	-11	-9	-2
기타투자활동	328	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-71	-80	84
장단기금융부채의 증가(감소)	529	0	3	1
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-78	-41	-53	83
기타재무활동	-633	-30	-30	0
현금의 증가	-71	-422	252	888
기초현금	1,214	1,143	722	973
기말현금	1,143	722	973	1,862

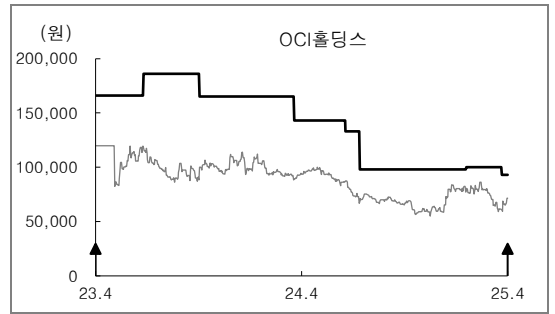
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.7	6.7	2.8	1.8
P/CF (x)	3.2	2.7	1.4	1.0
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	8.7	6.2	3.1	1.7
EPS (원)	5,005	10,669	25,998	40,705
CFPS (원)	18,154	26,592	50,587	69,958
BPS (원)	209,224	222,486	247,986	293,263
DPS (원)	2,200	2,900	-4,600	-4,600
배당성향 (%)	36.3	23.5	-15.3	-9.9
배당수익률 (%)	3.7	4.5	-7.1	-7.1
매출액증가율 (%)	35.0	3.2	26.7	14.6
EBITDA증가율 (%)	-53.8	69.3	86.8	36.1
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	157.1	146.1	50.4
EPS증가율 (%)	-86.1	113.2	143.7	56.6
매출채권 회전율 (회)	12.8	8.8	9.1	8.6
재고자산 회전율 (회)	1.8	1.5	1.9	2.2
매입채무 회전율 (회)	9.5	7.3	7.1	6.5
ROA (%)	1.6	2.8	6.2	8.5
ROE (%)	2.5	5.0	11.2	15.1
ROIC (%)	1.6	4.3	10.7	14.4
부채비율 (%)	67.4	66.5	70.7	62.4
유동비율 (%)	250.5	231.7	216.7	250.1
순차입금/자기자본 (%)	12.5	17.7	11.6	-4.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	5.7	14.0	21.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2025.04.15	매수	93,000	-	-
2025.02.11	매수	100,000	-25.41	-13.80
2024.08.06	매수	98,000	-30.41	-14.29
2024.07.12	매수	133,000	-42.55	-35.26
2024.04.12	매수	143,000	-35.04	-30.07
2023.10.27	매수	165,000	-39.69	-30.97
2023.07.20	매수	186,000	-47.49	-36.83
2023.04.20	매수	166,000	-33.40	-27.23



* 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 추가하락이 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 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.