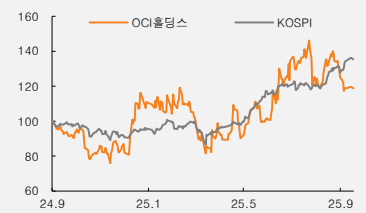


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 131,000원
현재주가(25/10/13)	85,900원
상승여력	52.5%

영업이익(25F,십억원)	32
Consensus 영업이익(25F,십억원)	0
EPS 성장률(25F,%)	적진
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.7
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	13.3
KOSPI	3,584.55
시가총액(십억원)	1,616
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.8
외국인 보유비중(%)	17.5
베타(12M) 일간수익률	1.29
52주 최저가(원)	54,900
52주 최고가(원)	105,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.4	39.9	28.2
상대주가	-16.0	-5.1	-7.1



[에너지/정유화학]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

010060 · 그린에너지

OCI홀딩스

적절한 웨이퍼 진출 시기, 적절한 매수 시점

목표주가 13.1만원으로 상향. Top Pick 유지

OCI홀딩스의 목표주가를 12.8만원에서 13.1만원으로 상향 조정하며, 섹터 내 Top Pick 의견을 유지한다. 목표주가는 웨이퍼 공장 인수로 인한 26년 실적 증가분을 반영해 상향 조정했다. 최근 태양광 섹터 관심이 하락하며, 동사는 한달 간 약 15%의 조정을 받았다. 하지만 기존 투자포인트인 비중국 제품 선호도 증가 및 중국 태양광 구조조정에 대한 기대감은 여전히 살아있고, **신규 투자포인트로서 웨이퍼 밸류체인 진출을 통한 독자적인 비중국 공급망 수직계열화까지도 바라볼 수 있게 되었다**. 현재 저평가된 12MF PBR 0.41배를 고려할 때, 적극 매수가 필요한 시점이다.

웨이퍼 사업 본격 진출. 비중국 공급망 수직계열화 도전

동사는 베트남 웨이퍼 공장(2.7GW) 지분 65%를 7,800만 달러(약 1,100억원)에 인수할 것으로 발표했다. 26년 초부터 상업 가동이 가능한 공장을 엘리트 솔라로부터 매입하게 되며, AD/CVD로 인해 단독 가동이 어려워졌기에 기존 투자금액 수준으로 인수한 것으로 보인다. 게다가 약 4,000만 달러(약 570억원)를 추가 투자하면 현재 용량의 2배 규모인 5.4GW까지 증설이 가능하다.

웨이퍼 사업 진출의 의의는 크게 2가지로 볼 수 있다. 첫째, 신규 매출 및 수익 성장이다. 웨이퍼 공장 진출로 26년 매출액 1,953억원, 영업이익 388억원(OPM 20%)이 추가될 것으로 예상된다. 둘째, 폴리실리콘 판매의 안정화다. 웨이퍼 증설이 5.4GW까지 완성될 시, 약 1만톤(총 캐파의 30%)의 폴리실리콘 소비처가 생긴다. 게다가 중국 기업들이 독점하고 있어 비중국 공급망에서 빈 칸이었던 웨이퍼를 채웠기에, 온전한 비중국 태양광 공급망을 계획할 수 있게 되었다.

3Q25 Preview: 단기 실적보다는 개선되는 방향성에 주목

동사의 3Q25 영업손익은 -71억으로 컨센서스 284억원을 하회할 전망이다. 폴리실리콘 공장은 예상대로 9월부터 풀가동되어 가동률 40% 이상을 달성했으나, 공장을 재가동하는 과정에서 발생한 비용이 온전히 커버되지 못한 것으로 추정한다. 하지만 웨이퍼 공장 인수 소식과 더불어 3분기 실적 개선 속도에 더 주목해야한다고 판단한다. 지난 2분기 기록했던 700억원대의 적자 대비해서는 3분기는 거의 손익분기점까지 회복할 것으로 예상하며, 4분기에는 706억원의 흑자전환을 기대한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,650	3,577	3,430	4,379	5,300
영업이익 (십억원)	531	102	32	566	869
영업이익률 (%)	20.0	2.9	0.9	12.9	16.4
순이익 (십억원)	714	98	-38	446	714
EPS (원)	36,002	5,005	-2,040	24,094	39,196
ROE (%)	18.7	2.5	-1.0	11.3	15.7
P/E (배)	2.9	11.7	-	3.6	2.2
P/B (배)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.3
배당수익률 (%)	3.1	3.7	3.1	-	-

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

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	865.0	949.9	908.9	853.9	948.1	776.2	833.2	872.9	3,577.7	3,430.4	4,378.8
	OCITS(폴리+웨이퍼)	161.2	176.0	65.0	95.0	112.0	39.0	124.3	214.7	497.2	490.0	1,102.2
	OCI SE + E	143.7	119.0	153.0	111.0	156.0	125.0	139.1	145.8	526.7	565.8	901.6
	OCI	540.0	566.0	589.0	519.8	539.0	527.0	487.5	422.4	2,214.8	1,975.9	1,860.0
	DCRE	150.6	107.0	124.0	151.0	148.0	88.0	92.4	100.0	532.6	428.4	555.0
	기타	60.2	-18.1	-22.1	-22.9	-6.9	-2.8	-10.0	-10.0	-2.9	-29.6	-40.0
영업이익	전체	99.5	89.6	20.5	-107.8	48.7	-77.7	-7.1	70.6	101.8	34.5	565.8
	OCITS(폴리+웨이퍼)	37.4	56.0	6.0	-27.0	12.0	-74.0	-28.0	46.8	72.4	-43.2	318.9
	OCI SE + E	19.8	3.0	32.0	-14.0	16.2	-7.0	21.6	2.0	40.8	32.8	159.1
	OCI	39.0	34.0	18.0	20.4	10.0	-2.0	0.6	6.4	111.4	15.0	41.5
	DCRE	20.1	10.0	-32.0	-140.0	18.0	-5.0	4.6	3.0	-141.9	20.6	30.2
	기타	-9.1	-12.1	-3.5	52.8	-7.5	10.3	-6.0	12.4	28.1	9.2	16.1
세전이익		209.9	91.2	-22.1	-103.3	28.8	-84.8	-13.6	62.1	175.6	-7.6	535.3
순이익(지배)		175.0	16.5	-21.2	-72.6	-2.2	-76.6	-11.3	51.7	97.7	-38.5	445.9

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

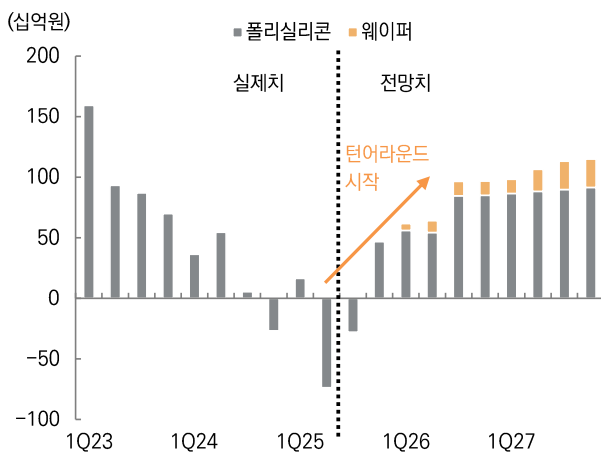
표 2. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	3,362	3,941	3,430	4,379	2.0	11.1
영업이익	91	481	35	566	-62.1	17.7
당기순이익(지배)	28	413	-38	446	-	7.9

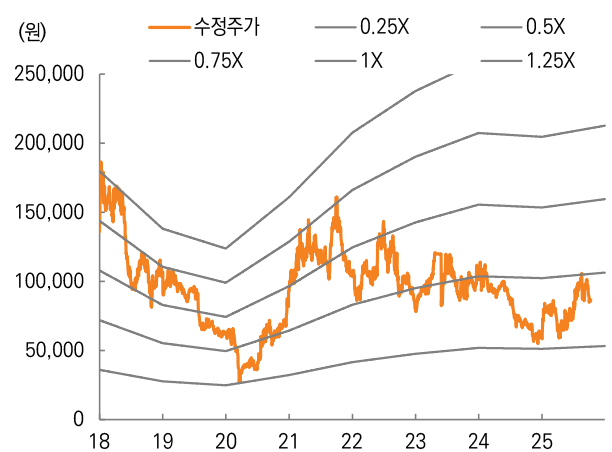
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI홀딩스 태양광 영업이익 추정



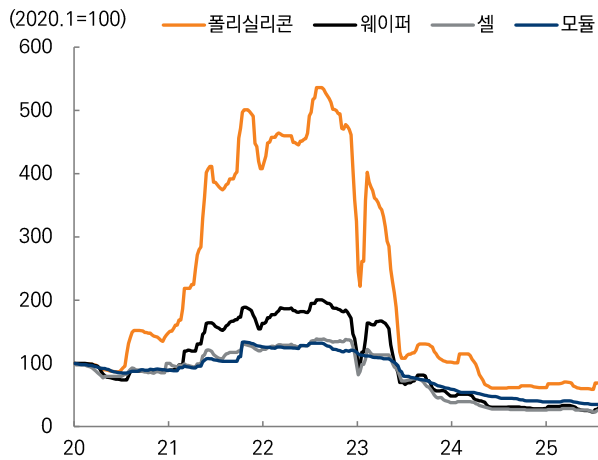
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



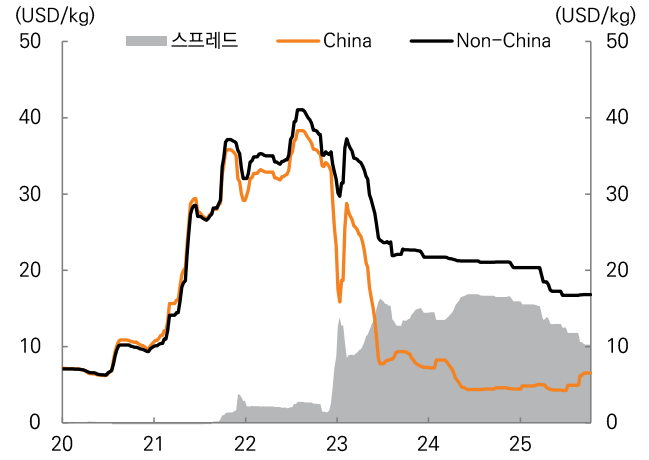
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



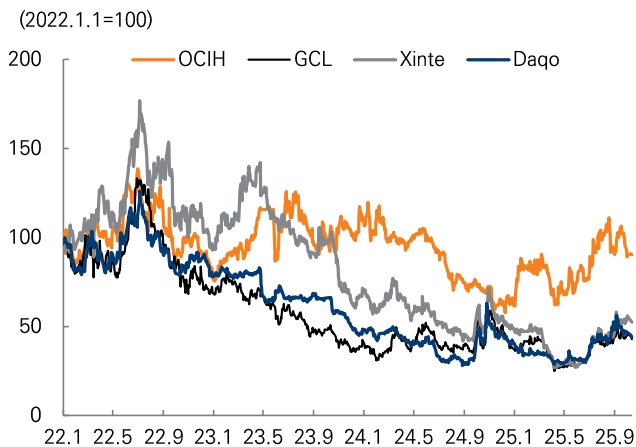
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



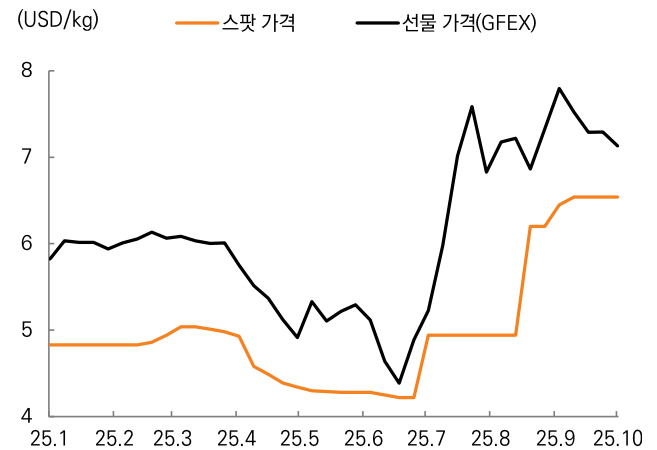
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



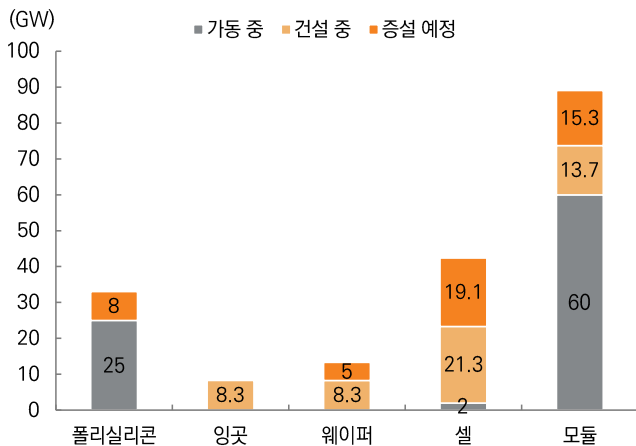
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 폴리실리콘 가격 추이



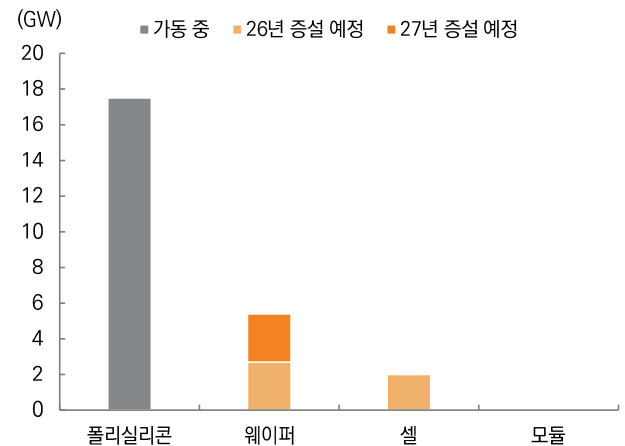
자료: GFEX, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 태양광 밸류체인별 생산능력



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. OCI홀딩스 증설계획 추정



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,577	3,430	4,379	5,300
매출원가	3,116	3,000	3,415	4,033
매출총이익	461	430	964	1,267
판매비와관리비	360	398	398	398
조정영업이익	102	32	566	869
영업이익	102	32	566	869
비영업손익	74	-40	-31	-12
금융손익	32	-16	-31	-12
관계기업등 투자손익	20	8	0	0
세전계속사업손익	176	-8	535	857
계속사업법인세비용	62	49	80	129
계속사업이익	114	-56	455	729
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	114	-56	455	729
지배주주	98	-38	446	714
비지배주주	16	-18	9	15
총포괄이익	404	-141	455	729
지배주주	381	-120	425	681
비지배주주	23	-21	30	48
EBITDA	296	281	856	1,158
FCF	-240	-297	510	886
EBITDA 마진율 (%)	8.3	8.2	19.5	21.8
영업이익률 (%)	2.9	0.9	12.9	16.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-1.1	10.2	13.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,763	3,997	4,461	5,535
현금 및 현금성자산	1,143	90	397	1,267
매출채권 및 기타채권	812	830	959	1,142
재고자산	2,345	2,397	2,397	2,397
기타유동자산	463	680	708	729
비유동자산	3,330	3,725	4,033	4,095
관계기업투자등	378	386	504	601
유형자산	2,374	2,751	2,962	2,942
무형자산	155	176	150	131
자산총계	8,094	7,721	8,494	9,630
유동부채	1,901	1,707	1,966	2,177
매입채무 및 기타채무	596	610	796	949
단기금융부채	1,083	871	873	875
기타유동부채	222	226	297	353
비유동부채	1,357	1,418	1,557	1,671
장기금융부채	913	965	965	965
기타비유동부채	444	453	592	706
부채총계	3,258	3,126	3,523	3,848
지배주주지분	3,980	3,774	4,140	4,937
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,412	3,778	4,575
비지배주주지분	856	822	831	846
자본총계	4,836	4,596	4,971	5,783

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	116	214	985	1,136
당기순이익	114	-56	455	729
비현금수익비용가감	241	345	389	418
유형자산감가상각비	164	218	265	270
무형자산상각비	31	31	25	20
기타	46	96	99	128
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-250	-49	241	119
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-26	-129	-106
재고자산 감소(증가)	-243	-69	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	10	129	105
법인세납부	-1	-24	-80	-129
투자활동으로 인한 현금흐름	-108	-857	-483	-254
유형자산처분(취득)	-355	-510	-475	-250
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-77	-6	-8	-4
기타투자활동	328	-341	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-403	-77	85
장단기금융부채의 증가(감소)	529	-160	2	2
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-78	-53	-50	83
기타재무활동	-633	-190	-29	0
현금의 증가	-71	-1,054	307	870
기초현금	1,214	1,143	90	397
기말현금	1,143	90	397	1,267

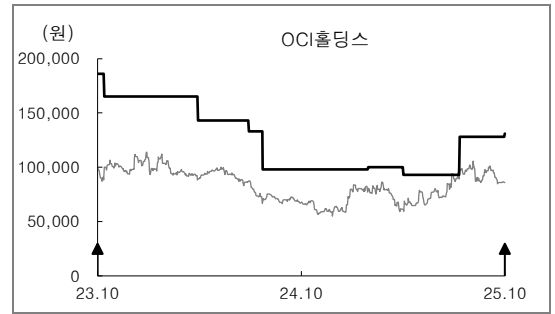
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.7	-	3.6	2.2
P/CF (x)	3.2	5.6	1.9	1.4
P/B (x)	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	8.7	12.8	3.8	2.1
EPS (원)	5,005	-2,040	24,094	39,196
CFPS (원)	18,154	15,295	45,624	62,951
BPS (원)	209,224	201,103	227,837	271,596
DPS (원)	2,200	2,700	-4,600	-4,600
배당성향 (%)	36.3	-88.3	-18.3	-11.4
배당수익률 (%)	3.7	3.1	-5.3	-5.3
매출액증가율 (%)	35.0	-4.1	27.6	21.0
EBITDA증가율 (%)	-53.8	-5.1	204.7	35.3
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	-68.6	1,675.7	53.5
EPS증가율 (%)	-86.1	적전	흑전	62.7
매출채권 회전율 (회)	12.8	8.2	9.0	8.8
재고자산 회전율 (회)	1.8	1.4	1.8	2.2
매입채무 회전율 (회)	9.5	7.2	7.0	6.7
ROA (%)	1.6	-0.7	5.6	8.0
ROE (%)	2.5	-1.0	11.3	15.7
ROIC (%)	1.6	5.4	9.5	14.0
부채비율 (%)	67.4	68.0	70.9	66.5
유동비율 (%)	250.5	234.1	226.9	254.3
순차입금/자기자본 (%)	12.5	25.0	16.9	-0.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	0.6	9.4	14.5

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2025.10.14	매수	131,000	-	-
2025.07.25	매수	128,000	-26.20	-17.42
2025.04.15	매수	93,000	-19.02	3.33
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 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.