

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 100,000원
현재주가(25/2/10)	77,000원
상승여력	29.9%

영업이익(24F, 십억원)	102
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	191
EPS 성장률(24F, %)	-89.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.2
P/E(24F, x)	15.0
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSPI	2,521.27
시가총액(십억원)	1,473
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.1
외국인 보유비중(%)	20.0
베타(12M) 일간수익률	1.04
52주 최저가(원)	54,900
52주 최고가(원)	106,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.5	9.5	-25.6
상대주가	-3.7	12.4	-22.7



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

010060 · 그린에너지

OCI홀딩스

점차 뚜렷해지는 미국 진출 계획

투자 의견: 목표주가 10만원으로 상향. 투자 의견 매수 유지

OCI홀딩스의 목표주가를 98,000원에서 10만원으로 상향 조정하며, 투자 의견 매수를 유지한다. 목표주가를 상향한 이유는 4월 이후로 중국 폴리실리콘 업체들과는 다르게 빠른 실적 개선을 전망하기 때문이다. 피어 밸류에이션 디스카운트 계수를 50%에서 40%로 줄인 12MF PER 6배로 적용했다(표 2 참조). 미국 밸류체인 진출로 인한 안정적인 폴리실리콘 공급처 확보는 동사의 추가적인 리레이팅 가능성으로 남아있는 상황이다.

4Q24 Review: DCRE 실적 부진 영향으로 시장 기대치 하회

동사의 4Q24 영업손익은 -1,078억원으로 컨센서스 -189억원을 대폭 하회했다. 실적이 시장 기대치를 크게 하회한 요인은 DCRE(도시개발)의 재고평가손실 및 기반시설 공사비 증가 때문이다. DCRE(-1,400억원)는 25년 신규 분양을 앞두고 기반시설에 대한 비용을 선반영했으며, 기존 자산에 대한 손상 평가도 일시에 반영했다.

이번 새롭게 사명을 변경한 OCI TerraSus(기존 OCIM)는 예정된 대정비 시행으로 부진한 실적(-270억원)을 기록했다. 낮은 가동률(35% 추정)로 인한 높은 고정비 반영으로 재고 평가손실도 기록된 것으로 보인다.

중장기 수요처 우려를 불식할 미국 밸류체인 진출

단기적으로 1분기 실적은 어려워보이나, 2분기부터 실적 개선을 전망한다. 2분기 실적 개선 전망 이유는 1) 미국 AD/CVD 관세 최종결정 시점이 4월이며, 2) DCRE도 1분기까지는 7단지 분양을 위한 비용 반영이 필요하기 때문이다. OCITS의 폴리실리콘 판매량은 관세가 확정된 4월 이후부터 본격적인 회복을 기대한다.

중장기적으로는 미국 내 밸류체인 진출이 점차 명확해지는 상황으로, 폴리실리콘 수요처에 대한 우려가 불식될 전망이다. 과거에는 Non-China 웨이퍼 기업들의 투자가 없었기 때문에 중국을 거치지 않고 미국으로 수출하기가 어려웠다. 하지만 이제는 다양한 옵션들이 생겼기 때문에 Non-China 밸류체인을 만들 수 있는 상황이다. 또한 동사는 컨퍼런스 콜에서 JV 파트너가 이미 증설 준비가 어느 정도 갖춰진 상황이라고 답하며, 빠르면 26년 중순부터 매출 발생이 가능할 것으로 예상했다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,769	2,650	3,577	3,988	4,507
영업이익 (십억원)	752	531	102	301	559
영업이익률 (%)	27.2	20.0	2.9	7.5	12.4
순이익 (십억원)	880	714	76	302	543
EPS (원)	36,910	36,002	3,910	15,776	28,846
ROE (%)	25.2	18.7	2.0	7.5	12.1
P/E (배)	2.2	2.9	15.0	4.9	2.7
P/B (배)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	3.1	3.1	0.2	-	-

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

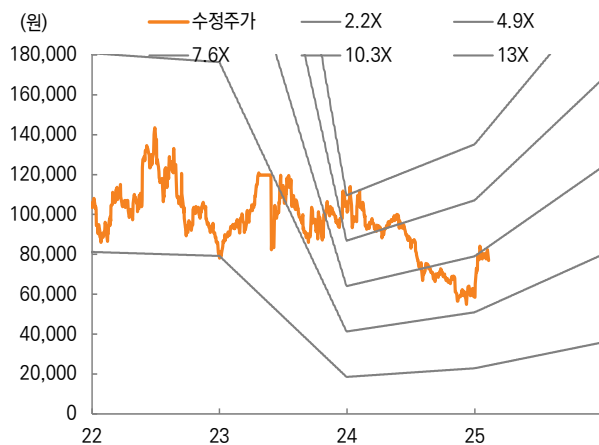
표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	전체	865.0	949.9	908.9	853.9	958.7	976.1	1,075.5	977.3	4,558.7	3,577.7	3,987.5
	OCITS(Polysilicon)	161.2	176.0	65.0	95.0	95.3	136.8	159.4	169.2	938.5	497.2	560.6
	OCI SE + E	143.7	119.0	153.0	111.0	143.3	155.0	186.7	184.7	644.9	526.7	669.6
	OCI	540.0	566.0	589.0	519.8	516.1	472.6	509.7	423.4	1,855.2	2,214.8	1,921.7
	DCRE	150.6	107.0	124.0	151.0	154.0	161.7	169.8	150.0	576.0	532.6	635.5
	기타	60.2	-18.1	-22.1	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	544.1	70.0	200.0
영업이익	전체	99.5	89.6	20.5	-107.8	37.2	58.3	93.7	112.2	531.0	101.8	301.4
	OCITS(Polysilicon)	37.4	56.0	6.0	-27.0	21.0	33.8	44.3	51.4	403.6	72.4	150.4
	OCI SE + E	19.8	3.0	32.0	-14.0	11.9	12.0	23.3	27.6	32.9	40.8	74.8
	OCI	39.0	34.0	18.0	20.4	21.1	19.8	21.1	15.6	105.5	111.4	77.7
	DCRE	20.1	10.0	-32.0	-140.0	-7.7	4.9	8.5	10.5	45.3	-141.9	16.1
	기타	-9.1	-12.1	-3.5	52.8	-9.1	-12.1	-3.5	7.0	39.8	28.1	-17.7
세전이익		209.9	91.2	-22.1	-103.5	41.8	61.7	95.9	113.3	533.0	175.4	312.8
순이익(자배)		175.0	16.5	-21.2	-94.0	40.4	59.5	92.4	109.3	713.5	76.3	301.6

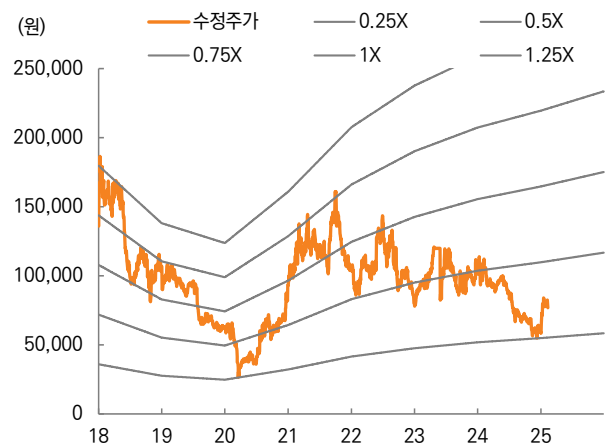
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



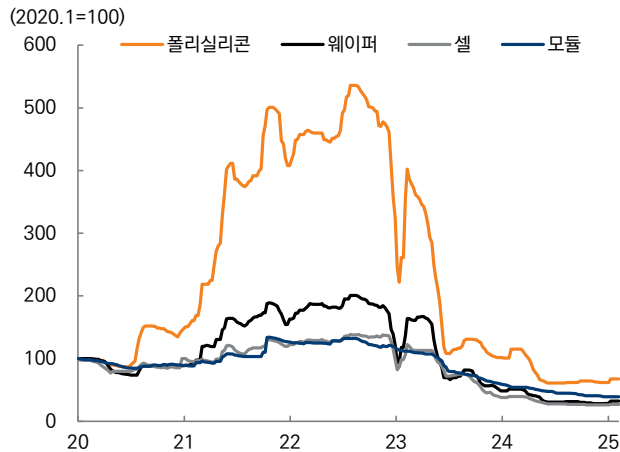
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

구분	가치	비고
12MF 순이익(십억원)	320	사업회사 OCI 실적은 20%만 반영 피어 밸류에이션 10배에 디스카운트 40% 적용
Target PER	6.0	
기업가치(십억원)	1,914	
주식수(백만주)	19.1	목표주가 10만원 산출
목표주가(원)	100,188	
현재주가(원)	77,000	
과리율(%)	30.1	

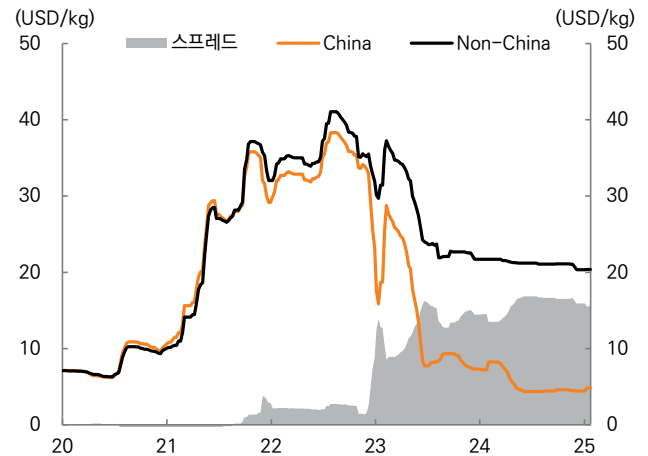
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



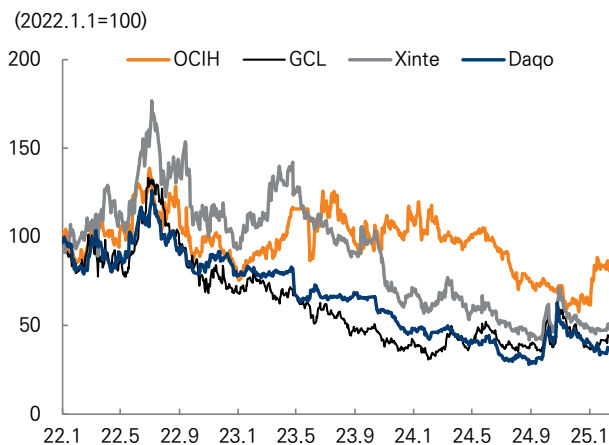
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



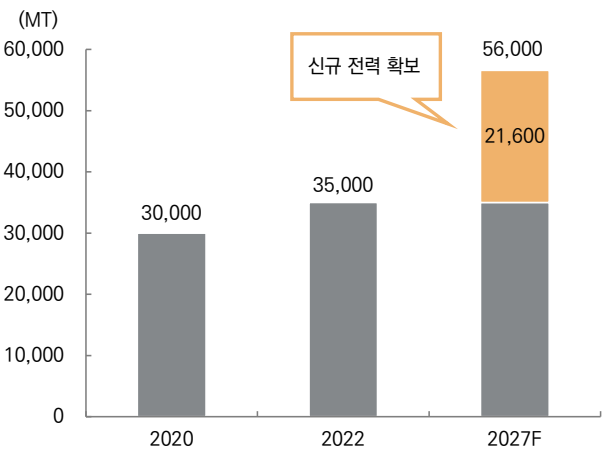
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



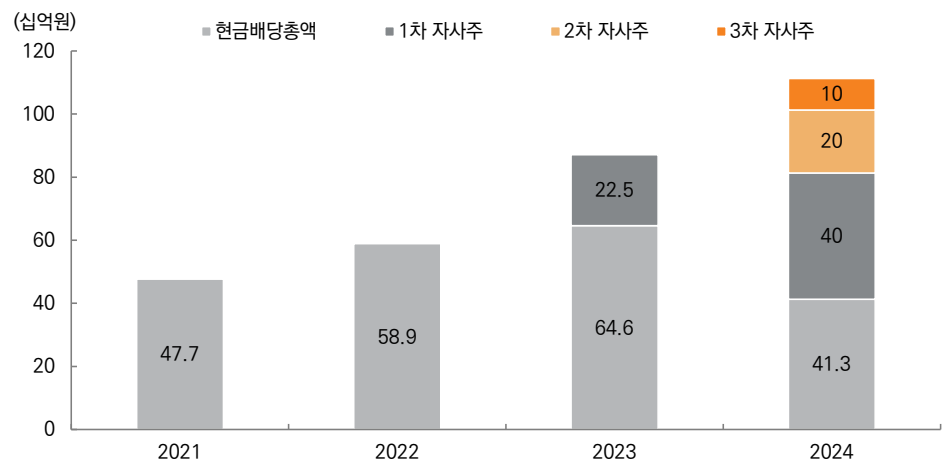
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. OCI홀딩스 폴리실리콘 증설 계획



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 연간 주주환원 추이



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,650	3,577	3,988	4,507
매출원가	1,939	3,198	3,408	3,670
매출총이익	711	379	580	837
판매비와관리비	179	278	278	278
조정영업이익	531	102	301	559
영업이익	531	102	301	559
비영업손익	2	73	12	4
금융손익	43	34	11	4
관계기업등 투자손익	38	15	0	0
세전계속사업손익	533	175	313	563
계속사업법인세비용	75	63	47	84
계속사업이익	458	113	266	478
중단사업이익	252	0	0	0
당기순이익	710	113	266	478
지배주주	714	76	302	543
비지배주주	-3	37	-36	-64
총포괄이익	668	310	266	478
지배주주	672	284	259	466
비지배주주	-4	26	7	12
EBITDA	641	296	531	822
FCF	522	4	-279	-33
EBITDA 마진율 (%)	24.2	8.3	13.3	18.2
영업이익률 (%)	20.0	2.9	7.5	12.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.9	2.1	7.6	12.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	674	339	221	527
당기순이익	710	113	266	478
비현금수익비용가감	43	176	205	283
유형자산감가상각비	107	164	201	240
무형자산상각비	3	31	29	23
기타	-67	-19	-25	20
영업활동으로인한자산및부채의변동	-38	-2	-275	-215
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	155	226	-25	-38
재고자산 감소(증가)	-125	31	-312	-358
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	93	-39	47	72
법인세납부	-40	11	-47	-84
투자활동으로 인한 현금흐름	-535	-342	-593	-564
유형자산처분(취득)	-151	-333	-500	-560
무형자산감소(증가)	-6	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-428	-108	-93	-4
기타투자활동	50	101	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-227	-131	87
장단기금융부채의 증가(감소)	-421	415	-99	1
자본의 증가(감소)	88	3	0	0
배당금의 지급	-60	-77	-2	116
기타재무활동	215	-568	-30	-30
현금의 증가	-32	-486	-599	-97
기초현금	1,246	1,214	728	128
기말현금	1,214	728	128	31

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

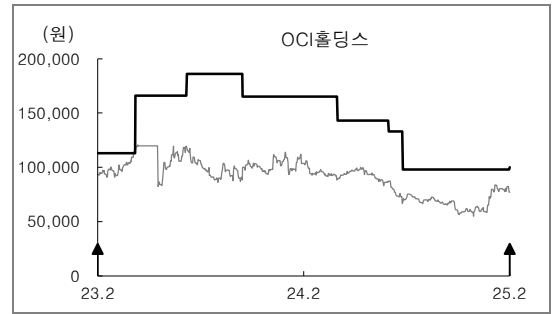
(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,994	4,064	3,958	4,272
현금 및 현금성자산	1,214	728	128	31
매출채권 및 기타채권	474	569	651	689
재고자산	1,732	2,078	2,390	2,748
기타유동자산	574	689	789	804
비유동자산	1,962	3,480	3,850	4,298
관계기업투자등	507	671	768	915
유형자산	1,176	2,250	2,549	2,869
무형자산	27	157	128	105
자산총계	5,957	7,544	7,808	8,570
유동부채	880	1,473	1,461	1,596
매입채무 및 기타채무	308	407	466	555
단기금융부채	420	864	765	766
기타유동부채	152	202	230	275
비유동부채	1,262	1,302	1,342	1,405
장기금융부채	1,048	1,019	1,019	1,019
기타비유동부채	214	283	323	386
부채총계	2,142	2,774	2,804	3,001
지배주주지분	3,721	3,885	4,155	4,784
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	902	905	905	905
이익잉여금	3,576	3,569	3,838	4,468
비지배주주지분	94	885	849	785
자본총계	3,815	4,770	5,004	5,569

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	2.9	15.0	4.9	2.7
P/CF (x)	2.8	4.0	3.1	1.9
P/B (x)	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	3.0	8.6	6.1	4.0
EPS (원)	36,002	3,910	15,776	28,846
CFPS (원)	38,013	14,814	24,617	40,472
BPS (원)	188,949	205,326	222,924	260,492
DPS (원)	3,300	100	-6,300	-800
배당성향 (%)	9.1	1.7	-43.8	-3.0
배당수익률 (%)	3.1	0.2	-8.6	-1.1
매출액증가율 (%)	-4.3	35.0	11.5	13.0
EBITDA증가율 (%)	-29.0	-53.8	79.6	54.8
조정영업이익증가율 (%)	-29.4	-80.9	196.9	85.5
EPS증가율 (%)	-2.5	-89.1	303.4	82.8
매출채권 회전율 (회)	6.4	22.3	21.3	20.6
재고자산 회전율 (회)	1.5	1.9	1.8	1.8
매입채무 회전율 (회)	6.8	11.2	9.8	9.0
ROA (%)	11.2	1.7	3.5	5.8
ROE (%)	18.7	2.0	7.5	12.1
ROIC (%)	13.2	-1.0	5.4	8.9
부채비율 (%)	56.1	58.2	56.0	53.9
유동비율 (%)	454.1	276.0	270.8	267.6
순차입금/자기자본 (%)	-7.0	11.1	18.8	18.7
조정영업이익/금융비용 (x)	27.3	2.7	8.7	17.0

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2025.02.11	매수	100,000	-	-
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
2023.01.26	매수	113,000	-13.20	2.04



* 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
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 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.