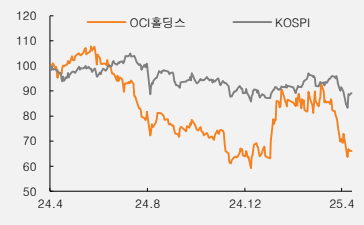


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(하향)	<b>▼ 93,000원</b>
현재주가(25/4/14)	61,200원
상승여력	52.0%

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 어려워보인다.

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

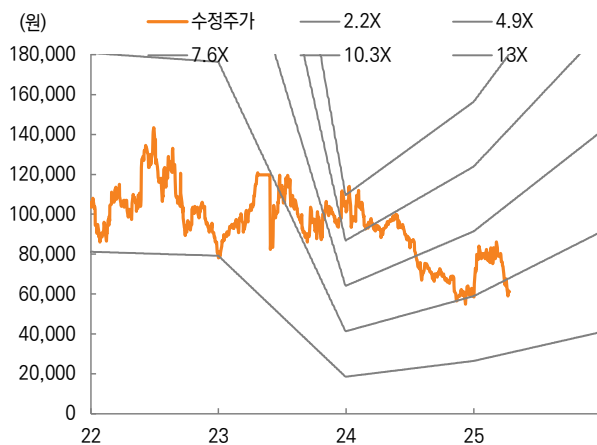
표 10. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(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

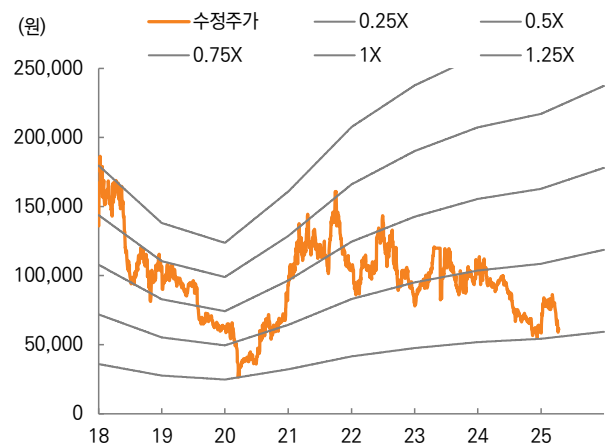
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



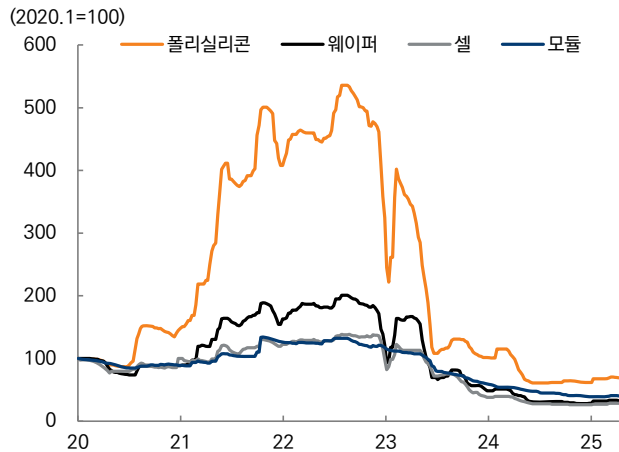
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

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	

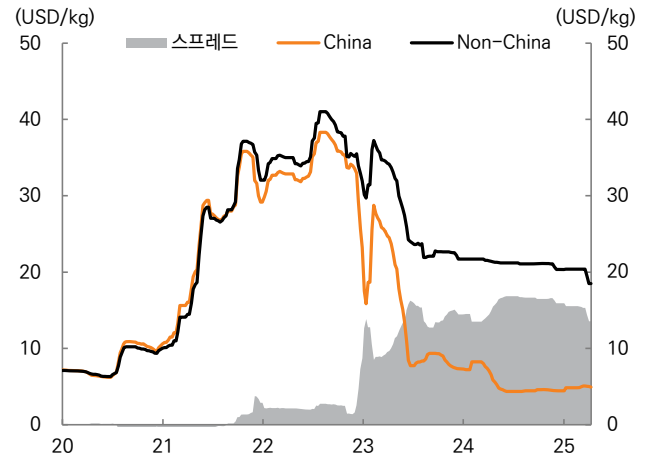
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



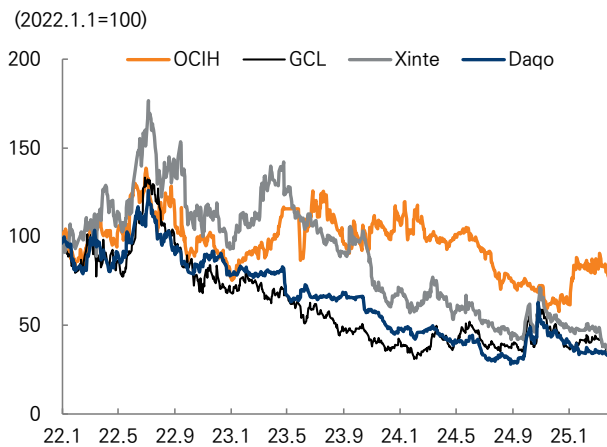
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



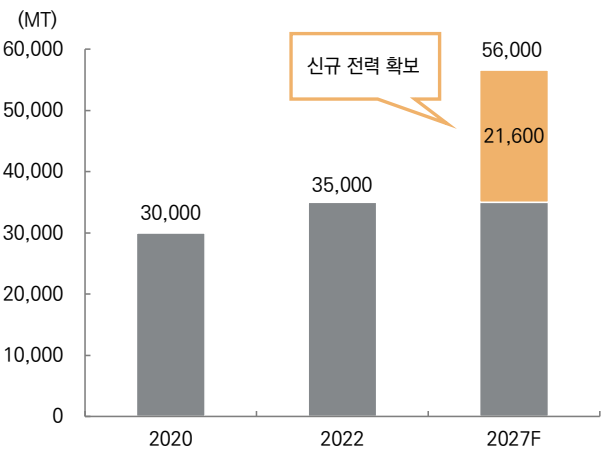
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



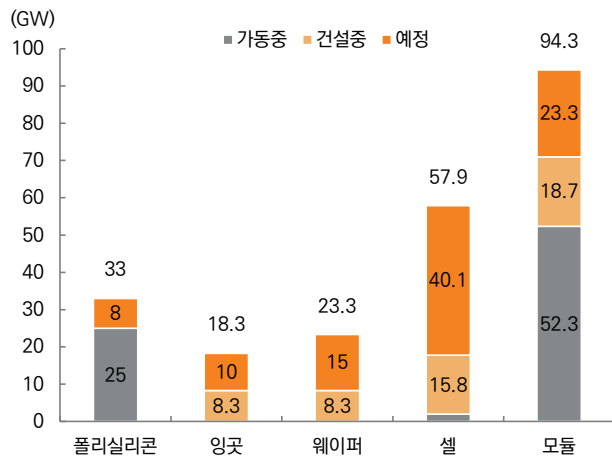
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. OCI홀딩스 폴리실리콘 증설 계획



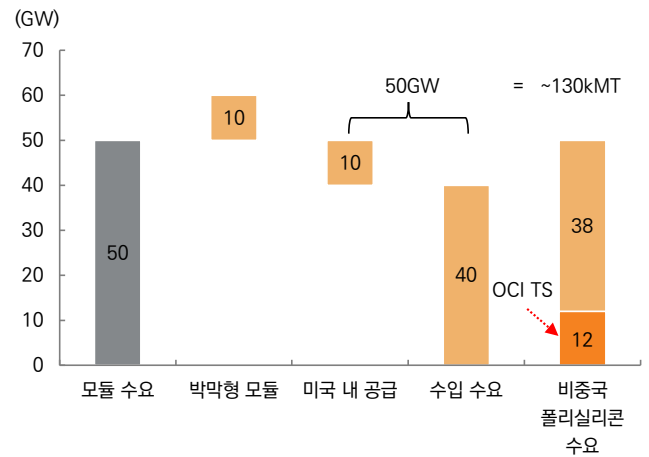
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

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

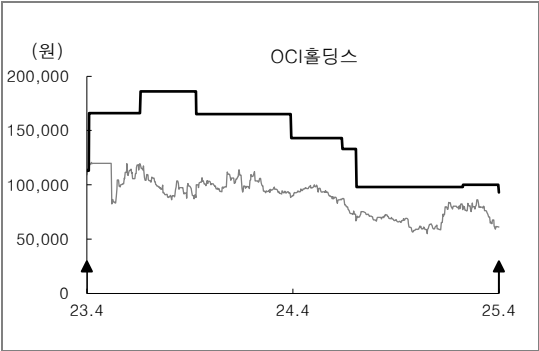
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

## 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

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
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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 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

<ul style="list-style-type: none"><li>- 당사는 자료 작성일 현재 OCI홀딩스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.</li><li>- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.</li><li>- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.</li><li>- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.</li></ul>	<p>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.</p>
---	--