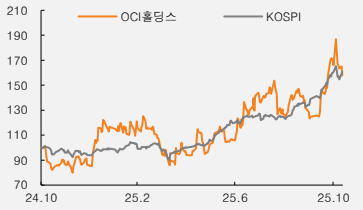
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2025.11.12

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 146,000원
현재주가(25/11/11)	108,600원
상승여력	34.4%

영업이익(25F,십억원)	-48
Consensus 영업이익(25F,십억원)	53
EPS 성장률(25F,%)	적전
MKT EPS 성장률(25F,%)	31.0
P/E(25F,x)	-
MKT P/E(25F,x)	14.4
KOSPI	4,106.39
시가총액(십억원)	2,043
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.9
외국인 보유비중(%)	20.7
베타(12M) 일간수익률	1.36
52주 최저가(원)	54,900
52주 최고가(원)	128,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.5	62.1	80.4
상대주가	10.4	1.7	11.2



[에너지/정유화학]
이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

010060 · 그린에너지

OCI홀딩스

아쉬움보다는 기대감이 더 크다

목표주가 14.6만원으로 상향. 섹터 내 Top Pick 유지

OCI홀딩스의 목표주가를 13.1만원 → 14.6만원으로 상향 조정하며, 투자의견 매수로 섹터 내 Top Pick을 유지한다. 목표주가 상향 요인은 1) 12MF PBR 0.6배 → 0.66배 상향, 2) 12MF BPS 상승이다. 글로벌 폴리실리콘 업체들의 PBR 밸류에이션이 중국 구조조정 기대감으로 평균 10% 상승한 부분을 반영했다.

아쉬운 3분기 실적보다는 다가올 4분기 및 26년에 대한 기대감이 더 크다. 기존 투자포인트인 1) 중국 폴리실리콘 구조조정, 2) 미국 내 Non-China 폴리실리콘 및 웨이퍼 수요 폭증은 그대로 유지된다. 그리고 여기에 3) **세이프하버를 확보한 태양광 및 ESS 프로젝트 파이프라인에, 데이터센터 인프라 개발 사업**까지 더해졌다. 향후 사업 실적 가시성이 확보되면 추가적으로 반영할 사업가치까지 감안한다면, 여전히 업사이드는 크다고 판단한다.

3Q25 Review: 아쉬운 3분기 실적

동사의 3Q25 영업이익은 -533억원으로 컨센서스 183억원을 하회했다. 매출액보다도 수익성이 시장 기대치를 크게 하회한 이유는 OCITS 폴리실리콘 공장 셧다운 이후 램프업을 진행하면서 고정비 부담이 컸기 때문이다. 지난 2분기 컨퍼런스 콜에서는 8월부터 공장이 가동될 것으로 예상했으나, 실제로는 9월 초부터 돌아가기 시작했다. 따라서 전력비, 인건비 등이 매출액에 예상보다 많이 반영되었고, 원가가 높기에 재고의 손상차손도 일부 존재했다.

4Q25 Preview: 실적 회복 방향성은 뚜렷

동사의 4Q25 영업이익은 365억원으로 전분기 대비 흑자전환을 예상한다. 가장 크게 개선되는 부문은 OCITS(폴리실리콘)로 -647억원 → 361억원을 전망한다. 3분기에 예상보다 가동시기가 늦어져 실적 쇼크가 나타났지만, 방향성은 회복으로 가고 있다는 점이 명확하다. 4분기에는 고정비로 인한 비용 부담 효과가 미미해지고, 미국 PFE 시행 시점이 다가오며 비중국 폴리실리콘 수요는 급격하게 증가할 전망이다.

OCISE의 부진과 OCI의 실적 개선세는 서로 상쇄될 전망이다. OCISE는 SMP 하락 및 보일러 교체로 인한 적자전환이 예상된다. 하지만 OCI는 3분기 피앤오 케미칼 손상 영향 제거 및 피치 매출 이연 반영에 따라 실적이 개선될 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,650	3,577	3,409	4,314	5,268
영업이익 (십억원)	531	102	-48	540	842
영업이익률 (%)	20.0	2.9	-1.4	12.5	16.0
순이익 (십억원)	714	98	-128	422	689
EPS (원)	36,002	5,005	-6,772	22,814	37,821
ROE (%)	18.7	2.5	-3.3	11.0	15.6
P/E (배)	2.9	11.7	-	4.8	2.9
P/B (배)	0.6	0.3	0.6	0.5	0.4
배당수익률 (%)	3.1	3.7	2.6	-	-

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	3Q25P	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	전체	865.0	949.9	908.9	853.9	948.1	776.2	845.1	839.6	3,577.7	3,409.1	4,313.6
	OCITS(Polysilicon)	161.2	176.0	65.0	95.0	112.0	39.0	131.5	214.7	497.2	497.2	1,102.2
	OCI SE + E	143.7	119.0	153.0	111.0	156.0	125.2	133.4	112.5	526.7	527.1	836.5
	OCI	540.0	566.0	589.0	519.8	539.0	527.0	476.4	422.4	2,214.8	1,964.8	1,860.0
	DCRE	150.6	107.0	124.0	151.0	148.0	88.0	105.4	100.0	532.6	441.4	555.0
	기타	60.2	-18.1	-22.1	-22.9	-6.9	-3.0	-1.6	-10.0	-2.9	-21.4	-40.0
영업이익	전체	99.5	89.6	20.5	-107.8	48.7	-77.7	-53.3	36.5	101.8	-45.8	539.8
	OCITS(Polysilicon)	37.4	56.0	6.0	-27.0	12.0	-74.0	-64.7	36.1	72.4	-90.6	318.9
	OCI SE + E	19.8	3.0	32.0	-14.0	16.2	-7.0	14.8	-8.0	40.8	16.0	152.1
	OCI	39.0	34.0	18.0	20.4	10.0	-2.0	-10.3	6.4	111.4	4.1	41.5
	DCRE	20.1	10.0	-32.0	-140.0	18.0	-5.0	12.6	3.0	-141.9	28.6	30.2
	기타	-9.1	-12.1	-3.5	52.8	-7.5	10.3	-5.7	-1.0	28.1	-3.9	-2.8
세전이익		209.9	91.2	-22.1	-103.3	28.8	-84.8	-114.9	27.7	175.6	-143.3	506.8
순이익(지배)		175.0	16.5	-21.2	-72.6	-2.2	-76.6	-71.8	23.0	97.7	-127.7	422.2

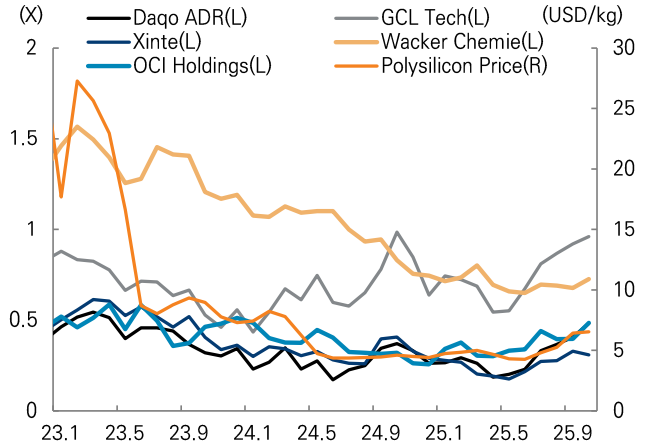
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경 (억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F
매출액	3,430	4,379	3,409	4,314	-0.6	-1.5
영업이익	35	566	-46	540	적전	-4.6
당기순이익(지배)	-38	446	-128	422	적지	-5.3

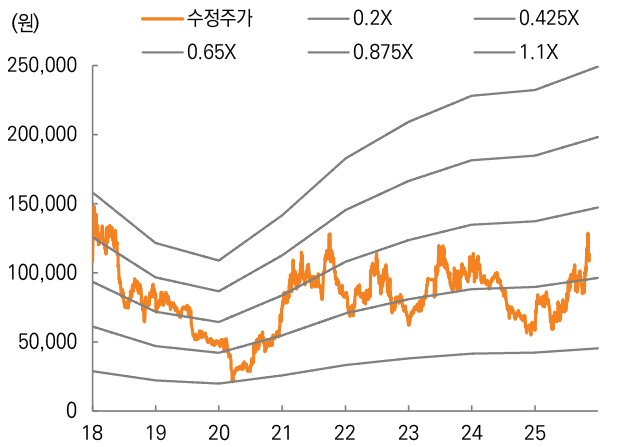
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 중국 폴리실리콘 피어 PBR 및 폴리실리콘 가격 추이



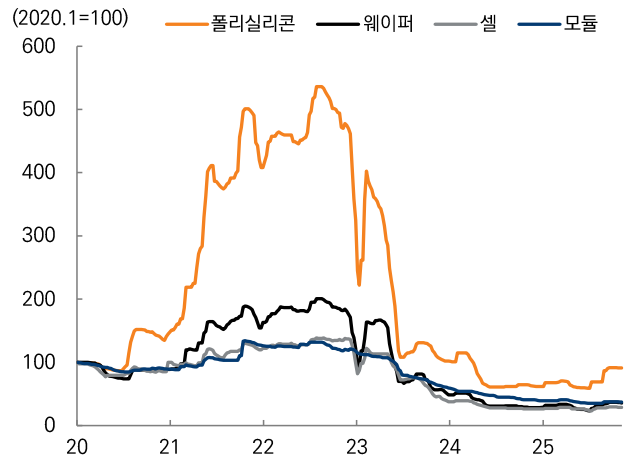
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



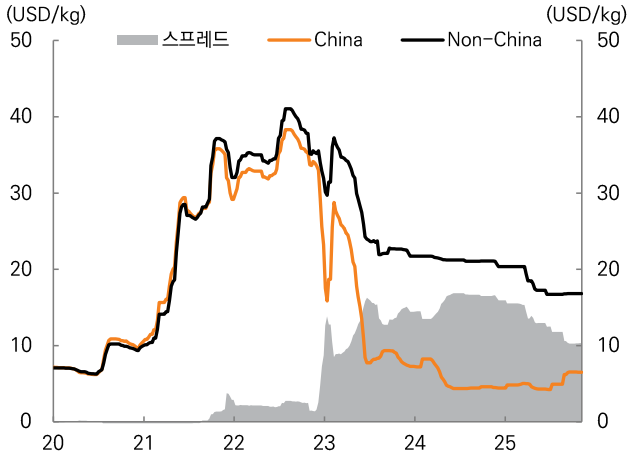
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



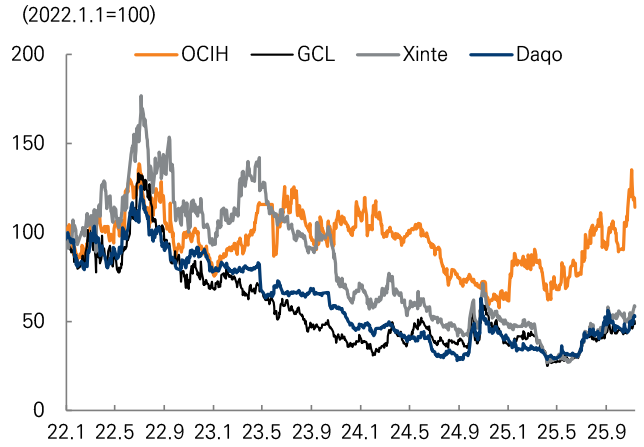
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



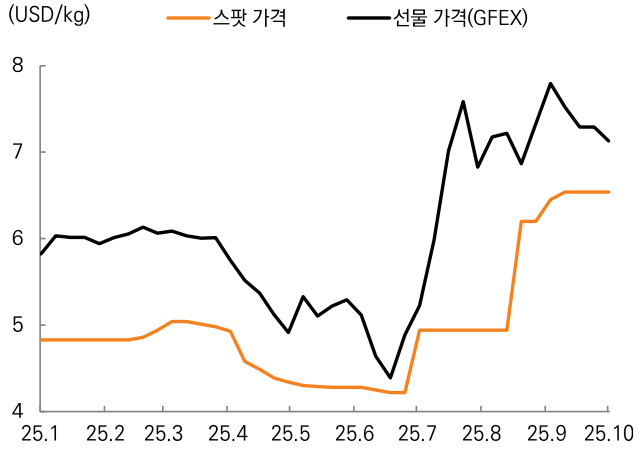
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



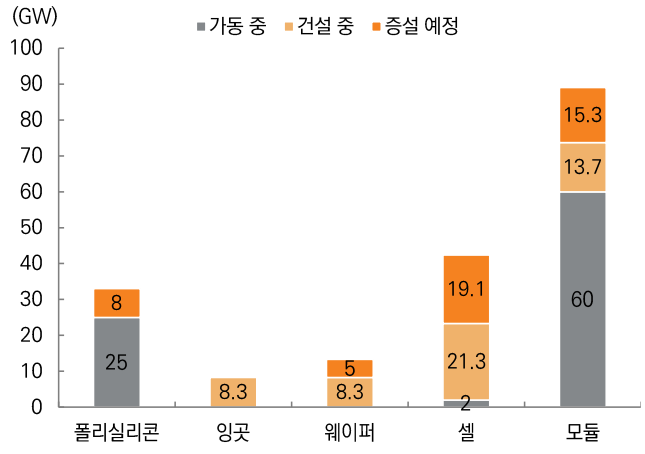
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 폴리실리콘 가격 추이



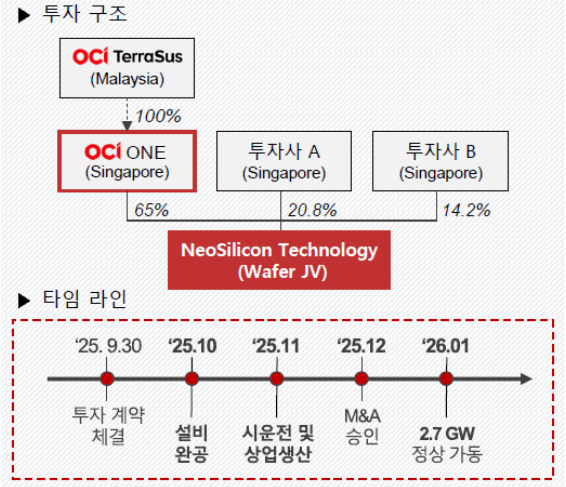
자료: GFEX, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 태양광 밸류체인별 생산능력



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. OCI홀딩스 웨이퍼 JV 투자 구조



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**3,577**	**3,409**	**4,314**	**5,268**
매출원가	**3,116**	**3,059**	**3,375**	**4,027**
매출총이익	**461**	**350**	**939**	**1,241**
판매비와관리비	**360**	**398**	**398**	**398**
조정영업이익	**102**	**-48**	**540**	**842**
영업이익	**102**	**-48**	**540**	**842**
비영업손익	**74**	**-95**	**-33**	**-15**
금융손익	32	-16	-33	-15
관계기업등 투자손익	20	-39	0	0
세전계속사업손익	176	-143	507	827
계속사업법인세비용	62	4	76	124
계속사업이익	114	-147	431	703
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**114**	**-147**	**431**	**703**
지배주주	98	-128	422	689
비지배주주	16	-20	9	14
총포괄이익	**404**	**-232**	**431**	**703**
지배주주	381	-205	402	657
비지배주주	23	-27	28	46
EBITDA	296	200	830	1,131
FCF	-240	-311	487	879
EBITDA 마진율 (%)	8.3	5.9	19.2	21.5
영업이익률 (%)	2.9	-1.4	12.5	16.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-3.8	9.8	13.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**4,763**	**3,872**	**4,311**	**5,389**
현금 및 현금성자산	1,143	100	382	1,227
매출채권 및 기타채권	812	798	928	1,138
재고자산	2,345	2,306	2,306	2,306
기타유동자산	463	668	695	718
비유동자산	**3,330**	**3,709**	**4,019**	**4,095**
관계기업투자등	378	371	490	601
유형자산	2,374	2,751	2,962	2,942
무형자산	155	176	150	131
자산총계	**8,094**	**7,581**	**8,329**	**9,484**
유동부채	**1,901**	**1,675**	**1,935**	**2,177**
매입채무 및 기타채무	596	586	774	949
단기금융부채	1,083	871	873	875
기타유동부채	222	218	288	353
비유동부채	**1,357**	**1,401**	**1,540**	**1,671**
장기금융부채	913	965	965	965
기타비유동부채	444	436	575	706
부채총계	**3,258**	**3,076**	**3,475**	**3,848**
지배주주지분	**3,980**	**3,685**	**4,025**	**4,793**
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,322	3,663	4,432
비지배주주지분	**856**	**820**	**829**	**843**
자본총계	**4,836**	**4,505**	**4,854**	**5,636**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	**116**	**200**	**962**	**1,129**
당기순이익	114	-147	431	703
비현금수익비용가감	241	300	388	417
유형자산감가상각비	164	218	265	270
무형자산상각비	31	31	25	20
기타	46	51	98	127
영업활동으로인한자산및부채의변동	-250	27	241	137
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-10	-130	-121
재고자산 감소(증가)	-243	22	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	-6	129	121
법인세납부	-1	21	-76	-124
투자활동으로 인한 현금흐름	**-108**	**-847**	**-483**	**-255**
유형자산처분(취득)	-355	-510	-475	-250
무형자산감소(증가)	-4	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-77	4	-8	-5
기타투자활동	328	-341	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-178**	**-404**	**-79**	**82**
장단기금융부채의 증가(감소)	529	-161	2	2
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-78	-53	-51	80
기타재무활동	-633	-190	-30	0
현금의 증가	**-71**	**-1,043**	**282**	**845**
기초현금	1,214	1,143	100	382
기말현금	1,143	100	382	1,227

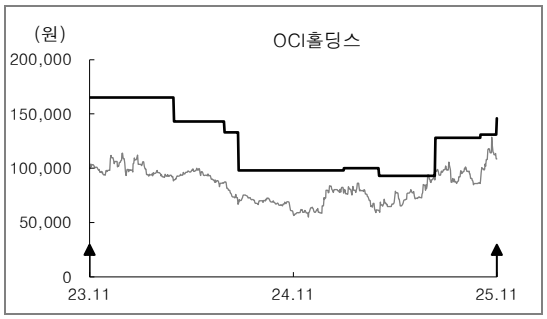
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.7	-	4.8	2.9
P/CF (x)	3.2	13.4	2.5	1.8
P/B (x)	0.3	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	8.7	20.0	4.5	2.6
EPS (원)	5,005	-6,772	22,814	37,821
CFPS (원)	18,154	8,130	44,221	61,496
BPS (원)	209,224	196,363	221,538	263,724
DPS (원)	2,200	2,800	-4,400	-4,400
배당성향 (%)	36.3	-34.9	-18.5	-11.3
배당수익률 (%)	3.7	3.2	-5.1	-5.1
매출액증가율 (%)	35.0	-4.7	26.5	22.1
EBITDA증가율 (%)	-53.8	-32.2	313.8	36.4
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	적전	흑전	56.0
EPS증가율 (%)	-86.1	적전	흑전	65.8
매출채권 회전율 (회)	12.8	8.3	9.2	8.8
재고자산 회전율 (회)	1.8	1.5	1.9	2.3
매입채무 회전율 (회)	9.5	7.5	7.2	6.8
ROA (%)	1.6	-1.9	5.4	7.9
ROE (%)	2.5	-3.3	11.0	15.6
ROIC (%)	1.6	-0.2	9.3	13.9
부채비율 (%)	67.4	68.3	71.6	68.3
유동비율 (%)	250.5	231.1	222.8	247.5
순차입금/자기자본 (%)	12.5	25.5	17.8	0.4
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	-0.9	9.0	14.0

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2025.11.12	매수	146,000	-	-
2025.10.14	매수	131,000	-15.84	-1.83
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



* 괴리율 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
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 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.