

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 180,000원
현재주가(26/2/11)	148,700원
상승여력	21.0%

영업이익(25F, 십억원)	-58
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	-61
EPS 성장률(25F, %)	적전
MKT EPS 성장률(25F, %)	36.0
P/E(25F, x)	-
MKT P/E(25F, x)	18.2
KOSPI	5,354.49
시가총액(십억원)	2,776
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	69.4
외국인 보유비중(%)	20.0
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	59,000
52주 최고가(원)	155,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	46.2	50.5	84.7
상대주가	25.2	-9.9	-12.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

OCI홀딩스

드디어 흑자전환, 그리고 기대되는 이벤트들

투자 의견: 목표주가 18만원 상향 및 섹터 내 Top Pick 유지

OCI홀딩스의 목표주가를 14.6만원에서 18만원으로 상향하며, 투자 의견 매수를 유지한다. 이제는 온전히 흑자 기조로 돌아섰다고 판단해, 밸류에이션 방식을 PBR에서 PER로 변경한다. 과거 폴리실리콘 가격 상승기인 2021년 평균 12MF PER인 10배를 적용했다(현재 8.9배). 2026년 폴리실리콘 평균 ASP는 18.8달러/kg으로 가정하고 있는데, 추후 발표될 중국 폴리실리콘 규제들로 인해 이 수준에서 추가 상승이 가능하다. 1) Section 232를 통한 TRQ(Tariff Rate Quota) 적용(2월 내 예정), 2) PFE(Prohibited Foreign Entity) 가이드라인 발표(26년 상반기 내 예정) 등은 비중국 폴리실리콘 수요가 증가시킬 전망이다.

4Q25 Review: 실적 회복 궤도로 성공적인 귀환

동사의 4Q25 영업이익은 273억원으로 컨센서스(238억원)를 15% 상회했으며, 전분기(-533억원) 대비 흑자전환했다. 전분기 대비 실적이 개선된 이유는 OCITRS(폴리실리콘) 부문의 가동률 회복으로 수익성이 개선(3Q -647억원 → 4Q 332억원)되었기 때문이다. 폴리실리콘은 4Q 기준, 가동률 90%, ASP 17달러/kg 수준을 추정하며, OPM은 23%를 기록했다. 3분기에 생산단가가 높았던 제품이 4분기에도 판매되었다는 것을 고려하면 준수한 수익성이라고 판단한다. 그 외 OCISE(열병합발전소)는 -120억원으로 SMP 하락으로 인해 부진했으며, OCIE는 발전자산 매각 부재로 전분기 대비 이익이 감소했다.

1Q26 Preview: Section 232 발표를 기다리며

동사의 1Q26 영업이익은 709억원으로 전분기 대비 +160% 증가할 전망이다. 1분기 증익은 OCIE(+313억원)와 OCISE(+131억원) 부문의 실적 개선에 기인한다. OCIE는 발전자산 매각 인식 및 모듈 가격 상승으로 인해 실적이 개선될 전망이다. OCISE는 SMP는 여전히 부진하나, 4분기 대비 상대적으로 짧은 보수기간 덕분에 적자폭이 축소될 것으로 예상된다.

OCITRS는 416억원(+25% QoQ)으로 보수적으로 전망한다. 미국 내 태양광 사업자들이 비중국 폴리실리콘으로 온전히 돌아서기 위해선 Section 232가 필요하기 때문이다. 해당 규제 발표 이후, 전망치를 상향할 계획이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,650	3,577	3,397	4,314	4,706
영업이익 (십억원)	531	102	-58	503	646
영업이익률 (%)	20.0	2.9	-1.7	11.7	13.7
순이익 (십억원)	714	98	-84	355	482
EPS (원)	36,002	5,005	-4,463	19,043	26,235
ROE (%)	18.7	2.5	-2.2	9.0	11.2
P/E (배)	2.9	11.7	-	7.8	5.7
P/B (배)	0.6	0.3	0.6	0.7	0.6
배당수익률 (%)	3.1	3.7	1.9	1.5	1.5

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

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	전체	948.1	776.2	845.1	827.8	953.6	1,034.9	1,179.7	1,145.4	3,577.7	3,397.3	4,313.6
	OCITRS	112.0	39.0	131.5	144.9	189.0	287.6	328.4	328.4	497.2	427.4	1,133.4
	OCI SE + E	156.0	125.2	133.4	115.5	128.7	127.2	164.4	194.4	526.7	530.1	614.6
	OCI	539.0	527.0	476.4	467.3	525.9	480.1	517.0	432.6	2,214.8	2,009.7	1,955.6
	DCRE	148.0	88.0	105.4	110.1	120.0	150.0	180.0	200.0	532.6	451.5	650.0
	기타	-6.9	-3.0	-1.6	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-2.9	-21.4	-40.0
영업이익	전체	48.7	-80.3	-53.3	27.3	70.9	95.2	157.6	179.3	101.8	-57.6	503.0
	OCITRS(Polysilicon)	12.0	-74.0	-64.7	33.2	41.6	72.9	102.3	104.0	72.4	-93.5	320.7
	OCI SE + E	16.2	-7.0	14.8	-27.7	14.3	6.1	29.6	47.9	40.8	-3.7	97.9
	OCI	10.0	-2.0	-10.3	2.8	11.0	9.3	15.6	12.5	111.4	0.5	48.4
	DCRE	18.0	-5.0	12.6	11.7	3.6	4.5	9.0	12.0	-141.9	37.3	29.1
	기타	-7.5	7.7	-5.7	7.3	0.4	2.4	1.1	2.8	28.1	1.8	6.8
세전이익		28.8	-84.8	-115.0	31.5	51.1	76.4	138.9	160.2	175.6	-139.6	426.6
순이익(지배)		-2.2	-76.6	-36.4	31.2	42.6	63.6	115.7	133.4	97.7	-84.1	355.4

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	4Q25F	26F	4Q25P	26F	4Q25F	26F
매출액	820	4,389	828	4,314	1.0	-1.7
영업이익	17	520	27	503	57	-3.3
당기순이익(지배)	-1	370	31	355	-3,546	-3.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션 - PER

구분	가치	비고
12MF 순이익(십억원)	337	사업회사 OCI 실적은 20%만 반영
Target PER	10.0	폴리실리콘 가격 상승기 밸류에이션 PER 10배 적용
기업가치(십억원)	3,365	
주식수(백만주)	18.7	
목표주가(원)	179,947	목표주가 18만원 산출
현재주가(원)	148,700	
과리율(%)	21.0	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국내 태양광 기업 주가 추이 비교

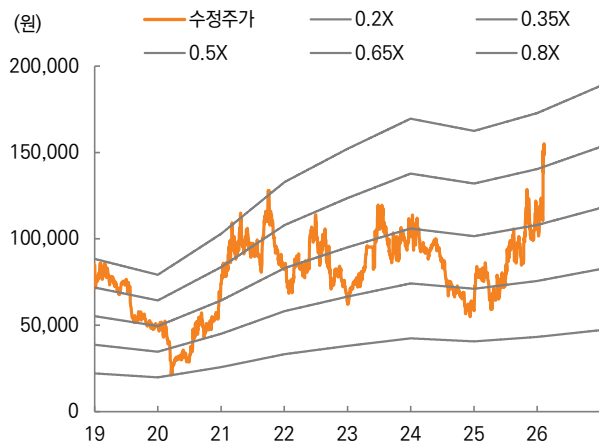
(2020.1.1=100)



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

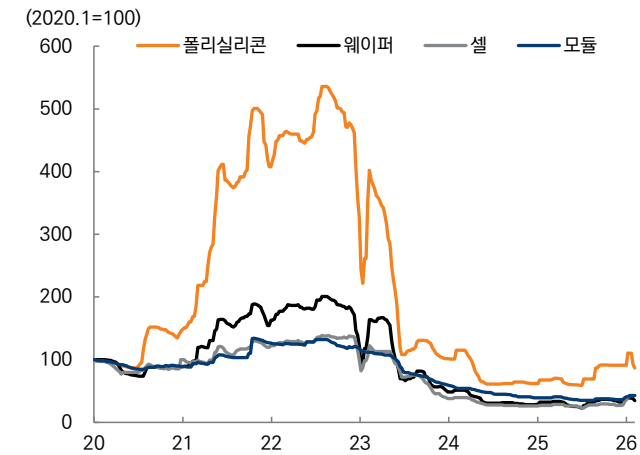
그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트

(원)



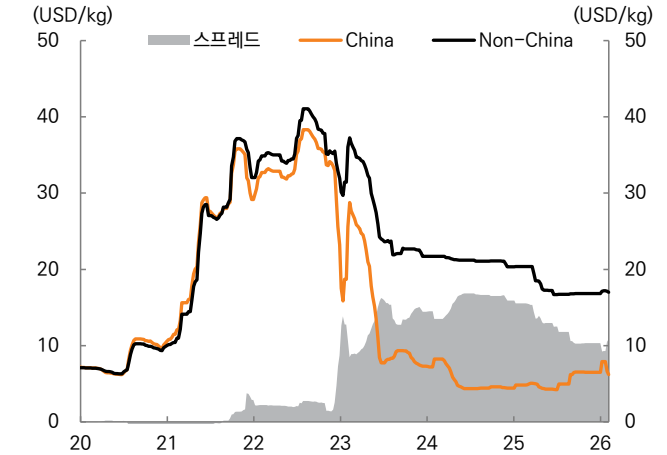
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



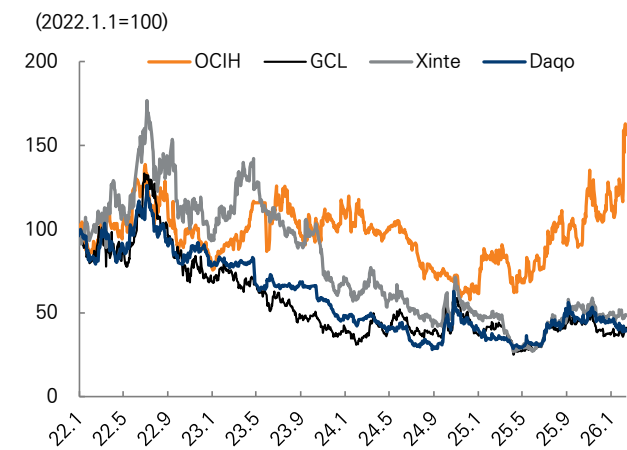
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



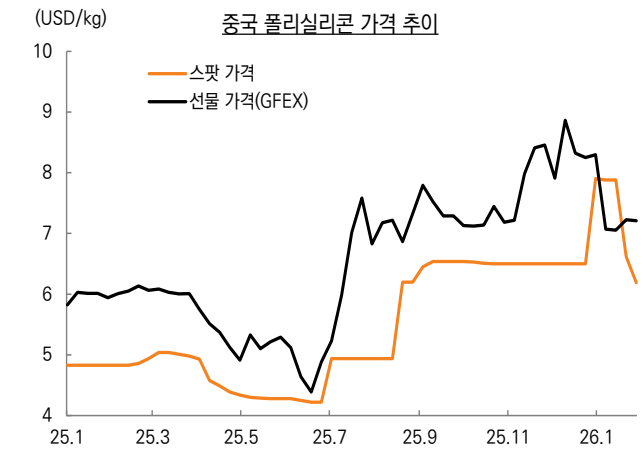
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



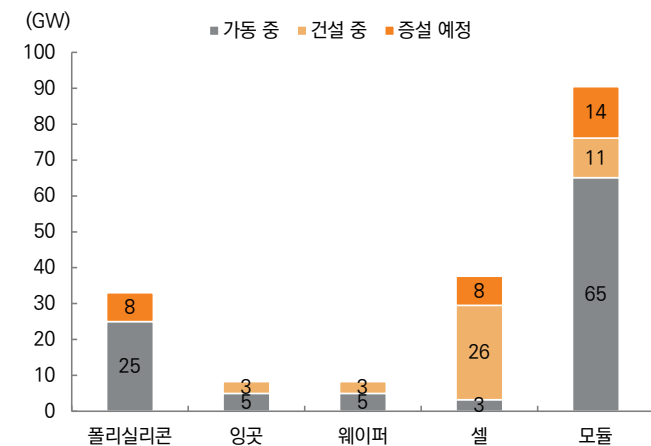
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 폴리실리콘 가격 추이



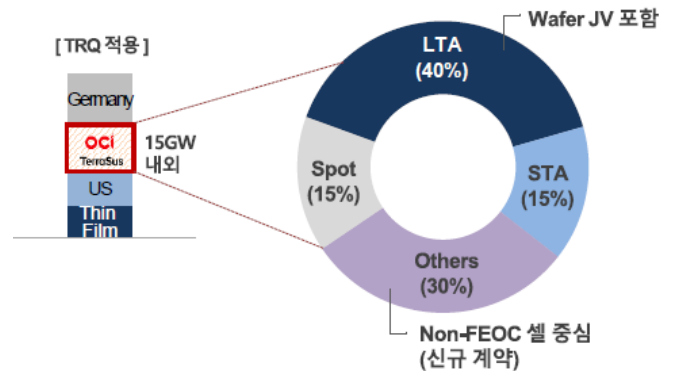
자료: GFEX, PV Infolink, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미국 태양광 밸류체인별 생산능력



자료: SEIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. OCI홀딩스 폴리실리콘 판매 전략(Section 232 가정)



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	3,577	3,397	4,314	4,706
매출원가	3,116	3,034	3,390	3,640
매출총이익	461	363	924	1,066
판매비와관리비	360	421	421	421
조정영업이익	102	-58	503	646
영업이익	102	-58	503	646
비영업손익	74	-82	-76	-67
금융손익	32	-37	-77	-68
관계기업등 투자손익	20	18	0	0
세전계속사업손익	176	-140	427	579
계속사업법인세비용	62	5	64	87
계속사업이익	114	-144	363	492
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	114	-144	363	492
지배주주	98	-84	355	482
비지배주주	16	-60	7	10
총포괄이익	404	-162	363	492
지배주주	381	-252	-1,657	-2,247
비지배주주	23	90	2,019	2,739
EBITDA	296	191	794	943
FCF	-240	-271	390	547
EBITDA 마진율 (%)	8.3	5.6	18.4	20.0
영업이익률 (%)	2.9	-1.7	11.7	13.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	-2.5	8.2	10.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	4,763	4,055	4,413	4,926
현금 및 현금성자산	1,143	383	555	1,055
매출채권 및 기타채권	812	787	940	951
재고자산	2,345	2,273	2,273	2,273
기타유동자산	463	612	645	647
비유동자산	3,330	3,719	4,124	4,083
관계기업투자등	378	366	507	513
유형자산	2,374	2,739	3,024	2,997
무형자산	155	163	137	117
자산총계	8,094	7,774	8,537	9,009
유동부채	1,901	1,689	1,996	2,010
매입채무 및 기타채무	596	578	800	809
단기금융부채	1,083	896	899	899
기타유동부채	222	215	297	302
비유동부채	1,357	1,512	1,677	1,684
장기금융부채	913	1,082	1,082	1,082
기타비유동부채	444	430	595	602
부채총계	3,258	3,202	3,674	3,694
지배주주지분	3,980	3,792	4,076	4,518
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,366	3,650	4,092
비지배주주지분	856	780	787	797
자본총계	4,836	4,572	4,863	5,315

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	116	249	940	797
당기순이익	114	-144	363	492
비현금수익비용가감	241	401	432	451
유형자산감가상각비	164	216	265	277
무형자산상각비	31	32	26	20
기타	46	153	141	154
영업활동으로인한자산및부채의변동	-250	35	286	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-21	-154	-7
재고자산 감소(증가)	-243	55	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	-13	153	7
법인세납부	-1	-25	-64	-87
투자활동으로 인한 현금흐름	-108	-853	-558	-250
유형자산처분(취득)	-355	-520	-550	-250
무형자산감소(증가)	-4	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-77	8	-8	0
기타투자활동	328	-340	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-274	-68	-40
장단기금융부채의 증가(감소)	529	-18	3	0
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-78	-53	-41	-40
기타재무활동	-633	-203	-30	0
현금의 증가	-71	-761	173	500
기초현금	1,214	1,143	383	555
기말현금	1,143	383	555	1,055

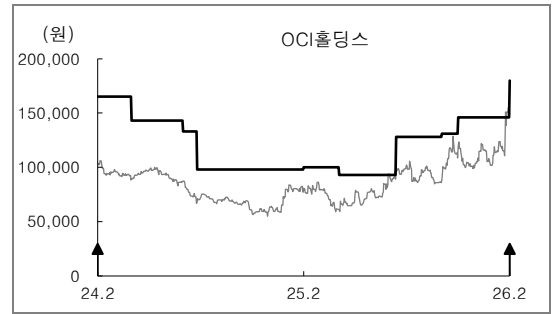
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.7	-	7.8	5.7
P/CF (x)	3.2	8.5	3.5	2.9
P/B (x)	0.3	0.6	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	8.7	20.9	5.6	4.2
EPS (원)	5,005	-4,463	19,043	26,235
CFPS (원)	18,154	13,630	42,570	51,347
BPS (원)	209,224	203,640	222,441	246,476
DPS (원)	2,200	2,200	2,200	2,200
배당성향 (%)	36.3	-28.5	11.1	8.2
배당수익률 (%)	3.7	1.9	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	35.0	-5.0	27.0	9.1
EBITDA증가율 (%)	-53.8	-35.5	316.5	18.7
조정영업이익증가율 (%)	-80.9	적전	흑전	28.4
EPS증가율 (%)	-86.1	적전	흑전	37.8
매출채권 회전율 (회)	12.8	8.4	9.0	8.4
재고자산 회전율 (회)	1.8	1.5	1.9	2.1
매입채무 회전율 (회)	9.5	7.5	7.1	6.6
ROA (%)	1.6	-1.8	4.4	5.6
ROE (%)	2.5	-2.2	9.0	11.2
ROIC (%)	1.6	-1.4	8.9	10.1
부채비율 (%)	67.4	70.0	75.5	69.5
유동비율 (%)	250.5	240.0	221.0	245.1
순차입금/자기자본 (%)	12.5	23.2	18.3	7.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.6	-0.8	4.7	6.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2026.02.11	매수	180,000	-	-
2025.11.12	매수	146,000	-22.70	6.16
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



* 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(◆), 주가(—), 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
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 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.