OCI홀딩스 (010060)

2026.11.05

미국 고객사의 폴리실리콘 초기 수요 대부분을 흡수할 수 있는 유일한 업체

[에너지/정유/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

목표주가 30만원, 투자의견 매수로 커버리지 개시

동사에 대한 목표주가 30만원과 매수의견으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 각 자회사별 2027년 EBITDA 기준 SOTP 방식으로 산출했으며, 폴리실리콘 생산 업체인 TerraSus 4.4조원, 미국 텍사스 내에서 태양광 프로젝트 개발을 영위하는 OCI Enterprise 1.8조원 등으로 적정가치를 각각 추정하였다.

미국의 중국산 배제 강화 속에 MIP(최저수입가격) 시행으로 2027년부터 비중국 폴리실리콘 강세가 더욱 두드러질 것으로 전망한다. 특히 동사는 고순도의 제품을 안정적으로 대량 생산하고 있는 몇 안되는 비중국 업체 중 하나로 지난 8월 미국 고객사와 신규 공급계약을 체결했고, 이르면 2027년 1분기부터 점진적인 출하가 예상된다. 폴리실리콘 판가 상승과 판매량 확대에 따라 2027년 TerraSus 이익은 1,954억원으로 2026년 155억원 대비 10배 이상 커지고 수익성도 큰 폭 개선돼 28% 달할 것으로 추정한다. 고객사의 구체적인 가동 시점과 생산량 증가 속도에 따라 동사 출하량도 일부 변동되겠으나, 시점의 문제일 뿐 큰 방향성에서 대외적 및 대내적 요인으로 Q&P 모두 과거 3년 대비 대폭 개선됨은 분명하다.

예고편으로 물량 증가와 판가 상승을 보여줬던 3분기 실적

3분기 연결 기준 영업이익은 684억원(-37%QoQ)으로 컨센서스 716억원을 소폭 하회했다. 그러나 TerraSus가 판매량 45% 증가에 판가 상승 효과까지 더해지며 흑자전환 및 12.8% 수익성 달성했던 점은 매우 고무적이었다. 동사는 4분기에도 물량 지속에 대한 가이던스를 언급했는데, 정기보수와 Section 232 발표 앞두고 판매량 부진이 이어지며 비중국산 프리미엄을 제대로 누리지 못했던 상반기와는 사뭇 다른 분위기를 하반기에는 느껴볼 수 있을 전망이다.

또한 4분기는 OCI Enterprise 부문에서도 250MW 발전소 매각이 예정되어 있는 것으로 확인된다. 개발 단계에 따라 매출과 수익성의 레벨 차이는 존재하나, 지난 2분기 500MW 매각 기준으로 했을 때 4분기 영업이익은 275억원을 예상한다. 이에 따라 연결 기준 4분기 영업이익은 887억원(+30%QoQ), 26년 연간으로는 2,760억원(흑자전환) 달성하며 본격적인 업황 회복을 확인할 수 있겠다.

미국 고객사의 폴리실리콘 초기 수요 대부분을 흡수할 것으로 예상

폴리실리콘은 신규 투자비 부담이 셀/모듈 대비 훨씬 크고, 건설 기간도 최소 5년 이상 소요된다. 가장 최근 미국에 신규 공장을 건설한 Wacker 사례를 참고하면, 현재 10만톤 확보에 투자비는 약 12.5십억달러에 달할 것으로 추정된다. 또한 지난 2024년 말 폴리실리콘 품질 충족 실패로 결국 사업을 철수한 REC Silicon 사례는 공장 확보 이후에도 고순도 제품 양산이 매우 까다롭다는 점을 보여준다.

특히 지금 당장 태양광 폴리실리콘 대량 생산이 가능한 비중국 업체는 동사 외에 거의 제한적이다. 따라서 지상과 우주 태양광 발전소를 건설하려는 미국 고객사의 폴리실리콘 초기 수요 상당부분은 동사가 맡게 될 것으로 판단된다. 우주로 전방 수요가 확대되는 만큼 이제는 우주 관련 소재업체로 재평가가 필요한 국면이다.

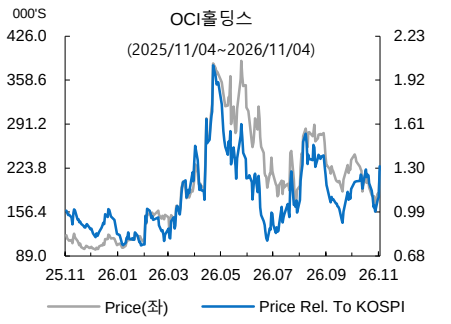
Buy (Initiation)

목표주가(12M)	300,000원(신규)
종가(2026.11.04)	200,000원
상승여력	50.0 %

Stock Indicator	
자본금	107십억원
발행주식수	1,867만주
시가총액	4,079십억원
외국인지분율	14.3%
52주 주가	99,000~388,000원
60일평균거래량	272,689주
60일평균거래대금	66.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-2.9	-38.5	81.0
상대수익률	11.2	7.7	-20.5	43.1

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	3,380	3,906	4,127	4,461
영업이익(십억원)	-58	276	454	625
순이익(십억원)	-90	107	185	264
EPS(원)	-4,772	5,705	9,918	14,152
BPS(원)	210,598	220,027	233,068	249,644
PER(배)		38.3	22.0	15.4
PBR(배)	0.5	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	-2.3	2.6	4.4	5.9
배당수익률(%)	0.9	0.5	0.8	1.1
EV/EBITDA(배)	15.2	9.4	7.5	6.3

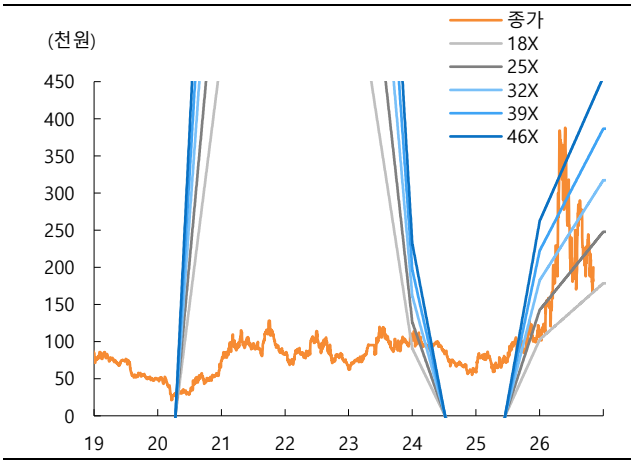
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. OCI홀딩스 목표주가 산정: SOTP Valuation

(단위: 십억원)	2027년 예상 EBITDA	적용 Mutliple	적정 Enterprise Value	참고 내용
사업가치 합계			**6,623**	**(A)= (a)+(b)+(c)+(d)+(e)**
OCI TerraSus	286.3	15.4	4,397.2	(a) Wacker, GCL, Tongwei, LONGi 평균 대비 +20% 할증
OCI Enterprise	153.4	11.6	1,771.2	(b) 미국 NextEra, Enlight, AES 평균 대비 -30% 할인
OCI SE	20.3	4.9	99.5	(c) 지역난방공사, SGC에너지 평균 대비 -30% 할인
DCRE	56.4	5.1	287.9	(d) IPARK현대산업개발, 아이에스동서 평균 적용
OCI			67.3	(e) 시가총액 기준 70% 할인, 지분율 44.97% 적용
투자자산가치	701		351	(B): 2027년 말 당사 추정치 기준 50% 할인 적용
순차입금			1,381	(C): 2027년 말 기준 당사 추정치
적정 시가총액			**5,593**	**(E): (A)+(B)-(C)-(D)**
발행주식 수			18,599,132	(F)
적정주가 (원)			300,705	(G) = (E)/(F)
목표주가 (원)			**300,000**	
현재주가 (원)			200,000	2026년 11월 4일 종가 기준
상승여력(%)			50.0%	

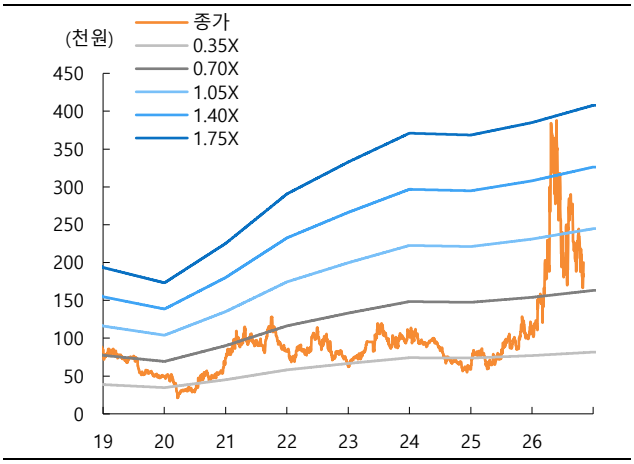
자료: iM증권 리서치본부

그림1. OCI홀딩스 12M Forward PER 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림2. OCI홀딩스 12M Forward PBR 추이



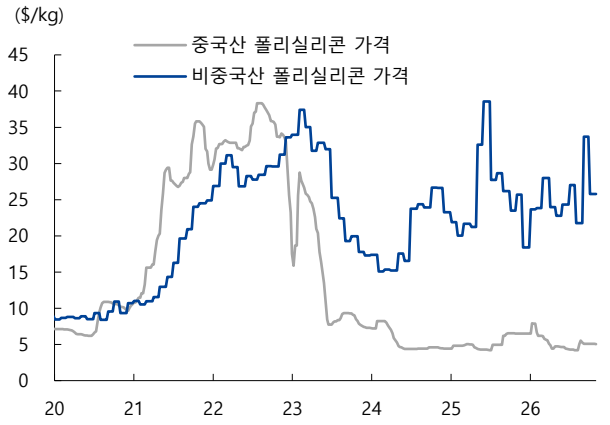
자료: iM증권 리서치본부

표2. OCI홀딩스 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	2025	2026F	2027F
합계											
매출액	948.1	776.2	845.1	810.6	892.4	1,023.2	1,064.2	926.2	3,380.1	3,906.0	4,127.2
영업이익	48.7	-80.3	-53.3	27.3	10.9	108.1	68.4	88.7	-57.6	276.0	453.9
영업이익률	5.1%	-10.4%	-6.3%	3.4%	1.2%	10.6%	6.4%	9.6%	-1.7%	7.1%	11.0%
OCI TerraSus											
매출액	112.5	38.5	131.5	144.9	100.9	109.3	162.2	179.4	427.4	551.8	843.5
영업이익	12.3	-73.5	-64.7	33.2	-26.6	-3.5	20.8	24.8	-92.7	15.5	195.4
영업이익률	10.9%	-190.9%	-49.2%	22.9%	-26.4%	-3.2%	12.8%	13.9%	-21.7%	2.8%	23.2%
OCI Enterprise											
매출액	68.0	44.2	60.9	36.3	80.2	133.7	54.3	87.7	209.4	355.9	371.5
영업이익	9.3	-12.4	-12.6	-15.6	3.8	60.0	-6.5	27.5	-31.3	84.8	104.1
영업이익률	13.7%	-28.1%	-20.7%	-43.0%	4.7%	44.9%	-12.0%	31.3%	-14.9%	23.8%	28.0%
OCI SE											
매출액	87.6	80.8	72.5	51.0	70.9	73.6	83.8	72.4	291.9	300.7	333.1
영업이익	7.2	2.8	2.2	-12.1	-1.3	-2.1	5.2	3.7	0.1	5.5	14.0
영업이익률	8.2%	3.5%	3.0%	-23.7%	-1.8%	-2.9%	6.2%	5.1%	0.0%	1.8%	4.2%
DCRE											
매출액	147.8	88.5	105.4	110.1	132.7	167.7	164.8	174.2	451.8	639.4	603.1
영업이익	17.8	-4.8	12.6	11.7	8.9	9.6	18.6	15.7	37.3	52.8	54.0
영업이익률	12.0%	-5.4%	12.0%	10.6%	6.7%	5.7%	11.3%	9.0%	8.3%	8.3%	9.0%
OCI											
매출액	538.8	527.0	476.4	467.3	506.6	535.0	599.1	412.6	2,009.5	2,053.3	1,976.0
영업이익	10.2	-2.3	-10.3	2.8	27.8	43.3	30.3	17.0	0.4	118.4	86.4
영업이익률	1.9%	-0.4%	-2.2%	0.6%	5.5%	8.1%	5.1%	4.1%	0.0%	5.8%	4.4%

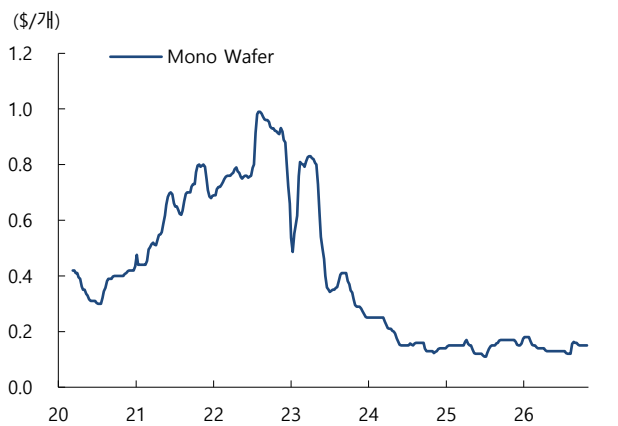
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 태양광용 중국산, 비중국산 폴리실리콘 가격 추이



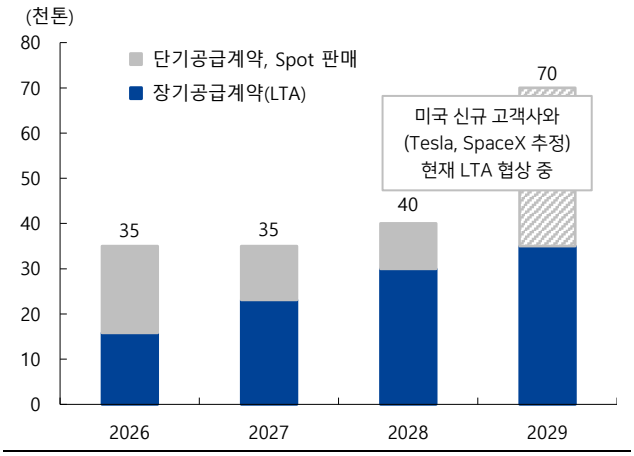
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 태양광용 웨이퍼 가격 추이



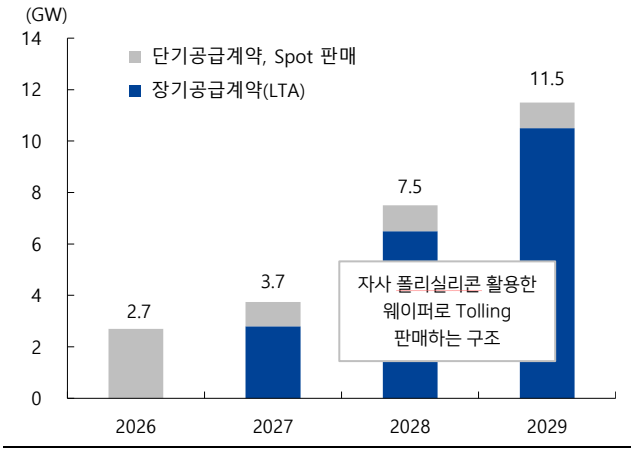
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. OCI홀딩스 폴리실리콘 생산 CAPA 및 LTA 비중 추이



자료: OCI홀딩스, iM증권 리서치본부

그림6. OCI홀딩스 웨이퍼 생산 CAPA 및 LTA 비중 추이



자료: OCI홀딩스, iM증권 리서치본부

표3. OCI Energy 발전자산 파이프라인 보유 현황

구분	단계	Solar	BESS	Total	수익 모델
운영	운영 중	50 MW	-	50 MW	PPA 기반 발전자산 운영
개발 중 자산	Early	2,281 MW	-	2,281 MW	2027~2030년 매각에 따른 매출
	Mid	1,000 MW	1,750 MW	2,750 MW	
	Late	725 MW	1,300 MW	2,025 MW	
	Total	4.0 GW	3.1 GW	7.1 GW	
운영 목적 자산	EPC 등	760 MW	120 MW	880 MW	2027년 이후 PPA 기반 발전자산 운영 매출
	Total	0.8 GW	0.1 GW	0.9 GW	

자료: OCI홀딩스, iM증권 리서치본부

표4. Wacker 테네시 공장 투자비 기준 신규 폴리실리콘 공장 건설 비용 추정

구분	참고 내용	생산규모 or 투자비	단위
Wacker 2016년 미국 Tennessee 공장 건설	폴리실리콘 공장 규모	20,000	(톤)
	총 투자비 (2만톤 기준)	2,500	(백만달러)
Wacker 폴리실리콘, 모듈 기준 생산가능 용량	폴리실리콘 투입 가정: 2.0g/W	10	(GW)
	폴리실리콘 투입 가정: 2.5g/W	8	
GW 기준 폴리실리콘 공장 투자비	폴리실리콘 투입 가정: 2.0g/W	250	(백만달러/GW)
	폴리실리콘 투입 가정: 2.5g/W	313	
	IEA 2022년 전망치	160	
Wacker 투자비 단순 환산 기준 신규 폴리실리콘 공장 투자비	10만톤	**12,500**	(백만달러)
	30만톤	**37,500**	
	40만톤	**50,000**	
테슬라의 Project Crystal Sun 총 투자비		10,100	(백만달러)
테슬라의 Project Crystal Sun 총 투자비 대비 30~40만톤 폴리실리콘 공장 투자비 규모		3.7~5.0배	

자료: iM증권 리서치본부

표5. OCI홀딩스 폴리실리콘 LTA 계약 물량 및 향후 증설에 따른 신규 LTA 체결력 추정

(단위: 톤, GW)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	참고 사항
폴리실리콘							
생산용량 (톤)	35,000	35,000	35,000	40,000	70,000	70,000	1GW 기준 폴리실리콘 2,500톤 사용 가정
모듈 기준 환산 (GW)	14	14	14	16	28	28	
한화솔루션: 미국	8,250	8,250	8,250	8,250	8,250	8,250	(LTA) 2022~2032년 총 10년 장기 계약
Trina Solar: 중국	6,044	6,044	6,044	6,044	6,044	6,044	(LTA) 2024~2031년 총 6.5년 장기 계약
NEOSILICON: 베트남	-	6,750	9,375	18,750	28,750	28,750	NEOSILICON 웨이퍼용 자가소비
한화솔루션: 말레이시아	6,750	6,750	6,750	6,750	6,750	6,750	향후 장기 공급계약 가능성 높은 물량으로 간주
Spot 판매 가능 물량	20,706	13,956	11,331	6,956	26,956	26,956	2029년 기준 웨이퍼와 별개로 약 2.5만톤(10GW) 내외의 추가 LTA 체결력 보유
LTA 계약 물량	14,294	21,044	23,669	33,044	43,044	43,044	한화솔루션, Trina Solar, NEOSILICON(27년~)
LTA 계약 비중	41%	60%	68%	83%	61%	61%	-
웨이퍼 (GW)							
NEOSILICON: 베트남	-	2.7	3.8	7.5	11.5	11.5	90% 이상 LTA 기반으로 판매 예상

자료: iM증권 리서치본부

표6. OCI홀딩스 Peer Valuation

(백만$, %, 배)	OCI홀딩스	한화솔루션	Wacker	GCL Poly	LONGI GREEN	Tongwei
종가(현지통화)	200,000	28,000	83.3	0.6	12.0	11.8
시가총액(백만$)	2.8	4.7	4.9	2.6	13.6	8.0
현지통화	KRW	KRW	EUR	CNY	CNY	CNY
매출액(백만$)						
FY2025	2,379	9,384	6,201	2,008	9,792	11,710
FY2026	3,008	12,584	6,453	2,094	9,741	12,438
FY2027	3,378	13,774	6,656	3,294	11,797	14,808
영업이익(백만$)						
FY2025	-41	-257	-203	-96	-1,061	-1,230
FY2026	202	457	282	-330	-681	-1,376
FY2027	345	799	269	117	209	181
EBITDA(백만$)						
FY2025	130	295	482	477	51	499
FY2026	413	1,119	809	270	336	1,017
FY2027	578	1,555	813	720	1,147	2,032
당기순이익(백만$)						
FY2025	-63	-458	-928	-399	-894	-1,330
FY2026	70	180	283	-384	-657	-1,170
FY2027	187	364	133	29	160	-152
OPM(%)						
FY2025	-1.7%	-2.7%	-3.3%	-4.8%	-10.8%	-10.5%
FY2026	6.7%	3.6%	4.4%	-15.8%	-7.0%	-11.1%
FY2027	10.2%	5.8%	4.0%	3.5%	1.8%	1.2%
ROE(%)						
FY2025	1.0%	-2.2%	-6.4%	-8.7%	-14.8%	-29.1%
FY2026	3.3%	2.2%	6.2%	-6.4%	-8.8%	-22.1%
FY2027	7.1%	4.8%	2.7%	1.3%	2.3%	-2.4%
PER(배)						
FY2025	-	-	-	-	-	-
FY2026	34.0	24.8	18.1	-	-	-
FY2027	13.7	12.2	36.4	28.4	73.6	-
PBR(배)						
FY2025	0.55	0.50	0.96	0.79	2.54	2.32
FY2026	0.95	0.67	1.03	0.44	1.78	1.70
FY2027	0.94	0.64	1.02	0.43	1.73	1.73
EV/EBITDA(배)						
FY2025	19.7	45.9	10.4	12.6	349.6	50.7
FY2026	10.0	14.7	6.5	15.7	37.1	20.9
FY2027	7.2	10.6	6.5	5.9	10.9	10.5

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: FY2026, FY2027 수치는 Bloomberg 추정치 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	4,041	4,596	4,781	5,474
현금 및 현금성자산	1,035	1,060	1,194	1,697
단기금융자산	194	184	175	166
매출채권	517	734	782	781
재고자산	2,295	2,588	2,614	2,825
비유동자산	3,830	3,906	4,488	4,958
유형자산	2,653	2,788	3,311	3,758
무형자산	164	137	117	101
자산총계	7,871	8,503	9,269	10,433
유동부채	1,376	1,595	1,772	1,860
매입채무	233	366	386	418
단기차입금	567	647	797	847
유동성장기부채	210	210	210	210
비유동부채	1,763	1,933	2,163	2,763
사채	200	250	330	430
장기차입금	940	1,060	1,210	1,710
부채총계	3,139	3,528	3,936	4,624
지배주주지분	3,932	4,108	4,351	4,661
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906
이익잉여금	3,378	3,462	3,614	3,831
기타자본항목	-459	-368	-276	-184
비지배주주지분	800	866	983	1,148
자본총계	4,732	4,974	5,334	5,809

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	3,380	3,906	4,127	4,461
증가율(%)	-5.5	15.6	5.7	8.1
매출원가	3,041	3,158	3,174	3,296
매출총이익	340	748	953	1,165
판매비와관리비	397	472	499	540
연구개발비	36	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-58	276	454	625
증가율(%)	적전	흑전	64.4	37.8
영업이익률(%)	-1.7	7.1	11.0	14.0
이자수익	39	40	50	62
이자비용	61	47	62	83
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-44	-22	-22	-22
세전계속사업이익	-140	230	400	571
법인세비용	7	57	99	141
세전계속이익률(%)	-4.1	5.9	9.7	12.8
당기순이익	-146	173	301	430
순이익률(%)	-4.3	4.4	7.3	9.6
지배주주귀속 순이익	-90	107	185	264
기타포괄이익	92	92	92	92
총포괄이익	-54	265	393	522
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	554	234	712	703
당기순이익	-146	173	301	430
유형자산감가상각비	211	230	227	223
무형자산상각비	33	26	20	16
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-401	-445	-820	-743
유형자산의 처분(취득)	-371	-365	-750	-670
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	-177	-47	-38	-40
재무활동 현금흐름	-261	209	335	594
단기금융부채의증감	-535	80	150	50
장기금융부채의증감	359	170	230	600
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-28	-28	-28	-28
현금및현금성자산의증감	-109	26	133	503
기초현금및현금성자산	1,143	1,035	1,060	1,194
기말현금및현금성자산	1,035	1,060	1,194	1,697

주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	-4,772	5,705	9,918	14,152
BPS	210,598	220,027	233,068	249,644
CFPS	8,173	19,462	23,151	26,925
DPS	1,000	1,200	1,800	2,500
Valuation(배)				
PER		38.3	22.0	15.4
PBR	0.5	1.0	0.9	0.9
PCR	14.1	11.2	9.4	8.1
EV/EBITDA	15.2	9.4	7.5	6.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.3	2.6	4.4	5.9
EBITDA이익률	5.5	13.6	17.0	19.4
부채비율	66.3	70.9	73.8	79.6
순부채비율	14.5	18.5	22.1	23.0
매출채권회전율(x)	5.0	6.2	5.4	5.7
재고자산회전율(x)	1.5	1.6	1.6	1.6

자료 : 한화솔루션, iM증권 리서치본부

OCI홀딩스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2026-11-05	Buy	280,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

산업추천 투자등급
시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-