OCI홀딩스(010060.KS) 매수(유지)

기대되는 모멘텀이 너무 많다

에너지/화학 담당 신홍주
T.02)2004-9168 / 23278@shinyoung.com

현재주가(02/11) 148,700원
목표주가(12M, 상향) 170,000원

Valuation Indicator

(배,%)	24A	25F	26F
PER	7.7	19.9	13.0
PBR	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.6	6.6	5.2
ROE	9.8	5.6	8.2

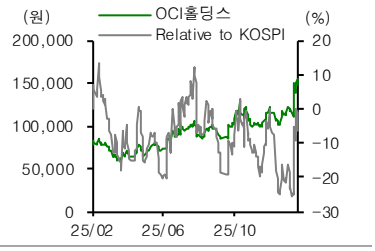
Key Data (기준일: 2026. 02. 11)

KOSPI(pt)	5354.49
KOSDAQ(pt)	1114.87
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	27,763
발행주식수(천주)	18,670
평균거래량(3M,주)	184,313
평균거래대금(3M, 백만원)	22,631
52주 최고/최저	155,000 / 59,000
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(26F,%)	2.1
외국인지분율(%)	20.0
주요주주 지분율(%)	
이화영 외 27 인	30.6 %
국민연금공단	12.3 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	46.2	36.9	50.5	84.7
KOSPI대비 상대수익률	25.2	5.0	-9.9	-12.4

Company vs KOSPI composite



분석의 기본 가정

- 2026년 폴리실리콘 ASP YoY +2%
- 2026년 OCI Energy 프로젝트 매각 700MW

4Q25 영업이익 컨센 상회

- 4Q25 영업이익은 273억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 컨센을 15% 상회. 이는 대부분 OCI TRS의 가동 및 판매 정상화에 기인. OCI TRS 영업이익은 332억원(QoQ + 979억원)으로 대폭 개선. 이는 미국 내 비중국산 폴리실리콘 수요 증가에 따른 판매량 증가(QoQ +10%)와 가동률 상향(90%)에 따른 고정비 절감 영향. 직전 분기 가동중단에 따른 일회성 비용도 소멸. OCIE 영업이익은 -156억원(QoQ -282억원) 기록. 이번 분기 프로젝트 매각 건이 없었던 영향. OCISE 영업이익은 -121억원(QoQ -143억원)을 기록. 비계획정비에 따른 가동일수 감소 및 SMP 하락 영향.

1Q26 영업이익 QoQ +144% 예상

- 1Q26 영업이익은 666억원(QoQ +144%, YoY +37%)으로 큰 폭 개선 전망. OCIE의 OCI Energy 프로젝트 매각에 따른 실적 개선 영향. OCI TRS 영업이익은 -13억원(QoQ -345억원) 추정. 1Q26 법적 정비에 따른 가동률 하락(QoQ -40%p)및 고정비 부담 확대 영향. Section 232조 결과 발표를 앞두고 고객사 주문 지연되며 판매량 감소(QoQ -10%)예상. 정비 이후 2Q26부터는 생산정상화 되며 가동률 90%로 회복 예상. OCIE 영업이익은 317억원(QoQ +473억원) 추정. 이는 OCI Energy의 500MW 규모의 프로젝트 매각 영향. 또한, 미국 내 FEOC 규제 준수 모듈 수요 확대로 MSE 실적도 개선될 전망

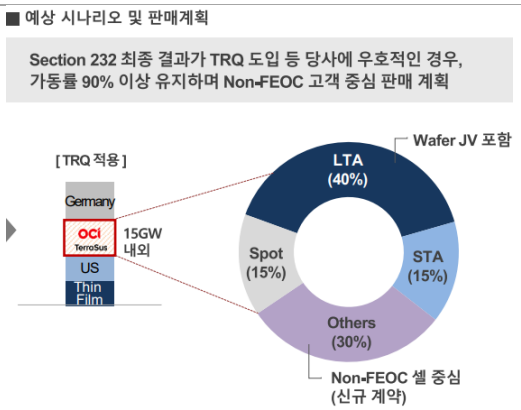
투자의견 매수 유지. 목표주가 17만원으로 상향

- 올해부터 동사 태양광 전 밸류체인에 걸쳐 긍정적인 모멘텀이 상존. 1) 미국 탈중국 공급망 구축 강화에 따른 비중국 폴리실리콘/웨이퍼 가격 프리미엄 확대 예상. 미국의 수입산 폴리실리콘 Section 232 조사 및 PFE 가이드라인 발표 결과에 따라 Non-FEOC 폴리실리콘/웨이퍼에 대한 수요 확대될 가능성 높음. 그에 따라 글로벌 최대의 비중국산 폴리실리콘 생산 Capa 보유한 동사의 가격 협상력 상승과 판가 인상 기대. 참고로, 최근 미국 Texas 모듈 공장 보유 중인 TOYO Solar는 미국 Hemlock과 1년간의 폴리실리콘 공급 계약 $40/kg에 체결. 이는 현재 비중국 폴리실리콘($16~18/kg)의 2.5배 수준

- 2) 미국 전력 수요 증가에 따른 OCI Energy의 태양광/ESS 프로젝트 실적 개선도 기대. 동사는 현재 Texas 시장 1위의 태양광/ESS 프로젝트 개발 및 매각 사업자이며, 현재 ITC 수취 가능한 6.6GW의 파이프라인을 보유하고 있음. EIA에 따르면 동사가 사업중인 Texas의 전력 수요가 미국의 다른 어떤 전력망보다 빠르게 증가할 것으로 예상. 전력 수요에 따라 프로젝트 매각 단가가 결정된다는 점을 감안하면, 향후 동사 태양광/ESS 프로젝트 매각 단가 상승 예상. 참고로, 2024년 대비 2025년 태양광 프로젝트 매각 단가는 40~100% 상승한 바 있음

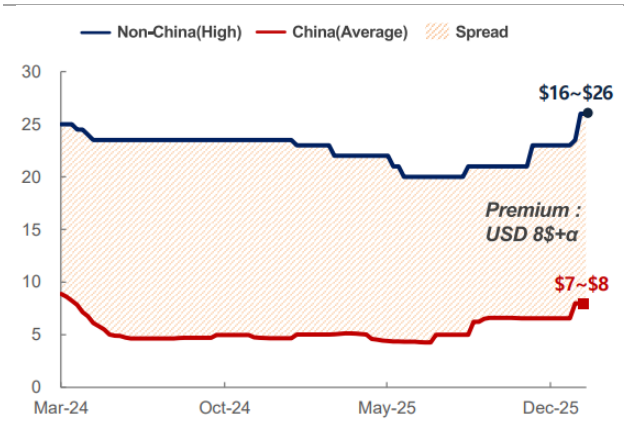
- 투자의견 매수 유지. 목표주가는 기존 12만원에서 17만원으로 상향. OCI Energy의 프로젝트 매각 및 OCI의 실적 개선을 반영해 실적추정치를 기존 대비 39% 상향한 결과. 현재 추정치는 미국 폴리실리콘 Section 232 조사 결과 및 PFE 가이드라인 발표 이후 상승할 것으로 예상되는 비중국 폴리실리콘 가격을 반영하지 않고 보수적으로 산정. 앞서 언급한 2가지의 발표 결과에 따라 비중국 폴리실리콘 가격 상승 시, 실적 추정치 상향에 따라 목표주가는 추가로 상향될 수 있음. 현재 주가는 12MF PBR 0.6배로 현재 Cash Cost 이하로 영업 중인 중국 업체들의 평균 12MF PBR인 1.5배의 절반 수준. 최근 주가 단기간에 급등했으나 2분기 기대되는 모멘텀들이 많다는 점 감안하면 매수 유효

도표 1. Section 232 결과에 따른 OCI TRS 판매 전략



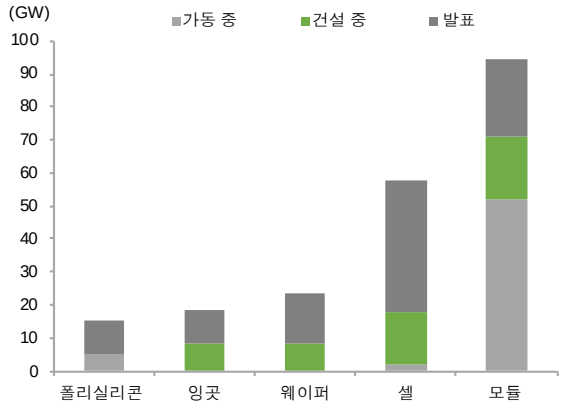
자료: OCIH, 신영증권 리서치센터

도표 2. 중국 및 비중국 폴리실리콘 가격 추이



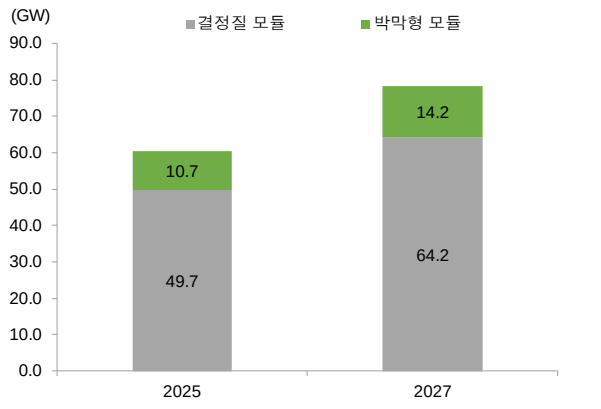
자료: OCIH, 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 내 태양광 밸류 체인 현황 및 전망



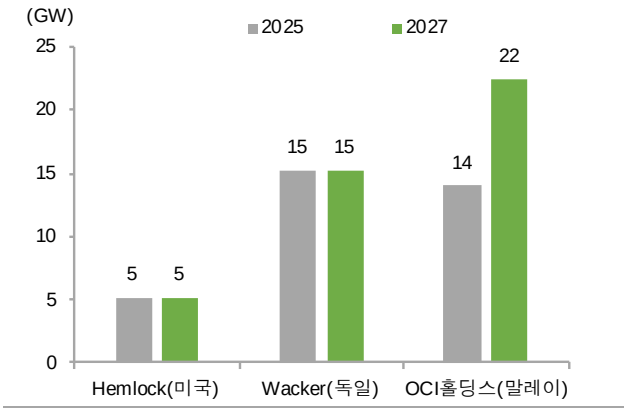
자료: SEIA, 신영증권 리서치센터

도표 4. 2025년과 2027년 미국 내 모듈 Capa 규모 비교



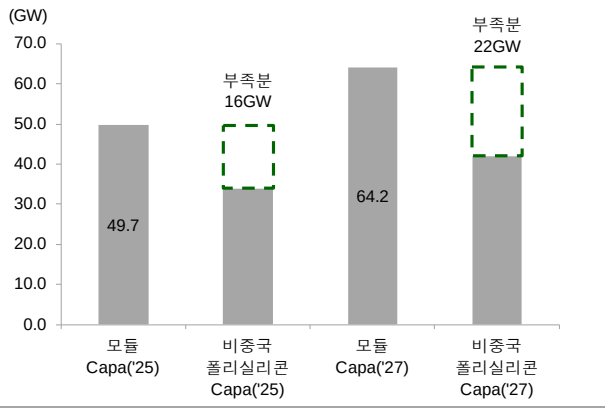
자료: USITC, 신영증권 리서치센터

도표 5. 비중국산 폴리실리콘 업체 별 Capa



자료: 산업자료, 신영증권 리서치센터

도표 6. 미국 모듈 Capa와 비중국산 폴리실리콘 소요량 비교



자료 : SolarPowerUSA, 신영증권 리서치센터
주: 모듈 Capa는 결정질 모듈 기준

도표 7. 미국 태양광 무역 규제

근거법령	대상	대상국	내용
UFLPA	Poly-Si~ Module	중국	수입금지
Section 232	Poly-Si	중국 및 기타	조사 중
Section 301	Poly-Si~ Module	중국	50%
Section 201	Cell, Module	전체	- 일반 14% - 양면형 0%(~12.5GW 쿼터) 소규모 개발 도상국 제외
AD/CVD	Cell, Module	중국	- AD 18~250% - CVD 15~16%
		동남아 4개국	- 국가/기업 별 상이 - 평균 723% - 일부 30~80%
		기타	인도네시아, 라오스, 인도 조사 중
중국산 우회	Cell, Module	동남아 4개국	중국산과 동일한 세율 적용

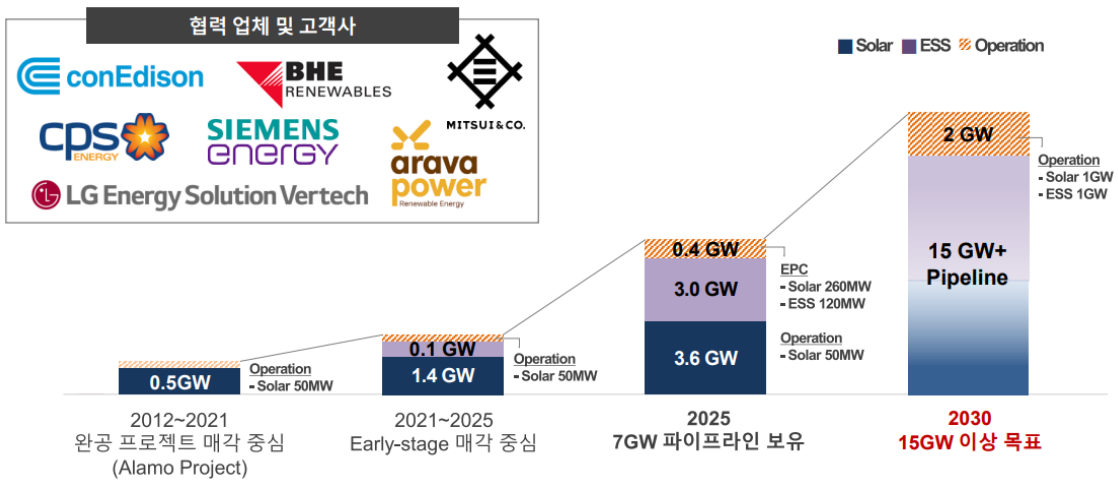
자료: OCI 홀딩스, 신영증권 리서치센터

도표 8. OCI Energy의 현재 개발 중인 태양광/ESS 프로젝트 내역

	프로젝트 명	Capacity	위치
태양광	SunRoper	260 MWac	Wharton County, TX
	La Salle	500 MWac	La Salle County, TX
	Pepper	120 MWac	McLennan County, TX
	Lucky 7	100 MWac	Hopkins County, TX
	Lazy U 1	500 MWac	Hardeman County, TX
	Clairemont	250 MW	Kent County, TX
	Abeja	200 MW	Zapata County, TX
	Bumblebee	210 MWac	Bee County, TX
	Girasol	100 MWac	Sunflower County, MS
	Arkana	100 MW	Columbia County, AR
	Lion	200 MW	Jefferson County, AR
	Peach Wood	261 MW	Mitchell County, GA
ESS	Rush	200 MWac	Bexar County, TX
	Prost	200 MW	Austin County, TX
	Crescent C	500 MW	La Salle County, TX
	Sun Angel	200 MW	Angelina County, TX
	Avant Prairie	200 MW	Freestone County, TX
	Juniper Ridge 1	250 MW	Hardeman County, TX
	Juniper Ridge 2	250 MW	Hardeman County, TX
	Tex Bar	200 MW	Madison County, TX
	SunShiner	200 MW	Dimmit County, TX
	Bravo	200 MW	Zapata County, TX
	Metro	200 MW	Caldwell County, TX
	Jay Flat	250 MW	Kent County, TX

자료: OCI Energy, 신영증권 리서치센터

도표 9. OCI Energy 사업로드맵



자료: OCIH, 신영증권 리서치센터

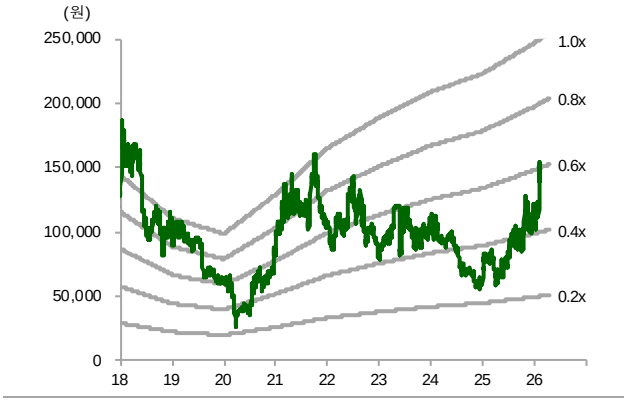
도표 10. OCI홀딩스 사업 부문 별 실적 Breakdown

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025P	2026F
매출액	**948.1**	**776.2**	**845.1**	**810.6**	**946.1**	**941.0**	**933.9**	**918.8**	**3,577.4**	**3,380.0**	**3,739.7**
QoQ(%)	11%	-18%	9%	-4%	17%	-1%	-1%	-2%			
YoY(%)	10%	-18%	-7%	-5%	0%	21%	11%	13%	85%	-6%	11%
OCI TRS	112.5	38.5	131.5	144.9	131.1	212.4	219.3	221.2	497.1	427.4	783.9
OCIE	68.0	44.2	60.9	36.6	60.6	40.0	57.9	34.5	176.0	209.8	192.9
OCISE	87.6	80.8	72.5	51.0	73.0	69.3	66.4	64.9	350.3	291.8	273.6
DCRE	147.8	88.5	105.4	110.1	199.2	147.7	164.5	180.4	531.8	451.8	691.8
OCI	538.8	527.0	476.4	467.3	484.9	474.3	428.8	420.6	2,215.3	2,009.5	1,808.5
영업이익	**48.7**	**-80.3**	**-53.3**	**27.3**	**66.6**	**103.0**	**133.3**	**98.2**	**101.5**	**-57.6**	**401.0**
영업이익률(%)	5%	-10%	-6%	3%	7%	11%	14%	11%	3%	-2%	11%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	144%	55%	29%	-26%			
YoY(%)	-51%	적전	적전	흑전	37%	흑전	흑전	260%	-69%	적전	흑전
OCI TRS	**12.3**	**-73.5**	**-64.7**	**33.2**	**-1.3**	**51.4**	**53.1**	**53.6**	**71.9**	**-92.8**	**156.8**
영업이익률(%)	11%	-191%	-49%	23%	-1%	24%	24%	24%	14%	-22%	20%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	3%	1%			
YoY(%)	-67%	적전	적전	흑전	적전	흑전	흑전	61%	-72%	적전	흑전
OCIE	**9.3**	**-12.4**	**12.6**	**-15.6**	**31.7**	**14.0**	**37.2**	**9.3**	**71.9**	**-6.1**	**92.2**
영업이익률(%)	14%	-28%	21%	-43%	52%	35%	64%	27%	41%	-3%	48%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-56%	167%	-75%			
YoY(%)	129%	적지	83%	적지	241%	흑전	196%	흑전	-72%	적전	흑전
OCISE	**7.2**	**2.8**	**2.2**	**-12.1**	**2.9**	**2.8**	**2.7**	**1.3**	**59.7**	**0.1**	**9.6**
영업이익률(%)	8%	3%	3%	-24%	4%	4%	4%	2%	17%	0%	4%
QoQ(%)	7%	-61%	-21%	적전	흑전	-5%	-4%	-51%			
YoY(%)	-54%	-78%	-91%	적전	-60%	-1%	21%	흑전	53%	-100%	7719%
DCRE	**17.8**	**-4.8**	**12.6**	**11.7**	**10.0**	**7.4**	**8.2**	**9.0**	**-142.1**	**37.3**	**34.6**
영업이익률(%)	12%	-5%	12%	11%	5%	5%	5%	5%	-27%	8%	5%
QoQ(%)	흑전	적전	흑전	-7%	-15%	-26%	11%	10%			
YoY(%)	-12%	적전	흑전	흑전	-44%	흑전	-35%	-23%	적전	흑전	-7%
OCI	**10.2**	**-2.3**	**-10.3**	**2.8**	**19.5**	**25.6**	**27.7**	**21.6**	**110.5**	**0.5**	**94.5**
영업이익률(%)	2%	0%	-2%	1%	4%	5%	6%	5%	5%	0%	5%
QoQ(%)	-50%	적전	적지	흑전	598%	31%	8%	-22%			
YoY(%)	-74%	적전	적전	-86%	91%	흑전	흑전	671%	92%	-100%	19868%
당기순이익	**-14.9**	**-82.4**	**-73.4**	**26.6**	**71.4**	**77.5**	**91.0**	**83.0**	**113.7**	**-144.2**	**322.8**
당기순익률(%)	-2%	-11%	-9%	3%	8%	8%	10%	9%	3%	-4%	9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	168%	8%	17%	-9%			
YoY(%)	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	212%	-77%	적전	흑전
지배순이익	**-2.2**	**-76.6**	**-36.4**	**31.2**	**41.6**	**45.2**	**53.0**	**48.4**	**97.7**	**-84.0**	**188.2**

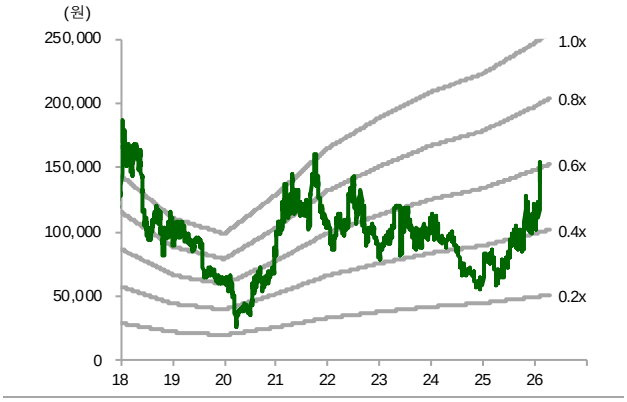
자료: 신영증권 리서치센터

도표 11. OCI 홀딩스 12MF PER 밴드 차트



자료: 신영증권 리서치센터

도표 12. OCI 홀딩스 12MF PBR 밴드 차트



자료: 신영증권 리서치센터

OCI홀딩스(010060.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,650**	**3,577**	**3,380**	**3,740**	**4,089**
증가율(%)	-4.3	35.0	-5.5	10.7	9.3
매출원가	**1,939**	**3,116**	**3,032**	**2,890**	**3,076**
원가율(%)	73.2	87.1	89.7	77.3	75.2
매출총이익	**710**	**461**	**348**	**850**	**1,013**
매출총이익률(%)	26.8	12.9	10.3	22.7	24.8
판매비와 관리비 등	**179**	**360**	**406**	**449**	**491**
판관비율(%)	6.8	10.1	12.0	12.0	12.0
영업이익	**531**	**102**	**-58**	**401**	**522**
증가율(%)	-29.4	-80.8	적전	흑전	30.2
영업이익률(%)	20.0	2.9	-1.7	10.7	12.8
EBITDA	**641**	**296**	**257**	**752**	**912**
EBITDA마진(%)	24.2	8.3	7.6	20.1	22.3
순금융손익	**60**	**21**	**0**	**-3**	**12**
이자손익	43	32	21	18	33
외화관련손익	27	-22	-22	-22	-22
기타영업외손익	**-96**	**33**	**-97**	**10**	**10**
종속및관계기업 관련손익	**38**	**20**	**15**	**17**	**22**
법인세차감전계속사업이익	**533**	**176**	**-139**	**425**	**567**
계속사업손익법인세비용	**75**	**62**	**5**	**102**	**136**
세후중단사업손익	**252**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**710**	**114**	**-144**	**323**	**431**
증가율(%)	-19.1	-83.9	적전	흑전	33.4
순이익률(%)	26.8	3.2	-4.3	8.6	10.5
지배주주지분 당기순이익	714	98	-84	188	251
증가율(%)	-18.9	-86.3	적전	흑전	33.5
기타포괄이익	**-42**	**290**	**295**	**295**	**295**
총포괄이익	**668**	**404**	**151**	**618**	**726**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**3,994**	**4,763**	**4,514**	**4,890**	**5,716**
현금및현금성자산	1,214	1,143	828	632	789
매출채권 및 기타채권	482	819	880	1,023	1,185
재고자산	1,732	2,345	2,216	2,451	2,681
비유동자산	**1,962**	**3,330**	**3,547**	**3,777**	**3,918**
유형자산	1,176	2,374	2,590	2,814	2,944
무형자산	27	155	124	100	81
투자자산	565	448	479	510	541
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**5,957**	**8,094**	**8,061**	**8,666**	**9,634**
유동부채	**880**	**1,901**	**1,761**	**1,789**	**2,073**
단기차입금	384	507	507	507	507
매입채무및기타채무	333	667	526	555	838
유동성장기부채	31	569	569	569	569
비유동부채	**1,262**	**1,357**	**1,357**	**1,357**	**1,357**
사채	0	137	137	137	137
장기차입금	1,040	755	755	755	755
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**2,142**	**3,258**	**3,117**	**3,146**	**3,430**
지배주주지분	**3,721**	**3,979**	**4,147**	**4,589**	**5,095**
자본금	107	107	105	105	105
자본잉여금	902	906	906	906	906
기타포괄이익누계액	57	349	644	939	1,234
이익잉여금	3,576	3,542	3,417	3,564	3,774
비지배주주지분	**94**	**856**	**796**	**931**	**1,110**
자본총계	**3,815**	**4,836**	**4,943**	**5,520**	**6,205**
총차입금	**1,468**	**1,996**	**1,996**	**1,996**	**1,996**
순차입금	**-70**	**462**	**693**	**761**	**430**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**674**	**116**	**78**	**279**	**629**
당기순이익	**710**	**114**	**-144**	**323**	**431**
현금유출이없는비용및수익	**43**	**241**	**320**	**456**	**514**
유형자산감가상각비	107	164	284	326	370
무형자산상각비	3	31	31	24	19
영업활동관련자산부채변동	**-38**	**-250**	**-114**	**-416**	**-212**
매출채권의감소(증가)	155	14	-61	-143	-162
재고자산의감소(증가)	-125	-243	129	-236	-229
매입채무의증가(감소)	93	43	-141	29	283
투자활동으로인한현금흐름	**-535**	**-108**	**-425**	**-510**	**-507**
투자자산의 감소(증가)	-188	117	-31	-31	-31
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
CAPEX	-152	-357	-500	-550	-500
단기금융자산의감소(증가)	-97	-71	-93	-127	-174
재무활동으로인한현금흐름	**-178**	**-178**	**-58**	**-56**	**-56**
장기차입금의증가(감소)	300	90	0	0	0
사채의증가(감소)	60	150	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-2	0	0
기타현금흐름	**7**	**99**	**90**	**90**	**90**
현금의 증가	**-32**	**-71**	**-315**	**-196**	**157**
기초현금	1,246	1,214	1,143	828	632
기말현금	1,214	1,143	828	632	789

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	36,002	5,005	-4,502	10,081	13,445
BPS	188,949	209,224	223,335	247,029	274,087
DPS	3,300	2,200	2,200	2,200	2,200
Multiples (배)					
PER	2.9	11.7	na	14.8	11.1
PBR	0.6	0.3	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	3.3	8.3	14.2	4.9	3.9

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-2.5%	-86.1%	적전	흑전	33.4%
EBITDA(발표기준) 증가율	-28.9%	-53.8%	-13.2%	192.6%	21.3%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	18.2%	2.6%	-2.9%	6.2%	7.3%
ROE(지배순이익 기준)	18.7%	2.5%	-2.1%	4.3%	5.2%
ROIC	21.6%	0.5%	-1.1%	5.4%	6.5%
WACC	6.8%	4.7%	6.6%	6.1%	6.1%
안전성(%)					
부채비율	56.1%	67.4%	63.1%	57.0%	55.3%
순차입금비율	-1.8%	9.6%	14.0%	13.8%	6.9%
이자보상배율	27.3	2.6	-1.5	10.1	13.1

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
OCI홀딩스	-	-	-	-	-	-	-	-

OCI홀딩스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-02-12	매수	170000		
2025-10-14	매수	120000	-6.05	29.17