SECTOR
UPDATE

2026. 3. 31

Mid-Small Cap Spotlight #2

OCI그룹

AI가 이끌 펀더멘털 개선

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

삼성증권

이 리포트를
읽어야 하는 이유

안녕하세요 삼성증권 조현렬입니다.

2025년 10월 Mid-Small Cap Spotlight라는 시리즈로 시장에 관심이 필요한 중소형주 발굴을 시작했는데, 첫번째가 KCC, SK케미칼, 유니드와 같은 정밀화학 업체였다면 이번엔 OCI그룹(OCI홀딩스 및 OCI)을 자세히 알아보았습니다.

2023년 지주회사 체제로 전환한 OCI그룹(OCI홀딩스 및 OCI)은 2025년 동반 실적 부진을 경험했습니다. OCI홀딩스는 미국 IRA 법안 개정과 상호 관세 부과 과정에서 태양광 폴리실리콘 수요 일시적 위축을 경험했으며, 이에 따라 4개월간 공장 가동 중단을 단행하며 실적 부진을 경험했습니다. OCI는 상반기까지 이어진 반도체 업황 둔화에 따른 반도체 소재 수요 부진과 유가 약세 영향에 따른 카본 케미칼 수익성 둔화를 경험했습니다.

하지만 2026년 OCI그룹은 전년 대비 큰 폭의 펀더멘털 회복을 기대합니다. 그리고 그 중심엔 AI Boom이 있다고 판단합니다. OCI홀딩스의 경우, 미국 AI 인프라 투자 확대 과정에서 가장 즉각적으로 신설할 수 있는 태양광 발전 수요가 여전히 견고하기 때문에 비중국산 태양광 폴리실리콘 수요 회복이 발생할 전망입니다. 특히, AI 인프라에서도 전력망 연계 인프라(신재생에너지, ESS 등)에 대한 중국산 배제 요구가 늘어나고 있는 점도 동사에게 우호적이며, Tesla가 향후 3년내 100GW의 태양광 모듈 생산능력을 갖추겠단 계획을 가지고 있는 점도 동사가 공략할 시장이 커진다는 관점에서 긍정적일 것입니다.

OCI의 경우에도 AI 투자 확대 과정에서 범용 반도체 수급 타이트까지 심화되며, 반도체 폴리실리콘, 과산화수소 및 인산 등 반도체용 소재 수요 확대가 나타나기 시작했습니다. 또한 인산계 Etchant와 같은 고부가 반도체 소재 진출도 임박하여, 베이직 케미칼 사업의 반도체 소재 업체 밸류에이션 적용이 점차 정당화되고 있습니다. 카본 케미칼의 경우 유가 상승 과정에서 석유계 원료와 경합하는 석탄계 원료 활용 제품(카본블랙 및 BTX)의 반사 수혜가 기대되기 때문에, 2026년 유가가 전년 대비 크게 상승할 점이 긍정적으로 작용할 전망입니다.

이에 따라 OCI홀딩스 및 OCI에 대한 BUY 투자의견으로 커버리지를 개시하고, 목표주가는 각각 245,000원 및 130,000원을 제시합니다.

본 보고서가 투자자들의 산업에 대한 이해와 투자 판단에 도움이 되길 바랍니다

감사합니다.

EV/모빌리티팀 **조현렬 수석연구위원** | hyunryul.cho@samsung.com
김원영 연구원 | wonyoung10.kim@samsung.com

REPORT
CONTENTS

01 OCI홀딩스(커버리지 개시/BUY/목표주가 245,000원) 4p

1) Valuation 및 목표주가 산정
2) 투자포인트 #1, OCI TerraSus 턴어라운드 기대
3) 투자포인트 #2, Tesla의 태양광 확대로 공략 가능한 시장이 커진다
4) Appendix - Company overview

02 OCI(커버리지 개시/BUY/목표주가 130,000원) 21p

1) Valuation 및 목표주가 산정
2) 투자포인트 #1, 베이직 케미칼 - 전방 산업 회복 영향 본격화
3) 투자포인트 #2, 카본 케미칼 - 유가 상승에 대한 반사 수혜 기대
4) Appendix - Company overview

COMPANY INITIATION

2026. 3. 31

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

OCI홀딩스 (010060)

공략 가능한 시장이 커진다

- BUY 투자의견과 함께 목표주가 245,000원으로 커버리지 개시
- 폴리실리콘 가동률 정상화와 더불어 미국 내 태양광 모듈 생산능력 확대로 공략가능한 시장이 커질 것. 이에 따라 Valuation 재평가 지속 전망.

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	245,000원	28.7%
현재주가	190,300원	
시가총액	3.3조원	
주식수 (유동주식 비중)	18,670,232주 (69.2%)	
52주 최저/최고	59,000원/203,000원	
60일-평균거래대금	353.4억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
OCI홀딩스 (%)	17.6	97.4	147.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	35.0	22.9	18.5

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY		
목표주가	245,000		
2026E EPS	17,145		
2027E EPS	20,032		

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	7
목표주가	198,571
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

View, 밸류에이션 재평가 지속 예상: OCI홀딩스에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 245,000원을 제시. 사업 복합성을 감안해 SOTP 방식을 적용하였으며, 국내외 동종업체 Peer multiple 적용. 2025년 실적 부진 이후 2026년 턴어라운드 기대감에 힘입어 올해 들어 주가 55% 상승했으나, 비중국산 태양광 폴리실리콘 프리미엄 확대와 태양광 웨이퍼 및 반도체용 폴리실리콘 사업 추가를 감안하면 밸류에이션 재평가 지속 가능할 전망.

Point (1), OCI TerraSus 턴어라운드 기대: 태양광용 폴리실리콘 제조하는 자회사 OCI TerraSus는 2025년 미국 IRA 개정 및 상호관세로 인한 일시 수요 둔화로 가동중단 경험. 이후 미국의 UFLPA 집행이 보다 강화되며, 비중국산 폴리실리콘 수요 증가하여 가동률 회복 및 수익성 정상화 개시. 게다가 현재 미국 정부가 조사 중인 태양광 폴리실리콘 및 그 유도품에 대한 Section 232의 경우에도 조치 내용이 발표될 경우 동사와 같은 비중국산 폴리실리콘 프리미엄 확대 가능할 전망.

Point (2), Tesla의 태양광 확대: Tesla는 2028년 말까지 태양광 100GW 생산능력을 확보 목적. 최근 미국 내 채용공고를 통해 확인할 수 있는 것은 셀~모듈 중심의 연구개발 및 생산 돌입과 폴리실리콘~웨이퍼 등 외부 공급망 관리에 중점. 실리콘계 태양광 모듈 생산은 늘리겠으나, 폴리실리콘 100% 내재화는 어려울 전망. 이에 따라 동사와 같은 비중국산 폴리실리콘 업체에게 미국 태양광 모듈 시장이 확대되는 것은 공략가능한 시장이 커지는 것을 의미.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	3,380	4,021	4,166	4,287
영업이익 (십억원)	-58	361	471	505
순이익 (십억원)	-146	335	388	398
EPS (adj) (원)	-4,772	17,145	20,032	20,544
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	16.8	2.6
EBITDA margin (%)	5.5	15.3	17.6	18.1
ROE (%)	-2.3	7.8	8.5	8.1
P/E (adj) (배)	n/a	10.4	8.9	8.7
P/B (배)	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	20.2	7.8	6.3	5.7
Dividend yield (%)	0.9	1.4	2.2	2.8

자료: OCI홀딩스, 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 산정

밸류에이션 재평가 지속 예상

BUY 투자의견 및 목표주가 245,000원으로 커버리지 개시

당사는 OCI홀딩스에 대해 BUY 투자의견과 함께 12개월 목표주가 245,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Sum-of-the-parts(SOTP) Valuation을 적용하였으며, 해당 방식에 대한 적용 배경은 폴리실리콘, 신재생 개발 사업, 발전 사업, 도시개발 사업 및 자회사 OCI 등으로 구성된 사업의 복합성을 감안했기 때문이다.

목표주가 산정에 있어 12개월 forward EBITDA에 EV/EBITDA 배수를 적용하여 산출하였으며, 다각화된 사업 포트폴리오를 감안하여 사업별 영업 가치를 산정하였다. 폴리실리콘 사업의 경우 글로벌 폴리실리콘 업체를, 개발 사업은 순수 Peer가 제한적인 이유로 미국 내 신재생에너지 디벨로퍼를 선정했으나 높은 밸류에이션 수준으로 인해 30% 할인 적용을, 발전사업은 한국전력 외 글로벌 유틸리티 업체를, DCRE는 자체 부지를 활용한 도시개발 비중이 높은 HDC현대산업개발을 적용하였다. 한편 자회사 OCI의 경우 동일 거래소 내 상장되어 있는 관계로 시가총액 기준 지분가치에 순자산가치(NAV) 할인율 70%를 적용하였으며, 그만큼 자회사의 OCI의 순차입금도 차감하였다.

OCI홀딩스: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (배)	EV	설명
영업 가치 (A)				
OCI TerraSus	293	10.8	3,155	Peers (Wacker, TCL Zhonghuan, Tongwei, Daqo, GCL Tech)
OCI Enterprises	65	9.3	603	Peers (NextEra, Fluence) 대비 30% 할인
OCI SE	35	6.6	229	Peers (KEPCO, Veolia, ENGIE)
DCRE	34	4.4	152	Peers (HDC현대산업개발)
OCI			107	보유 지분 45.0%에 대해서 70% 할인율* 적용
합계	**427**	**9.9**	**4,246**	
자산 가치 (B)			399	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			38	2026년 말 당사 추정 기준; 자회사 OCI 순차입금 100% 차감 기준
적정 시가총액 (E=A+B-C)			**4,607**	
총 주식 수 (천주)			18,670	
적정 주가 (원)			246,772	
목표주가 (원)			**245,000**	
현재 주가 (원)			190,300	3/30일 종가 기준
상승 여력 (%)			28.7	
2026 implied P/E (배)			14.1	
2027 implied P/E (배)			12.0	
2026 implied P/B (배)			1.08	
2027 implied P/B (배)			1.00	

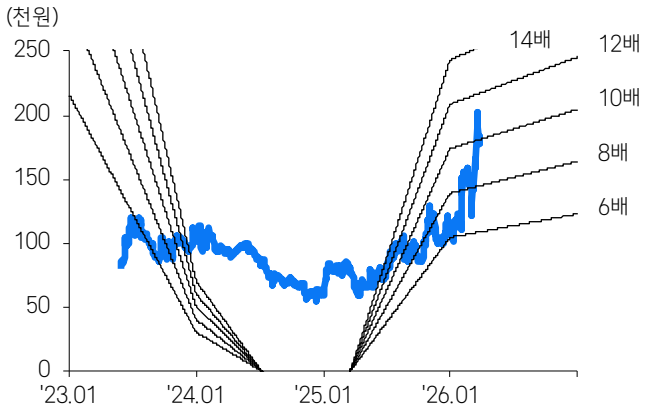
참고: * 상장 기업 주식에 대한 NAV 할인율 70% 적용
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

OCI홀딩스: 사업부별 Peer valuation

(배)	통화	Share	주가 성과 (%)				시가총액	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		Price	1W	1M	3M	YTD	(십억 달러)	2025	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2025	2026E	2027E
OCI홀딩스	**KRW**	**178,800**	**(5.7)**	**15.9**	**53.4**	**53.4**	**2.2**	**n/a**	**16.3**	**10.8**	**0.87**	**0.85**	**0.80**	**26.5**	**8.5**	**6.8**
OCI TerraSus																
Wacker Chemie*	EUR	80	15.0	(0.4)	16.0	16.0	4.8	n/a	240.9	42.3	0.93	0.96	0.96	9.6	8.2	6.9
Tongwei*	CNY	17.0	(8.0)	(6.5)	(19.2)	(17.3)	11.1	n/a	88.4	17.3	1.84	1.79	1.65	22.4	9.9	7.2
Xinjiang Daqo*	CNY	21.9	(2.1)	(8.6)	(19.7)	(18.5)	6.8	n/a	74.8	39.9	1.21	1.18	1.14	67.2	23.1	18.9
TCL Zhonghuan*	CNY	9.4	(5.1)	(9.3)	8.1	9.2	5.5	n/a	n/a	35.1	1.58	1.73	1.60	n/a	14.7	9.6
GCL Tech*	HKD	0.9	(9.1)	(25.0)	(16.7)	(15.1)	3.8	n/a	20.9	8.5	0.62	0.61	0.57	18.0	8.3	6.0
Tokuyama	JPY	3,827.0	2.8	(14.5)	(7.2)	(7.2)	1.7	9.8	8.6	7.7	0.98	0.91	0.84	6.3	5.6	5.1
OCI Enterprises																
NextEra Energy*	USD	91.4	2.1	(2.5)	13.9	13.9	190.4	24.8	22.8	20.9	3.22	2.85	2.61	17.6	16.1	15.4
Fluence Energy*	USD	14	(6.5)	(8.9)	(29.1)	(28.5)	2.6	n/a	56.6	25.5	4.78	4.26	3.36	51.3	19.8	10.8
OCI SE																
한국전력*	KRW	43,500	(4.4)	(26.1)	(7.8)	(7.8)	18.5	3.1	2.7	2.4	0.58	0.49	0.41	5.3	4.7	4.3
ENGIE*	EUR	27	1.2	(7.3)	19.7	19.7	78.4	13.5	14.1	13.2	1.85	1.80	1.72	8.9	9.1	8.6
Veolia*	EUR	32	2.5	(11.3)	7.2	7.3	27.2	14.4	13.4	12.3	1.78	1.93	1.85	6.5	6.5	6.1
DCRE																
현대건설	KRW	146,900	(1.8)	(10.4)	109.6	109.6	10.8	46.9	31.8	21.1	1.99	1.89	1.75	18.8	15.5	11.0
GS건설	KRW	25,700	(14.5)	14.2	30.4	30.4	1.5	18.5	7.3	6.0	0.48	0.46	0.43	8.7	8.1	6.9
DL E&C	KRW	63,600	1.8	22.8	54.2	54.2	1.6	11.4	7.5	6.4	0.53	0.49	0.47	3.0	2.5	1.9
HDC현대산업개발*	KRW	22,300	0.2	(4.1)	1.4	1.4	1.0	6.6	4.3	3.3	0.45	0.42	0.38	7.5	4.8	4.0

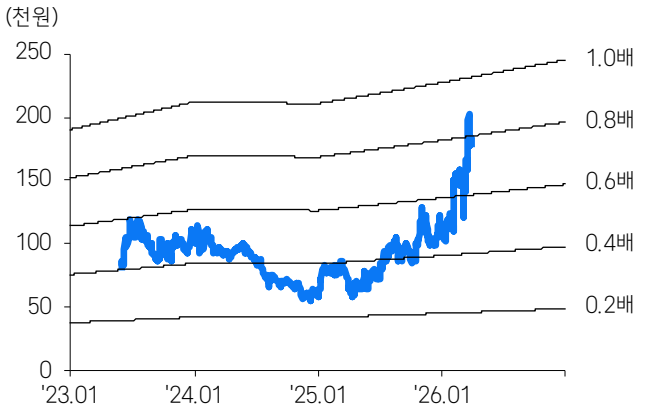
참고: 3월 27일 Bloomberg 컨센서스 기준
*OCI홀딩스 밸류에이션에 적용한 Peers
자료: Bloomberg, 삼성증권

OCI홀딩스: 12개월 forward P/E 추이



자료: OCI홀딩스, 삼성증권

OCI홀딩스: 12개월 forward P/B 추이



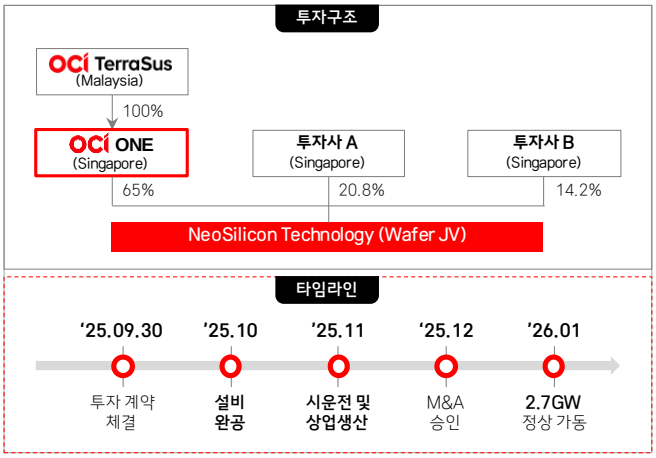
자료: OCI홀딩스, 삼성증권

코스피 지수 강세 및 2026년 실적 회복에 대한 기대감이 맞물리며 OCI홀딩스의 주가는 연초 대비 55% 상승하였다. 최근 상승한 주가에도 불구하고 OCI홀딩스의 밸류에이션 재평가가 지속될 수 있다고 생각하는데, 이유는 크게 2가지이다. 첫째, 비중국산 태양광 폴리실리콘의 프리미엄은 보다 확대될 수 있을 것이다. Tesla의 미국 태양광 사업 진출과 미국의 중국산 태양광 제품에 대한 제재가 확대되는 국면에선 전 세계 손에 꼽히는 비중국산 폴리실리콘 업체의 협상력 제고가 기대된다.

둘째, 태양광 웨이퍼 및 반도체용 폴리실리콘 JV 가동의 경우 향후 이익 추가 상향을 야기할 수 있다. 현재 말레이시아 태양광 폴리실리콘 자회사인 OCI TerraSus는 자회사 OCI ONE(OCI TerraSus 지분 100%)을 통해 베트남 웨이퍼 합작회사 NeoSilicon Technology(OCI ONE의 지분 65%)에 투자하였다. 이에 따라 미국 IRA 관련 PFE 규정을 우회할 수 있는 베트남산 태양광 웨이퍼를 미국에 수출할 수 있게 되었고 올해 2.7GW 생산능력 가동 이후 추가 2.7GW 증설을 추진한다. 참고로 동사가 전망하는 2026년 웨이퍼 출하량은 1.8GW 이상이며, 10% 중반대의 EBITDA 마진을 예상하고 있다.

또한 OCI TerraSus가 Tokuyama와 말레이사에 설립한 반도체용 폴리실리콘 합작법인도 향후 2029년부터 연간 0.8만톤의 생산능력으로 반도체용 폴리실리콘 생산 계획하고 있는 점도 중장기 이익 추가 모멘텀으로 작용할 전망이다.

OCI홀딩스: NeoSilicon Technology 투자 구조 및 타임라인



자료: OCI홀딩스, 삼성증권

NeoSilicon Technology 투자 개요 및 효과

투자 주체	OCI ONE(OCI TerraSus의 신설 SPV)
투자 대상	베트남 소재 태양광용 웨이퍼 생산설비
생산능력	2.7GW(N-type TopCON) 및 2026년 내 추가 2.7GW 증설 계획
총 투자비	1.2억달러 (OCI ONE 0.78억달러)
기대효과	- 전량 OCI TerraSus의 폴리실리콘으로 생산하여 업스트림 수직계열화 및 Non-PFE 밸류체인 구축 강화 - Non-PFE 웨이퍼 가격 프리미엄 예상되며, 매출 증대 및 수익성 제고 - 2.7GW 생산능력에서 추가 2.7GW를 6개월 내 구축 가능한 구조로 향후 수요에 즉각 대응 가능

자료: OCI홀딩스, 삼성증권

OCI홀딩스: 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,449	1,459	1,420	1,380	1,335	1,365	1,422	1,398	1,335
매출액	**948**	**776**	**845**	**811**	**1,017**	**997**	**1,034**	**973**	**3,577**	**3,380**	**4,021**	**4,166**
성장률 (% q-q)	11.0	-18.1	8.9	-4.1	-69.9	-1.9	3.7	-5.9				
성장률 (% y-y)	9.6	-18.3	-7.0	-5.1	7.2	28.5	22.3	20.0	35.0	-5.5	19.0	3.6
OCI TerraSus (폴리실리콘)	112	39	132	145	139	158	172	184	497	428	653	724
OCI Enterprises (발전사업)	68	44	61	36	55	77	75	42	176	209	248	295
OCI SE (열병합 발전)	88	81	72	51	68	62	64	49	350	292	243	203
DCRE (도시개발)	148	88	105	110	216	141	165	187	532	452	709	723
OCI (정밀화학)	539	527	476	467	541	561	560	514	2,215	2,009	2,176	2,230
연결 조정	-6	-3	-2	1	-2	-2	-2	-2	-193	-9	-9	-8
EBITDA	**105**	**-18**	**8**	**90**	**79**	**173**	**187**	**177**	**295**	**185**	**616**	**733**
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	997.6	-11.7	117.5	8.4	-5.4				
성장률 (% y-y)	-20.3	BR	-88.6	RB	-24.5	RB	2,183.3	96.7	1.8	-37.3	232.7	18.9
OCI TerraSus	28	-56	-47	52	16	55	79	93	117	-23	244	342
OCI Enterprises	13	-8	16	-12	14	41	16	-2	-6	9	68	61
OCI SE	15	10	10	-4	8	10	10	6	89	31	34	36
DCRE	18	-5	13	12	-7	8	15	18	-141	38	34	35
OCI	31	22	13	25	39	49	57	53	173	91	198	220
영업이익	**49**	**-80**	**-53**	**27**	**16**	**109**	**123**	**112**	**102**	**-58**	**361**	**471**
성장률 (% q-q)	RB	BR	RR	RB	-39.8	563.1	12.7	-8.8				
성장률 (% y-y)	-50.9	BR	BR	RB	-66.2	RB	RB	310.6	-80.9	BR	RB	30.4
OCI TerraSus	12	-74	-65	33	-3	36	60	73	72	-93	166	263
OCI Enterprises	9	-12	13	-16	10	37	12	-6	-19	-7	52	44
OCI SE	7	3	2	-12	0	2	2	-2	60	0	2	3
DCRE	18	-5	13	12	-7	8	15	18	-142	38	33	34
OCI	10	-2	-10	3	16	25	34	29	110	0	104	123
세전이익	29	-85	-115	32	-8	132	144	136	176	-140	406	463
성장률 (% q-q)	-83.6	BR	RR	RB	RR	RB	9.0	-5.6				
성장률 (% y-y)	-86.3	BR	RR	RB	BR	RB	RB	332.4	-67.0	BR	RB	14.2
순이익	**-15**	**-82**	**-73**	**25**	**-6**	**108**	**119**	**114**	**114**	**-146**	**335**	**388**
성장률 (% q-q)	BR	RR	RR	RB	RR	RB	10.4	-4.5				
성장률 (% y-y)	BR	BR	RR	RB	RR	RB	RB	363.5	-84.0	BR	RB	16.1
지배주주 순이익	**-2**	**-77**	**-36**	**25**	**-10**	**104**	**115**	**110**	**98**	**-90**	**320**	**374**
이익률 (%)												
EBITDA	11.1	-2.3	1.0	11.1	7.8	17.3	18.1	18.2	8.3	5.5	15.3	17.6
OCI TerraSus	24.6	-146.2	-35.5	36.1	11.6	35.0	46.1	50.5	23.5	-5.4	37.3	47.2
OCI Enterprises	19.1	-18.8	26.5	-31.9	25.0	52.9	21.1	-4.6	-3.1	4.4	27.5	20.7
OCI SE	16.9	12.9	13.8	-8.0	11.8	16.1	15.8	12.0	25.5	10.7	14.0	17.7
DCRE	12.2	-5.2	12.2	10.9	-3.3	5.7	9.1	9.5	-26.6	8.5	4.7	4.9
OCI	5.7	4.1	2.7	5.4	7.2	8.7	10.2	10.3	7.8	4.5	9.1	9.9
영업이익	5.1	-10.4	-6.3	3.4	1.6	10.9	11.9	11.5	2.8	-1.7	9.0	11.3
OCI TerraSus	10.9	-190.9	-49.2	22.8	-2.2	22.8	34.8	39.8	14.5	-21.7	25.4	36.3
OCI Enterprises	13.7	-28.1	20.7	-44.4	17.7	47.7	15.7	-14.4	-11.1	-3.1	21.0	15.0
OCI SE	8.3	3.4	3.0	-23.5	0.3	3.4	3.4	-4.5	17.0	0.1	0.9	1.7
DCRE	12.0	-5.4	11.9	10.9	-3.4	5.6	8.9	9.4	-26.7	8.3	4.6	4.8
OCI	1.9	-0.4	-2.2	0.6	3.0	4.5	6.0	5.6	5.0	0.0	4.8	5.5
세전이익	3.0	-10.9	-13.6	3.9	-0.7	13.3	14.0	14.0	4.9	-4.1	10.1	11.1
순이익	-1.6	-10.6	-8.7	3.0	-0.6	10.8	11.5	11.7	3.2	-4.3	8.3	9.3

자료: OCI홀딩스, 삼성증권 추정

투자포인트

공략 가능한 시장이 커진다

투자포인트 (1), OCI TerraSus 턴어라운드 기대

태양광 폴리실리콘, 2025년 일시적 수요 위축 이후 회복세 개시

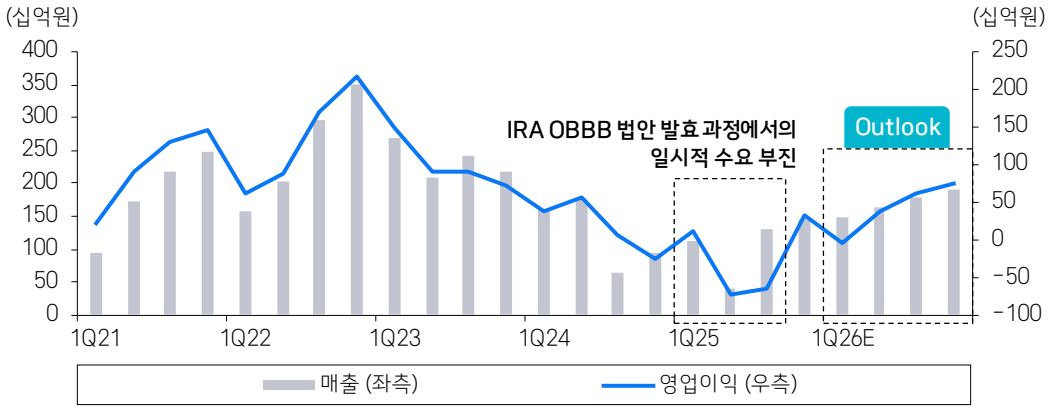
OCI홀딩스의 2025년 영업이익은 -580억원(-1,600억원YoY)으로 전년 1,020억원 대비 적자 전환하였는데, 이 중 가장 큰 기여는 말레이시아에서 태양광용 폴리실리콘 사업을 영위하고 있는 OCI TerraSus의 적자 전환에 기인하였다. OCI TerraSus의 2025년 영업이익은 -930억원(-1,650억원YoY)으로 전년 720억원 대비 크게 둔화되었다. 즉, OCI TerraSus의 이익 감소만큼 동사의 연결 영업이익이 훼손되었음을 알 수 있다.

하지만 2026년부터는 OCI TerraSus의 이익 회복과 함께 전사 이익 개선도 기대된다. 2025년 OCI TerraSus의 실적 부진은 태양광 폴리실리콘 공장 가동 중단에 있다. 2024년 트럼프 당선 이후 IRA 법안에 대한 변경 가능성 우려가 점증했으며, 특히 2025년 5월부터 7월까지 의회를 통해 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act) IRA 정책 개정이 이뤄졌다. 뿐만 아니라 2025년 4월에는 미국의 상호관세 발표로 인해 베트남, 말레이시아, 인도네시아 및 태국 등 지역 거래처가 관세 불확실성을 직면하였다. 이러한 연유로 폴리실리콘의 고객사들이 재고 소진(Destocking) 활동을 적극적으로 진행했으며, 동사는 불가피하게 작년 5월부터 8월까지 가동 중단에 돌입하였다.

한편 OBBBA를 통한 IRA 개정 이후 미국에선 UFLPA(위구르 강제노동방지법; 2022년 6월 발효)의 집행이 보다 강화되었으며, 이에 따라 고객사의 비중국산 폴리실리콘 수요 증가가 나타나며 동사는 2025년 9월 태양광 폴리실리콘 공장을 재가동하였다. 공장 재가동에 힘입어 4Q25 OCI TerraSus의 영업이익률은 23%(+72%pQoQ)를 기록했으며, 이는 전분기 -49% 대비 대폭 개선된 수준이다.

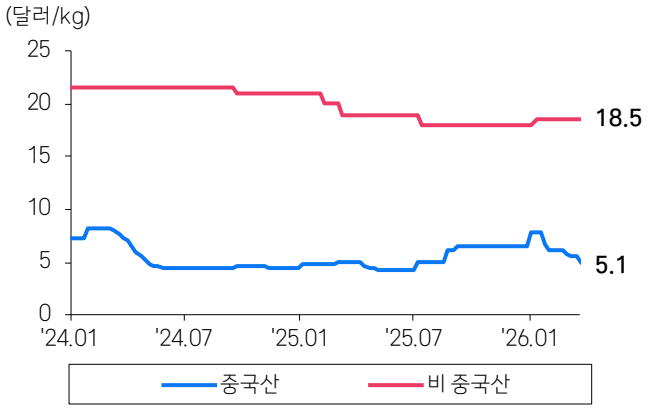
폴리실리콘 공장 재가동 효과는 동사의 2026년 실적에 온전하게 반영될 전망이다. 1Q26에는 15개월마다 진행하는 정비가 예정되어 있어 수익성은 일시적으로 부진하겠으나, 2Q26부터 일회성 비용 소멸 및 고위 가동으로 20% 이상의 높은 수익성을 기록할 것으로 예상한다.

OCI TerraSus: 매출 및 영업이익 추이



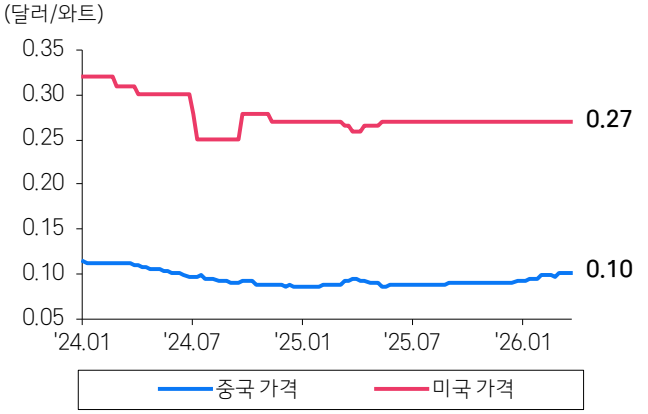
자료: OCI홀딩스, 삼성증권

태양광 폴리실리콘: 중국산 vs 비중국산 가격 차이



자료: PV Insights, Bloomberg NEF, 삼성증권

태양광 모듈(Mono PERC): 중국 및 미국 시장 가격 비교



자료: PV Insights, Bloomberg NEF, 삼성증권

중국산 제품에 대한 제재는 보다 강화될 가능성 상존

OCI홀딩스의 태양광 폴리실리콘 공장 가동률 회복에 따른 수익성 외에도 기대할 수 있는 모멘텀은 미국의 대 중국 제재 강화에 따른 가격 측면의 프리미엄 상승 가능성이다.

미국은 중국산 태양광 제품에 대한 무역장벽을 2012년부터 세워왔으며, 민주당과 공화당을 가리지 않고 무역 제재를 추가하여 현재 미국과 미국 외 시장의 태양광 모듈 가격에 큰 격차가 발생했다. 태양광 모듈 외에도 동사가 제조하는 폴리실리콘의 경우 중국의 지배력이 모듈보다 훨씬 크지만, 미국시장의 고객은 2022년부터 시작된 UFLPA(위구르 강제노동방지법) 영향으로 비신장산(Non-Xinjiang) 폴리실리콘으로 전환하였다.

UFLPA 규제에 있어선 비신장산 폴리실리콘을 사용하면 괜찮지만, UFLPA 이후 비중국산 폴리실리콘에 대한 프리미엄이 형성되기 시작하였다. 즉, UFLPA는 비신장산을 넘어 비중국산 제품에 대한 선호도를 높이는 파급효과를 만들어낼 수 있었는데, 이는 크게 2가지 요인에 기인한다. 첫째, UFLPA에 대한 증빙 리스크이다. UFLPA는 수입자가 강제노동이 아님을 입증해야 하며, 폴리실리콘이 신장산이 아닌 것을 공급망 전체에서 증명해야한다. 특히 웨이퍼의 경우 여러 폴리실리콘을 혼합 사용하는 경우가 있는데, 미국 세관국경보호국(CBP)은 폴리실리콘, 잉곳, 웨이퍼, 셀 생산 공장에 대한 세부내용을 요구하는 것으로 알려져 있다. 이에 따라 비중국산 폴리실리콘을 쓰는 게 미국 수입관련 차질을 해소할 수 있는 가장 안전한 방법으로 채택되고 있다. 둘째, 미국 내 발전 프로젝트 파이낸싱에서의 리스크 해소 목적이다. 미국 태양광 발전소 설치를 위한 프로젝트 파이낸싱에 있어서 금융기관은 비신장산 폴리실리콘 의무화를 강조하거나 심지어 비중국산 폴리실리콘에 대한 선호를 요구하는 경우가 많다. 즉, 프로젝트 파이낸싱 과정에서 리스크를 최소화하기 위한 민간업체의 자구적 노력에서도 비중국산 폴리실리콘에 대한 선호가 발생한다.

게다가 현재 미국 정부가 조사 중인 Section 232의 경우에도 동사와 같은 비중국산 폴리실리콘의 프리미엄이 확대될 수 있는 조치이다. Section 232란 1962년 제정된 미국 무역확장법의 일부로, 국가 안보를 위협할 수 있는 수입품을 조사하고 대응할 수 있는 권한을 정부에 부여하는 법률이다.

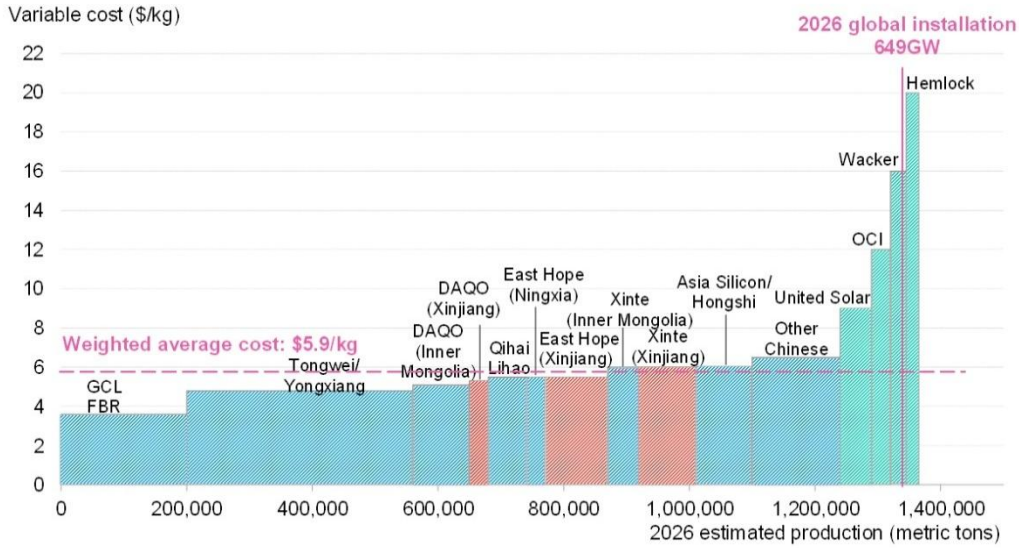
2025년 7월 미국 정부는 태양광 폴리실리콘 및 그 유도품에 대해 Section 232 조사에 돌입한다고 발표했으며, 조사 배경은 태양광 폴리실리콘의 절대적인 중국 지배력에 대한 의존이 국가 안보에 미치는 영향을 점검하기 위함이다. 향후 조사 이후 발표될 수 있는 조치는 과거 철강과 알루미늄이 부과받은 것처럼 관세, 수입 쿼터제(Tariff-rate quota), 수입 제한 조치 등이 있다. Section 232는 여전히 미국 정부가 조사 중에 있기에, 향후 결과를 예단하기 어려우나 규제의 범위가 신장산 폴리실리콘에서 중국산 폴리실리콘으로 확대되는 것은 비중국산 폴리실리콘을 제조하는 동사에게 가격 관점에서 프리미엄 확대 효과를 유발할 가능성이 높다고 판단한다.

미국: 태양광 관련 무역 제재 현황

근거 법령	대상	대상 국가	발효 시점	내용
UFLPA	폴리실리콘~모듈	중국	2022년 6월	- 수입금지
Section 232	**폴리실리콘 및 파생 제품**	**중국 및 기타**	**추후 확정**	**- 조사 중**
Section 301	폴리실리콘~모듈	중국	2018년 7월	- 2018년 7월~2024년 9월: 25% - 2024년 9월 이후 50%
반덤핑/상계 관세	셀, 모듈	중국	2012년 12월	- 반덤핑 관세 18~250% - 상계 관세 최대 117.41%
	셀, 모듈	베트남, 말레이시아, 태국, 캄보디아	2025년 6월	- 국가/기업별 상이 - 평균 723%, 일부 30~80%
	셀, 모듈	인도, 인도네시아, 라오스	추후 확정	- 조사 중 - 예비 판정 기준, 인도 125.87%, 인도네시아 104.38%, 라오스 80.67%
반우회 조치	셀, 모듈	베트남, 말레이시아, 태국, 캄보디아	2024년 6월	- 우회 인정 시, 중국산과 동일한 세율 적용

참고: 음영 표시는 OCI홀딩스의 폴리실리콘 사업에 해당하는 제재
자료: 미국 상무부, ITC, 삼성증권

글로벌 태양광용 폴리실리콘: 2026년 기준 Cost curve



참고: 파랑색은 신장 위구르산을 제외한 중국 설비, 빨강색은 신장 위구르산 중국 설비, 녹색은 중국 외 설비
Variable cost는 가공비, 판매관리비를 포함하고 감가상각비를 제외한 기준
2026년 수요는 와트당 2.1그램의 폴리실리콘 소비량 기준이며, 위안/달러는 7.0을 가정
자료: Bloomberg NEF, 삼성증권

투자포인트 (2), Tesla의 태양광 확대로 공략 가능한 시장이 커진다

Tesla – 태양광 사업 확대 천명

최근 글로벌 태양광 시장에서 화두는 일론 머스크의 태양광 사업 확장에 대한 의지이다. 일론 머스크가 소유하고 있는 Tesla 및 SpaceX 모두 태양광 사업에 대한 확장을 얘기하고 있다. 그 중에서 SpaceX는 사업이 구체화되기까지 아직 상당 시간이 소요될 거라 볼 수도 있지만, Tesla가 주장하는 태양광 사업은 이미 임박한 미래다. 특히, 2025년 하반기 신제품 출시와 함께 태양광 사업 확장을 피력하고 있다.

Tesla는 기존에도 Solar roof라는 건물 일체형 태양광 발전 시스템(Building Integrated Photovoltaic System; BIPV)을 2017년부터 상업화하여 판매하고 있다. 기존 주택용 태양광 패널과 다른 점은 태양광 패널을 지붕 위에 올리는 방식이 아니라 지붕 자체가 태양광 모듈인 제품이라는 점이다. 해당 제품에 투입되는 태양광 셀 및 모듈은 Tesla의 직접 제조가 아닌 제3의 업체로부터 구매된 제품이었다.

한편 작년 말에 공개하여 올해부터 판매를 본격화한 Solar panel의 경우 일반적인 주택용 태양광 패널처럼 기존 지붕위에 랙을 설치하고 그 위에 장착할 수 있는 모듈이다. 즉, Solar roof와 달리 지붕과 태양광 시스템이 완전히 분리되어 있다. 따라서 Tesla는 미국 주택용 태양광 시장에서 니치 마켓을 간주되는 BIPV 뿐만 아니라 대다수의 주택용 태양광 시장까지 Solar panel 출시를 통해 공략하기 시작했음을 알 수 있다.

Tesla: 미국시장에서 판매 중인 Solar roof

자료: Tesla, 삼성증권

Tesla: 미국시장에서 새로 출시한 Solar panel

자료: Tesla, 삼성증권

Tesla의 태양광 관련 채용공고 – 사업 전략 방향성을 내포

특히 Solar panel 출시와 함께 Tesla는 자체 태양광 패널 생산을 시작한 게 의미가 있다. TSP-415(최대출력 415W) 및 TSP-420(최대출력 420W)라는 2가지 태양광 패널을 출시했다. 그동안 타사 패널을 구매하여 자사 브랜드로 출시한 것과 달리 10년만에 자체 설계 및 생산한 제품이며, 이는 실리콘계 태양광 패널로 알려져 있다. 현재 미국 뉴욕주 버팔로 공장에서 생산하기 시작했으며, 버팔로 공장은 올해 300MW까지 생산능력 확장을 목표하고 있다. 특히 4Q25 Tesla의 컨퍼런스 콜에서 일론 머스크는 중장기적으로 미국에서 100GW의 태양광 패널 생산능력 확보를 발표한바 있다.

현재 버팔로에서 생산되는 패널은 실리콘계 태양광 패널로 알려져 있지만, 폴리실리콘, 잉곳/웨이퍼, 셀, 모듈 중 어느 밸류체인까지 제조하는지는 공식적으로 알려진 바는 없다. 미국 내 언론 보도된 내용 기준으론 현재 버팔로 공장에서 생산되는 패널은 모듈 제조만 담당하고 외부에서 셀을 구매하는 것으로 추정된다. 하지만 일론 머스크는 4Q25 실적 발표를 통해 밸류체인을 수직 통합한 태양광 생산능력 100GW를 언급한 바 있다. 따라서 향후 Tesla가 어느 영역까지 확장하냐에 따라 글로벌 태양광 밸류체인에 대한 영향도 차별화될 전망이다.

한편 Tesla의 미국 내 채용공고를 통해 향후 태양광 사업 확장의 힌트를 확인할 수 있다. 현재 미국에서 공고된 Tesla의 채용건수는 총 3,761건인데 그 중 태양광 관련 공고는 248건으로 전체 공고 대비 6.6%에 달한다. 그리고 공통적으로 2028년 말 전까지, 즉 3년 내 100GW의 생산능력을 확보할 계획이라고 언급하고 있다. 그리고 셀 및 모듈에 대한 제조 프로세스 이해도와 실리콘계 태양광 셀 개발 경험을 요구하는 내용이 많고, 폴리실리콘 및 웨이퍼는 공정을 이해하고 외부 공급사와 협력하여 공정 개발 및 품질 관리를 수행하는 요구 사항들이 포함되어 있다.

Tesla: 미국시장 태양광 사업 관련 채용공고의 세부내용

잡포스팅	Tesla 측 코멘트	시사점
Staff Manufacturing Development Engineer, Solar Manufacturing (Austin, TX)	"You will help deploy 100GW of solar manufacturing from raw materials on American soil before the end of 2028."	- 2028년 말까지 3년 내 100GW 생산능력 확보 목표 - 단순 모듈 조립이 아닌 업스트림 통합도 계획
Supplier Industrialization Engineer, Solar (Palo Alto, CA)	"Plan, organize, direct, and conduct industrialization related activities within the Tesla Solar supply chain team focused on Solar cell processes - Polysilicon Refining, Ingot, Wafer, Cell"	- 해당 공고는 Supplier industrialization이기에 업스트림 일부는 직접 생산보단 공급망 관리에 중점 둔 것으로 추정
Supplier Industrialization Engineer, Solar (Palo Alto, CA)	"Provide leadership for New Product Introduction (NPI) at Suppliers; Lead supplier improvements in scalability, cost, and quality"	- 공급업체의 신제품 개발/양산성 관리는 실리콘계 전체 밸류체인 통합은 계획하지 않는다는 의미로 해석 가능
Staff Manufacturing Development Engineer, Solar Manufacturing (Austin, TX)	"You will drive technical decisions for the next ..." / "CVD & PVD & ALD, Furnace, Screen Printing ..."	- 기술적으로 Tesla가 보는 핵심은 고효율 실리콘 셀 제조 공정으로 해석 가능. - 특히 CVD/PVD/ALD는 박막 증착 계열, Furnace는 열처리/확산, Screen Printing은 전극 형성에 연결되므로, 단순 모듈 조립보다는 셀 공정 기술에 보다 중점
Staff Process Engineer, Solar Manufacturing (Brookshire, TX)	공고 제목 자체가 "Process Engineer, Solar Manufacturing"이며 Brookshire, Texas에서 채용 중	- 단순 R&D, 설치/판매가 아닌 태양광 제조 오퍼레이션으로 조직 확장되고 있음을 시사
Sr. Quality Manager, Solar Manufacturing (Brookshire, TX)	공고 제목 자체가 "Quality Manager, Solar Manufacturing"	- 양산 품질 체계 구축 단계로 진입하고 있음을 시사
Staff Technical Program Manager Solar Manufacturing (Brookshire, TX)	공고 제목 자체가 "Technical Program Manager, Solar Manufacturing"	- TPM 채용은 대규모 증설체계 구축을 의미

자료: Tesla, 삼성증권

Tesla의 태양광 사업 확대 – 동사에겐 공략 가능한 시장이 커질 이벤트

앞서 살펴본 것처럼 Tesla의 미국 태양광 사업 확대는 향후 3년 내 대규모 태양광 패널 생산능력 확장과 일부 업스트림 통합으로 요약된다. 하지만 채용공고를 통해 확인한 밸류체인 통합은 셀~모듈까지가 확정적인 것으로 보이며, 폴리실리콘~웨이퍼 통합 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

2025년 기준 미국의 태양광 밸류체인별 생산능력 확보 현황을 보더라도 업스트림 확장이 보다 쉽지 않을 것을 알 수 있다. 2025년 기준 실리콘계 태양광 제품에서 미국 내 모듈의 생산능력은 50GW로 글로벌 대비 2.9%에 달하지만, 폴리실리콘 및 웨이퍼는 각각 1.5% 및 0.4%에 불과하다. 물론 셀의 경우에도 현재 0.4%에 불과하지만, 태양광 패널의 핵심 역량이 셀(태양전지)에서 나오는 점을 감안하면 태양광 제조 역량 확보를 위해 셀 산업까지 진출은 확정적일 것이다. 예를 들어 미국 실리콘계 모듈 생산능력 50GW를 가동하기 위해선 폴리실리콘은 약 10.2만톤이 필요한데, 현재 생산능력은 이에 53%에 불과한 5.5만톤 수준이다.

향후 Tesla가 미국에 100GW의 모듈 생산능력을 확보하게 된다면, 이에 대한 폴리실리콘 수요는 21만톤에 달한다. Tesla가 기술 내재화 목적으로 일부 폴리실리콘 생산능력을 확보할 순 있어도 미국 내 현재 5.5만톤 생산능력에 불과한 폴리실리콘 설비를 100% 자가소비할 만큼 신설하긴 어려울 것으로 판단된다. 바꿔 말하면, OCI홀딩스가 현재 주로 공략하고 있는, 비중국산 폴리실리콘을 필요로 하는, 미국 태양광 모듈 생산능력이 50GW에서 Tesla 단독으로만 100GW 확장 계획을 가지고 있는 만큼 동사의 공략 가능한 시장이 크게 확대된다는 점은 중장기 비중국산 폴리실리콘 가격 프리미엄 관점에서 긍정적인 이벤트라고 판단된다.

글로벌 태양광 설비: 2025년 말 기준 지역별 생산능력 및 점유율

(GW)	실리콘계				비실리콘계
	폴리실리콘 (천 톤)	웨이퍼	셀	모듈	박막형
생산능력					
중국	**3,423**	**1,446**	**1,482**	**1,307**	**4**
미국	**55**	**5**	**6**	**50**	**14**
기타	218	55	174	349	11
글로벌	3,696	1,506	1,662	1,706	29
점유율 (%)					
중국	**92.6**	**96.0**	**89.2**	**76.6**	**12.9**
미국	**1.5**	**0.4**	**0.4**	**2.9**	**50.3**
기타	5.9	3.6	10.4	20.4	36.7
글로벌	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: Bloomberg NEF, 삼성증권

Appendix

Company overview

기업 개요

1959년 OCI홀딩스의 전신인 동양화학공업이 출범하였으며, 소다회(Soda Ash; 탄산나트륨) 사업을 영위하였다. 이후 제철 과정에서 나오는 부산물을 활용한 석탄화학 사업을 영위하는 제철화학이 동양화학과 2001년 합병하여 동양제철화학로 사명을 변경하였으며, 2009년 OCI로 재차 사명 변경을 단행하였다. 이후 2023년 지주회사 체제 전환하여 OCI홀딩스와 사업회사 OCI가 출범하였다.

OCI홀딩스의 대표 제품인 폴리실리콘의 경우 2000년대 중반 태양광 산업 급성장을 기회로 기존 기초화학 사업(소다회 등) 역량을 기반으로 폴리실리콘 사업에 진출하였다. 2006년 군산에 폴리실리콘 공장 건설하며 본격 진출하였고, 2008년 태양광용 폴리실리콘 상업 생산에 성공하였다. 이후 군산 공장을 2013년까지 5공장까지 확대하여 세계 5위권 업체로 도약했으나, 2012년 이후 중국 업체들의 신규 진입 및 저가 공세로 인한 가격 붕괴로 전력비가 높은 국내 공장의 원가 경쟁력은 급격히 악화되었다. 이후 2020년 군산 공장 가동을 중단하고 전력비가 다소 저렴한 말레이시아 공장에서 태양광 폴리실리콘 생산에 집중했다. 그리고 군산 공장은 규모를 줄여 현재 반도체용 폴리실리콘 생산에만 집중하고 있다.

OCI홀딩스: 주요 연혁

연도	내용	연도	내용
1959년	동양화학공업 출범	2014년	미국 모듈 생산공장 Mission Solar Energy 준공
1968년	인천 소다회 공장 준공	2016년	Ma Steel OCI Chemical Company 준공
1974년	제철화학 설립	2016년	OCI Jianyang Carbon Black 준공
1975년	한불화학 설립	2016년	400MW 규모 미국 태양광 발전 전력 공급계약 완료
1976년	포항공장 준공	2016년	OCI SE 열병합발전소 준공
1978년	울산 인산칼슘 공장 준공	2017년	반도체용 폴리실리콘 상업 생산
1979년	익산 과산화수소 공장 준공	2017년	Tokuyama 말레이시아 폴리실리콘 공장 인수
1980년	한국카리화학(현 유니드) 설립	2019년	인버터 제조사 카코뉴에너지 영업양수
1988년	동양실리콘 설립	2019년	인천 용현 학익 1블록 도시개발 사업 도급계약 체결
1995년	OCI Wyoming(미국 소다회 자회사) 인수	2020년	포스코퓨처엠과 합작법인 '피앤오케미칼' 설립
2001년	동양제철화학으로 사명 변경(동양화학/제철화학 합병)	2022년	피앤오케미칼 과산화수소 상업 생산
2006년	콜롬비안케미컬 인수(카본블랙)	2022년	금호피앤비화학과 합작법인 'OCIKumho' 설립
2008년	태양광용 폴리실리콘 상업 생산 성공	2023년	OCI홀딩스 출범
2009년	OCI로 사명 변경	2023년	Tokuyama와 반도체 폴리실리콘 JV 설립 결정
2010년	Cornerstone Power(현 OCI Energy) 인수; 태양광 발전사업 진출	2025년	말레이시아 자회사 OCIM, OCI TerraSus로 사명 변경
2012년	미국 태양광 발전사업 Alamo Project 수주		

자료: OCI홀딩스, 삼성증권

동사의 사업은 크게 5가지, OCI TerraSus, OCI Enterprises, OCI SE, DCRE, OCI로 구성된다.

OCI TerraSus(지분 100%)는 말레이시아 사라왁주에 있는 태양광용 폴리실리콘(연간 생산능력 3.5만톤) 생산 자회사이다. 동사는 2017년 4월 Tokuyama의 태양광용 폴리실리콘 공장(당시 연간 생산능력 2.0만톤) 인수를 통해 말레이시아에 진출했는데, 이는 사라왁 수력발전을 활용한 저렴한 전기 공급으로 전력집약적인 폴리실리콘 사업에서 원가 경쟁력을 확보할 수 있을 뿐만 아니라 미국-중국 무역분쟁의 제3지대라는 점에 근거하여 인수하였다.

태양광용 폴리실리콘 제조 사업이 핵심이긴 하나, 산하에 여타 사업을 영위할 자회사를 확보하고 있기도 하다. 첫 번째 자회사는 OTSM(OCI Tokuyama Semiconductor Materials; OCI TerraSus 50% 및 Tokuyama 50% 지분 보유)이다. 4.4억달러(약 6,000억원)를 투자하여 반도체용 폴리실리콘 생산 예정이며, 2029년부터 연간 0.8만톤의 반도체용 폴리실리콘 생산을 계획하고 있다. 참고로 반도체용 폴리실리콘은 태양광용과 달리 높은 기술력이 요구되는 분야로 전 세계적으로 OCI를 포함해 독일의 Wacker, 미국의 Hemlock, 일본의 Tokuyama 등 소수의 글로벌 기업만이 사업을 영위하고 있다.

두 번째 자회사는 OCI ONE(OCI TerraSus 지분 100%)을 통해 보유한 웨이퍼 합작회사 NeoSilicon Technology(OCI ONE 지분 65%)이다. 미국의 IRA 관련 PFE(Prohibited Foreign Entity; 사실상 중국 배제 조항) 규제 확정 이후 비중국산 태양광 웨이퍼 제조를 위한 합작회사에 투자하여 베트남에서 태양광 웨이퍼 공장을 올해부터 가동할 계획이다(N-type TOPCon; 생산능력 2.7GW로 시작하여 2.7GW 추가 증설 추진).

세 번째 자회사는 OCI금호(OCI TerraSus 50% 및 금호피앤비 50% 지분 보유)이다. 금호석유화학의 페놀 자회사인 금호피앤비와의 합작회사 OCI금호는 말레이시아에서 ECH 생산(연간 10만톤)하는 화학 법인이다. OCI TerraSus가 Chlor-Alkali(CAT) 공장을 지어 생산한 염소를 OCI금호에 공급하면, OCI금호가 글리세린을 외부에서 구매하여 ECH를 제조할 계획이다.

OCI Enterprises(지분 100%)는 북미 태양광/화학 사업의 중간 지주회사로, 북미 태양광 발전 사업을 영위하는 OCI Energy(OCI Enterprises 지분 100%), 북미 태양광 모듈 사업을 영위 중인 Mission Solar Energy(OCI Enterprises 지분 100%) 및 미국 알라바마주에서 생산 중인 과탄산소다 법인 OCI Alabama 등을 소유하고 있다.

OCI SE(지분 100%)는 새만금 소재 총 1조원을 투자하여 만든 친환경 열병합 발전소(생산능력: 전력 303MW, 스팀 860톤/시간)로 2016년부터 가동되고 있다. 유연탄, 우드펠릿 등의 연료를 연소하여 생산되는 스팀으로 전력을 생산하고, 터빈발전기를 거친 스팀을 새만금 산업단지에 공급하고 있다. 해당 공장은 바이오매스 연료인 우드펠릿을 비롯한 연료혼소를 통해 신재생에너지 공급인증서(REC)를 획득한다. OCI SE는 정부로부터 우드펠릿 혼소 비중을 최대 50%까지 승인받았으며, 향후 우드펠릿 전소 전환도 목표하고 있다.

DCRE(지분 100%)는 인천 용현/학익 1블록에 위치한 OCI 옛 인천공장 부지를 개발하는 도시개발 전문 자회사이다. 현재 DCRE는 'City Ociel(시티오씨엘)'이라는 프로젝트로 사업을 추진하고 있으며, 주거/상업 복합도시를 조성해 총 10여개의 주거 단지로 1.3만세대의 주택 공급과 단계별 분양 및 개발을 진행하고 있다.

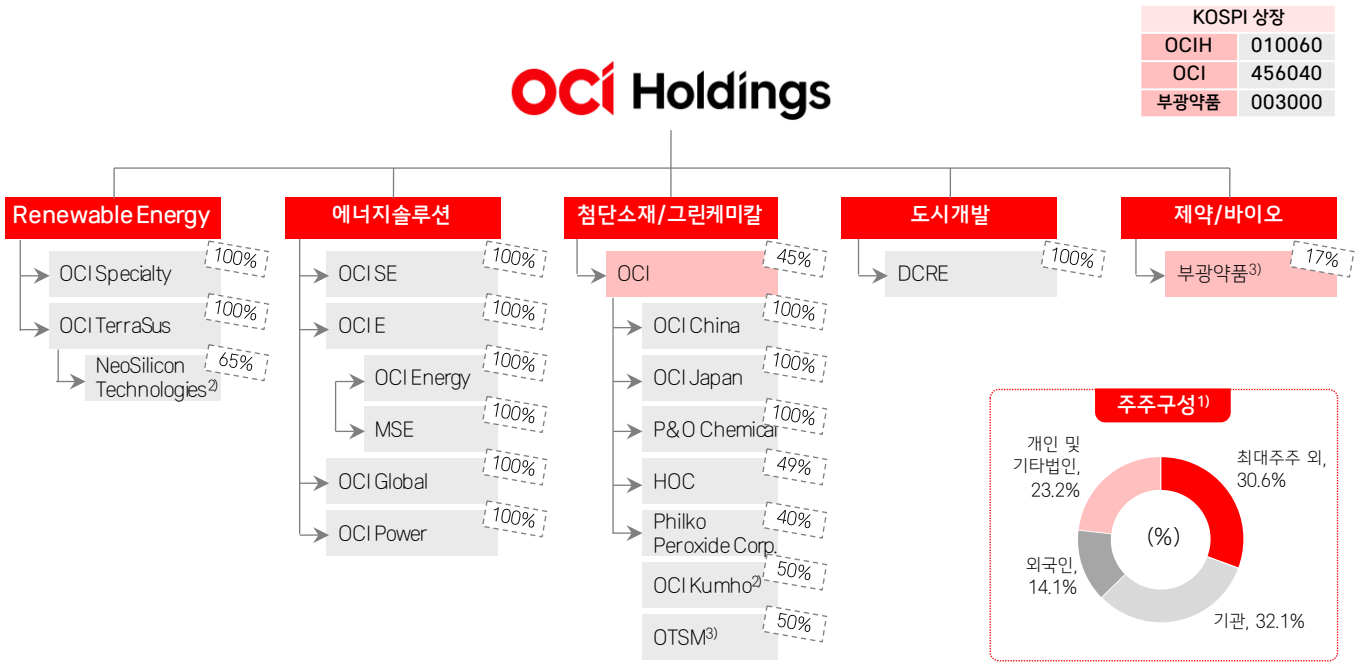
OCI(지분 45%)는 2023년 5월 인적분할 방식에 의해 신규 설립된 정밀 화학업체로, 기존 OCI의 사업 중 태양광 폴리실리콘 및 여타 자회사(도시개발, 바이오 및 기타)는 존속법인(OCI홀딩스)에 귀속되었으며, 신설법인인 동사에는 베이직 케미칼 및 카본 케미칼 사업부가 귀속되었다. 베이직 케미칼의 주요 제품은 반도체용 폴리실리콘, TDI, 인산, 과산화수소, 가성소다, FS(Fumed Silica) 등이 있으며, 카본 케미칼은 카본블랙, Pitch, BTX(벤젠/톨루엔/자일렌) 및 PA/가소제 등으로 구성된다. 베이직 케미칼 및 카본 케미칼의 2024~25년 평균 매출 비중은 각각 36% 및 64%이며, 영업이익 비중은 각각 32% 및 68% 수준이다.

OCI홀딩스: 주요 사업별 매출 추이 및 전망

사업	제품	매출					매출비중 (%)				
		2023	2024	2025	2026E	2027E	2023	2024	2025	2026E	2027E
OCI TerraSus	태양광 폴리실리콘 및 잉곳/웨이퍼(NeoSilicon)	939	497	428	653	724	23.4	13.2	12.6	16.2	17.3
OCI Enterprises	태양광 발전 사업(OCI Energy), 태양광 모듈(Mission Solar Energy)	248	176	209	248	295	6.2	4.7	6.2	6.2	7.1
OCI SE	열병합 발전	393	350	292	243	203	9.8	9.3	8.6	6.0	4.9
DCRE	도시개발 사업	576	532	452	709	723	14.4	14.1	13.3	17.6	17.3
OCI	베이직 케미칼, 카본 케미칼	1,855	2,215	2,009	2,176	2,230	46.2	58.8	59.3	54.0	53.4

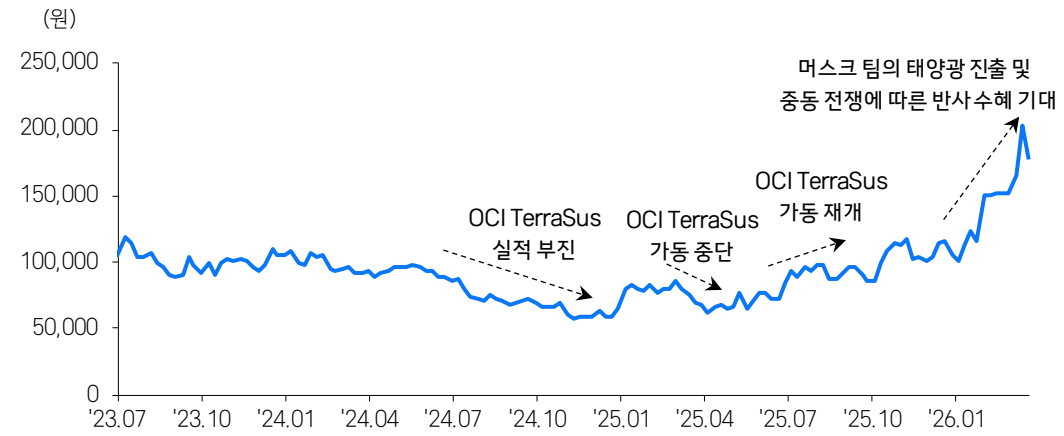
자료: OCI홀딩스, 삼성증권

OCI홀딩스: 지배 구조



참고: 1) 2025년 4분기 말 주주구성, 발행주식총수 18,670,232주 기준
2) OCI TerraSus이 특수목적법인 OCI One 통해 65% 지분 인수
3) OCI TerraSus 50% 지분 보유
4) 2025년 7월 16일 부광약품 유상증자 참여 통해 지분율 확대
자료: OCI홀딩스, 삼성증권

OCI홀딩스: 주가 추이 및 등락 배경



자료: Quantiwise, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**3,577**	**3,380**	**4,021**	**4,166**	**4,287**
매출원가	3,116	3,041	3,187	3,206	3,278
매출총이익	**461**	**340**	**833**	**960**	**1,009**
(매출총이익률, %)	12.9	10.0	20.7	23.1	23.5
판매 및 일반관리비	360	397	472	489	504
영업이익	**102**	**-58**	**361**	**471**	**505**
(영업이익률, %)	2.8	-1.7	9.0	11.3	11.8
영업외손익	**74**	**-82**	**45**	**-8**	**-24**
금융수익	182	95	55	55	50
금융비용	161	131	3	55	67
지분법손익	20	-2	-2	-2	-2
기타	33	-44	-6	-6	-6
세전이익	**176**	**-140**	**406**	**463**	**481**
법인세	62	7	71	75	83
(법인세율, %)	35.3	-4.8	17.5	16.1	17.2
계속사업이익	114	-146	335	388	398
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**114**	**-146**	**335**	**388**	**398**
(순이익률, %)	3.2	-4.3	8.3	9.3	9.3
지배주주순이익	98	-90	320	374	384
비지배주주순이익	16	-56	14	14	14
EBITDA	296	186	616	733	774
(EBITDA 이익률, %)	8.3	5.5	15.3	17.6	18.1
EPS (지배주주)	5,005	-4,772	17,145	20,032	20,544
EPS (연결기준)	5,827	-7,766	17,921	20,808	21,320
수정 EPS (원)*	5,005	-4,772	17,145	20,032	20,544

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	**4,763**	**4,041**	**4,196**	**4,540**	**4,833**
현금 및 현금등가물	1,143	1,035	1,029	1,262	1,462
매출채권	413	419	499	517	532
재고자산	2,345	2,295	2,339	2,423	2,494
기타	862	291	329	338	345
비유동자산	**3,330**	**3,830**	**4,054**	**4,153**	**4,226**
투자자산	448	616	723	747	767
유형자산	2,374	2,653	2,796	2,891	2,960
무형자산	155	164	138	118	103
기타	353	397	397	397	397
자산총계	**8,094**	**7,871**	**8,249**	**8,693**	**9,060**
유동부채	**1,901**	**1,376**	**1,330**	**1,406**	**1,427**
매입채무	411	233	277	287	296
단기차입금	507	567	617	667	667
기타 유동부채	983	575	435	451	464
비유동부채	**1,357**	**1,763**	**1,878**	**1,904**	**1,926**
사채 및 장기차입금	892	1,140	1,140	1,140	1,140
기타 비유동부채	465	624	738	764	786
부채총계	**3,258**	**3,139**	**3,208**	**3,310**	**3,353**
지배주주지분	**3,979**	**3,932**	**4,227**	**4,555**	**4,864**
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	906	906	906	906	906
이익잉여금	3,542	3,378	3,680	4,007	4,316
기타	-576	-459	-465	-465	-465
비지배주주지분	**856**	**800**	**814**	**829**	**843**
자본총계	**4,836**	**4,732**	**5,041**	**5,383**	**5,707**
순부채	603	802	630	442	238

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	**116**	**554**	**615**	**584**	**628**
당기순이익	114	-146	335	388	398
현금유출입이없는 비용 및 수익	241	404	238	297	331
유형자산 감가상각비	164	211	230	242	253
무형자산 상각비	31	33	26	20	15
기타	46	160	-17	35	62
영업활동 자산부채 변동	-250	310	86	-55	-46
투자활동에서의 현금흐름	**-108**	**-401**	**-333**	**-328**	**-332**
유형자산 증감	-355	-371	-373	-337	-322
장단기금융자산의 증감	-77	151	-22	-5	-4
기타	324	-182	62	13	-6
재무활동에서의 현금흐름	**-178**	**-261**	**-177**	**4**	**-74**
차입금의 증가(감소)	529	-52	-158	50	0
자본금의 증가(감소)	4	0	0	0	0
배당금	-78	-55	-19	-47	-75
기타	-633	-153	0	0	0
현금증감	-71	-109	-6	234	200
기초현금	1,214	1,143	1,035	1,029	1,262
기말현금	1,143	1,035	1,029	1,262	1,462
Gross cash flow	**354**	**258**	**573**	**686**	**729**
Free cash flow	**-240**	**183**	**243**	**247**	**305**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	35.0	-5.5	19.0	3.6	2.9
영업이익	-80.9	적전	흑전	30.4	7.3
순이익	-84.0	적전	흑전	16.1	2.5
수정 EPS**	-86.1	적전	흑전	16.8	2.6
주당지표					
EPS (지배주주)	5,005	-4,772	17,145	20,032	20,544
EPS (연결기준)	5,827	-7,766	17,921	20,808	21,320
수정 EPS**	5,005	-4,772	17,145	20,032	20,544
BPS	211,999	210,598	226,868	244,440	261,025
DPS (보통주)	2,200	1,000	2,500	4,000	5,000
Valuations (배)					
P/E***	11.7	n/a	10.4	8.9	8.7
P/B***	0.3	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.7	20.2	7.8	6.3	5.7
비율					
ROE (%)	2.5	-2.3	7.8	8.5	8.1
ROA (%)	1.6	-1.8	4.2	4.6	4.5
ROIC (%)	1.6	-1.2	5.7	7.4	7.6
배당성향 (%)	42.3	-20.8	14.6	19.9	24.3
배당수익률 (보통주, %)	3.7	0.9	1.4	2.2	2.8
순부채비율 (%)	12.5	16.9	12.5	8.2	4.2
이자보상배율 (배)	2.6	-1.0	n/a	n/a	n/a

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: OCI홀딩스, 삼성증권 추정

COMPANY INITIATION

2026. 3. 31

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst
hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate
wonyoung10.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

OCI (456040)

전 사업부 실적의 동반 회복을 기대

- BUY 투자의견과 함께 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시
- 전 사업부 실적 동반 회복으로 동사는 ROE는 2025년 -5.4%에서 2026~28년 7~9%까지 개선될 전망. 실적 개선과 함께 밸류에이션 추가 상향 기대.

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	130,000원	32.7%
현재주가	98,000원	
시가총액	8,397.4억원	
주식수 (유동주식 비중)	8,952,495주 (53.1%)	
52주 최저/최고	49,250원/97,800원	
60일-평균거래대금	68.5억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
OCI (%)	6.7	72.1	64.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	22.5	7.1	-21.1

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY		
목표주가	130,000		
2026E EPS	9,521		
2027E EPS	11,534		

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	n/a
목표주가	n/a
추천 점수	n/a

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

View, 전 사업부 실적의 동반 회복을 기대: OCI에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 130,000원을 제시. 사업 복합성을 감안해 SOTP 방식을 적용하였으며, 국내외 동종업체 Peer multiple 적용. 동사 12MF P/B는 2023년 1.2배를 정점으로 2025년 평균 0.45배까지 하락했으며, 이는 2025년 ROE가 -5.4%까지 훼손되었기 때문. 베이직 케미칼 및 카본 케미칼 등 전 사업부 실적의 동반 회복에 힘입어 2026년 ROE도 7.2%로 빠르게 회복되고, 2027~2028년 8~9%까지 개선될 것을 감안하면 현재 P/B 0.68배 대비 추가적인 재평가 가능할 것.

Point (1), 베이직 케미칼: 반도체 메모리 업황 회복에 힘입어 반도체향 소재 수익성 두드러진 회복을 기대. 업황 회복의 수혜는 인산, 과산화수소, 폴리실리콘 순으로 반영될 것. 반도체 고객향 매출이 베이직 케미칼 사업의 62% 이상이기에, 수익성 뚜렷한 회복세 기대. 또한 고부가 제품인 인산계 Etchant도 고객사 품질 인증 마무리 단계. 상업화 시 베이직 케미칼의 Peer에 높은 멀티플 거래되는 동종업체 추가 가능하기에 밸류에이션 추가 상향 요인.

Point (2), 카본 케미칼: 석탄계 원료를 활용하는 카본 케미칼 매출 중 45%(카본 블랙 29%, BTX 16%)는 석유계 원료와 경합. 최근 유가 급등에 따른 제품 가격 상승은 석탄계 원료를 사용하는 동사 카본 케미칼 사업에게 반사 수혜 안길 것. 2026년 평균 유가가 작년 대비 크게 상승할 것으로 예상되기에, 카본 케미칼 수익성 또한 두드러진 회복세 기대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	2,009	2,176	2,230	2,301
영업이익 (십억원)	0	104	123	136
순이익 (십억원)	-68	79	97	115
EPS (adj) (원)	-6,994	9,521	11,534	13,480
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	21.1	16.9
EBITDA margin (%)	4.5	9.1	9.9	10.3
ROE (%)	-5.4	7.2	8.2	8.8
P/E (adj) (배)	n/a	9.9	8.1	7.0
P/B (배)	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (배)	12.0	6.4	5.3	4.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: OCI, 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 산정

실적과 밸류에이션의 정상화

BUY 투자의견 및 목표주가 130,000원으로 커버리지 개시

당사는 OCI에 대해 BUY 투자의견과 함께 12개월 목표주가 130,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Sum-of-the-parts(SOTP) Valuation을 적용하였으며, 해당 방식에 대한 적용 배경은 베이직 케미칼 및 카본 케미칼로 구성된 사업의 복합성을 감안했기 때문이다.

목표주가 산정에 있어 12개월 forward EBITDA에 EV/EBITDA 배수를 적용하여 산출하였으며, 다각화된 사업 포트폴리오를 감안하여 사업별 영업 가치를 산정하였다. 베이직 케미칼의 경우 주요 생산 제품인 반도체용 폴리실리콘(Wacker, Tokuyama), 과산화수소(한솔케미칼) 및 TDI(Wanhua Chemical)의 동종 업체를 Peer로 설정하였다. 카본 케미칼의 경우 주요 생산 제품인 피치(Koppers Holdings) 및 카본블랙(Cabot)의 제조업체를 Peer로 설정하였다.

OCI: SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (배)	EV	설명
영업 가치 (A)				
베이직 케미칼	93	8.0	743	Peers *(Wacker, 한솔케미칼, Wanhua Chemical, Tokuyama)
카본 케미칼	119	5.8	690	Peers **(Cabot, Koppers Holdings)
합계	**212**	**6.8**	**1,433**	
자산 가치 (B)			104	투자자산 30% 할인
순차입금 (C)			392	2026년 말 당사 추정 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C)			**1,145**	
총 주식 수 (천주)			8,952	
적정 주가 (원)			127,886	
목표주가 (원)			**130,000**	
현재 주가 (원)			98,000	3/30일 종가 기준
상승 여력 (%)			32.7	
2026 implied P/E (배)			13.7	
2027 implied P/E (배)			11.3	
2026 implied P/B (배)			0.96	
2027 implied P/B (배)			0.88	

참고: * 국내외 반도체용 폴리실리콘(Wacker, Tokuyama), 과산화수소(한솔케미칼), TDI(Wanhua Chemical) 제조업체로 설정,
** 해외 카본블랙(Cabot), 피치(Koppers) 제조업체로 설정

자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

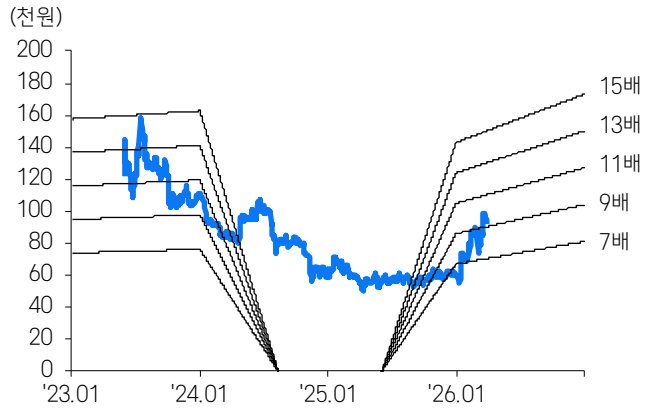
동사의 밸류에이션은 실적과 함께 과거 수준으로 정상화되는 과정에 있다고 판단한다. 동사의 12개월 forward P/B는 2023년 신설 분할 상장된 이후 1.2배를 정점으로 2024년 평균 0.65배 및 2025년 평균 0.45배까지 하락하였다. 이는 동사의 ROE가 2024년 8.8%에서 2025년 -5.4%까지 하락했기 때문이다. 한편 2026년 실적 턴어라운드가 기대되며 ROE는 7.2%까지 빠르게 회복될 전망이다. 이에 대한 기대감으로 12개월 forward P/B도 0.68배까지 회복하였다. 2027~2028년 ROE가 8~9%까지 개선되는 점과 2024년 ROE에 대한 기대감으로 2023년 당시 12개월 forward P/B가 1.2배까지 상승한 점을 감안하면 현재 0.68배의 P/B 배수는 추가적으로 재평가 받을 가능성이 높다고 예상한다.

OCI: 사업부별 Peer valuation

(배)	통화	Share	주가 성과 (%)				시가총액	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		Price	1W	1M	3M	YTD	(십억 달러)	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
OCI	**KRW**	**93,800**	**(3.7)**	**7.0**	**57.2**	**57.7**	**0.6**	**n/a**	**9.9**	**8.1**	**0.47**	**0.69**	**0.64**	**12.0**	**6.4**	**5.3**
베이직 케미칼																
Wacker Chemie*	EUR	80.5	15.0	(0.4)	17.6	16.0	4.8	n/a	240.9	42.3	0.93	0.96	0.96	9.6	8.2	6.9
Soulbrain	KRW	389,000	(9.5)	(12.9)	51.7	48.5	2.0	32.5	19.1	16.6	2.80	2.48	2.20	14.5	10.5	8.7
한솔케미칼*	KRW	269,000	(7.2)	(21.3)	21.7	18.5	2.0	20.0	15.9	13.5	2.74	2.37	2.07	15.2	11.6	9.5
Wanhua Chemical*	CNY	80.0	3.9	(14.0)	5.0	4.3	36.2	20.1	15.7	12.8	2.48	2.28	2.06	10.7	8.6	7.0
Tokuyama*	JPY	3,827.0	2.8	(14.5)	(7.1)	(7.2)	1.7	9.8	8.6	7.7	0.98	0.91	0.84	6.3	5.6	5.1
카본 케미칼																
Cabot	USD	74.11	9.3	(2.7)	12.1	11.8	3.9	10.2	11.9	10.8	2.57	2.37	2.16	6.2	6.8	6.4
Koppers Holdings	USD	6.06	23.2	6.5	16.8	14.8	0.3	121.2	13.8	8.7	0.87	0.83	0.79	6.4	5.5	4.8

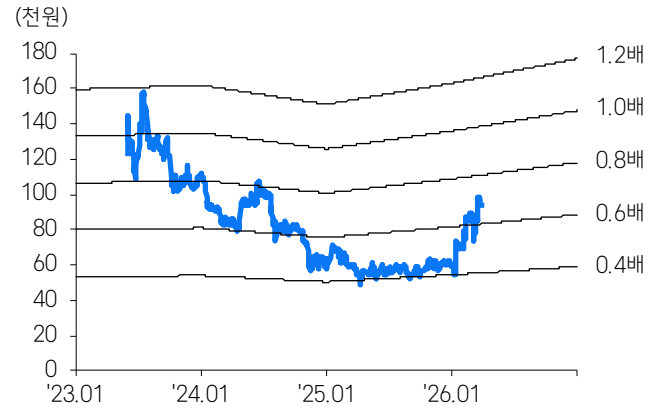
참고: 3월 27일 Bloomberg 컨센서스 기준이며, OCI는 컨센서스 부재로 당사 추정 기준
*OCI 밸류에이션에 적용한 Peers
자료: Bloomberg, 삼성증권

OCI: 12개월 forward P/E 추이



자료: OCI, 삼성증권

OCI: 12개월 forward P/B 추이



자료: OCI, 삼성증권

OCI: 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
원/달러 (평균)	1,453	1,401	1,387	1,449	1,459	1,420	1,380	1,335	1,365	1,422	1,398	1,335
매출액	**539**	**527**	**476**	**467**	**541**	**561**	**560**	**514**	**2,215**	**2,009**	**2,176**	**2,230**
성장률 (%q-q)	3.7	-2.2	-9.6	-1.9	15.9	3.6	-0.2	-8.2				
성장률 (%y-y)	-0.3	-7.0	-19.1	-10.1	0.5	6.4	17.5	9.9	9.5	-9.3	8.3	2.5
베이직 케미칼	188	200	189	200	240	239	242	210	825	777	931	1,001
성장률 (%q-q)	-14.0	6.3	-5.3	5.9	19.7	-0.1	1.2	-13.5				
성장률 (%y-y)	0.0	-2.5	-11.4	-8.3	27.6	19.9	28.0	4.6	-2.6	-5.8	19.8	7.6
카본 케미칼	366	350	312	284	322	341	337	324	1,488	1,312	1,324	1,308
성장률 (%q-q)	14.5	-4.3	-10.7	-9.0	13.2	6.1	-1.1	-4.0				
성장률 (%y-y)	-2.1	-9.1	-23.8	-11.0	-12.0	-2.4	8.0	14.0	26.6	-11.8	1.0	-1.3
EBITDA	**31**	**22**	**17**	**22**	**39**	**49**	**57**	**53**	**185**	**91**	**198**	**220**
성장률 (%q-q)	-27.7	-29.5	-23.5	29.5	82.3	24.2	17.5	-7.8				
성장률 (%y-y)	-44.6	-57.8	-53.1	-49.5	27.2	124.2	244.4	145.1	4.4	-51.0	118.2	11.3
베이직 케미칼	2	8	1	17	11	19	29	27	88	28	86	100
성장률 (%q-q)	-96.3	416.9	-85.3	1,296.2	-33.8	64.5	57.7	-8.1				
성장률 (%y-y)	-85.8	-62.9	-88.9	-60.5	601.0	123.0	2,298.3	57.9	33.6	-67.9	205.1	16.0
카본 케미칼	27	15	14	10	29	31	29	27	110	66	115	123
성장률 (%q-q)	448.6	-45.6	-2.0	-32.7	197.0	7.7	-7.0	-7.4				
성장률 (%y-y)	-43.3	-53.2	-45.3	96.8	6.5	110.7	99.9	175.3	-11.0	-40.3	75.1	7.4
영업이익	**10**	**-2**	**-10**	**3**	**16**	**25**	**34**	**29**	**110**	**0**	**104**	**123**
성장률 (%q-q)	-49.7	BR	RR	RB	475.6	56.8	32.5	-14.2				
성장률 (%y-y)	-73.6	BR	BR	-86.2	58.0	RB	RB	926.1	-7.2	-99.6	23,531.6	17.8
베이직 케미칼	-7	-2	-9	6	1	8	19	16	60	-11	44	58
성장률 (%q-q)	BR	RR	RR	RB	-88.0	964.8	133.3	-12.6				
성장률 (%y-y)	BR	BR	BR	-82.5	RB	RB	RB	159.7	55.1	BR	RB	31.5
카본 케미칼	18	4	5	2	20	22	19	17	77	29	77	82
성장률 (%q-q)	RB	-75.6	11.4	-69.4	1,214.8	9.8	-11.4	-12.5				
성장률 (%y-y)	-56.0	-81.6	-74.2	RB	9.2	392.1	291.7	1,019.3	-25.8	-62.6	168.0	6.1
세전이익	-16	-1	-46	-4	12	24	32	28	115	-66	97	119
성장률 (%q-q)	BR	RR	RR	RR	RB	101.1	34.6	-12.5				
성장률 (%y-y)	BR	BR	BR	BR	RB	RB	RB	RB	-53.7	BR	RB	22.8
순이익	**-17**	**-2**	**-52**	**3**	**10**	**20**	**26**	**23**	**90**	**-68**	**79**	**97**
성장률 (%q-q)	BR	RR	RR	RB	RB	101.1	34.6	-12.5				
성장률 (%y-y)	BR	BR	BR	-72.1	RB	RB	RB	566.7	71.8	BR	RB	22.8
지배주주 순이익	**-16**	**-1**	**-51**	**5**	**11**	**21**	**28**	**25**	**96**	**-63**	**85**	**103**
이익률 (%)												
EBITDA	5.7	4.1	3.5	4.6	7.2	8.7	10.2	10.3	8.4	4.5	9.1	9.9
베이직 케미칼	0.9	4.2	0.6	8.5	4.7	7.7	12.1	12.8	10.7	3.6	9.2	10.0
카본 케미칼	7.4	4.2	4.6	3.4	8.9	9.1	8.5	8.2	7.4	5.0	8.7	9.4
영업이익	1.9	-0.4	-2.2	0.6	3.0	4.5	6.0	5.6	5.0	0.0	4.8	5.5
베이직 케미칼	-3.5	-1.0	-4.8	3.1	0.3	3.4	7.7	7.8	7.3	-1.5	4.7	5.8
카본 케미칼	4.9	1.3	1.6	0.5	6.1	6.3	5.7	5.2	5.2	2.2	5.8	6.3
세전이익	-3.0	-0.1	-9.6	(0.9)	2.2	4.3	5.8	5.5	5.2	-3.3	4.5	5.3
순이익	-3.2	-0.5	-11.0	0.7	1.8	3.5	4.7	4.5	4.0	-3.4	3.6	4.4
지배주주 순이익	-2.9	-0.1	-10.7	1.1	2.1	3.8	5.0	4.8	4.3	-3.1	3.9	4.6

자료: OCI, 삼성증권 추정

투자 포인트

전 사업부 실적의 동반 회복을 기대

투자 포인트 (1), 베이직 케미칼 – 전방 산업 회복 영향 본격화

OCI의 2025년 실적 부진 요인 중 하나는 베이직 케미칼 사업의 수익성 둔화 영향이다. 2024년 이후 반도체 업황 부진 영향으로 인해 일부 고객사의 재고 조정이 이어졌으며, 이는 동사의 수익성 훼손을 야기하였다. 베이직 케미칼 사업의 영업이익률은 2024년 7.3%에서 2025년 -1.5%까지 하락하였다. 특히 분기별 영업이익률 기준으론 2025년 1~3분기 -5~-1%를 유지할 정도로 부진한 바 있다.

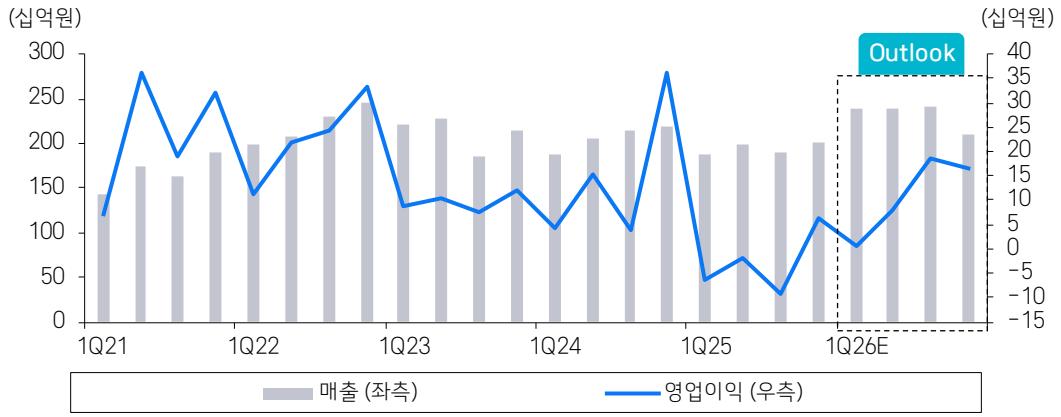
하지만 작년 하반기부터 반도체 메모리 시장의 가파른 회복과 함께 동사의 베이직 케미칼 사업에서도 긍정적인 기류가 포착되고 있다. 특히 2025년 4분기 실적부터 이에 대한 영향이 나타나기 시작하며, 분기 영업이익률은 3.1%까지 개선되어 4개분기만에 흑자 전환하였다.

4Q25 실적 컨퍼런스 콜에서의 회사 측 전망은 반도체 업황에 대한 소재 수혜가 인산, 과산화수소, 폴리실리콘 순으로 체감될 것이라고 언급했으며, 인산은 이미 확연하게 수요 강세가 체감되고 있다고 언급하였다. 이에 따라 동사는 올해 상반기 인산 생산능력을 디바틀넥킹을 통해 2.5만 톤에서 3.0만 톤으로 20% 증설 계획하고 있다. 반도체 웨이퍼 업체로 납품되는 폴리실리콘보단 삼성전자 및 SK하이닉스와 같은 반도체 업체에게 직접 공급되는 인산(식각 공정용) 및 과산화수소(세정 공정용)의 수요 체감이 보다 즉각적인 것으로 파악된다.

동사의 베이직케미칼 매출 내 반도체 산업 관련 매출 비중(2025년 기준)은 폴리실리콘19%, 과산화수소 16%, 인산 11%, 가성소다 11%, Fumed Silica 5% 등으로 합산 기준 62% 이상으로 파악된다. 특히 과산화수소 및 폴리실리콘은 올해 하반기 이후 보다 뚜렷한 개선이 예상되기에, 베이직 케미칼의 영업이익률은 2025년 -1.5%에서 2026년 및 2027년 각각 4.7% 및 5.8%까지 개선될 전망이다.

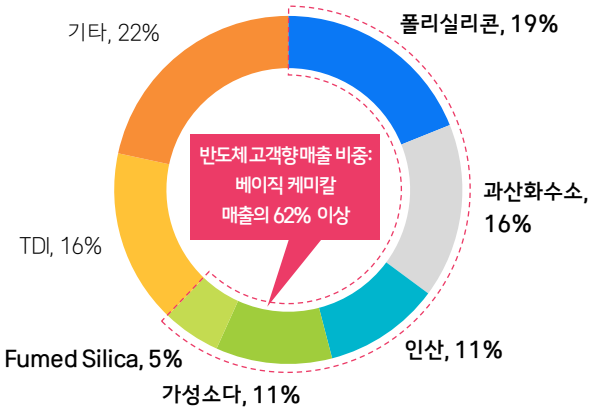
더욱이 반도체 고부가 영역 확대를 준비하고 있는 점도 긍정적이다. 동사는 기존 인산을 기반으로 인산계 Etchant 생산을 준비 중이며, 현재 글로벌 반도체 업체와의 품질 인증 마무리 단계 진입한 것으로 추정된다. 인산은 반도체 웨이퍼 식각 공정에 쓰이는 핵심 재료라면, 인산계 Etchant는 반도체 공정 내 특정 막만 선택적으로 제거하도록 설계된 고선택비 식각액이다. 인산의 고부가 다운스트림으로 간주할 수 있고, 인산 대비 수익성도 높을 것으로 추정된다. 또한 향후 Etchant 양산 성공 시, Etchant에 대한 지배력이 높은 솔브레인과 같이 밸류에이션 멀티플이 높은 업체도 베이직 케미칼의 Peer로 추가 가능해지기에 향후 밸류에이션 상향 요인이 될 수 있을 전망이다.

OCI 베이직 케미칼 사업: 매출 및 영업이익 추이



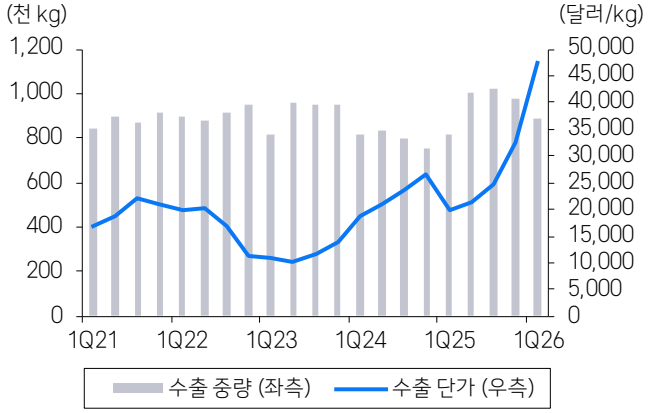
자료: OCI, 삼성증권

OCI: 베이직 케미칼 제품별 매출 비중(2025)



자료: OCI, 삼성증권

한국: 메모리* 수출 실적 추이



참고: *HS코드 854232 기준
자료: KITA, 삼성증권

투자 포인트 (2), 카본 케미칼 – 유가 상승에 대한 반사 수혜 기대

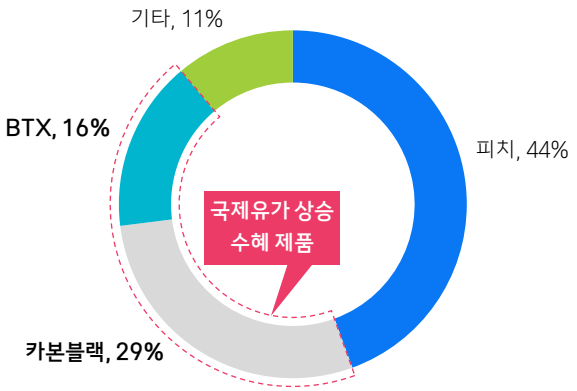
동사의 베이직 케미칼 뿐만 아니라 카본 케미칼 사업의 수익성 개선이 기대되는 점도 펀더멘털에 긍정적일 것이다. 동사의 카본 케미칼 사업은 제철소 코스 공정에서 발생하는 부산물인 코크스 가스(Coke Oven Gas) 및 코크스 경질유(Coke Oven Light Oil) 및 콜타르(Coal Tar)를 구매하여 BTX(벤젠, 톨루엔, 자일렌), 카본블랙 및 피치(Pitch)를 제조 및 판매한다.

카본 케미칼 사업의 영업이익률은 2023년 8.9%에서 2024년 5.2%로 하락한 후 2025년 2.5%까지 추가 악화되었다. 이는 국제유가 약세 영향에 따른 판가 하락 영향과 중국 경기 부진에 따른 수요 둔화 영향에 기인한다. 특히 동사의 카본 케미칼 사업 구조상 유가 하락은 곧 수익성 둔화로 귀결될 가능성이 높다고 판단한다.

동사의 2025년 카본 케미칼 사업의 제품별 비중을 보면 피치가 44%, 카본블랙 29%, BTX 16% 및 기타 11%로 구성된다. 이 중 카본블랙과 BTX는 동사처럼 석탄계 원료로 생산할 수도 있지만, 여타 업체는 주로 석유계 원료로 각각 정유 부산물(FCC Slurry Oil) 및 방향족 추출유(Reformate)를 사용한다. 이로 인해 유가가 상대적으로 석탄계 원료보다 크게 상승할 경우, 동사는 해당 제품의 수익성이 개선된다. 2021~2025년 두바이 평균 유가와 카본 케미칼의 영업이익률이 상당부분 동행성을 띠는 점이 이를 방증한다.

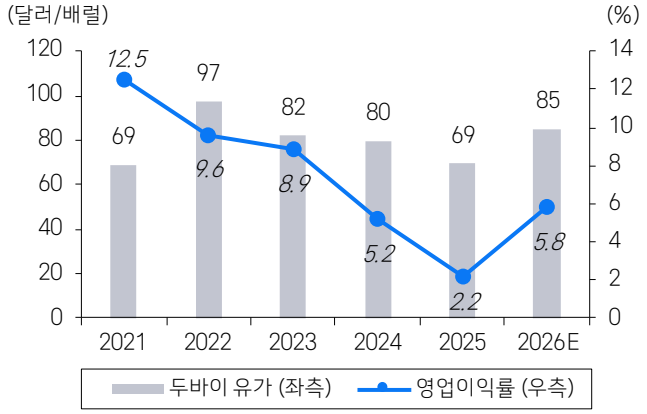
2026년 YTD 두바이 국제유가는 평균 75달러로 작년 69달러보다 상승하고 있으며, 이는 2022년 이후 첫 번째 반등이다. 또한 3월 들어 중동 전쟁 발발로 아시아 나프타 가격은 2월 대비 419달러 상승(611→1,030달러)했으며, 2월 대비 벤젠은 269달러(782→1,052달러), 톨루엔은 310달러(740→1,050달러), 자일렌은 342달러(729→1,070달러) 상승하여 거래되고 있다. 따라서 2026년 카본 케미칼의 영업이익률은 5.8%로(+3.6%pYoY), 전년 대비 국제유가 반등에 힘입어 뚜렷하게 회복할 수 있을 것으로 판단한다.

OCI: 카본 케미칼 제품별 매출 비중(2025)



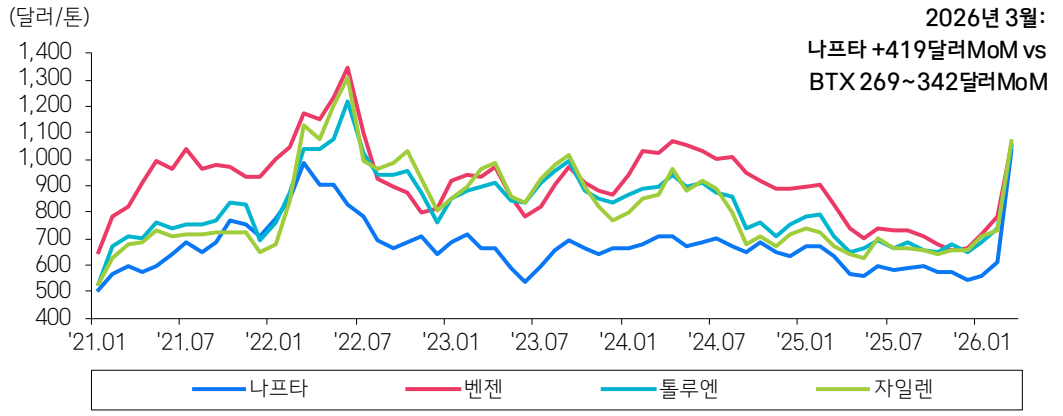
자료: OCI, 삼성증권

OCI: 국제유가 및 카본 케미칼 영업이익률 추이



자료: Petronet, OCI, 삼성증권

아시아 나프타 및 BTX 가격 추이



자료: S&P Global Platts, 삼성증권

Appendix

Company overview

기업 개요

1959년 OCI홀딩스의 전신인 동양화학공업이 출범하였으며, 제철 과정에서 나오는 부산물을 활용한 석탄화학 산업은 1974년 제철화학(피치, 나프탈렌 등 콜타르 정제 사업)을 설립하며 시작되었다. 그리고 1년 뒤 과산화수소 등 무기화학 제품을 제조하는 한불화학이 설립되었다. 그리고 10년 뒤 제철유화(카본블랙, BTX 등 석탄화학 다운스트림 사업으로 제철화학이 생산한 제품으로 화학 소재 사업을 확장)이 설립되었다. 그리고 2001년 동양화학이 제철화학 및 제철유화를 거평그룹으로부터 인수하여 동양제철화학으로 사명이 변경된 바 있다. 2009년 OCI로 재차 사명 변경을 단행했으며, 이후 2023년 지주회사 체제 전환하여 OCI홀딩스와 사업회사 OCI가 출범하였다.

OCI의 사업부는 베이직 케미칼과 카본 케미칼로 분류되며, 2025년 기준 매출 비중은 베이직 케미칼 37% 및 카본 케미칼 63%로 구성되어 있다. 베이직 케미칼 매출 37%는 반도체용 폴리실리콘 7%, 과산화수소 6%, TDI 6%, 인산 4%, 가성소다 4%, Fumed Silica 2% 등으로 구성되어 있다. 상기 6개 제품 중 TDI를 제외한 전 제품은 반도체 밸류체인으로 판매되고 있기에, 반도체 업황이 베이직 케미칼 사업 환경을 결정짓는다고 볼 수 있다. 카본 케미칼 매출 63%의 경우 피치 28%, 카본블랙 18% 및 BTX 10% 등으로 구성된다. 피치는 중동, 호주의 알루미늄 제련업체에게, 카본블랙은 주로 타이어 업체에게, BTX는 국내 석유화학 업체에게 판매되고 있다.

OCI: 주요 연혁

연도	내용	연도	내용
1959년	동양화학공업 출범	2008년	태양광용 폴리실리콘 상업 생산 성공
1968년	인천 소다회 공장 준공	2009년	OCI로 사명 변경
1974년	제철화학 설립	2016년	Ma Steel OCI Chemical Company 준공
1975년	한불화학 설립	2016년	OCI Jianyang Carbon Black 준공
1976년	포항공장 준공	2017년	반도체용 폴리실리콘 상업 생산
1979년	익산 과산화수소 공장 준공	2020년	포스코퓨처엠과 합작법인 '피앤오케미칼' 설립
1984년	제철유화 설립	2022년	금호피앤비화학과 OCI Kumho 설립
1987년	광양공장 준공	2022년	피앤오케미칼 과산화수소 상업 생산
1991년	군산 TDI 공장 준공	2022년	금호피앤비화학과 합작법인 'OCI Kumho' 설립
1992년	군산 PVA 공장 준공	2023년	OCI홀딩스 출범 및 OCI 신설
2001년	동양제철화학으로 사명 변경(동양화학/제철화학 합병)	2023년	2차전지 실리콘 음극재용 특수소재(모노실란) 사업 진출
2006년	콜롬비안케미컬 인수(카본블랙)	2025년	2차전지 실리콘 음극재용 특수소재 공장 완공

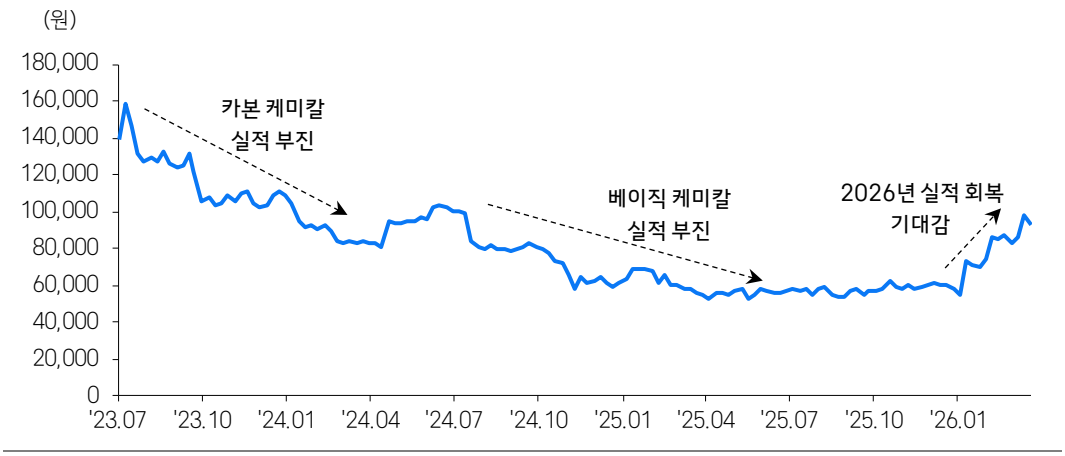
자료: OCI, 삼성증권

OCI: 사업부별 주요 제품

구분		품목	사용처	Capacity	원재료	고객사
베이직 케미칼	반도체 및 첨단 소재	반도체용 폴리실리콘	반도체 웨이퍼	4,700톤	메탈실리콘	SK실트론 등
		인산	반도체 식각 공정	2.5만톤	황인	삼성전자, SK하이닉스 등
		과산화수소	반도체 세정 공정	12.5만톤	Naphtha, LNG	동우화인켐, Kioxia 등
		HCDS	반도체 프리커서	18톤	STC	한솔케미칼
		SiH_4	이차전지 실리콘 음극재	1,000톤	TCS	Nexeon
	기초 소재	CA	중화제, 세정제, 폐수처리, 이차전지 전구체 제조 공정	NaOH 11.7만톤 NaOCl 11만톤 HCl 16만톤"	원염	삼성전기, 삼성전자 등
		FS	창틀 접착제, 반도체 CMP Slurry 등	9,000톤	STC	ShinEtsu, 동진쎄미켐 등
		TDI	폴리우레탄 원료 (가구 쿠션재, 차량 내장재 등)	5만톤	DNT	알포메, 폼웍스, INOAC 등
카본 케미칼		카본블랙	타이어, 고압전선용 반도전 컴파운드	27만톤	FCC Slurry, CBO / Creosote	한국타이어, 브릿지스톤 등, DYM솔루션 등
		Pitch	알루미늄 제련용 음극봉	22만톤, 30만톤 (중국 JV*)	Coal Tar	중동, 호주 소재 알루미늄 제련 업체
		BTX	플라스틱 기초원료	26만톤	Coke Oven Light Oil	금호P&B, TKG휴켐스 등

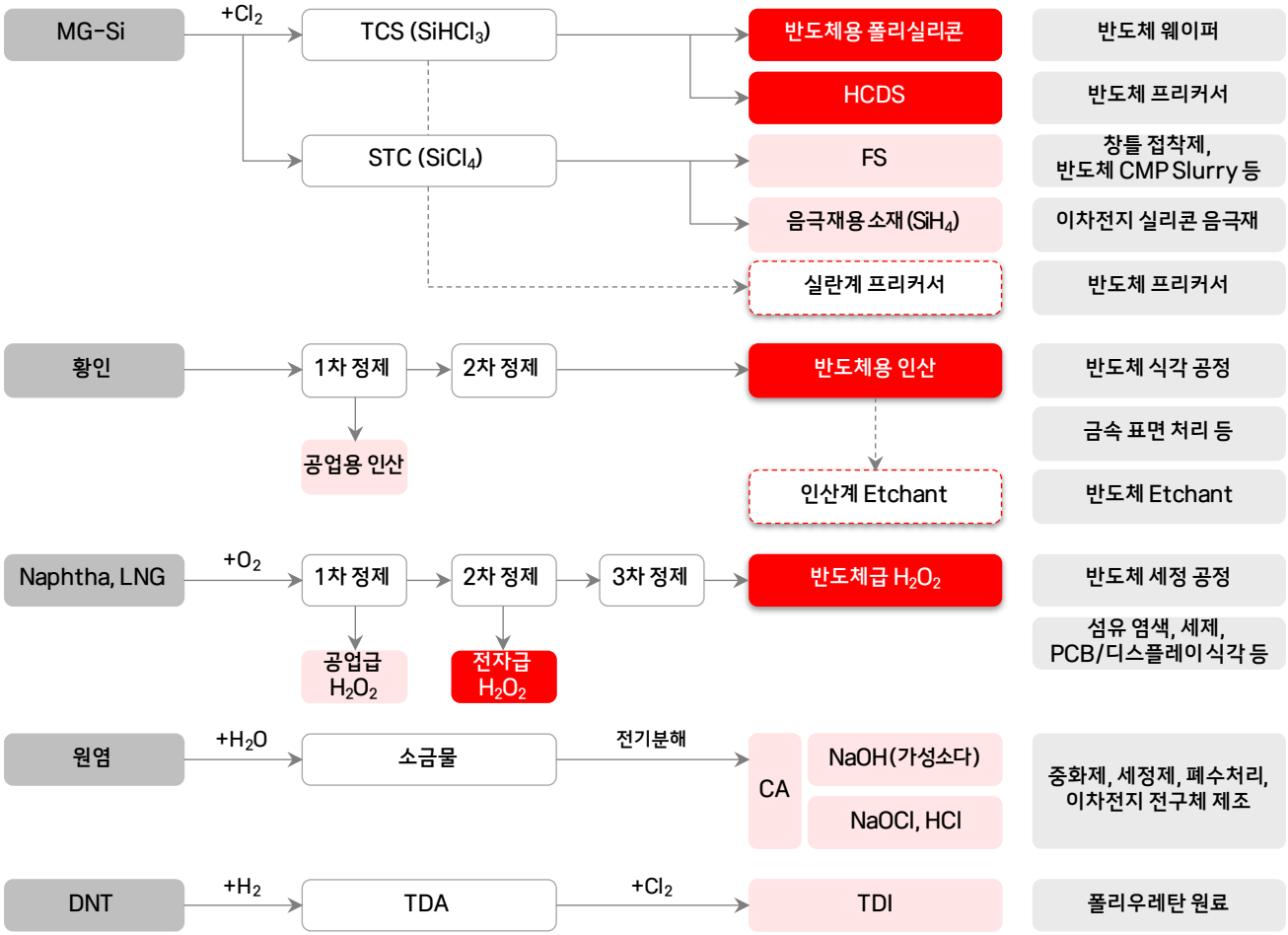
자료: OCI, 삼성증권

OCI: 주가 추이 및 등락 배경



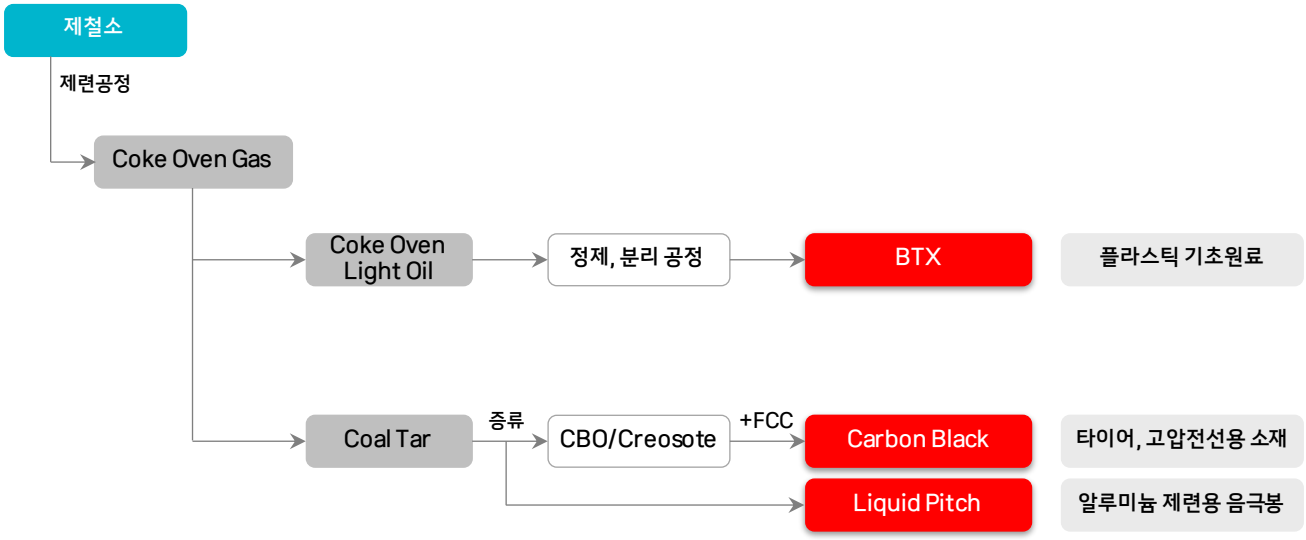
자료: Quantiwise, 삼성증권

OCI: 베이직 케미칼 제품 밸류체인



자료: OCI, 삼성증권

OCI: 카본 케미칼 제품 밸류체인



자료: OCI, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**2,215**	**2,009**	**2,176**	**2,230**	**2,301**
매출원가	1,915	1,801	1,853	1,880	1,933
매출총이익	**300**	**208**	**322**	**350**	**368**
(매출총이익률, %)	13.6	10.4	14.8	15.7	16.0
판매 및 일반관리비	190	208	218	227	233
영업이익	**110**	**0**	**104**	**123**	**136**
(영업이익률, %)	5.0	0.0	4.8	5.5	5.9
영업외손익	**5**	**-67**	**-7**	**-4**	**4**
금융수익	72	46	47	48	53
금융비용	89	72	68	68	67
지분법손익	20	20	20	20	20
기타	2	-61	-6	-3	-2
세전이익	**115**	**-66**	**97**	**119**	**140**
법인세	26	2	18	22	26
(법인세율, %)	22.3	-3.4	18.3	18.3	18.3
계속사업이익	90	-68	79	97	115
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**90**	**-68**	**79**	**97**	**115**
(순이익률, %)	4.0	-3.4	3.6	4.4	5.0
지배주주순이익	96	-63	85	103	121
비지배주주순이익	-6	-6	-6	-6	-6
EBITDA	185	91	198	220	237
(EBITDA 이익률, %)	8.4	4.5	9.1	9.9	10.3
EPS (지배주주)	10,840	-6,994	9,521	11,534	13,480
EPS (연결기준)	10,122	-7,650	8,838	10,850	12,797
수정 EPS (원)*	10,840	-6,994	9,521	11,534	13,480

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	**1,211**	**1,099**	**941**	**1,061**	**1,202**
현금 및 현금등가물	286	234	113	213	327
매출채권	307	268	263	270	278
재고자산	493	540	504	516	533
기타	125	57	61	62	64
비유동자산	**1,072**	**1,177**	**1,196**	**1,183**	**1,168**
투자자산	175	148	161	165	170
유형자산	698	786	795	779	760
무형자산	18	54	52	50	49
기타	181	188	188	188	188
자산총계	**2,283**	**2,276**	**2,137**	**2,244**	**2,370**
유동부채	**612**	**730**	**508**	**516**	**526**
매입채무	166	128	138	142	146
단기차입금	165	197	197	197	197
기타 유동부채	281	405	173	177	183
비유동부채	**429**	**381**	**385**	**387**	**388**
사채 및 장기차입금	352	305	305	305	305
기타 비유동부채	77	76	80	81	83
부채총계	**1,041**	**1,111**	**893**	**902**	**915**
지배주주지분	**1,208**	**1,127**	**1,212**	**1,315**	**1,436**
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	1,041	941	941	941	941
이익잉여금	118	136	221	324	445
기타	4	5	5	5	5
비지배주주지분	**34**	**38**	**32**	**26**	**20**
자본총계	**1,242**	**1,165**	**1,244**	**1,341**	**1,456**
순부채	364	519	392	292	176

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	**164**	**56**	**221**	**169**	**187**
당기순이익	90	-68	79	97	115
현금유출입이없는 비용 및 수익	130	209	97	103	108
유형자산 감가상각비	72	87	91	96	100
무형자산 상각비	3	3	2	2	1
기타	55	119	4	6	7
영업활동 자산부채 변동	-68	-65	67	-11	-14
투자활동에서의 현금흐름	**-46**	**-60**	**-104**	**-87**	**-88**
유형자산 증감	-68	-82	-100	-80	-81
장단기금융자산의 증감	-17	-6	-2	-1	-1
기타	39	27	-1	-6	-6
재무활동에서의 현금흐름	**-119**	**-48**	**-245**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	-12	114	-245	0	0
자본금의 증가(감소)	144	-100	0	0	0
배당금	-19	-23	0	0	0
기타	-232	-39	0	0	0
현금증감	5	-52	-120	99	115
기초현금	280	286	234	113	213
기말현금	286	234	113	213	327
Gross cash flow	**219**	**141**	**176**	**200**	**223**
Free cash flow	**93**	**-25**	**121**	**89**	**106**

재무비율 및 주당지표

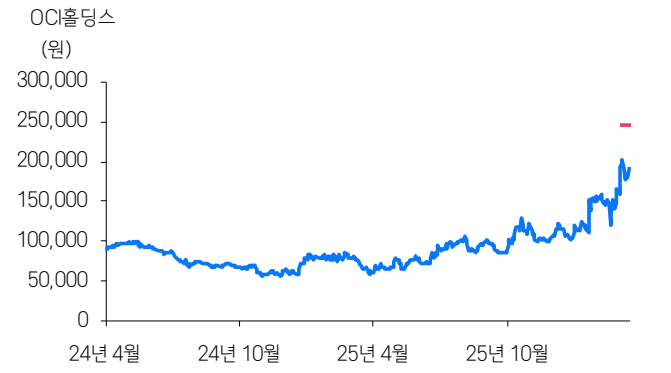
12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	71.9	-9.3	8.3	2.5	3.2
영업이익	92.3	-99.6	23,531.6	17.8	10.9
순이익	71.8	적전	흑전	22.8	17.9
수정 EPS**	3.2	적전	흑전	21.1	16.9
주당지표					
EPS (지배주주)	10,840	-6,994	9,521	11,534	13,480
EPS (연결기준)	10,122	-7,650	8,838	10,850	12,797
수정 EPS**	10,840	-6,994	9,521	11,534	13,480
BPS	134,902	125,846	135,833	147,406	160,933
DPS (보통주)	2,200	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	5.4	n/a	9.9	8.1	7.0
P/B***	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.0	12.0	6.4	5.3	4.4
비율					
ROE (%)	8.8	-5.4	7.2	8.2	8.8
ROA (%)	4.2	-3.0	3.6	4.4	5.0
ROIC (%)	7.6	0.0	6.1	7.4	8.2
배당성향 (%)	20.5	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	29.3	44.5	31.5	21.8	12.1
이자보상배율 (배)	3.3	0.0	3.2	4.7	5.1

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: OCI, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 3월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 3월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

OCI홀딩스	
일 자	2026/3/31
투자의견	BUY
TP (원)	245,000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

OCI	
일 자	2026/3/31
투자의견	BUY
TP (원)	130,000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI cc 소비자중심 Best Korea Brands 2024

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA