

# OCI 홀딩스 (010060)

## 최악은 지나가는 중

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**90,000** 원(하향)

현재주가

**77,000** 원(2/10)

시가총액

**1,473**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgus2009@eugenefn.com

- '25년 BPS 하향 조정하며 목표주가 90,000원(-7%)으로 수정 제시, 투자의견 BUY 유지. 4Q24 매출액 8,539억원 (-6%qoq, +32%yoy), 영업손실 -1,078억원(적전qoq, 적전yoy), 당기순손실 819억원(적지qoq, 적지yoy)로 당사 추정과 시장 컨센서스를 하회하는 부진한 실적. 미국 동남아 우회 관세 종료 및 정권 교체 등으로 미국향 폴리실리콘 거래가 감소하며 가격, 물량 동반 부진. 또한 부진한 상황을 활용한 대정비가 초기에 집중되며 폴리실리콘 단위 이익 -0.9달러/kg로 감소 추정. 발전(OCISE)은 SMP 약세 영향, 도시개발(DCRE)은 공사비 증가 및 평가손실 발생
- 1Q25 매출액 8,609억원(+1%qoq, -0%yoy), 영업이익 244억원(흑전qoq, -75%yoy)으로 분기 흑자 전환 전망. 태양광 시장의 관망세가 1Q에도 이어지며 OCI TerraSus는 적자 유지 추정. 다만, 중국 업체들을 중심으로 감산(업계 평균 -15%)이 지속되고 있고 Non-China 가격도 투자 심리 회복되며 서서히 반등 시작 예상. DCRE는 '25년 2,811세대를 분양 예정으로 매출 성장이 전망되며, 카본케미칼도 Pure chemical 대비 높은 수익성 유지 전망

주가(원,2/10)	77,000
시가총액(십억원)	1,473

발행주식수	19,127천주
52주 최고가	107,900원
최저가	54,900원
52주 일간 Beta	1.05
60일 일평균거래대금	55억원
외국인 지분율	20.1%
배당수익률(2024F)	2.9%

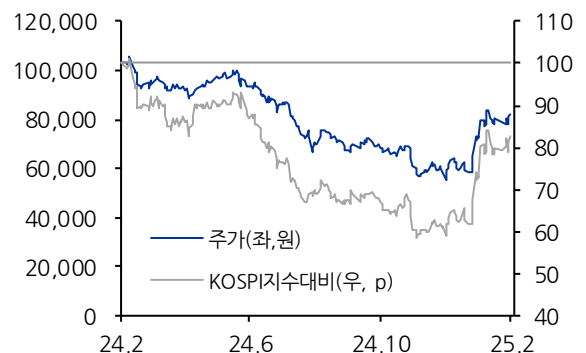
주주구성	
이화영 (외 30인)	29.9%
국민연금공단 (외 1인)	7.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.7	12.1	-21.8
절대기준	-3.5	9.5	-25.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	90,000	97,000	▼
영업이익(24)	102	320	▼
영업이익(25)	203	351	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	2,650	3,577	3,536	3,621
영업이익	531	102	203	343
세전손익	533	176	224	365
당기순이익	710	114	173	282
EPS(원)	36,013	5,263	7,858	12,506
증감률(%)	-2.4	-85.4	49.3	59.1
PER(배)	2.9	14.6	9.8	6.2
ROE(%)	18.7	2.8	4.2	6.4
PBR(배)	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	2.9	12.1	7.9	5.5

자료: 유진투자증권



[컨퍼런스콜 Q&A]

**Q. 미국 태양광 모듈재고**

- 24년 9, 10월 미국향 수출 급증으로 재고 3분의 2 감소
- 현재 한 달 이하 재고 보유 중, 모듈 수급 밸런스 건전화 될 것으로 전망

**Q. 중국 폴리실리콘 선물 상장에 따른 현물 가격 영향**

- 동사 비즈니스 영향 없음

**Q. 미국 태양광 밸류체인 진출**

- 동사 미국 태양광 발전사업 5GWh로 소규모
- 폴리실리콘 태양광 밸류체인 비중국산 검증 요구 증가 중

**Q. 중국 태양광 산업**

- 중국 공장들 보조금 지원에도 불구하고 24년말 처음으로 자발적 구조조정 돌입
- 중국 공장들 제조 CAPA의 20~30% 중국 외로 확대하기 위해 노력 중
- 이로 인해 중국에서 촉발된 공급과잉 일부 해소될 것으로 전망

**Q. 미국 셀, 웨이퍼 투자 타임라인**

- 실질적 매출 발생 시점 26년 중반 전망
- 마이너리티 투자만 고려 중이며 새로운 수요처 확보에 주력

**Q. DCRE 가이드스**

- 현재까지 4차례 청약 100% 완료
- 25년 청약 2번 예정

도표 1. 연간 실적 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)	수정전		수정후		변경률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	3,701	3,860	3,577	3,536	(3.3)	(8.4)
영업이익	320	351	102	203	(68.2)	(42.3)
영업이익률(%)	8.6	9.1	2.8	5.7	(5.8)	(3.4)
EBITDA	426	467	208	317	(51.3)	(32.2)
EBITDA 이익률(%)	11.5	12.1	5.8	9.0	(5.7)	(3.1)
순이익	262	289	114	173	(56.6)	(39.9)

자료: 유진투자증권

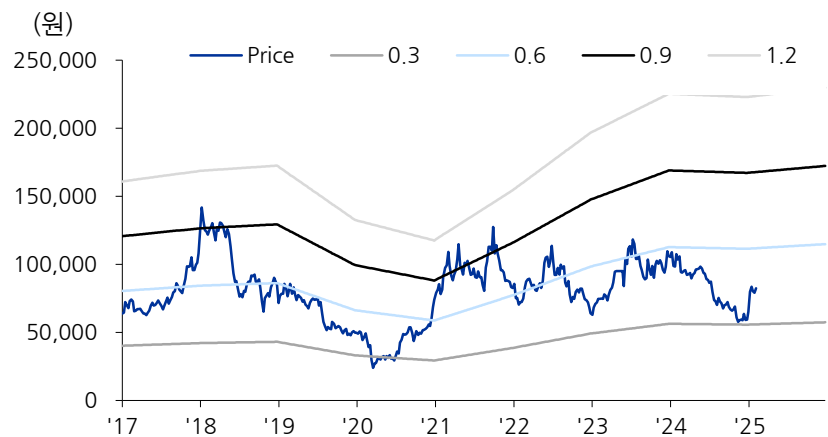
도표 2. 세부 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025
<b>매출액</b>	<b>720</b>	<b>594</b>	<b>690</b>	<b>646</b>	<b>865</b>	<b>950</b>	<b>909</b>	<b>854</b>	<b>2,650</b>	<b>3,577</b>	<b>3,536</b>
OCI TerraSus	269	209	243	217	161	176	65	95	1,187	497	415
OCI	518	344	450	495	540	566	589	520	1,289	2,215	2,107
OCISE	111	87	111	84	91	83	98	79	393	351	332
DCRE	104	123	162	187	151	107	124	151	576	533	645
<b>영업이익</b>	<b>203</b>	<b>132</b>	<b>131</b>	<b>65</b>	<b>99</b>	<b>90</b>	<b>21</b>	<b>(108)</b>	<b>531</b>	<b>102</b>	<b>203</b>
OCI TerraSus	150	92	91	71	37	56	6	(27)	404	72	7
OCI	39	15	22	20	39	34	18	20	57	111	116
OCISE	14	9	16	14	16	13	25	7	53	61	55
DCRE	24	13	35	(17)	20	10	(32)	(140)	55	(142)	26
<b>OPM(%)</b>	<b>28.3</b>	<b>22.2</b>	<b>18.9</b>	<b>10.1</b>	<b>11.5</b>	<b>9.4</b>	<b>2.3</b>	<b>(12.6)</b>	<b>20.0</b>	<b>2.8</b>	<b>5.7</b>
OCI TerraSus	55.7	44.0	37.4	32.7	23.0	31.8	9.2	(28.4)	34.0	14.5	1.6
OCI	7.6	4.4	4.9	4.0	7.2	6.0	3.1	3.8	4.4	5.0	5.5
OCISE	13.0	10.3	14.4	16.7	17.6	15.7	25.5	8.9	13.5	17.4	16.5
DCRE	23.2	10.6	21.6	(9.1)	13.2	9.3	(25.8)	(92.7)	9.5	(26.6)	4.0

주: 연결 조정 생략

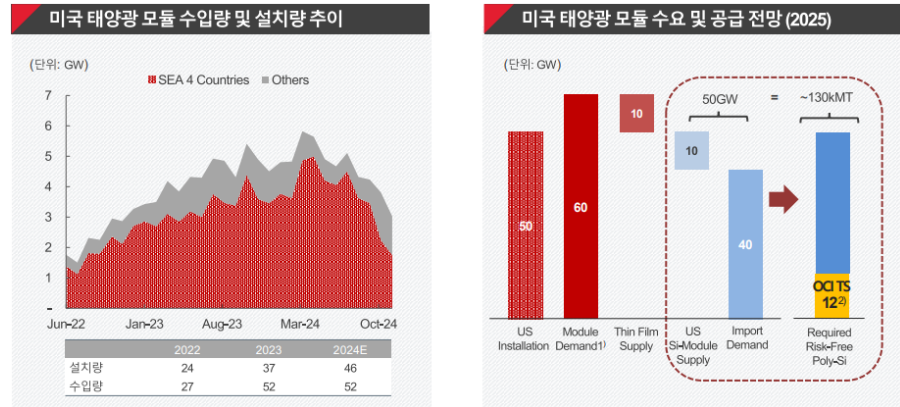
자료: OCI홀딩스, 유진투자증권

도표 3. PBR 밴드 차트



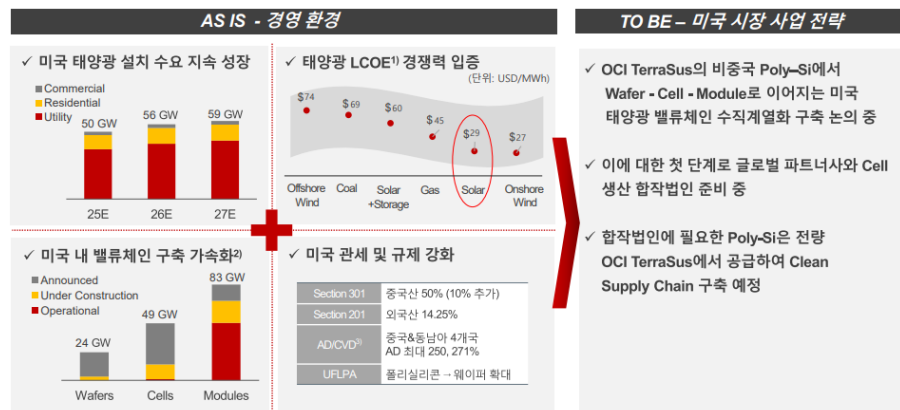
자료: 유진투자증권

도표 4. 태양광 사업 전망 1) OCI TerraSus 미국 태양광 사업 전망



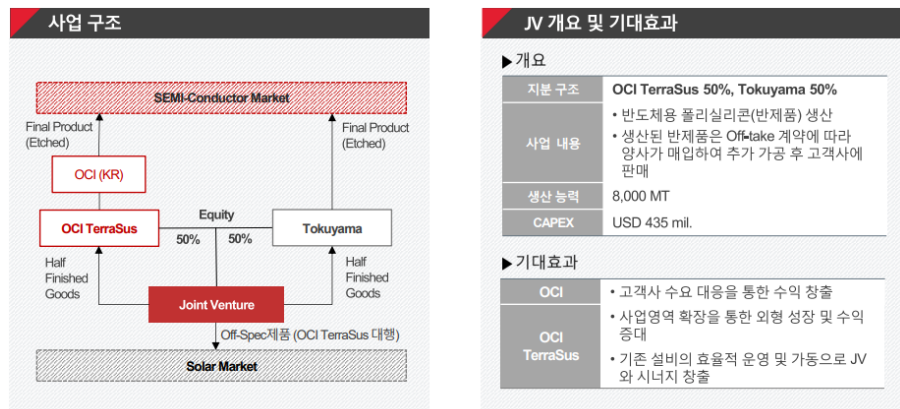
자료: OCI홀딩스, 유진투자증권

도표 5. 태양광 사업 전망 2) OCI홀딩스 태양광 사업 전략



자료: OCI홀딩스, 유진투자증권

도표 6. 주요 경영 사항: OCI TerraSus 반도체 폴리실리콘 사업 양수



자료: OCI홀딩스, 유진투자증권

## OCI홀딩스(010060.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	6,746	5,957	6,786	7,057	7,291
유동자산	4,111	3,994	4,455	4,642	4,753
현금성자산	1,338	1,734	1,039	1,198	1,158
매출채권	787	482	874	881	920
재고자산	1,893	1,732	2,496	2,516	2,628
비유동자산	2,635	1,962	2,331	2,416	2,538
투자자산	891	759	1,025	1,013	1,037
유형자산	1,708	1,176	1,276	1,371	1,467
기타	36	27	30	32	34
<b>부채총계</b>	2,734	2,142	3,011	3,170	3,200
유동부채	1,578	880	1,136	1,142	1,169
매입채무	521	333	588	592	619
유동성이자부채	856	420	420	420	420
기타	202	127	129	130	131
비유동부채	1,156	1,262	1,875	2,028	2,030
비유동이자부채	1,033	1,048	1,659	1,810	1,810
기타	123	214	216	218	220
<b>자본총계</b>	4,011	3,815	3,775	3,887	4,092
자본지분	3,912	3,721	3,681	3,794	3,998
자본금	127	107	107	107	107
자본잉여금	794	902	902	902	902
이익잉여금	2,935	3,576	3,616	3,728	3,932
기타	56	(864)	(943)	(943)	(943)
비자본지분	99	94	94	94	94
<b>자본총계</b>	4,011	3,815	3,775	3,887	4,092
총차입금	1,889	1,468	2,079	2,230	2,230
순차입금	551	(267)	1,039	1,032	1,072

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	599	715	(877)	253	242
당기순이익	878	710	114	173	282
자산상각비	150	110	106	114	122
기타비현금성손익	58	(171)	(279)	(96)	(124)
운전자본증감	(558)	(38)	(900)	(22)	(124)
매출채권감소(증가)	(161)	155	(391)	(7)	(39)
재고자산감소(증가)	(285)	(125)	(764)	(20)	(112)
매입채무증가(감소)	74	93	255	5	26
기타	(185)	(161)	1	1	1
<b>투자현금</b>	(58)	(535)	(402)	(202)	(238)
단기투자자산감소	327	(372)	0	0	0
장기투자증권감소	(157)	0	(193)	9	(18)
설비투자	(230)	(152)	(202)	(204)	(213)
유형자산처분	3	1	0	0	0
무형자산처분	(4)	(6)	(7)	(7)	(7)
<b>재무현금</b>	25	(178)	584	107	(44)
차입금증가	52	186	611	151	0
자본증가	(77)	(63)	(27)	(44)	(44)
배당금지급	(49)	(60)	65	44	44
<b>현금 증감</b>	547	(32)	(695)	159	(40)
기초현금	699	1,246	1,214	519	678
기말현금	1,246	1,214	519	678	638
Gross Cash flow	1,157	753	23	275	366
Gross Investment	942	201	1,302	224	362
<b>Free Cash Flow</b>	214	552	(1,279)	51	4

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	2,769	2,650	3,577	3,536	3,621
증가율(%)	(14.6)	(4.3)	35.0	(1.2)	2.4
매출원가	1,865	1,939	3,153	2,985	2,922
<b>매출총이익</b>	904	710	424	551	699
판매 및 일반관리비	151	179	322	348	356
기타영업손익	0	0	0	0	0
<b>영업이익</b>	752	531	102	203	343
증가율(%)	20.2	(29.4)	(80.9)	99.7	69.0
<b>EBITDA</b>	902	641	208	317	465
증가율(%)	18.4	(29.0)	(67.6)	52.6	46.7
<b>영업외손익</b>	1	2	74	21	23
이자수익	19	64	36	37	38
이자비용	16	19	32	31	30
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	(2)	(43)	70	15	15
<b>세전순이익</b>	754	533	176	224	365
증가율(%)	23.2	(29.3)	(67.1)	27.4	63.3
법인세비용	33	75	62	50	84
<b>당기순이익</b>	878	710	114	173	282
증가율(%)	34.6	(19.1)	(84.0)	52.3	62.4
지배주주지분	880	714	104	156	248
증가율(%)	35.9	(18.9)	(85.4)	49.3	59.1
비지배지분	(3)	(3)	10	18	34
<b>EPS(원)</b>	36,910	36,013	5,263	7,858	12,506
증가율(%)	35.9	(2.4)	(85.4)	49.3	59.1
수정EPS(원)	36,910	36,013	5,263	7,858	12,506
증가율(%)	35.9	(2.4)	(85.4)	49.3	59.1

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	36,910	36,013	5,263	7,858	12,506
BPS	164,046	187,814	185,812	191,470	201,776
DPS	2,500	3,300	2,200	2,200	2,200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	2.2	2.9	14.6	9.8	6.2
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	2.7	2.9	12.1	7.9	5.5
배당수익률	3.1	3.1	2.9	2.9	2.9
PCR	1.7	2.8	65.5	5.5	4.2
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	27.2	20.0	2.8	5.7	9.5
EBITDA이익률	32.6	24.2	5.8	9.0	12.8
순이익률	31.7	26.8	3.2	4.9	7.8
ROE	25.2	18.7	2.8	4.2	6.4
ROIC	18.3	12.7	1.9	3.8	6.1
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	13.7	(7.0)	27.5	26.5	26.2
유동비율	260.5	454.1	392.3	406.6	406.5
이자보상배율	46.8	27.3	3.2	6.5	11.4
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
매출채권회전율	4.1	4.2	5.3	4.0	4.0
재고자산회전율	1.6	1.5	1.7	1.4	1.4
매입채무회전율	5.8	6.2	7.8	6.0	6.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작용으로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)      당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

