

# OCI 홀딩스 (010060)

## 커져가는 기대감

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**117,000** 원(상향)

현재주가

**71,500** 원(4/24)

시가총액

**1,345**(십억원)

에너지/인프라/배터리 황성현\_02)368-6878\_tjdgs2009@eugenefn.com

- '25년 실적 개선으로 추정 BPS, Target PBR 상향하며 목표주가 117,000원(+30%)으로 수정 제시, 투자의견 BUY 유지. 1Q25 매출액 9,465억원(+11%qoq, +10%yoy), 영업이익 487억원(흑전qoq, -51%yoy), 당기순손실 149억원(적지qoq, 적전yoy)으로 당사 추정 영업이익 240억원을 상회하는 호실적 기록. 미국 AD/CVD 제외 지역 판매량 증가 및 주요 기업들의 폴리실리콘 감산으로 인한 판가 상승으로 실적 개선(폴리실리콘 단위 이익 0.4달러/kg로 추정). 발전은 REC 가격 상승, 도시개발(DCRE)은 인천 주거시설 6단지 공사 진행을 반영되며 매출액, 영업이익 증가
- 2Q25 매출액 1.1조원(+12%qoq, +12%yoy), 영업이익 805억원(+65%qoq, -10%yoy)으로 전망. 동사는 미국 태양광 모듈 재고가 작년 고점대비 10% 수준으로 감소했다고 언급하였으며, 하반기부터 본격적인 가동률 상승을 전망. 태양광 발전소는 1Q 260MW에 이어 2Q에도 220MW 매각을 예상. 반면, DCRE의 분양 흥행 여부는 리스크 포인트. 동사는 '25년 2,811세대 중 절반을 2Q에 분양 예정이나, 공사원가 증가, 가계대출 규제는 대폭 강화 중

|            |        |
|------------|--------|
| 주가(원,4/24) | 71,500 |
| 시가총액(십억원)  | 1,345  |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 18,815천주 |
| 52주 최고가      | 107,300원 |
| 최저가          | 54,900원  |
| 52주 일간 Beta  | 1.19     |
| 60일 일평균거래대금  | 82억원     |
| 외국인 지분율      | 17.7%    |
| 배당수익률(2025E) | 3.1%     |

|               |       |
|---------------|-------|
| 주주구성          |       |
| 이화영 (외 29인)   | 30.4% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 8.6%  |

|         |      |      |       |
|---------|------|------|-------|
| 주가상승(%) | 1M   | 6M   | 12M   |
| 상대기준    | -1.8 | 11.8 | -18.6 |
| 절대기준    | -5.9 | 9.5  | -24.3 |

|          |         |        |    |
|----------|---------|--------|----|
| (원, 십억원) | 현재      | 직전     | 변동 |
| 투자의견     | BUY     | BUY    | -  |
| 목표주가     | 117,000 | 90,000 | ▲  |
| 영업이익(25) | 340     | 203    | ▲  |
| 영업이익(26) | 307     | 343    | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액          | 2,650  | 3,577 | 4,162  | 4,262  |
| 영업이익         | 531    | 102   | 340    | 307    |
| 세전손익         | 533    | 176   | 362    | 330    |
| 당기순이익        | 710    | 114   | 280    | 254    |
| EPS(원)       | 36,013 | 5,263 | 12,704 | 11,290 |
| 증감률(%)       | -2.4   | -85.4 | 141.4  | -11.1  |
| PER(배)       | 2.9    | 13.6  | 5.6    | 6.3    |
| ROE(%)       | 18.7   | 2.8   | 6.6    | 5.6    |
| PBR(배)       | 0.6    | 0.4   | 0.4    | 0.3    |
| EV/EBITDA(배) | 2.9    | 11.5  | 6.5    | 7.2    |

자료: 유진투자증권

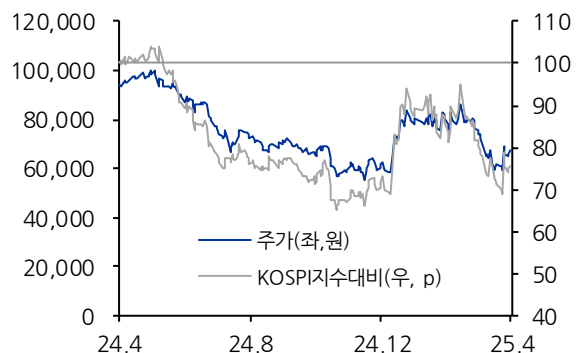


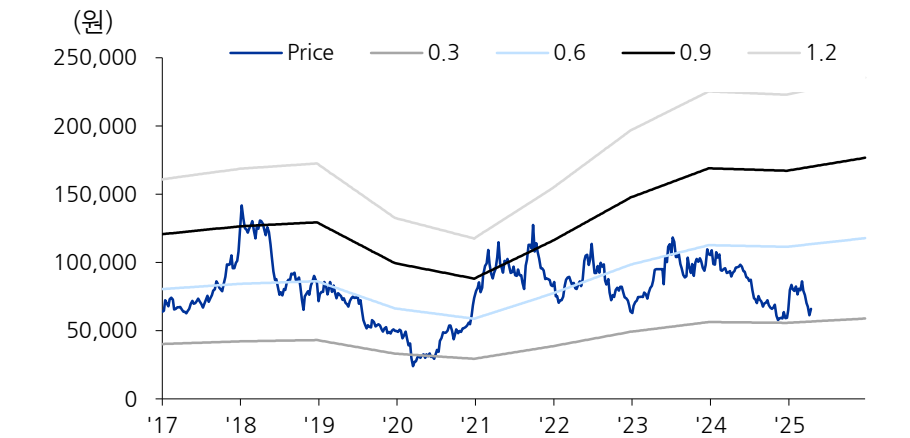
도표 1. 세부 실적 추이

| (단위: 십억원)     | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25 | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | 2023  | 2024   | 2025  |
|---------------|------|------|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| <b>매출액</b>    | 865  | 950  | 909    | 854    | 947  | 1,062 | 1,076 | 1,078 | 2,650 | 3,577  | 4,162 |
| OCI TerraSus  | 161  | 176  | 65     | 95     | 112  | 113   | 118   | 120   | 1,187 | 497    | 462   |
| OCI           | 540  | 566  | 589    | 520    | 539  | 642   | 645   | 631   | 1,289 | 2,215  | 2,457 |
| OCISE         | 91   | 83   | 98     | 79     | 88   | 93    | 97    | 104   | 393   | 351    | 383   |
| DCRE          | 151  | 107  | 124    | 151    | 148  | 155   | 157   | 164   | 576   | 533    | 623   |
| <b>영업이익</b>   | 99   | 90   | 21     | (108)  | 49   | 80    | 100   | 111   | 531   | 102    | 340   |
| OCI TerraSus  | 37   | 56   | 6      | (27)   | 12   | 14    | 22    | 27    | 404   | 72     | 75    |
| OCI           | 39   | 34   | 18     | 20     | 10   | 31    | 39    | 45    | 57    | 111    | 124   |
| OCISE         | 16   | 13   | 25     | 7      | 7    | 15    | 18    | 17    | 53    | 61     | 57    |
| DCRE          | 20   | 10   | (32)   | (140)  | 18   | 19    | 20    | 21    | 55    | (142)  | 78    |
| <b>OPM(%)</b> | 11.5 | 9.4  | 2.3    | (12.6) | 5.1  | 7.6   | 9.3   | 10.3  | 20.0  | 2.8    | 8.2   |
| OCI TerraSus  | 23.0 | 31.8 | 9.2    | (28.4) | 10.7 | 12.4  | 18.5  | 22.9  | 34.0  | 14.5   | 16.3  |
| OCI           | 7.2  | 6.0  | 3.1    | 3.8    | 1.9  | 4.8   | 6.0   | 7.1   | 4.4   | 5.0    | 5.1   |
| OCISE         | 17.6 | 15.7 | 25.5   | 8.9    | 8.2  | 16.3  | 18.3  | 16.0  | 13.5  | 17.4   | 14.9  |
| DCRE          | 13.2 | 9.3  | (25.8) | (92.7) | 12.2 | 12.3  | 12.8  | 12.8  | 9.5   | (26.6) | 12.5  |

주: 연결 조정 생략

자료: OCI홀딩스, 유진투자증권

도표 2. PBR 밴드 차트



자료: 유진투자증권

**[컨퍼런스콜 Q&A]****Q. OCI TerraSus 실적 회복 경로와 전망**

- 중국 업체 동남아 피해 에티오피아, 이집트(최저관세 10%)로 옮기는 양상
- 비중국산을 찾는 고객 증가로 일부 새로운 시장 형성된 것으로 판단
- 동사는 태양광 폴리실리콘 약 3만 5천톤 보유, 이는 12GW 수준 판매량
- Off-take 계약 가능 여부에 따라, 미국 웨이퍼 공장 투자와 셀 투자 중 투입 경로 결정할 것

## OCI홀딩스(010060.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>자산총계</b> | 6,746 | 5,957 | 6,786 | 7,758 | 8,604 |
| 유동자산        | 4,111 | 3,994 | 4,455 | 5,130 | 5,816 |
| 현금성자산       | 1,338 | 1,734 | 1,039 | 1,084 | 1,592 |
| 매출채권        | 787   | 482   | 874   | 1,037 | 1,083 |
| 재고자산        | 1,893 | 1,732 | 2,496 | 2,962 | 3,094 |
| 비유동자산       | 2,635 | 1,962 | 2,331 | 2,629 | 2,788 |
| 투자자산        | 891   | 759   | 1,025 | 1,192 | 1,221 |
| 유형자산        | 1,708 | 1,176 | 1,276 | 1,404 | 1,533 |
| 기타          | 36    | 27    | 30    | 32    | 34    |
| <b>부채총계</b> | 2,734 | 2,142 | 3,011 | 3,775 | 4,440 |
| 유동부채        | 1,578 | 880   | 1,136 | 1,247 | 1,279 |
| 매입채무        | 521   | 333   | 588   | 697   | 728   |
| 유동성이자부채     | 856   | 420   | 420   | 420   | 420   |
| 기타          | 202   | 127   | 129   | 130   | 131   |
| 비유동부채       | 1,156 | 1,262 | 1,875 | 2,528 | 3,161 |
| 비유동이자부채     | 1,033 | 1,048 | 1,659 | 2,310 | 2,941 |
| 기타          | 123   | 214   | 216   | 218   | 220   |
| <b>자본총계</b> | 4,011 | 3,815 | 3,775 | 3,983 | 4,163 |
| 자배자본        | 3,912 | 3,721 | 3,681 | 3,890 | 4,070 |
| 자본금         | 127   | 107   | 107   | 107   | 107   |
| 자본잉여금       | 794   | 902   | 902   | 902   | 902   |
| 이익잉여금       | 2,935 | 3,576 | 3,616 | 3,824 | 4,004 |
| 기타          | 56    | (864) | (943) | (943) | (943) |
| 비자배자본       | 99    | 94    | 94    | 94    | 94    |
| <b>자본총계</b> | 4,011 | 3,815 | 3,775 | 3,983 | 4,163 |
| 총차입금        | 1,889 | 1,468 | 2,079 | 2,730 | 3,361 |
| 순차입금        | 551   | (267) | 1,039 | 1,646 | 1,769 |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2022A | 2023A | 2024A   | 2025F | 2026F |
|-----------------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| <b>영업현금</b>           | 599   | 715   | (877)   | (194) | 200   |
| 당기순이익                 | 878   | 710   | 114     | 280   | 254   |
| 자산상각비                 | 150   | 110   | 106     | 117   | 128   |
| 기타비현금성손익              | 58    | (171) | (279)   | (156) | (122) |
| 운전자본증감                | (558) | (38)  | (900)   | (519) | (146) |
| 매출채권감소(증가)            | (161) | 155   | (391)   | (163) | (46)  |
| 재고자산감소(증가)            | (285) | (125) | (764)   | (466) | (132) |
| 매입채무증감(감소)            | 74    | 93    | 255     | 110   | 31    |
| 기타                    | (185) | (161) | 1       | 1     | 1     |
| <b>투자현금</b>           | (58)  | (535) | (402)   | (369) | (279) |
| 단기투자자산감소              | 327   | (372) | 0       | 0     | 0     |
| 장기투자증권감소              | (157) | 0     | (193)   | (122) | (21)  |
| 설비투자                  | (230) | (152) | (202)   | (240) | (251) |
| 유형자산처분                | 3     | 1     | 0       | 0     | 0     |
| 무형자산처분                | (4)   | (6)   | (7)     | (7)   | (7)   |
| <b>재무현금</b>           | 25    | (178) | 584     | 607   | 587   |
| 차입금증가                 | 52    | 186   | 611     | 651   | 631   |
| 자본증가                  | (77)  | (63)  | (27)    | (44)  | (44)  |
| 배당금지급                 | (49)  | (60)  | 65      | 44    | 44    |
| <b>현금 증감</b>          | 547   | (32)  | (695)   | 45    | 508   |
| 기초현금                  | 699   | 1,246 | 1,214   | 519   | 564   |
| 기말현금                  | 1,246 | 1,214 | 519     | 564   | 1,072 |
| Gross Cash flow       | 1,157 | 753   | 23      | 325   | 346   |
| Gross Investment      | 942   | 201   | 1,302   | 888   | 425   |
| <b>Free Cash Flow</b> | 214   | 552   | (1,279) | (563) | (79)  |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>    | 2,769  | 2,650  | 3,577  | 4,162  | 4,262  |
| 증가율(%)        | (14.6) | (4.3)  | 35.0   | 16.4   | 2.4    |
| 매출원가          | 1,865  | 1,939  | 3,116  | 3,317  | 3,440  |
| <b>매출총이익</b>  | 904    | 710    | 461    | 845    | 823    |
| 판매 및 일반관리비    | 151    | 179    | 360    | 505    | 516    |
| 기타영업손익        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>영업이익</b>   | 752    | 531    | 102    | 340    | 307    |
| 증가율(%)        | 20.2   | (29.4) | (80.9) | 235.3  | (9.9)  |
| <b>EBITDA</b> | 902    | 641    | 208    | 457    | 434    |
| 증가율(%)        | 18.4   | (29.0) | (67.6) | 120.1  | (5.0)  |
| <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      |
| 기타영업외손익       | (2)    | (43)   | 70     | 15     | 15     |
| <b>세전순이익</b>  | 754    | 533    | 176    | 362    | 330    |
| 증가율(%)        | 23.2   | (29.3) | (67.1) | 106.0  | (8.8)  |
| 법인세비용         | 33     | 75     | 62     | 81     | 76     |
| <b>당기순이익</b>  | 878    | 710    | 114    | 280    | 254    |
| 증가율(%)        | 34.6   | (19.1) | (84.0) | 146.3  | (9.3)  |
| 지배주주지분        | 880    | 714    | 104    | 252    | 224    |
| 증가율(%)        | 35.9   | (18.9) | (85.4) | 141.4  | (11.1) |
| 비지배지분         | (3)    | (3)    | 10     | 29     | 30     |
| <b>EPS(원)</b> | 36,910 | 36,013 | 5,263  | 12,704 | 11,290 |
| 증가율(%)        | 35.9   | (2.4)  | (85.4) | 141.4  | (11.1) |
| 수정EPS(원)      | 36,910 | 36,013 | 5,263  | 12,704 | 11,290 |
| 증가율(%)        | 35.9   | (2.4)  | (85.4) | 141.4  | (11.1) |

## 주요투자지표

|                    | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 36,910  | 36,013  | 5,263   | 12,704  | 11,290  |
| BPS                | 164,046 | 187,814 | 185,812 | 196,316 | 205,406 |
| DPS                | 2,500   | 3,300   | 2,200   | 2,200   | 2,200   |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                | 2.2     | 2.9     | 12.7    | 5.3     | 5.9     |
| PBR                | 0.5     | 0.6     | 0.4     | 0.3     | 0.3     |
| EV/EBITDA          | 2.7     | 2.9     | 11.3    | 6.5     | 7.1     |
| 배당수익률              | 3.1     | 3.1     | 3.3     | 3.3     | 3.3     |
| PCR                | 1.7     | 2.8     | 57.0    | 4.1     | 3.8     |
| <b>수익성(%)</b>      |         |         |         |         |         |
| 영업이익률              | 27.2    | 20.0    | 2.8     | 8.2     | 7.2     |
| EBITDA이익률          | 32.6    | 24.2    | 5.8     | 11.0    | 10.2    |
| 순이익률               | 31.7    | 26.8    | 3.2     | 6.7     | 6.0     |
| ROE                | 25.2    | 18.7    | 2.8     | 6.6     | 5.6     |
| ROIC               | 18.3    | 12.7    | 1.9     | 6.0     | 4.8     |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |         |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | 13.7    | (7.0)   | 27.5    | 41.3    | 42.5    |
| 유동비율               | 260.5   | 454.1   | 392.3   | 411.5   | 454.7   |
| 이자보상배율             | 46.8    | 27.3    | 3.2     | 11.0    | 10.2    |
| <b>활동성 (회)</b>     |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.4     | 0.4     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| 매출채권회전율            | 4.1     | 4.2     | 5.3     | 4.4     | 4.0     |
| 재고자산회전율            | 1.6     | 1.5     | 1.7     | 1.5     | 1.4     |
| 매입채무회전율            | 5.8     | 6.2     | 7.8     | 6.5     | 6.0     |

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

(2025.3.31 기준)

Eugene Research Center\_5