

새로운 기회의 시작

BUY 신규

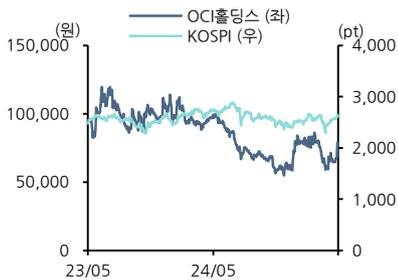
목표주가 신규 112,000원

종가(25.05.15) 77,100원
상승여력 45.3%

Stock Data

KOSPI(05/15)	2,621.4pt
시가총액	14,506억원
액면가	5,000원
52주 최고가	100,000원
52주 최저가	54,900원
외국인지분율	16.3%
90일 일평균거래대금	92억원
주요주주지분율	
이화영 (외 29인)	30.4%
유동주식비율	68.8%

Stock Price



투자의견 BUY, 목표주가 112,000원으로 커버리지 개시

OCI홀딩스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 112,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 P/B-ROE모델을 통해 산출하였으며, 2025년 예상 실적 기준 Implied P/E 23.7배, P/B 0.54배 수준이다.

2025년 투자 포인트: 미국의 태양광밸류체인 가격 상승, 중국 구조조정 논의

2025년 OCI홀딩스의 투자포인트는 1) 하반기 미국 태양광밸류체인 가격 상승, 2) 중국 태양광 산업 구조조정 시작이다. 미국의 연간 필요한 태양광 모듈 수입은 40GW로 추정된다. 그런데 지난 1~2월 미국의 태양광 모듈 수입은 각각 1.5GW, 1.8GW였다. 매일 4GW내외를 수입해야 하지만 금년 1~2월에는 2GW에도 미치지 못한 것이다. 미국 내 태양광 모듈 재고가 많지만, 이 또한 소진되면서 하반기 미국 태양광 밸류체인가격은 상승할 것으로 판단된다.

지난 1분기 중국의 3대 폴리실리콘 업체 (Tongwei/GCL-Poly/Daqqo)는 너무나 낮은 제품가격 (\$5/kg 내외)으로 인한 실적악화를 이유로 자율 구조조정을 선언하였다. 중국 업체의 구조조정을 크게 기대할 것은 아니지만, 분명 실적악화가 진행되고 있다는 의미다. 결국 중국 폴리실리콘 현물 가격 상승 명분은 충분한 상황이다.

2Q25 Preview: 분기 기준 연중 저점이 될 전망

2분기 매출액과 영업이익은 8947억원 (-5.8% YoY), 218억원 (-75.7% YoY)으로 예상된다. 미국 관세정책 이슈로 인해 동남아 태양광 설비의 가동률은 당분간 낮은 수준이 예상된다. 2분기 당사의 폴리실리콘 가동률 또한 전분기 대비 낮아지면서 수익성 하락이 불가피할 전망이다. 다만 하반기에는 미국 태양광모듈 가격 상승과 관세 이슈 불확실성이 해소되면서 2분기를 저점으로 이익 개선이 가능할 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,650	531	714	36,013	2.9	3.4	0.6	18.7	3.1
2024	3,577	102	98	5,106	11.5	5.8	0.3	2.5	3.7
2025E	3,649	166	89	4,724	16.3	5.9	0.4	2.2	2.9
2026E	4,002	236	160	8,523	9.0	5.0	0.4	3.9	2.9
2027E	4,306	337	233	12,390	6.2	4.1	0.3	5.5	3.2

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

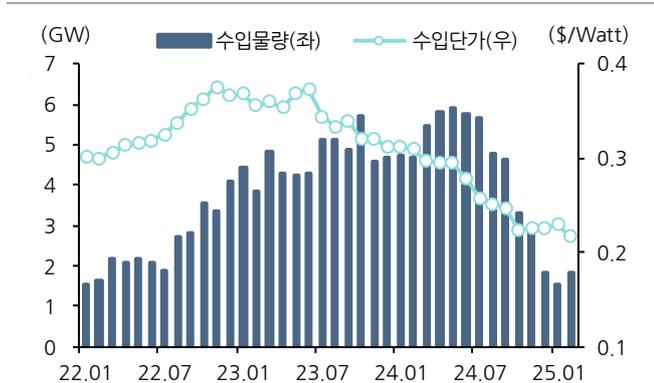
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

미국 내 2GW 태양광셀 생산설비는 또 다른 기회의 시작

OCI홀딩스는 미국 텍사스에 있는 MSE (자회사로서 미국에서 태양광모듈 생산/판매) 부지에 태양광셀 2GW 신규설비 투자를 진행하고 있다. 금번 투자는 미국 IRA 법안에 따른 AMPC (0.04달러/Watt)를 고려한 투자 결정이며, OCI TerraSus의 말레이시아 폴리실리콘에서부터 웨이퍼-셀-모듈로 이어지는 장기적인 미국 태양광 수직계열화를 위한 첫번째 단계이다. 2026년 상반기부터 태양광셀 상업생산을 시작하여 하반기까지 총 2GW를 완성할 계획이다.

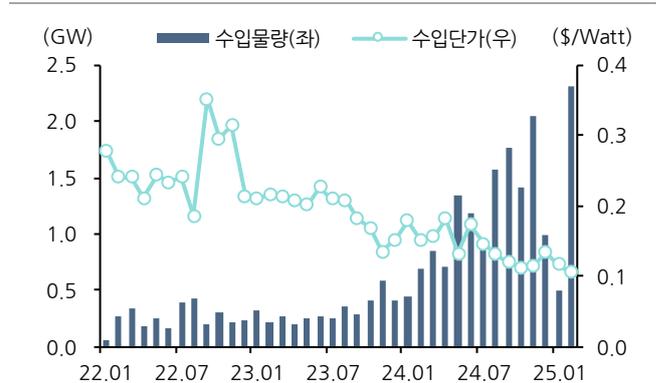
아직까지 미국의 중국산 태양광 제품에 대한 관세정책이 100% 확정된 것은 아니다. 다만 장기적으로 보면 중국산 태양광 제품 (특히 셀/모듈 등)의 미국 유입은 매우 어려워질 것이 분명하다. 따라서 단기적으로 미국내 태양광셀 생산설비가 가장 빠르게 수혜를 입을 것으로 보인다. 미국 내에는 이미 40GW내외의 태양광모듈 생산설비가 있다. 관세로 인해 태양광셀 수입이 급감할 경우, 미국 내 태양광셀 제조설비의 가동률은 빠르게 상승할 것이다. 지난 1~2월 미국의 태양광 모듈 수입물량은 전년동기대비 1/3수준으로 급감하였으나, 2월 태양광셀 수입은 2.3GW로서 2022년 이후 최고를 기록하였다. 2026년 OCI홀딩스의 2GW 태양광셀 공장을 통한 실적개선이 충분히 가능하다는 판단이다.

그림 1. 미국 태양광모듈 수입 추이



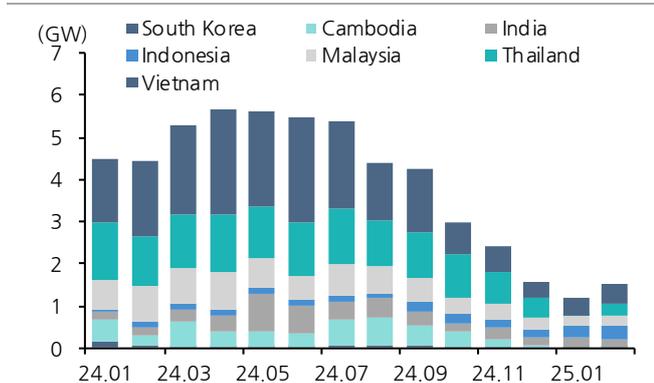
자료: USITC, 상상인증권

그림 2. 미국 태양광셀 수입 추이



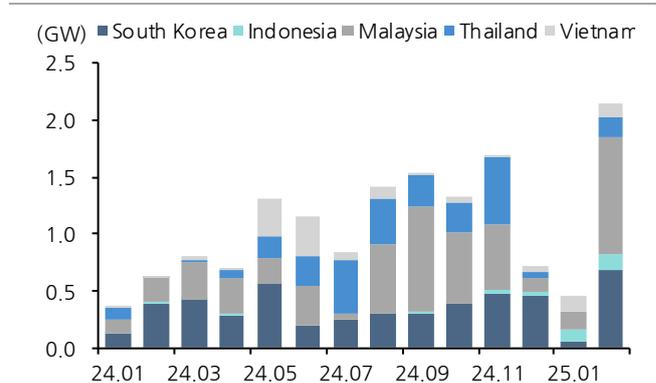
자료: USITC, 상상인증권

그림 3. 미국의 국가별 태양광모듈 수입 물량



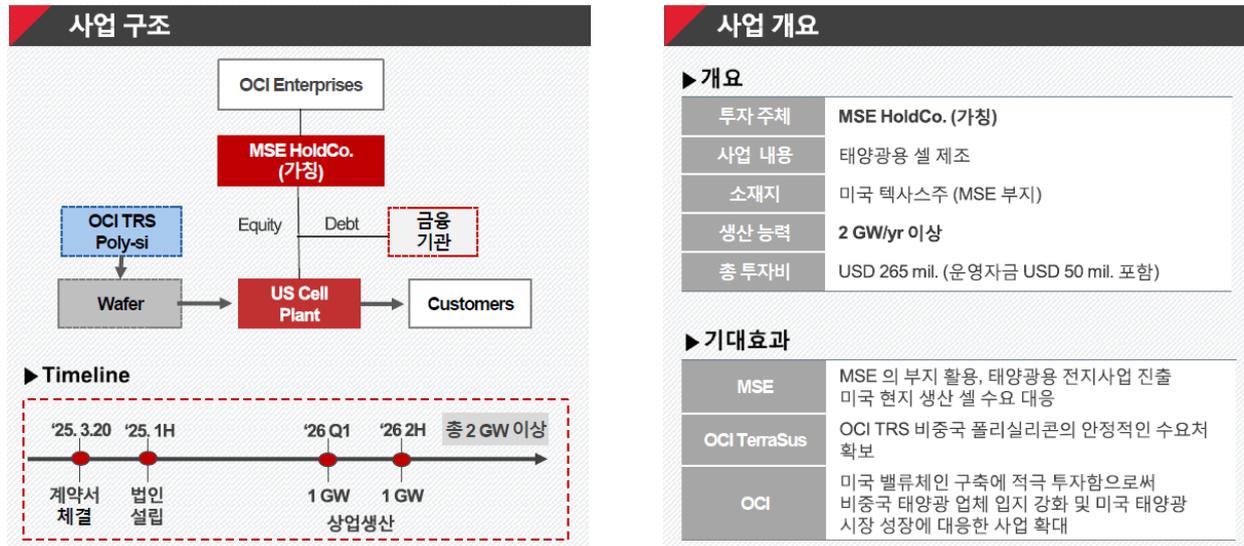
자료: USITC, 상상인증권

그림 4. 미국의 국가별 태양광셀 수입 물량



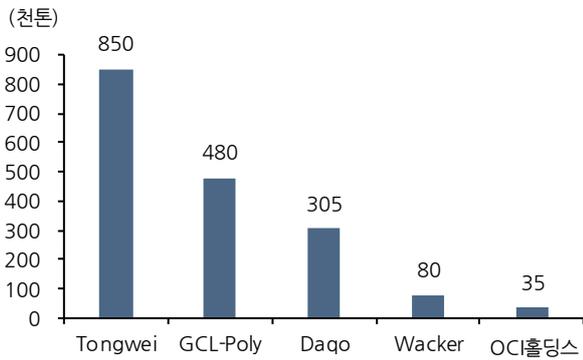
자료: USITC, 상상인증권

그림 5. OCI홀딩스의 미국 태양광셀 신규 증설 계획



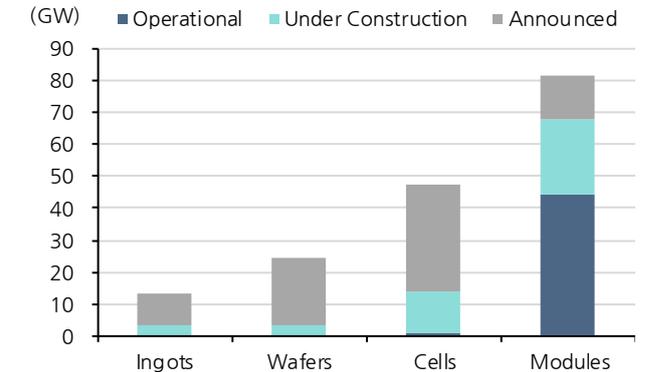
자료: OCI홀딩스

그림 6. Global 기업별 폴리실리콘 생산능력 (2024년말 기준)



자료: 산업자료, 상상인증권

그림 7. 미국 태양광 밸류체인별 생산능력 및 계획



자료: SEIA, 상상인증권

그림 8. 세계 태양광 설치 수요 전망

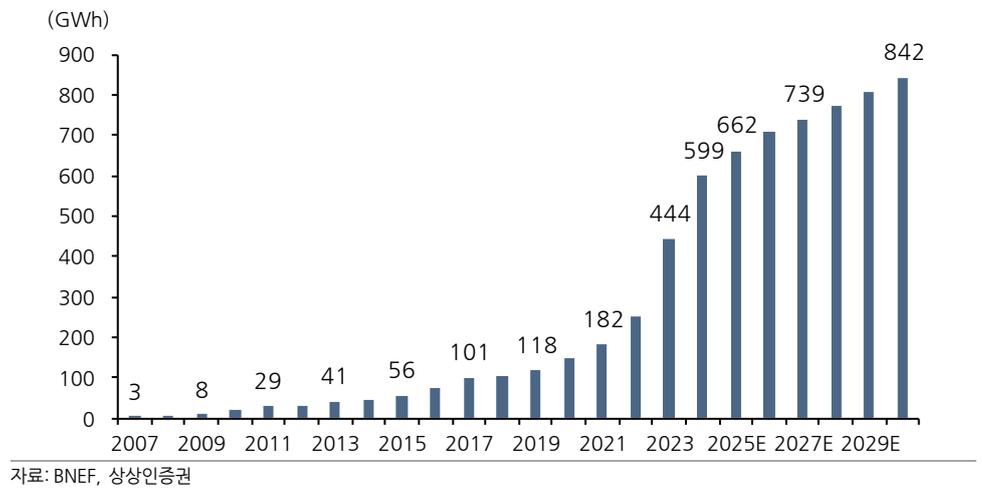


그림 9. 태양광용 폴리실리콘 가격 추이 (중국 지역)



그림 10. 태양광모듈 가격 추이 (중국 지역)

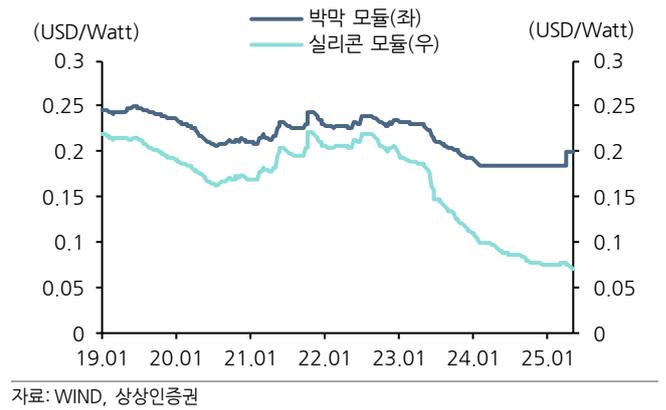


표 1. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	864.8	949.9	908.8	853.9	946.5	894.7	943.3	864.9	3,577.4	3,649.4	4,002.1
OCI TerraSus	161.0	176.0	65.0	95.0	112.0	105.3	109.3	114.7	497.0	441.3	463.4
OCI Enterprises	53.0	36.0	55.0	32.0	68.0	34.2	49.5	28.8	176.0	180.5	363.5
OCI SE	91.0	83.0	98.0	79.0	88.0	81.3	97.0	81.4	351.0	347.7	358.2
DCRE	151.0	107.0	124.0	151.0	148.0	145.0	130.5	134.5	533.0	558.0	602.7
OCI	540.3	566.5	588.7	519.8	538.8	543.8	576.9	525.5	2,215.3	2,185.1	2,294.3
기타	-131.5	-18.6	-21.9	-22.9	-8.3	-15.0	-20.0	-20.0	-194.9	-63.3	-80.0
매출원가	684.3	783.2	807.1	841.7	814.2	794.7	792.0	716.7	3,116.3	3,117.6	3,389.4
매출총이익	180.5	166.6	101.8	12.2	132.3	100.0	151.3	148.2	461.0	531.8	612.7
<i>GPM (%)</i>	<i>20.9</i>	<i>17.5</i>	<i>11.2</i>	<i>1.4</i>	<i>14.0</i>	<i>11.2</i>	<i>16.0</i>	<i>17.1</i>	<i>12.9</i>	<i>14.6</i>	<i>15.3</i>
판매비	81.2	77.1	81.2	120.0	83.6	78.2	82.5	121.8	359.5	366.1	377.1
영업이익	99.3	89.6	20.5	-107.8	48.7	21.8	68.8	26.3	101.5	165.7	235.6
OCI TerraSus	37.0	56.0	6.0	-27.0	12.0	8.2	16.4	20.7	72.0	57.3	71.8
OCI Enterprises	4.0	-10.0	7.0	-21.0	9.0	-10.3	6.4	-20.6	-20.0	-15.4	12.4
OCI SE	16.0	13.0	25.0	7.0	7.2	6.3	15.5	9.8	61.0	38.8	49.4
DCRE	20.0	10.0	-32.0	-140.0	18.0	10.2	12.4	4.0	-142.0	44.6	45.2
OCI	38.8	33.6	17.7	20.4	10.2	17.4	23.1	20.0	110.5	70.7	91.8
기타	-16.5	-13.0	-3.2	52.8	-7.7	-10.0	-5.0	-7.5	20.0	-30.2	-35.0
OPM (%)	11.5	9.4	2.3	-12.6	5.1	2.4	7.3	3.0	2.8	4.5	5.9
OCI TerraSus	23.0	31.8	9.2	-28.4	10.7	7.8	15.0	18.0	14.5	13.0	15.5
OCI Enterprises	7.5	-27.8	12.7	-65.6	13.2	-30.0	13.0	-71.5	-11.4	-8.5	3.4
OCI SE	17.6	15.7	25.5	8.9	8.2	7.7	16.0	12.0	17.4	11.1	13.8
DCRE	13.2	9.3	-25.8	-92.7	12.2	7.0	9.5	3.0	-26.6	8.0	7.5
OCI	7.2	5.9	3.0	3.9	1.9	3.2	4.0	3.8	5.0	3.2	4.0
세전이익	209.9	91.2	-22.1	-103.3	28.8	29.3	76.9	34.7	175.6	169.7	248.0
순이자비용	12.1	8.2	8.0	4.1	7.1	6.9	5.6	5.1	32.4	24.7	21.1
지분법손익	-202.3	-7.0	4.5	4.7	-23.3	-6.4	4.7	5.0	-200.1	-20.0	-8.0
기타	300.8	0.4	-55.1	-4.3	-3.7	7.0	-2.2	-1.7	241.8	-0.6	-0.7
당기순이익	191.6	22.8	-18.7	-82.0	-14.9	21.9	57.7	26.1	113.7	90.8	186.0
지배주주순이익	175.0	16.5	-21.2	-72.6	-2.2	18.9	49.6	22.4	97.7	88.7	160.0

자료: OCI홀딩스, 상상인증권

표 2. P/B-ROE Valuation: 목표주가 112,000원 제시

항목명	단위	비 고	
Cost of Equity	%	9.19	(a): (b) + [Market Risk Premium] X (C). 시장위험 프리미엄 6.11%
무위험수익률	%	2.59	(b): 1년만기 통안채 수익률 3개월 평균
베타		1.08	(C): KOSPI대비 52주 기준 Adjusted 베타
ROE	%	6.07	(d): 2025 ~ 2029년 평균 지배주주기준 ROE
영구성장률	%	2.62	(e): 30년만기 국고채 수익률 3개월 평균
적정 PBR	X	0.53	(f): [(d)-(e)] / [(a)-(e)]
예상 BPS	원	211,912	(g) 12M FWD BPS
주당가치	원	111,298	(h): (f) * (g)
목표주가	원	112,000	
현재주가	원	77,100	2025년 5월 14일 종가 기준
상승여력	%	45.3	

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,994.2	4,763.3	4,715.0	4,945.1	5,321.7
현금 및 현금성자산	1,213.8	1,143.3	1,100.6	1,174.0	1,394.6
매출채권	482.4	819.1	771.2	856.5	921.6
재고자산	1,731.7	2,345.0	2,368.8	2,421.0	2,491.8
비유동자산	1,962.4	3,330.3	3,520.0	3,657.0	3,720.3
관계기업투자등	558.8	432.1	449.7	467.9	486.9
유형자산	1,175.9	2,374.0	2,531.5	2,635.2	2,663.9
무형자산	27.5	154.8	154.5	153.8	153.2
자산총계	5,956.6	8,093.7	8,235.1	8,602.1	9,042.0
유동부채	879.6	1,901.4	1,909.8	2,040.1	2,160.1
매입채무	332.7	666.6	618.4	686.7	739.0
단기금융부채	419.6	1,083.2	1,133.7	1,189.3	1,250.4
비유동부채	1,262.0	1,356.8	1,465.0	1,583.0	1,711.7
장기금융부채	1,048.0	913.2	1,003.5	1,102.9	1,212.1
부채총계	2,141.6	3,258.1	3,374.8	3,623.2	3,871.9
지배주주지분	3,721.1	3,979.2	4,003.9	4,122.5	4,313.8
자본금	107.1	106.9	106.9	106.9	106.9
자본잉여금	901.7	906.2	906.2	906.2	906.2
이익잉여금	3,575.8	3,541.6	3,589.0	3,707.7	3,899.0
비지배주주지분	93.8	856.3	856.3	856.3	856.3
자본총계	3,814.9	4,835.5	4,860.2	4,978.9	5,170.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	674.2	116.4	289.0	337.2	376.6
당기순이익(손실)	710.3	113.7	90.8	186.0	270.4
현금수익비용가감	43.0	240.6	224.5	222.6	192.3
유형자산감가상각비	106.8	163.6	206.3	216.5	208.1
무형자산상각비	2.8	30.8	5.0	5.5	5.7
기타현금수익비용	-66.5	46.2	-28.8	-43.4	-67.7
운전자본 증감	-38.2	-250.0	-26.3	-71.4	-86.2
매출채권의 감소(증가)	155.2	14.0	47.9	-85.3	-65.1
재고자산의 감소(증가)	-125.0	-242.5	-23.8	-52.2	-70.9
매입채무의 증가(감소)	92.7	43.0	-48.2	68.4	52.2
기타영업현금흐름	-161.1	-64.5	-2.2	-2.3	-2.4
투자활동 현금흐름	-535.4	-108.2	-431.2	-377.4	-285.0
유형자산 처분(취득)	-150.6	-355.1	-363.8	-320.2	-236.9
무형자산 감소(증가)	-5.9	-3.6	-4.7	-4.9	-5.1
투자자산 감소(증가)	-372.0	58.3	-47.7	-36.8	-26.9
기타투자활동	-6.8	192.2	-15.0	-15.6	-16.2
재무활동 현금흐름	-177.7	-178.2	99.5	113.6	129.1
차입금의 증가(감소)	185.6	-30.2	140.8	154.9	170.4
자본의 증가(감소)	-63.5	-141.0	-41.3	-41.3	-41.3
배당금 지급	60.0	78.3	41.3	41.3	41.3
기타재무활동	-299.8	-7.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	-32.2	-70.6	-42.7	73.4	220.6
기초현금	1,246.0	1,213.8	1,143.3	1,100.6	1,174.0
기말현금	1,213.8	1,143.3	1,100.6	1,174.0	1,394.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,649.7	3,577.4	3,649.4	4,002.1	4,306.4
매출원가	1,939.2	3,116.3	3,117.6	3,389.4	3,580.9
매출총이익	710.5	461.0	531.8	612.7	725.5
판매비와 관리비	179.3	359.5	366.1	377.1	388.4
영업이익	531.2	101.5	165.7	235.6	337.1
EBITDA	640.8	295.9	377.0	457.5	550.9
금융손익	71.5	10.7	24.8	21.1	21.0
관계기업등 투자손익	-51.3	-200.0	-20.0	-8.0	3.1
기타영업외손익	-18.5	263.5	-0.6	-0.6	-0.7
세전계속사업이익	533.0	175.6	169.8	248.0	360.6
계속사업법인세비용	75.0	61.9	78.9	62.0	90.1
당기순이익	710.3	113.7	90.8	186.0	270.4
지배주주순이익	713.5	97.7	88.7	160.0	232.6
매출총이익률 (%)	26.8	12.9	14.6	15.3	16.8
영업이익률 (%)	20.0	2.8	4.5	5.9	7.8
EBITDA 마진률 (%)	24.2	8.3	10.3	11.4	12.8
세전이익률 (%)	20.1	4.9	4.7	6.2	8.4
지배주주순이익률 (%)	26.9	2.7	2.4	4.0	5.4
ROA (%)	11.2	1.4	1.1	1.9	2.6
ROE (%)	18.7	2.5	2.2	3.9	5.5
ROIC (%)	12.1	1.6	1.7	3.4	4.7

주요투자지표

(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (배)					
P/E	2.9	11.5	16.3	9.0	6.2
P/B	0.6	0.3	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	3.4	5.8	5.9	5.0	4.1
P/S	0.8	0.3	0.4	0.4	0.3
배당수익률 (%)	3.1	3.7	2.9	2.9	3.2
성장성 (%)					
매출액 증가율	-4.3	35.0	2.0	9.7	7.6
영업이익 증가율	-29.4	-80.9	63.2	42.2	43.1
세전이익 증가율	-29.3	-67.0	-3.4	46.1	45.4
지배주주순이익 증가율	-18.9	-86.3	-9.2	80.4	45.4
EPS 증가율	-2.4	-85.8	-7.5	80.4	45.4
안정성 (%)					
부채비율	56.1	67.4	69.4	72.8	74.9
유동비율	454.1	250.5	246.9	242.4	246.4
순차입금/자기자본	1.9	12.5	16.0	17.0	15.2
영업이익/금융비용	27.3	2.6	3.6	4.8	7.0
총차입금 (십억원)	1,467.6	1,996.5	2,137.3	2,292.1	2,462.5
순차입금 (십억원)	71.5	603.3	776.7	847.6	786.4
주당지표 (원)					
EPS	36,013	5,106	4,724	8,523	12,390
BPS	187,814	208,037	209,327	215,531	225,531
SPS	133,737	187,030	190,794	209,232	225,145
DPS	3,300	2,200	2,200	2,200	2,500

OCI홀딩스 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:백영찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소개의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	93.3%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	95.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	6.7%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	