Morning Meeting Notes

2025-11-12

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
한국금융지주(BUY/228,000) 3Q25 Review: 될놈될
OCI홀딩스(BUY/145,000) 진짜는 이제부터 시작
현대지에프홀딩스(BUY/9,900) 그룹 전반의 꾸준한 NAV 개선 추진. 배당도 관심

주식시장
국내 증시, 코스피는 상승 마감. 미국 연방정부 셧다운 종료 기대감과 AI 버블 우려 완화된 점이 상방 압력으로 작용. 젠슨 황 엔비디아 CEO가 GPU 수요 폭등으로 TSMC에 칩 추가 생산을 요청함에 따라 반도체 업종이 강세 지속. 다만, 환율이 장중 12.10원 급등하며 증시 상단을 제한
미국 증시는 혼조 마감. 장 초반, 셧다운 해제 기대감에 증시는 상승하였으나, 오후들어 기술주 중심으로 조정을 거치며 3대 지수는 엇갈리는 모습. 업종별로는 기술을 제외한 모든 업종 상승. 특징 종목으로는 AMD는 애널리스트 데이에서 총 연평균 성장률이 35%를 넘을 것으로 본다고 전망했으나 기술주 중심의 매도세에 휩쓸리며 주가가 2.65% 하락

금리&환율
국고채 금리는 하락 마감. 국고채는 외국인 순매수세 주도로 최근 약세 흐름을 일부 되돌리는 흐름. 국내 기관의 과매도세도 주춤하는 모습. 3년 국채선물은 외국인이 3,538계약 순매수했고 증권은 4,703계약 순매도
미국 채권시장은 재향군인의 날을 맞아 휴장
원/달러 환율은 전장대비 11.90원 오른 1,463.30원에 마감. 엔화 약세 속, 해외주식 투자 환전 수요에 환율은 상승
달러인덱스는 99.45로 하락. 미국 민간 고용지표의 부진으로 인해 달러는 약세 압력을 받는 모습. ADP에 따르면 지난 달 25일을 끝으로 4주 동안 미국의 민간 고용 예비치는 주 평균 1만1천250명 감소

Trump watch
트럼프, 셧다운 종료 타협안 "수용" 피력
미국 상원이 연방정부 셧다운(일시적 업무 정지)을 끝내기 위한 최종 논의에 들어간 가운데, 도널드 트럼프 미국 대통령은 10일(현지 시간) "아주 빠르게 나라를 열게 될 것"이라고 밝힘
트럼프 대통령은 이날 백악관에서 열린 주인도미국대사 취임 선서식에서 '상원에서 진행 중인 셧다운 합의안을 수용하느냐'는 기자 질문에 "그렇다"고 대답

New Publications
[자산배분] 2026년 자산배분 전략: 완만한 둔화, AI와 균형의 기회(2025-11-10)
[ESG] ESG Report - 주요 기업 분석 (2025-11-05)
[미국주식] 2026년 미국 연간전망 - 유동성 + AI = 버블은 필연 (2025-11-03)
[음식료](Overweight) 일본 음식료 기업 탐방기(2025-10-17)
[의료기기](Overweight) Less Pain More Gain - 미용시술의 대중화(2025-10-15)
[반도체](Overweight) Agentic AI시대로의 본격적인 진입(2025-09-30)
[게임/엔터](Overweight) 소프트파워 한일전(2025-09-30)
[전기전자/디스플레이](Overweight) 스마트 글래스, AI를 달고 비상(飛上)(2025-09-30)
[미국주식] 2025 美 외식 산업 - 'Fast'는 속도, 'Casual'은 전략(2025-09-26)
[2차전지] ESS 그리고 Tesla(2025-09-24)
[중국] 중국 상해, 심천, 광저우 탐방기 - "급변하는 세계 속에서 중국의 미래를 묻다"(2025-09-19)
[제약/바이오] 합성 치사와 저분자 항암제 - 어느 새부터 항체는 안 멋져(2025-09-15)

Rating, Target Price Changes

OCI홀딩스	BUY	124,000 원 ▷	BUY	145,000 원	(2025-11-12)
한국금융지주	BUY	202,000 원 ▷	BUY	228,000 원	(2025-11-12)
코스맥스	BUY	290,000 원 ▷	BUY	230,000 원	(2025-11-11)
클래시스	BUY	66,000 원 ▷	BUY	70,000 원	(2025-11-11)
한국앤컴퍼니	BUY	27,000 원 ▷	BUY	32,000 원	(2025-11-11)
한국콜마	BUY	130,000 원 ▷	BUY	94,000 원	(2025-11-10)
올릭스	BUY	125,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2025-11-10)
한국타이어앤테크놀로	BUY	55,000 원 ▷	BUY	67,000 원	(2025-11-10)
KT&G	BUY	170,000 원 ▷	BUY	180,000 원	(2025-11-07)
에이피알	BUY	280,000 원 ▷	BUY	310,000 원	(2025-11-07)
DL이앤씨	BUY	61,000 원 ▷	BUY	52,000 원	(2025-11-07)
롯데정밀화학	BUY	60,000 원 ▷	BUY	65,000 원	(2025-11-07)
NAVER	BUY	300,000 원 ▷	BUY	340,000 원	(2025-11-06)

외국인 순매수 / 국내기관 순매수

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전자	232,697	삼성전자	290,122
카카오	169,133	SK하이닉스	186,970
NAVER	61,774	LG에너지솔루션	106,426
에코프로	46,205	삼성전자우	81,599
에이피알	43,208	SK스퀘어	80,382

외국인 순매도 / 국내기관 순매도

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-437,049	현대로템	-100,516
하이브	-51,337	하이브	-99,885
SK스퀘어	-40,786	코스맥스	-93,174
현대로템	-25,966	에이피알	-74,788
파라다이스	-25,489	두산에너빌리티	-66,688

국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	4,106.39	+0.81	+15.29
대형주	4,257.19	+0.96	+16.82
중형주	3,764.87	-0.10	+7.73
소형주	2,464.29	-0.26	+1.63
KOSDAQ	884.27	-0.46	+4.28

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-11,607	-1,452	13,066
누적순매수(D-20)	28,648	-68,309	42,814

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	300,333	244,722	223,925

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	91.26	-0.31	+0.30
금융	778.76	-0.07	+12.72
운수장비	4,632.04	-1.10	+9.67
유통	462.80	+0.23	+9.87
음식료	4,495.25	-1.47	-1.98
의약품	17,482.08	-0.33	+11.30
전기전자	47,143.42	+2.29	+26.51
철강금속	6,022.62	-0.23	-7.85
화학	4,367.35	-0.06	+12.16
유틸리티	1,474.35	+5.92	+27.45
통신	484.92	-0.05	+2.33

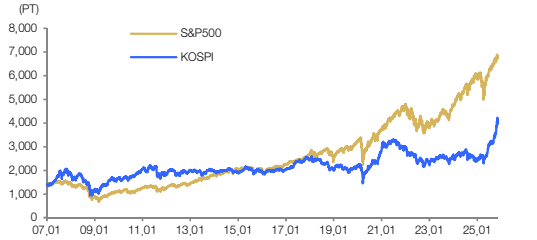
해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	6,846.62	+0.21	+3.04
NASDAQ	23,468.30	-0.25	+4.20
일본	50,842.93	-0.14	+8.53
중국	4,002.76	-0.39	+3.56
독일	24,096.25	+0.57	-0.58

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.83	-3.40	+29.80
국고채 (10년)	3.20	-2.90	+33.00
은행채AAA (3년)	3.03	-3.30	+29.40
미국국채 (2년)	3.59	휴장	+11.20
미국국채 (10년)	4.12	휴장	+8.40

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,463.30	+0.82	+2.26
원/백 엔	949.45	+0.76	+0.72
원/위안	205.50	+0.80	+2.51
달러/유로	1.16	+0.17	-0.20
위안/달러	7.12	-0.04	-0.30
엔/달러	154.12	+0.06	+1.52
Dollar Index	99.45	-0.12	+0.40

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	61.04	+1.51	+3.99
금 (usd/oz)	4,133.25	+0.27	-0.72
BDI	2,072.00	-1.52	-3.36
천연가스(NYMEX)	4.53	+4.31	+49.44

KOSPI, S&P 추이



본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

한국금융지주 (071050)

Analyst 장영임 yijang123@hmsec.com

3Q25 Review: 될놈될

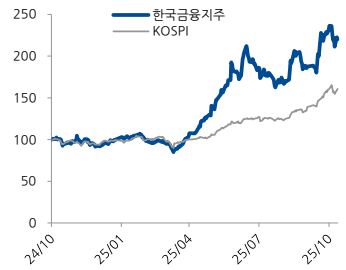
BUY	TP 228,000원
현재주가 (11/11)	169,800원
상승여력	34.3%
시가총액	9,462십억원
발행주식수	55,726천주
자본금/액면가	308십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	182,300원/65,400원
일평균 거래대금 (60일)	45십억원
외국인 지분율	36.59%
주요주주 지분율	
김남구 외 1인	21.30%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	16.7	24.9	101.7
상대주가(%p)	2.6	-2.2	26.6

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	31,994	25,864	202,000
After	34,129	29,051	228,000
Consensus	28,324	26,276	211,385
Cons. 차이	20.5%	10.6%	7.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 한국금융지주에 대해 투자의견 BUY 유지하며, 업종 내 Top Pick 유지
- 올해 우호적인 업황에서 수수료수익과 운용손익 두 개 축의 양호한 실적으로 동사의 높은 이익 체력을 확인. 3분기에도 어닝 서프라이즈 시현하며 올해 약 2조원에 달하는 순이익과 ROE 18.5% 전망. 반면, 12MF P/B 0.8배에 불과하여 밸류에이션 매력 유효
- IMA는 실사를 마치고 금융당국의 인가만을 남겨두며 점점 가시화되는 중. 내년 초부터 상품 출시 가능할 것으로 예상하며, 신규 조달 수단 및 이익 기여 사업으로 작용 전망
- 낮은 배당성향이 동사의 단점으로 거론되어 왔으나, 올해 순이익이 YoY +92% 성장함에 따라 배당성향을 유지하더라도 배당총액이 증가, 배당수익률 4.5% 전망

주요이슈 및 실적전망

- 3Q25 연결 지배주주순이익은 6,739억원(YoY +115.5%, QoQ +25.0%)으로 컨센서스 53% 상회. 3분기 연속 어닝 서프라이즈를 이어가며 업종 내 압도적인 이익 체력을 증명
- 3분기 실적 상회의 주요 배경은 1) 증권의 보유 펀드 청산에 따른 분배금 수익이 발생하며 배당/분배금 수익이 1,788억원(운용 자회사 배당 1,400억원 제외)을 기록하였으며, 2) 해외 펀드 내 한 종목의 상장에 따른 재평가이익이 발생하며 증권 연결에서 1,000억원, 한국투자파트너스에서 200억원 발생한 것이 주요
- 또한, 한국투자파트너스와 저축은행의 실적이 눈에 띄게 개선되며 연결 자회사의 실적 기여 지속. 앞서 언급한 재평가이익으로 한국투자파트너스가 207억원 (vs. 2분기 14억원), 한국투자저축은행은 충당금 적립 규모가 전분기 대비 축소되며 100억원 기록(vs. 2분기 -2억원). 이에 더해, 전분기에 이어 증시 호조로 카카오뱅크 매각대금 운용수익이 견조하게 지속되며 한투밸류자산운용 510억원 기여

주가전망 및 Valuation

- 3분기 호실적을 반영하여 2025년 연결 지배주주순이익을 1조 9,930억원(YoY +91.7%)으로 상향. 이에 목표주가는 기존 202,000원에서 228,000원으로 12.9% 상향
- 지속가능한 ROE 14.8%(2025F~2027F ROE 평균: 14.1%→14.8%), COE 10.3% (무위험수익률 2.5%, 리스크 프리미엄 5.9%, 베타 1.3, 기존과 동일)를 바탕으로 Target P/B 1.01배(기존 0.95배) 산출. 이를 12MF BPS 225,070원(기존 212,300원)에 적용하여 목표주가 228,000원을 도출

요약 실적 및 Valuation

구분	순영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	ROA (%)	배당수익률 (%)
2023	1,989	820	886	707	12,106	11.0	5.1	0.4	8.8	0.8	4.3
2024	2,635	1,200	1,399	1,040	17,805	47.1	4.0	0.4	11.5	1.0	5.6
2025F	3,938	2,366	2,712	1,993	34,129	91.7	5.0	0.8	18.5	1.7	4.5
2026F	3,736	2,129	2,324	1,696	29,051	-14.9	5.8	0.8	13.5	1.4	3.9
2027F	3,793	2,247	2,400	1,752	30,000	3.3	5.7	0.7	12.7	1.4	4.1

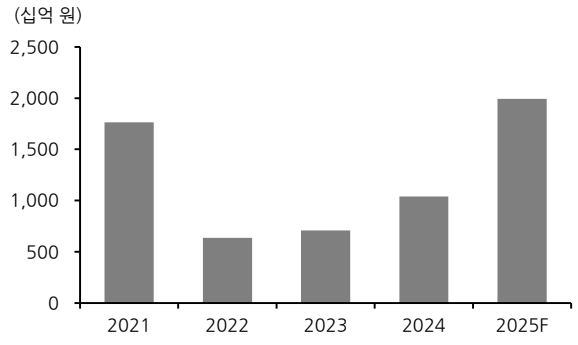
* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국금융지주 및 한국투자증권 주요 실적 (단위: 십억 원)

	3Q25P	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	2025F	2024	YoY
순영업수익	960	657	46.0%	787	22.0%	3,250	2,541	27.9%
수수료손익	327	242	35.3%	304	7.4%	1,208	976	23.8%
수수료수익	387	283	36.8%	357	8.3%	1,418	1,149	23.5%
위탁매매	158	107	47.7%	133	18.5%	574	436	31.6%
자산관리	54	37	46.1%	43	24.2%	193	143	35.5%
IB 및기타	175	138.9	25.9%	181	-3.1%	651	570	14.2%
수수료비용	60	41	45.8%	53	13.3%	210	173	21.6%
이자손익	210	130	61.6%	197	6.4%	768	530	44.8%
운용손익	408	241	69.4%	326	25.0%	1,284	866	48.3%
기타손익	16	45	-65.7%	-41	흑자전환	-10	168	적자전환
판매및관리비	299	269	10.9%	282	5.9%	1,111	1,000	11.1%
영업이익	661	388	70.6%	505	30.9%	2,139	1,540	38.9%
영업외손익	5	3	62.1%	107	-95.6%	119	-75	흑자전환
세전이익	666	390	70.5%	612	8.8%	2,257	1,464	54.2%
법인세비용	134	99	35.5%	176	-24.2%	520	269	92.8%
당기순이익(증권 별도)	532	292	82.4%	436	22.1%	1,738	1,195	45.4%
한국금융지주(연결)								
당기순이익	675	315	114.6%	540	25.0%	1,997	1,046	91.0%
지배주주순이익	674	313	115.5%	539	25.0%	1,993	1,040	91.7%

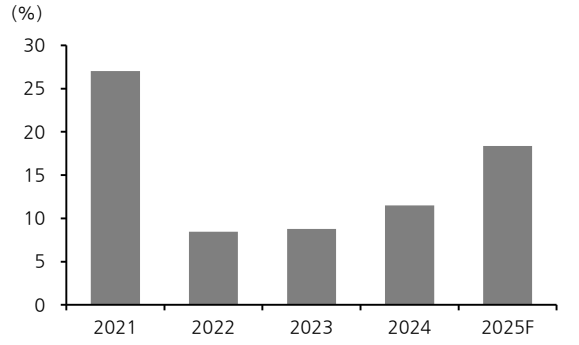
자료: 한국금융지주, 현대차증권

〈그림1〉 한국금융지주 연간 지배주주순이익 추정



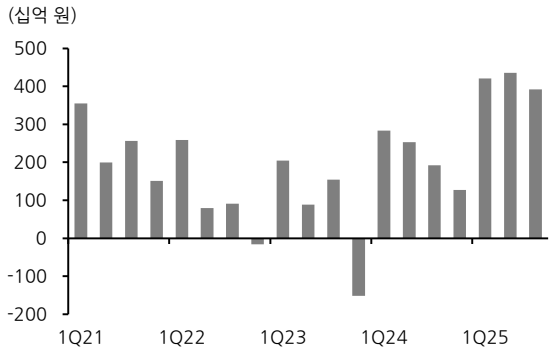
자료: 한국금융지주, 현대차증권

〈그림2〉 한국금융지주 연간 ROE 추정



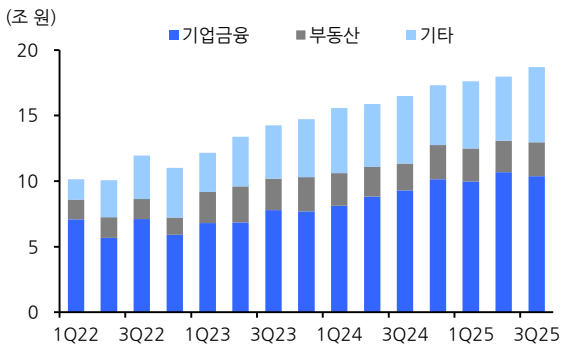
자료: 한국금융지주, 현대차증권

<그림3> 한국투자증권 분기별 별도 순이익 추이



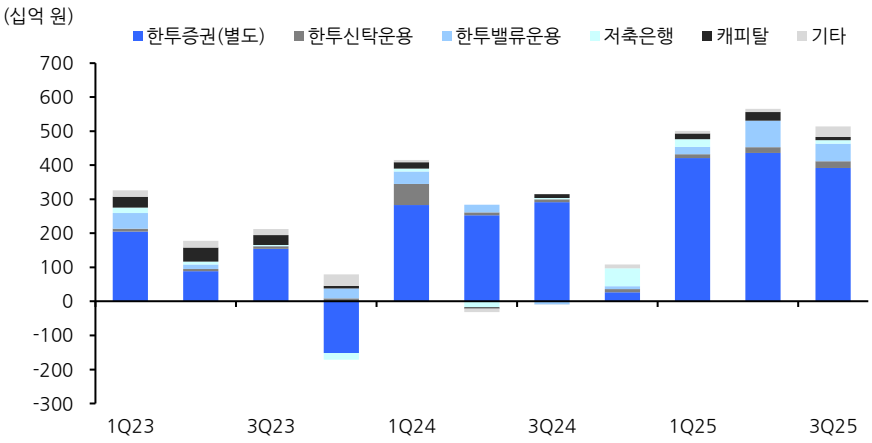
주: 자회사 운용사로부터 수취한 배당금 수익 제외함 (2023년 1조 6,650억원, 2024년 3,400억원, 2025년 3분기 YTD 1,850억원)
자료: 한국금융지주, 현대차증권

<그림4> 발행어음 잔고 추이



자료: 한국금융지주, 현대차증권

<그림5> 주요 자회사 실적 추이



주: 증권(별도)는 자회사 운용사로부터 수취한 배당금 수익 제외 (2023년 1.67조원, 2024년 3,400억원, 2025년 누적 1,850억원)
자료: 한국금융지주, 현대차증권

<표2> 한국금융지주 목표주가 산정

	내용	비고
Sustainable ROE(%)	14.8	2025F~2027F ROE 평균
자기자본비용(COE)(%)	10.3	무위험수익률 2.5%, 리스크 프리미엄 5.9%, 베타 1.3 적용
영구성장률(g)(%)	0.0	보수적으로 0% 가정
적정 P/B(배)	1.44	P/B = (ROE-g) / (COE-g)
Discount(%)	30.0	
Target P/B(배)	1.01	
12M Forward BPS(원)	225,070	
적정 주가(원)	227,632	
목표 주가(원)	**228,000**	
전일 종가(원)	169,800	2025.11.11 종가
상승여력(%)	34.3	
투자의견	**BUY**	

자료: Fnguide, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서(증권 별도)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
순영업수익	3,104	2,541	3,250	2,985	3,039
수수료손익	844	976	1,208	1,260	1,309
수수료수익	1,004	1,149	1,418	1,478	1,535
위탁매매	367	436	574	605	637
자산관리	124	143	193	202	209
IB및기타	514	570	651	671	689
수수료비용	160	173	210	218	226
이자손익	364	530	768	783	812
운용손익	2,266	866	1,284	964	937
기타손익	-370	168	-10	-21	-19
판매및관리비	796	1,000	1,111	1,086	1,117
영업이익	2,308	1,540	2,139	1,899	1,922
영업외손익	-286	-75	119	35	45
세전이익	2,022	1,464	2,257	1,934	1,967
법인세비용	62	269	520	473	492
순이익(별도)	1,960	1,195	1,738	1,461	1,475

(단위: 십억 원)

손익계산서(지주 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
순영업수익	1,989	2,635	3,938	3,736	3,793
수수료손익	1,040	1,225	1,500	1,563	1,614
이자손익	980	1,255	1,556	1,586	1,618
운용손익	603	235	1,129	863	838
기타손익	-634	-80	-248	-276	-277
판매및관리비	1,169	1,435	1,572	1,607	1,546
영업이익	820	1,200	2,366	2,129	2,247
영업외손익	65	199	346	195	152
세전이익	886	1,399	2,712	2,324	2,400
법인세비용	178	353	714	623	643
당기순이익	708	1,046	1,997	1,701	1,756
지배순이익	707	1,040	1,993	1,696	1,752

(단위: %)

전년 대비 성장성(지주)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
순영업수익	13.4	32.5	49.4	-5.1	1.5
수수료손익	-10.5	17.8	22.5	4.2	3.2
이자손익	-12.2	28.0	24.0	1.9	2.0
운용손익	흑전	-61.0	380.5	-23.6	-2.9
기타손익	적지	적지	적지	적지	적지
판매및관리비	-3.2	22.8	9.5	2.2	-3.8
영업이익	50.3	46.2	97.2	-10.0	5.6
당기순이익	10.7	47.7	91.0	-14.8	3.3
지배순이익	11.0	47.1	91.7	-14.9	3.3
자산총계	11.1	13.9	12.3	1.9	4.7
부채총계	11.3	13.8	11.2	1.0	4.0
자본총계	9.6	15.3	23.3	10.2	10.3
비지배주주지분	9.0	15.3	23.5	10.3	10.4

(단위: 십억 원)

재무상태표(지주 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
자산총계	95,901	109,220	122,602	124,931	130,753
현금 및 예치금	9,723	11,178	12,750	11,940	12,045
FVPL 금융자산	53,724	64,823	73,180	75,126	79,219
FVOCI 금융자산	5,183	2,362	3,162	3,235	3,414
AC 금융자산	22,214	25,090	27,932	28,593	29,391
종속및관계기업투자	4,260	4,831	4,589	5,091	5,785
유형자산	368	483	488	495	499
무형자산	169	165	189	196	205
기타자산	260	288	311	255	195
부채총계	87,456	99,486	110,602	111,703	116,164
예수부채	13,656	16,139	19,163	20,006	21,709
차입부채 및 사채	52,026	59,733	63,944	65,011	67,262
FVPL 금융부채	15,473	16,702	18,859	19,404	20,395
매도파생결합증권	10,320	10,173	12,402	13,456	14,412
기타부채	6,301	6,911	8,637	7,282	6,799
자본총계	8,445	9,735	11,999	13,228	14,589
지배주주지분	8,374	9,651	11,914	13,143	14,504
자본금	308	308	308	308	308
자본잉여금	608	608	184	184	184
신종자본증권	0	0	498	498	498
이익잉여금	7,151	8,036	10,241	11,487	12,853
기타자본	306	699	684	666	661
비지배주주지분	71	84	85	85	85

순영업수익 구성(증권)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수수료손익	27.2%	38.4%	37.2%	42.2%	43.1%
Brokerage	9.2%	13.6%	14.2%	16.3%	16.9%
WM	3.5%	4.9%	5.2%	6.0%	6.1%
IB및기타	14.4%	20.0%	17.7%	19.9%	20.1%
이자손익	11.7%	20.9%	23.6%	26.2%	26.7%
운용손익	73.0%	34.1%	39.5%	32.3%	30.8%
기타손익	-11.9%	6.6%	-0.3%	-0.7%	-0.6%

(단위: %)

주요 지표(연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
수익성(%)					
ROE(지배)	8.8	11.5	18.5	13.5	12.7
ROA(지배)	0.8	1.0	1.7	1.4	1.4
판관비용률	58.8	54.5	39.9	43.0	40.8
투자지표(원)					
EPS(지배)	12,106	17,805	34,129	29,051	30,000
BPS(지배)	143,39	165,26	204,02	225,07	248,37
DPS(보통주)	2,650	3,980	7,700	6,600	6,900
Valuation					
P/E(X)	5.1	4.0	5.0	5.8	5.7
P/B(X)	0.4	0.4	0.8	0.8	0.7
배당성향(%)	21.9	22.3	22.5	22.7	23.0
배당수익률(보통주, %)	4.3	5.6	4.5	3.9	4.1

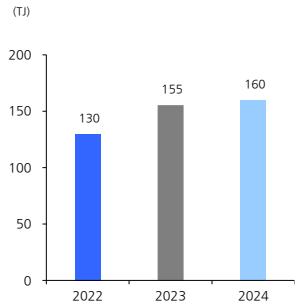
** K-IFRS 별도 및 연결기준*

ESG Index & Summary Report

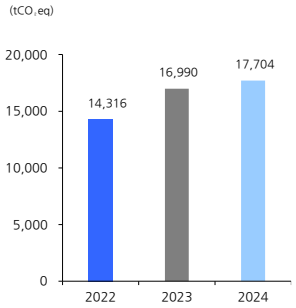
<그림1> 한국금융지주 주요 ESG INDEX

환경(E)

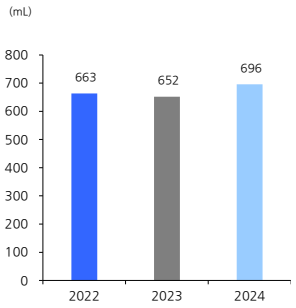
에너지 사용량



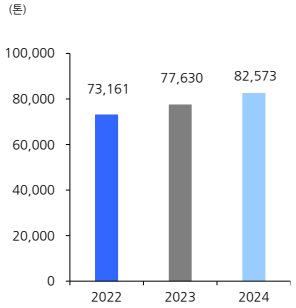
온실가스 총배출량



폐기물 배출량

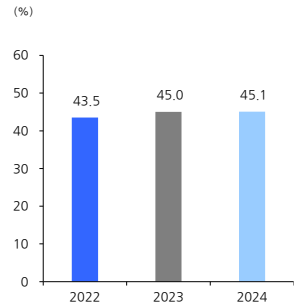


용수 사용량

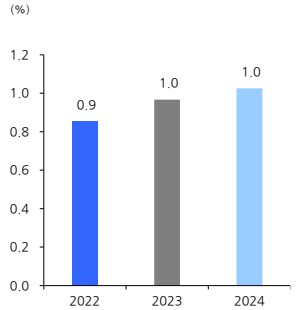


사회(S)

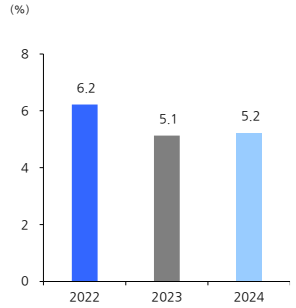
여성 임직원 비율



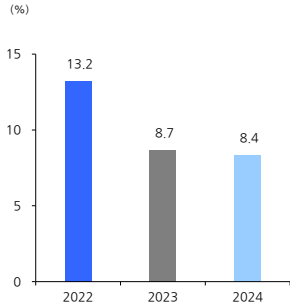
장애인 직원 비율



이직률

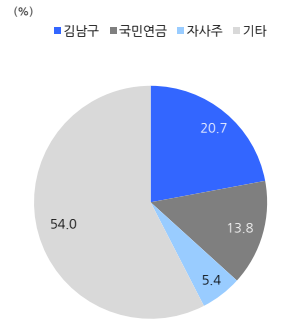


신규채용률

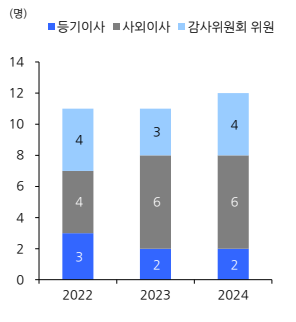


지배구조(G)

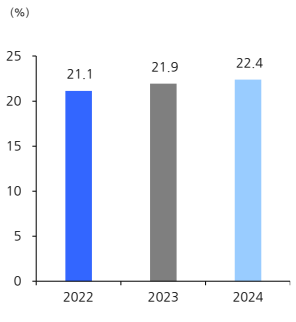
주주구성 현황



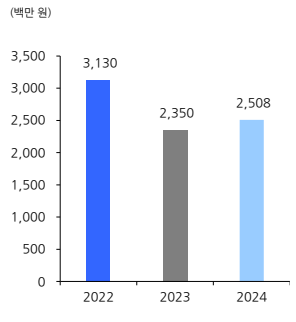
이사회 구성



현금배당성향



이사 및 감사보수 지급액(총액)



자료: 한국금융지주 지속가능경영보고서, 현대차증권

〈그림2〉 한국금융지주 ESG Summary Report (1)

한국금융지주

종목코드: 071050

NICE 산업분류: 지주회사

NICE신용평가

Corporate ESG Summary

평가일: 2025.07.10

기업ESG등급		S	A	B	C	D
A	환경(E)	S	A	**B**	C	D
	사회(S)	S	A	**B**	C	D
	지배구조(G)	S	**A**	B	C	D

송미경 실장 02.2014.6216 mksong@nicerating.com

최영록 수석연구원 02.2014.6228 youngchoi@nicerating.com

한국투자금융지주의 기업 ESG 평과결과는 '우수'

주요 자회사 부문별 평가결과 및 회사의 부문별 등급

환경 (E)	B	한국투자증권 [비상장]	S	**A**	B	C	D
		한국투자캐피탈 [비상장]	S	A	B	**C**	D
		한국투자저축은행 [비상장]	S	A	**B**	C	D
			S	A	B	C	D
		종합	S	A	**B**	C	D
사회 (S)	B	한국투자증권 [비상장]	S	A	**B**	C	D
		한국투자캐피탈 [비상장]	S	A	**B**	C	D
		한국투자저축은행 [비상장]	S	A	**B**	C	D
			S	A	B	C	D
		종합	S	A	**B**	C	D
지배구조 (G)	A	한국투자증권 [비상장]	**S**	A	B	C	D
		한국투자캐피탈 [비상장]	S	A	**B**	C	D
		한국투자저축은행 [비상장]	S	A	B	**C**	D
			S	A	B	C	D
		종합	S	**A**	B	C	D

주: 순수지주회사의 ESG 등급은 주요 자회사 평가결과에 가중치를 감안하여 도출됨

자료: NICE신용평가, 현대차증권

<그림3> 한국금융지주 ESG Summary Report (2)

【기업ESG 평가등급의 정의】

등 급	정 의
S	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [매우 우수]한 수준임
A	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [우수]한 수준임
B	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [양호]한 수준임
C	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [미흡]한 수준임
D	환경, 사회, 지배구조 측면의 경영활동 계획 및 이행실적과 환경, 사회, 지배구조 관련 위험 및 기회에 대한 대응능력 등이 [매우 미흡]한 수준임

○ **Disclaimer**

본 기업ESG기본평가는 NICE신용평가㈜의 기업ESG 평가방법론에 의거하여 수행되었습니다.

NICE신용평가㈜가 제공하는 기업 ESG 기본평가는 ESG 요소가 사업 및 재무적으로 기업에 미치는 영향과 이와 관련한 기업의 대응 수준, ESG 경영활동 성과 등에 대한 NICE신용평가㈜ 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견입니다. 본 기업 ESG 기본평가는 평가대상 기업의 의뢰에 기반하지 않으며, 평가대상 기업의 자료 제출, 의견 소명 등의 절차를 갖지 않습니다.

NICE신용평가㈜는 기업 ESG 기본평가의 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 각종 공개/공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있습니다. 다만, NICE신용평가㈜는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가㈜는 기업 ESG 기본평가시 활용된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다.
또한, NICE신용평가㈜는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 평가결과 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가㈜의 평가결과와 발간물은 예상치 못한 환경변화 및 정부 정책의 변동 등에 따라 영향을 받을 수 있습니다.
또한, 평가결과와 발간물은 사실의 진술이 아니라, 기업의 ESG경영성과 등에 대한 NICE신용평가㈜의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자의사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 평가결과와 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보 이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

NICE 신용평가㈜에서 작성한 본 보고서에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE 신용평가㈜의 소유입니다.
따라서 NICE 신용평가㈜의 사전 서면동의 없이는 본 보고서 내용의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.

특히, 본 보고서의 전부 또는 일부가 NICE신용평가㈜의 사전 서면동의 없이 기재 또는 첨부되어서는 안되며,
NICE신용평가㈜는 이로 인해 발생하는 어떠한 민형사상 책임을 지지 않습니다.

자료: NICE신용평가, 현대차증권

OCI홀딩스 (010060)

Analyst 강동진 dongjin.kang@hmsec.com

진짜는 이제부터 시작

BUY **TP 145,000원**

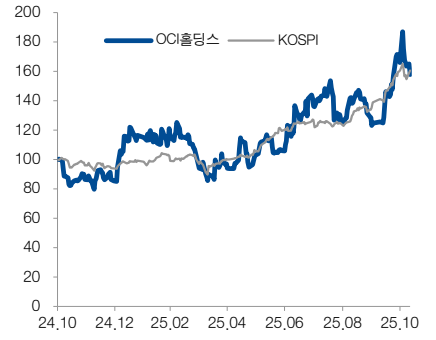
현재주가 (11/11)	108,600원
상승여력	33.5%
시가총액	2,043십억원
발행주식수	18,815천주
자본금/액면가	107십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	128,600원/54,900원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인 지분율	20.65%
주요주주 지분율	
이화영 외 27 인	30.36%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	25.5	9.9	62.1
상대주가(%p)	10.4	-14.2	1.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	-862	11,804	124,000
After	-4,433	11,569	145,000
Consensus	-1,227	14,332	122,500
Cons. 차이	261.3%	-19.3%	18.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3Q25 실적은 당사 전망 및 컨센서스를 하회. 4Q25부터 턴어라운드 시작
- 기존 TP 124,000원은 당초 '26년 BPS 전망치인 212,644원에 동사 실적 개선 시점인 2021~2023년 평균 P/B multiple 0.58x 적용. 신규 TP 산출 위한 Valuation 방법 SOTP로 변경. 이는 1)사업구조가 폴리실리콘 중심에서 폴리실리콘-웨이퍼 수직 계열화가 강화될 전망이고, 2)동사가 보유한 Solar/BESS 개발 가치가 영업이익 기준 6,000억원에 이를 정도이나 현재 주가는 이를 반영하고 있지 못하기 때문
- TP 145,000원으로 상향. OCITS 사업가치, '26년 기준 Global Peer 평균 EV/EBITDA multiple 11.0x를 EBITDA 추정치 1,963억원에 적용하여 2.160조원으로 추정. OCI는 시가총액 5,318억원에 지분율 47%, 통상적인 지주사 할인율 60% 적용 0.1조원으로 추정. 에너지사업 가치(OCI Energy + OCI SE + MSE 등)는 OCI Energy가 주로 영위하는 Solar / ESS 프로젝트 개발 / 매각 사업 영위하는 Peer 찾을 수 없어 통상적인 제조업 EV/EBITDA multiple 4~7x 하단인 4.0x를 적용하여 0.949조원으로 추정. 3Q25에 220MW 프로젝트 매각 통해 매출액 270억원, OPM 80% 기록한 것으로 추정. 동사가 보유한 Solar 3.2GW / ESS 3.4GW 파이프라인 단순 환산 시 매출액 8,000억원, 영업이익 약 6,000억원 수준. 지속적인 프로젝트 개발 / 매각 영위하고, OCI SE(새만금 열병합 발전소), MSE 등의 사업까지 포함하고 있음 감안 시, 무리한 수준 아니라고 판단. DCRE 사업은 사업비 5.7조원, EBITDA 마진율 10% 가정. 2030년 사업 완료를 반영하여 동사 WACC 8.5%로 4년간 할인. 발행주식수에서 동사가 공시한 자사주 소각 144,685주 반영하여 TP 산정

주요이슈 및 실적전망

- UFLPA 규제 강화로 비중국 소재 수요 증가하며 4Q25 턴어라운드. '26년부터 non-PFE 규제 강화로 비중국 소재 수요 더욱 강해질 것. 향후 Section 232 조사 결과에 따라 비중국 폴리실리콘 판가 상승 요인 역시 충분. 이 경우 '26년 전망치 상향 가능
- 웨이퍼 사업, M&A 승인 이후 정상 가동 시 실적 반영 예정. 2.7GW Capa 기준 연간 매출액 2,000억원 OPM 15% 내외 추정. 추가 Capa 가동시 '27년에 동일한 규모로 반영될 것. 비중국 프리미엄 부각 가능성 높아 수익성 상향 가능성도 충분

주가전망 및 Valuation

- 중국산 규제 강화가 주가 모멘텀이 될 전망. 장기적으로는 반도체 소재 부각 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,650	531	714	641	36,002	-2.5	2.9	0.6	3.0	18.7	3.1
2024	3,577	102	98	296	5,005	-86.1	11.7	0.3	8.2	2.5	3.7
2025F	3,540	-28	-84	222	-4,433	적전	NA	0.5	16.7	-2.2	1.9
2026F	4,173	350	218	641	11,569	흑전	9.4	0.5	6.5	5.6	1.9
2027F	4,181	391	243	718	12,895	11.5	8.4	0.5	5.9	6.0	1.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 OCI홀딩스 3분기 잠정실적 요약 (단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q25P	3Q24	2Q25	(YoY)	(QoQ)	3Q25	대비	3Q25	대비
매출액	845.1	908.8	776.2	-7.0%	8.9%	976.7	-13.5%	912.5	-7.4%
영업이익	-53.3	20.5	-80.3	적전	적지	27.6	N/A	18.3	N/A
영업이익률	-6.3%	2.3%	-10.4%	-8.6%p	4.0%p	2.8%	-9.1%p	2.0%	-8.3%p
세전이익	-115.0	-22.1	-84.8	적지	적지	16.3	N/A	1.4	N/A
지배지분순이익	-36.4	-21.2	-76.6	적지	적지	11.3	N/A	6.0	N/A

자료: OCI홀딩스, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 OCI홀딩스 실적 추정 변경 (단위: 십억원)

	2025F					2026F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	3,540.4	3,749.5	-5.6%	3,559.5	-0.5%	4,173.4	4,095.4	1.9%	4,085.8	2.1%
영업이익	-28.2	82.5	N/A	53.1	N/A	350.5	351.7	-0.3%	396.8	-11.7%
영업이익률	-0.8%	2.2%	-3.0%p	1.5%	-2.3%p	8.4%	8.6%	-0.2%p	9.7%	-1.3%p
지배지분순이익	-83.6	-16.3	N/A	-23.1	N/A	217.7	222.1	-2.0%	269.7	-19.3%

자료: OCI홀딩스, Fnguide, 현대차증권

〈표3〉 OCI홀딩스 SOTP Valuation (단위: 십억원)

		2026F EBITDA	사업가치	산 정 기 준	비 고
OCITS	(십억 원)	196	2,160	26 년 추정 EBITDA 11.0x	Global 태양광 Peer 평균
OCI	(십억 원)		100	보유지분 및 시가총액 감안	지분율 47%, 시가총액 5,318 억원, 지주사 할인 60% 반영
에너지 사업 등	(십억 원)	237	949	26 년 추정 EBITDA 4.0x	태양광/ESS 프로젝트 개발 및 매각 사업, 발전사업이 주 사업구조상 Peer 찾기 어려워 통상적인 제조업 EV/EBITDA Multiple 4~7x 하단 수준인 4.0x 적용 동사 프로젝트 Solar 3.2GW/ESS 3.4GW 파이프라인 가치 매출기준 약 8,000 억원, 영업이익 기준 6,000 억원 수준으로 추정. 영속적인 사업이라고 가정 할때, 발전사업을 포함한 동 사업가치 0.949 조원은 무리하지 않다는 판단
DCRE	(십억 원)		308	사업비 5.7 조원. EBITDA 마진 10% 가정 할인율 8.5%로 4 년간 할인. 2030 년 종료 가정	세후순영업이익 시간가치로 할인해서 반영
순차입금	(십억 원)		795	2026 년말 기준 추정 OCI 순차입금 제외	OCI 순차입금 4,420 억 제외. OCI 가치는 지분가치로 반영
EV			**3,517**		
추정 적정 시가총액			2,722		
발행주식수	(백만 주)		18,670		발행주식수에서 자사주 소각 144,685 주 차감
적정주가			**145,782**	**목표주가 145,000 원**	

자료: OCI홀딩스, 현대차증권

〈표4〉 OCI홀딩스 상세 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2024	2025F	2026F	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F
매출	3,577.4	3,540.4	4,173.4	865.0	949.9	908.8	853.9	946.5	776.2	845.1	970.9
% QoQ	-	-	-	34.0%	9.8%	-4.3%	-6.0%	10.8%	-18.0%	8.9%	14.9%
% YoY	35.0%	-1.0%	17.9%	20.2%	59.8%	31.7%	32.3%	9.4%	-18.3%	-7.0%	13.7%
OCITS(폴리실리콘)	497.2	450.8	807.1	161.2	176.0	65.0	95.0	112.0	39.0	132.0	167.8
% QoQ	-	-	-	-25.9%	9.2%	-63.1%	46.2%	17.9%	-65.2%	238.5%	27.1%
% YoY	-47.0%	-9.3%	79.0%	-40.0%	-16.0%	-73.3%	-56.3%	-30.5%	-77.8%	103.1%	76.6%
OCI SE(발전)	350.5	316.0	336.0	90.5	83.0	98.0	79.0	88.0	81.0	72.0	75.0
% QoQ	-	-	-	7.1%	-8.3%	18.1%	-19.4%	11.4%	-8.0%	-11.1%	4.1%
% YoY	-10.9%	-9.8%	6.3%	-18.3%	-4.7%	-11.6%	-6.5%	-2.8%	-2.4%	-26.5%	-5.1%
OCI Enter.(미국모듈)	176.2	233.0	260.0	53.2	36.0	55.0	32.0	68.0	44.0	61.0	60.0
% QoQ	-	-	-	45.8%	-32.3%	52.8%	-41.8%	112.5%	-35.3%	38.6%	-1.6%
% YoY	-29.0%	32.2%	11.6%	-39.9%	-47.4%	0.2%	-12.3%	27.8%	22.2%	10.9%	87.5%
DCRE(도시개발)	532.6	511.0	521.2	150.6	107.0	124.0	151.0	148.0	88.0	105.0	170.0
% QoQ	-	-	-	-19.6%	-29.0%	15.9%	21.8%	-2.0%	-40.5%	19.3%	61.9%
% YoY	-7.5%	-4.1%	2.0%	45.6%	-12.9%	-23.6%	-19.3%	-1.7%	-17.8%	-15.3%	12.6%
OCI	2,050.1	2,042.0	2,255.0	375.1	566.0	589.0	520.0	539.0	527.0	476.0	500.0
% QoQ	-	-	-	-	50.9%	4.1%	-11.7%	3.7%	-2.2%	-9.7%	5.0%
% YoY	-	-0.4%	10.4%	-	-	-	-	43.7%	-6.9%	-19.2%	-3.8%
영업이익	101.8	-25.6	350.5	99.5	89.6	20.5	-107.8	48.7	-77.7	-53.3	56.8
% YoY	-80.8%	-125.1%	흑전	-51.1%	-32.1%	-84.3%	적전	-51.0%	적전	적전	흑전
OPM	2.8%	-0.7%	8.4%	11.5%	9.4%	2.3%	-12.6%	5.1%	-10.0%	-6.3%	5.8%
OCITS(폴리실리콘)	72	-88	196	37.4	56.0	6.0	-27.0	12.0	-74.0	-65.0	39.5
OPM	14.6%	-19.4%	24.3%	23.2%	31.8%	9.2%	-28.4%	10.7%	-189.7%	-49.2%	23.5%
OCI SE(발전)	61	14	24	15.7	13.0	25.0	7.0	7.2	3.0	2.0	2.2
OPM	17.3%	4.6%	7.2%	17.3%	15.7%	25.5%	8.9%	8.2%	3.7%	2.8%	3.0%
OCI Enter.	-20	10	28	4.1	-10.0	7.0	-21.0	9.0	-10.0	13.0	-2.0
OPM	-11.3%	4.3%	10.8%	7.7%	-27.8%	12.7%	-65.6%	13.2%	-22.7%	21.3%	-3.3%
DCRE(도시개발)	-142	38	26	20.1	10.0	-32.0	-140.0	18.0	-5.0	13.0	11.9
OPM	-26.6%	7.4%	5.0%	13.3%	9.3%	-25.8%	-92.7%	12.2%	-5.7%	12.4%	7.0%
OCI	103	10	101	31.3	34.0	18.0	20.0	10.0	-2.0	-10.0	11.5
OPM	5.0%	0.5%	4.5%	8.3%	6.0%	3.1%	3.8%	1.9%	-0.4%	-2.1%	2.3%
세전이익	175.6	-125.4	314.1	209.9	91.2	-22.1	-103.3	28.8	-84.8	-115.0	45.7
지배순이익	97.7	-83.6	217.7	175.0	16.5	-21.2	-72.6	-2.2	-76.6	-36.4	31.7

자료: OCI홀딩스, 현대차증권

<표5> 주요 글로벌 태양광 기업 Global Peer Valuation (단위: 백만$, X, %)

기업명		매출액	영업이익	순이익	EBITDA	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
JINKOSOLAR HOLDING CO-ADR	23	16,760	1,293	1,051	2,402	12.0	2.6	7.0	24.4
	24	12,844	71	14	1,146	N/A	2.2	N/A	-16.3
	25F	10,226	-439	-479	619	N/A	2.2	18.6	-10.7
	26F	12,251	275	177	1,285	45.2	2.1	8.9	4.2
	27F	13,225	605	455	1,706	19.8	1.9	6.7	9.4
CANADIAN SOLAR INC	23	7,614	453	274	785	6.0	0.7	5.6	12.2
	24	5,993	-30	36	496	N/A	0.8	N/A	-0.3
	25F	5,810	69	-114	619	N/A	0.7	12.5	-3.8
	26F	6,980	222	27	709	59.3	0.7	10.9	1.3
	27F	7,864	330	74	890	22.5	0.6	8.7	3.8
TRINA SOLAR CO LTD-A	23	16,015	857	780	1,314	11.2	2.0	10.0	19.1
	24	11,151	-448	-478	332	N/A	2.2	N/A	-26.7
	25F	9,928	-671	-630	329	N/A	2.2	36.2	-19.3
	26F	11,948	235	141	1,099	47.9	2.1	10.8	6.0
	27F	14,162	604	475	1,612	14.2	1.8	7.4	12.9
FIRST SOLAR INC	23	3,319	857	831	1,177	20.4	2.8	14.4	13.3
	24	4,206	1,394	1,292	1,832	19.8	3.2	13.7	16.9
	25F	5,097	1,630	1,568	2,152	18.7	3.1	12.9	18.0
	26F	6,139	2,579	2,375	3,173	12.1	2.5	8.8	22.7
	27F	7,018	3,300	3,020	3,892	9.4	2.0	7.1	23.3
TONGWEI CO LTD-A	23	19,644	3,255	1,917	4,178	8.3	1.8	5.1	22.2
	24	12,778	-903	-978	358	N/A	2.7	N/A	-17.5
	25F	12,852	-907	-838	952	N/A	2.9	30.0	-13.5
	26F	15,878	477	224	2,279	65.7	2.7	12.6	4.0
	27F	17,634	1,034	688	2,851	23.5	2.5	10.0	10.5
GCL TECHNOLOGY HOLDINGS LTD	23	4,759	1,149	354	1,622	11.9	0.7	3.7	5.9
	24	2,097	-690	-660	-132	N/A	1.0	N/A	-13.0
	25F	1,967	-199	-222	300	N/A	1.0	27.2	-4.4
	26F	2,652	286	160	764	34.2	1.0	10.7	3.3
	27F	3,160	576	383	1,058	14.0	0.9	7.7	7.3
DAQO NEW ENERGY CORP	23	2,308	783	430	932	4.6	0.4	0.8	9.0
	24	1,029	-564	-345	-358	N/A	0.5	N/A	-7.6
	25F	758	-301	-184	-92	N/A	0.6	N/A	-4.3
	26F	1,117	-81	-36	141	N/A	0.5	13.2	-0.7
	27F	1,357	120	91	360	24.9	0.5	5.2	2.7
JA SOLAR TECHNOLOGY CO LTD-A	23	11,517	1,105	994	1,620	9.7	1.9	8.4	22.5
	24	9,739	-613	-647	235	N/A	2.2	N/A	-28.1
	25F	7,674	-598	-556	212	N/A	2.1	51.3	-16.4
	26F	9,143	99	73	894	115.0	2.1	12.2	3.3
	27F	10,450	441	347	1,260	20.5	1.9	8.6	8.9

자료: Bloomberg, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,650	3,577	3,540	4,173	4,181
증가율 (%)	-4.3	35.0	-1.0	17.9	0.2
매출원가	1,939	3,116	3,142	3,295	3,262
매출원가율 (%)	73.2	87.1	88.8	79.0	78.0
매출총이익	710	461	398	878	919
매출이익률 (%)	26.8	12.9	11.2	21.0	22.0
증가율 (%)	-21.5	-35.1	-13.7	120.6	4.7
판매관리비	179	360	427	527	528
판관비율(%)	6.8	10.1	12.1	12.6	12.6
EBITDA	641	296	222	641	718
EBITDA 이익률 (%)	24.2	8.3	6.3	15.4	17.2
증가율 (%)	-28.9	-53.8	-25.0	188.7	12.0
영업이익	531	102	-28	350	391
영업이익률 (%)	20.0	2.9	-0.8	8.4	9.4
증가율 (%)	-29.4	-80.8	적전	흑전	11.7
영업외손익	-35	54	-105	-37	-41
금융수익	120	182	86	22	17
금융비용	59	161	119	59	58
기타영업외손익	-96	33	-72	0	0
종속/관계기업관련손익	38	20	8	0	0
세전계속사업이익	533	176	-125	314	350
세전계속사업이익률	20.1	4.9	-3.5	7.5	8.4
증가율 (%)	-29.3	-67.0	적전	흑전	11.5
법인세비용	75	62	10	72	81
계속사업이익	458	114	-136	242	270
중단사업이익	252	0	0	0	0
당기순이익	710	114	-136	242	270
당기순이익률 (%)	26.8	3.2	-3.8	5.8	6.5
증가율 (%)	-19.1	-83.9	적전	흑전	11.6
지배주주지분 순이익	714	98	-84	218	243
비지배주주지분 순이익	-3	16	-52	24	27
기타포괄이익	-42	290	-85	0	0
총포괄이익	668	404	-221	242	270

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,994	4,763	4,016	3,895	3,842
현금성자산	1,214	1,143	683	180	157
단기투자자산	182	250	0	0	0
매출채권	146	413	432	488	484
재고자산	1,732	2,345	2,427	2,748	2,723
기타유동자산	383	479	131	136	135
비유동자산	1,962	3,330	3,776	4,156	4,423
유형자산	1,176	2,374	2,680	3,015	3,308
무형자산	27	155	175	150	130
투자자산	565	448	579	648	643
기타비유동자산	194	353	342	343	342
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,957	8,094	7,792	8,051	8,265
유동부채	880	1,901	1,648	1,711	1,744
단기차입금	384	507	508	508	508
매입채무	246	411	399	452	448
유동성장기부채	31	569	355	355	395
기타유동부채	219	414	386	396	393
비유동부채	1,262	1,357	1,589	1,584	1,537
사채	0	137	199	199	199
장기차입금	1,040	755	725	685	645
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	222	465	665	700	693
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,142	3,258	3,237	3,295	3,281
지배주주지분	3,721	3,980	3,767	3,944	4,145
자본금	107	107	107	107	107
자본잉여금	902	906	906	906	906
자본조정 등	-920	-924	-912	-912	-912
기타포괄이익누계액	57	349	269	269	269
이익잉여금	3,576	3,542	3,396	3,573	3,775
비지배주주지분	94	856	788	812	839
자본총계	3,815	4,836	4,555	4,756	4,984

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	674	116	582	246	613
당기순이익	710	114	-136	242	270
유형자산 상각비	107	164	218	265	307
무형자산 상각비	3	31	32	25	20
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-38	-250	398	-286	16
기타	-108	57	70	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-535	-108	-620	-669	-595
투자자산의 감소(증가)	-190	114	-127	-69	5
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-152	-357	-441	-600	-600
기타	-194	134	-53	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-178	-178	-390	-80	-41
차입금의 증가(감소)	176	-285	-30	-40	-40
사채의증가(감소)	-157	137	63	0	0
자본의 증가	88	4	0	0	0
배당금	-60	-78	-53	-41	-41
기타	-225	44	-370	1	40
기타현금흐름	7	99	-32	0	0
현금의증가(감소)	-32	-71	-460	-503	-23
기초현금	1,246	1,214	1,143	683	180
기말현금	1,214	1,143	683	180	157

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	35,842	5,827	-7,193	12,855	14,328
EPS(지배순이익 기준)	36,002	5,005	-4,433	11,569	12,895
BPS(자본총계 기준)	192,550	252,808	242,101	252,772	264,917
BPS(지배지분 기준)	187,814	208,037	200,240	209,626	220,337
DPS	3,300	2,200	2,200	2,200	2,200
P/E(당기순이익 기준)	3.0	10.1	NA	8.4	7.6
P/E(지배순이익 기준)	2.9	11.7	NA	9.4	8.4
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.2	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	3.0	8.2	16.7	6.5	5.9
배당수익률	3.1	3.7	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-2.6	-83.7	적전	흑전	11.5
EPS(지배순이익 기준)	-2.5	-86.1	적전	흑전	11.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	18.2	2.6	-2.9	5.2	5.5
ROE(지배순이익 기준)	18.7	2.5	-2.2	5.6	6.0
ROA	11.2	1.6	-1.7	3.1	3.3
안정성 (%)					
부채비율	56.1	67.4	71.1	69.3	65.8
순차입금비율	순현금	9.3	17.0	26.0	25.3
이자보상배율	27.3	2.6	NA	6.0	6.7

** K-IFRS 연결 기준*

현대지에프홀딩스 (005440)

Analyst 김한이 haneykim@hmsec.com

그룹 전반의 꾸준한 NAV 개선 추진. 배당도 관심

BUY **TP 9,900원**

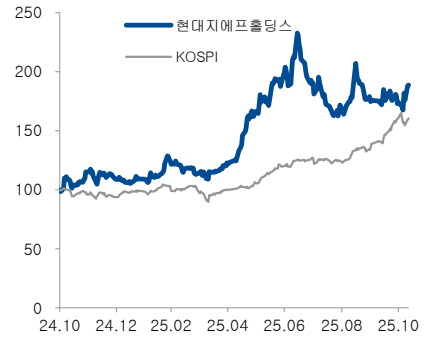
현재주가 (11/11)	8,470원
상승여력	16.9%
시가총액	1,321십억원
발행주식수	155,904천주
자본금/액면가	79십억원/500원
52주 최고가/최저가	10,440원/4,545 원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인 지분율	5.30%
주요주주 지분율	
정지선 외 2 인	77.15%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	7.8	5.6	51.8
상대주가(%p)	-5.2	-17.5	-4.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	2,612	1,746	9,900
After	3,234	2,404	9,900
Consensus	2,359	1,724	10,120
Cons. 차이	37.1%	39.4%	-2.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 투자의견 BUY, TP 9,900원 유지. 현재 NAV 2.0조원, TP 에 내재된 할인율 목표는 23%로 할인율 전저점 26% 대비 10% 축소하여 반영한 수치. 지주회사 주도로 꾸준히 그룹사 전반에 기업가치 제고 통한 NAV 개선 이어지는데 따른 프리미엄 부여. 목표할인율이 직전 보고서의 20%보다 높은 것은 최근 시장흐름 감안 시 투자포인트 반영되는 속도 상대적으로 완만할 수 있음을 감안. 하지만 내용 양호한 투자포인트들 주목하며 상장지분가치 증가, 배당 관심 더욱 높아질 때 상승여력 더욱 확대될 것
- 그룹 전반에서 꾸준한 NAV 개선 추진 중. 전 상장사 주주환원정책 발표, 홀딩스의 자회사 지분율 확대 및 각 자회사들의 자기주식 매입 및 소각 등. 홀딩스는 9월 현대백화점 지분 1.6% 장내매수 완료하여 지분율 35.1%로 증대. 현대그린푸드는 '28년까지 매년 자기주식 약 2% 매입 소각하며 금년 2월 2.2%에 이어 8월 약 1%를 소각, 10~11월 매입분 1%를 내년 2월 소각 예정. 현대이지웰 역시 9월 자기주식 2.8% 추가 매입
- 배당에 대한 관심 이어질 듯. 반기 및 기말배당 합산 연도별 지급액 25F 430억원, 26F 470억원, 27F 500억원 수준으로 현주가 기준 각 연도별 배당수익률 3.3%, 3.6%, 3.8%. 별도기준 배당성향도 높아 제도 변화와 함께 관심 고조될 수 있을 전망

주요이슈 및 실적전망

- 3Q25 연결 매출 1.9조원(-3.7% QoQ, -4.3% YoY), 전년동기 및 전분기 대비 홈쇼핑, 리바트 매출 감소 지속. 영업이익은 748억원(+0.4% QoQ, +12% YoY), 홈쇼핑의 고마진 상품 호조에 따른 이익률 개선으로 YoY 영업이익 개선, 현대그린푸드의 급식부문 호조 등으로 매출과 영업이익 증가세가 연결 실적 방어에 주효. 지배순익 1.3조원(+77% QoQ, +443% YoY)으로 자회사 지분 추가 취득에 따른 염가매수차익 발생 영향. 한편 백화점과 그린푸드의 반기배당이 3Q25 별도 누적기준 영업수익 684억원(+50% YoY)으로 증가
- 한편 회사는 압구정 3구역 내 상가 부지 보유. 10월 압구정 3구역 정비계획 수정 가결되어 회사는 임대수익 확대 계획 차질없이 진행될 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- NAV 2.0조원. 상표권 포함 영업가치 0.58조원, 시가 반영한 상장지분 1.55조원, 장부가 반영한 비상장지분 0.21조원에 순차입금 0.32조원 차감하여 산출. 직전 NAV 1.9조원에서 상장지분가치와 순차입금 증가하며 변동폭 발생. 상반기 가파른 상승 이후 쉬어가는 구간 발생했지만, 그룹사 전반의 꾸준한 NAV 개선 노력과 배당에 대한 관심이 하방 지지 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	2,629	-11	1,127	47	11,170	1,755.9	0.3	0.2	31.1	49.8	5.5
2024	7,409	198	699	416	4,483	-59.9	1.1	0.2	8.9	23.0	4.3
2025F	8,105	306	504	432	3,234	-27.9	2.6	0.3	14.0	14.0	3.6
2026F	8,443	349	375	473	2,404	-25.7	3.5	0.3	13.1	9.4	3.9
2027F	8,746	371	391	483	2,507	4.3	3.4	0.3	13.2	9.0	4.1

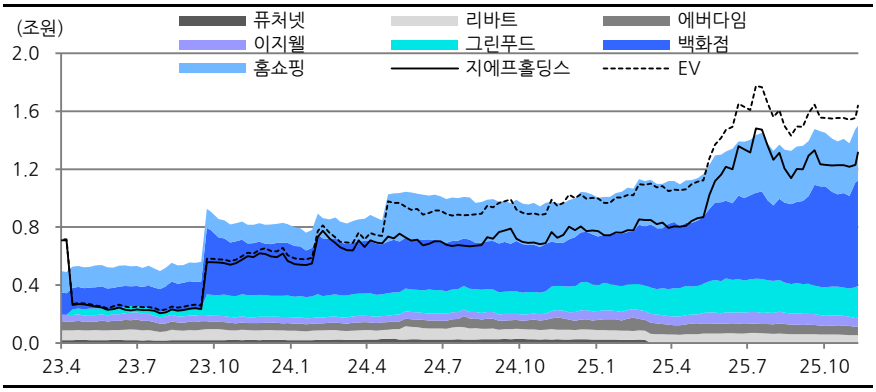
* K-IFRS 연결 기준

〈그림1〉 NAV 산출

(십억원, 천주, %, 원)	지분율	기업가치	평가금액	비중	비고
영업가치			579	28.8	**24A 10x**
임대수익			39	1.9	
경영자문			258	12.8	
부동산가치			22	1.1	
상표권가치			260	12.9	향후 5년 내 회사 목표치 반영(25.2~ IR 자료에 제시)
상장자회사			1,550	77.0	**전일종가**
현대백화점	35.1%	1,985	696	34.6	25.9 장내매수
현대홈쇼핑	57.4%	665	381	19.0	
현대그린푸드	39.3%	555	218	10.8	25.11 자기주식 추가 소각 예정
현대리바트	41.2%	131	54	2.7	
현대에버다임	45.2%	131	59	2.9	
현대이지웰	50.0%	122	61	3.0	
대원강업	32.8%	246	80	4.0	
비상장자회사 외			207	10.3	**직전분기 장부가액**
현대자동차	0.4%		170	8.4	장부가액 반영. 반기마다 평가손익 인식
현대드림투어	100.0%		6	0.3	
씨엔에스푸드시스템	100.0%		17	0.9	
한국경제신문	0.4%		14	0.7	
자기주식	-		-	-	
순차입금			324	16.1	**직전 분기 별도 +25.9 백화점 장내매수금액 추정치 31bn 가산**
NAV(십억원)			2,012	100.0	
목표 할인율		23%	23%		전저점 대비 10% 축소된 수치 반영
TP(원)			**9,900**		

자료: 현대차증권

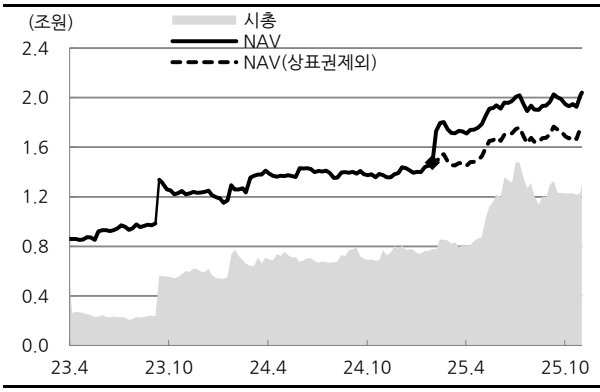
〈그림2〉 시가총액, EV vs. 상장지분가치



자료: Quantiwise, 현대차증권

주: 2023.4 분할 재상장, 2023.9 현물출자유상증자로 그린푸드, 백화점 지분율 상향

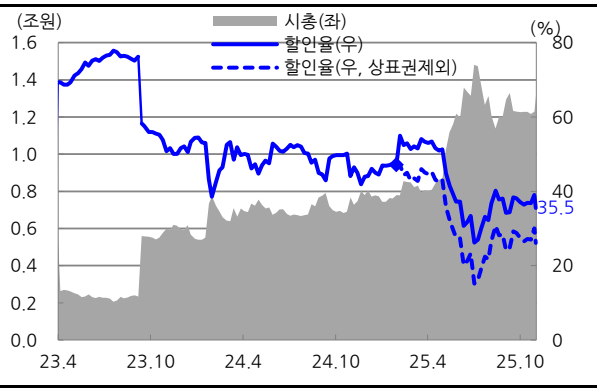
<그림3> 시가총액 vs. NAV



자료: 현대차증권

주: ◆= 25.2.14~ 상표권가치 260bn 가산

<그림4> 시가총액 vs. 할인율



자료: Quantiwise, 현대차증권

주: ◆= 25.2.14~ 상표권가치 260bn 가산

<그림5> 현대지에프홀딩스 2Q25 실적

(십억원, %)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	QoQ	YoY	비고
매출액	**2,011**	**2,148**	**2,072**	**1,999**	**1,925**	**-3.7**	**-4.3**	
홀딩스	7	10	9	45	15	-66.2	117.0	자회사들 반기배당 3Q25 유입
그린푸드	602	567	571	552	617	11.8	2.6	급식부문 호조로 매출 및 이익 증가
리바트	454	415	438	410	341	-16.9	-25.0	신규 주택 공급 감소, 빌트인 부진 등
에버다임	61	153	62	85	65	-24.1	5.9	
홈쇼핑	900	1,006	960	924	874	-5.4	-2.8	
이지웰	34	31	43	30	34	13.6	-1.8	신규 고객사 및 브랜드 수 확대
영업이익	**67**	**20**	**96**	**74**	**75**	**0.4**	**12.3**	
홀딩스	1	-2	1	36	8	-78.3	609.1	
그린푸드	38	-5	32	31	45	44.0	16.1	
리바트	10	-1	10	5	4	-26.4	-61.7	
에버다임	-1	12	-1	37	1	-98.7	흑전	
홈쇼핑	18	20	48	30	25	-17.9	35.8	고마진 방송상품 호조, 이익률 개선
이지웰	4	2	9	7	5	-27.4	26.9	
금융손익	6	4	10	9	7	-20.1	25.3	
기타영업외	-4	29	3	-10	6	흑전	흑전	
지분법손익	9	110	139	47	96	105.6	920.1	25년중 현대백화점, 대원강업 지분 추가 취득 염가매수차익
당기순이익	**66**	**162**	**204**	**103**	**164**	**58.6**	**147.5**	
지배지분순익	**24**	**160**	**173**	**73**	**129**	**76.7**	**443.1**	

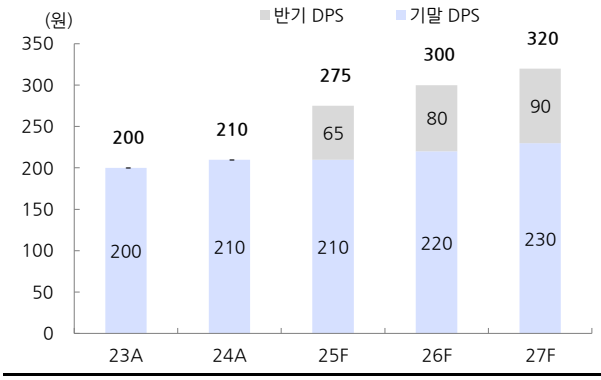
자료: 현대차증권

〈그림6〉 현대지에프홀딩스 연결실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	1,168	2,080	2,011	2,148	2,072	1,999	1,925	2,109	2,629	7,408	8,105
홀딩스	32	7	7	10	9	45	15	7	20	55	76
그린푸드	559	542	602	567	571	552	617	590	1,827	2,270	2,329
리바트	505	497	454	415	438	410	341	320	1,586	1,871	1,509
에버다임	70	71	61	153	62	85	65	132	358	355	344
홈쇼핑		953	900	1,006	960	924	874	982	2,064	3,853	3,740
이지웰	37	28	34	31	43	30	34	38			144
영업이익	37	74	67	20	96	74	75	61	-11	198	306
홀딩스	25	-2	1	-2	1	36	8	-4	5	23	41
그린푸드	31	33	38	-5	32	31	45	4	65	97	112
리바트	7	8	10	-1	10	5	4	1	-20	24	19
에버다임	-2	0	-1	12	-59	37	1	28	12	10	7
홈쇼핑		33	18	20	48	30	25	33	60	130	136
이지웰	8	7	4	2	9	7	5	2			22
금융손익	6	4	6	4	10	9	7	7	3	20	33
기타영업외	3	363	-4	29	3	-10	6	39	-1,043	390	38
지분법손익	44	-32	9	110	139	47	96	59	1,814	131	342
당기순이익	72	492	66	162	204	103	164	133	1,101	792	603
지배지분순익	56	459	24	160	173	73	129	130	1,127	699	504

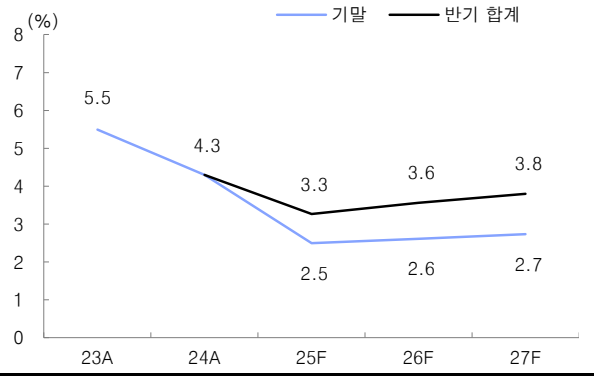
자료: 현대차증권

〈그림7〉 DPS 추이- 반기DPS 점진적 상향



자료: Quantiwise, 현대차증권

〈그림8〉 배당수익률 추이



자료: Quantiwise, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,629	7,409	8,105	8,443	8,746
증가율 (%)	34.3	181.8	9.4	4.2	3.6
매출원가	2,231	5,300	5,459	5,704	5,874
매출원가율 (%)	84.9	71.5	67.4	67.6	67.2
매출총이익	398	2,109	2,646	2,739	2,872
매출이익률 (%)	15.1	28.5	32.6	32.4	32.8
증가율 (%)	42.1	429.9	25.5	3.5	4.9
판매관리비	409	1,911	2,340	2,390	2,501
판관비율(%)	15.6	25.8	28.9	28.3	28.6
EBITDA	47	416	432	473	483
EBITDA 이익률 (%)	1.8	5.6	5.3	5.6	5.5
증가율 (%)	4.4	785.1	3.8	9.5	2.1
영업이익	-11	198	306	349	371
영업이익률 (%)	-0.4	2.7	3.8	4.1	4.2
증가율 (%)	적지	흑전	54.5	14.1	6.3
영업외손익	-1,040	409	71	22	22
금융수익	17	61	73	75	77
금융비용	14	42	40	42	44
기타영업외손익	-1,043	390	38	-11	-11
종속/관계기업관련손익	1,814	131	342	226	237
세전계속사업이익	763	739	718	597	630
세전계속사업이익률	29.0	10.0	8.9	7.1	7.2
증가율 (%)	흑전	-3.1	-2.8	-16.9	5.5
법인세비용	-251	-58	103	119	126
계속사업이익	1,014	798	615	478	504
중단사업이익	86	-6	-11	0	0
당기순이익	1,101	792	603	478	504
당기순이익률 (%)	41.9	10.7	7.4	5.7	5.8
증가율 (%)	2,346.7	-28.1	-23.9	-20.7	5.4
지배주주지분 순이익	1,127	699	504	375	391
비지배주주지분 순이익	-26	93	99	103	113
기타포괄이익	21	-34	0	0	0
총포괄이익	1,122	758	603	478	504

(단위:십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,198	3,883	4,050	4,171	4,185
현금성자산	77	256	251	347	346
단기투자자산	4	18	18	19	20
매출채권	581	898	988	938	891
재고자산	425	1,318	1,357	1,414	1,465
기타유동자산	40	285	327	344	354
비유동자산	3,854	6,202	6,407	6,499	6,613
유형자산	747	2,020	1,968	1,915	1,867
무형자산	177	883	790	699	616
투자자산	2,753	2,495	2,845	3,080	3,326
기타비유동자산	177	804	804	805	804
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,052	10,085	10,458	10,670	10,798
유동부채	866	2,025	1,893	1,802	1,577
단기차입금	220	619	519	369	169
매입채무	348	529	450	463	477
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	298	877	924	970	931
비유동부채	665	1,068	1,012	884	783
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	50	50	50	50
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	665	1,018	962	834	733
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,531	3,093	2,905	2,686	2,360
지배주주지분	2,703	3,370	3,831	4,160	4,501
자본금	79	79	79	79	79
자본잉여금	131	144	144	144	144
자본조정 등	-43	-45	-45	-45	-45
기타포괄이익누계액	162	167	167	167	167
이익잉여금	2,373	3,024	3,486	3,814	4,155
비지배주주지분	818	3,622	3,722	3,824	3,937
자본총계	3,521	6,992	7,553	7,984	8,438

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	45	360	123	281	237
당기순이익	1,101	792	603	478	504
유형자산 상각비	50	151	63	63	59
무형자산 상각비	8	66	63	61	53
외환손익	0	-8	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-43	-89	-264	-95	-142
기타	-1,071	-552	-342	-226	-237
투자활동으로인한현금흐름	-47	-196	10	9	11
투자자산의 감소(증가)	-1,475	261	-9	-9	-9
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-34	-93	-11	-11	-10
기타	1,461	-366	30	29	30
재무활동으로인한현금흐름	22	13	-138	-194	-248
차입금의 증가(감소)	-0	50	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-284	13	0	0	0
배당금	-19	-78	-43	-46	-50
기타	325	28	-95	-148	-198
기타현금흐름	0	2	0	0	0
현금의증가(감소)	20	179	-5	96	-1
기초현금	57	77	256	251	347
기말현금	77	256	251	347	346

(단위:원, 배, %)

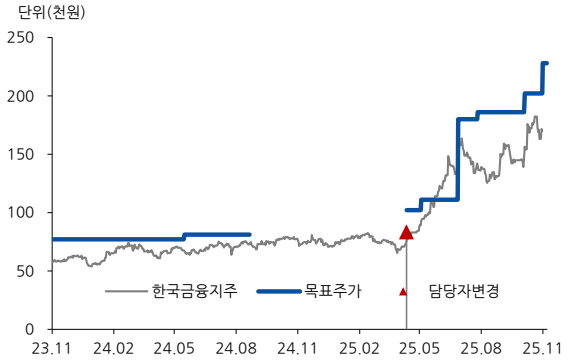
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	10,909	5,080	3,871	3,063	3,232
EPS(지배순이익 기준)	11,170	4,483	3,234	2,404	2,507
BPS(자본총계 기준)	22,584	44,849	48,445	51,210	54,122
BPS(지배지분 기준)	17,334	21,615	24,574	26,680	28,867
DPS	200	210	283	310	320
P/E(당기순이익 기준)	0.3	1.0	2.2	2.8	2.6
P/E(지배순이익 기준)	0.3	1.1	2.6	3.5	3.4
P/B(자본총계 기준)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
P/B(지배지분 기준)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(Reported)	31.1	8.9	14.0	13.1	13.2
배당수익률	5.5	4.3	3.6	3.9	4.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	2,253.9	-53.4	-23.8	-20.9	5.5
EPS(지배순이익 기준)	1,755.9	-59.9	-27.9	-25.7	4.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	38.5	15.1	8.3	6.1	6.1
ROE(지배순이익 기준)	49.8	23.0	14.0	9.4	9.0
ROA	26.7	10.5	5.9	4.5	4.7
안정성 (%)					
부채비율	43.5	44.2	38.5	33.6	28.0
순차입금비율	2.5	순현금	14.7	14.6	14.5
이자보상배율	NA	5.5	7.9	8.6	8.7

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.06.29	BUY	77,000	-29.52	-17.79
2023.12.29	AFTER 6M	77,000	-15.14	-3.77
2024.05.27	BUY	81,000	-13.50	-6.67
2025.04.23	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2025.04.23	BUY	102,000	-18.52	-12.35
2025.05.15	BUY	111,000	8.77	33.69
2025.07.09	BUY	180,000	-17.83	-9.11
2025.08.07	BUY	186,000	-24.31	-14.52
2025.10.16	BUY	202,000	-14.61	-9.75
2025.11.12	BUY	228,000		

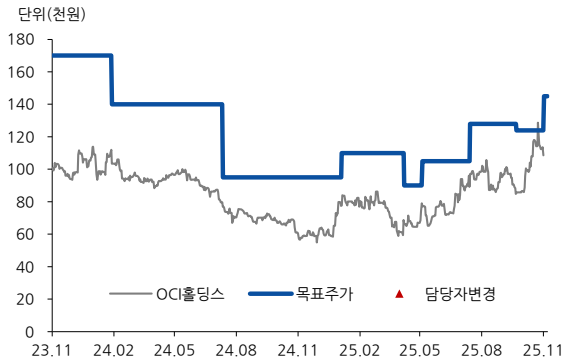
▶ 최근 2년간 한국금융지주 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.06.16	BUY	170,000	-40.67	-29.65
2023.12.16	AFTER 6M	170,000	-38.86	-33.00
2024.02.08	BUY	140,000	-33.38	-24.29
2024.07.22	BUY	95,000	-29.31	-16.00
2025.01.15	BUY	110,000	-31.48	-21.64
2025.04.18	BUY	90,000	-24.41	-12.22
2025.05.15	BUY	105,000	-25.51	-8.48
2025.07.25	BUY	128,000	-25.78	-17.42
2025.10.02	BUY	124,000	-13.54	3.71
2025.11.12	BUY	145,000		

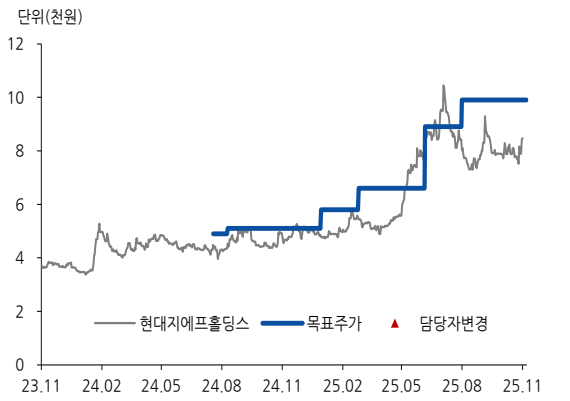
▶ 최근 2년간 OCI홀딩스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.29	BUY	4,900	-13.03	-9.80
2024.08.20	BUY	5,100	-6.38	3.33
2025.01.09	BUY	5,800	-12.06	-0.52
2025.03.07	BUY	6,600	-10.07	22.73
2025.06.16	BUY	8,900	0.14	17.30
2025.08.11	BUY	9,900	-19.79	-6.16
2025.11.12	BUY	9,900		

▶ 최근 2년간 현대지에프홀딩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.3%
보유	17건	10.7%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.