

(Analyst) 이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com
(RA) 김태형 taehyoung.kim@miraeeasset.com

010060 · 그린에너지

OCI홀딩스

신규 주주환원 정책 발표로 Value UP

| | | | | | | | |
|------------|------------------|---------------|--------------------------|------------|----|-------------|------|
| (유지) 매수 | 목표주가 165,000원 | 상승여력 47.3% | 현재주가(24/2/7) 112,000원 | | | | |
| KOSPI | 2,609.58 | 시가총액(십억원) | 2,219 | 발행주식수(백만주) | 22 | 외국인 보유비중(%) | 18.9 |

Report summary

목표주가 16.5만원과 매수 의견 유지. 섹터 내 최선호주 제시

투자포인트의 핵심인 Non-China 폴리실리콘에 대한 프리미엄은 견고하게 유지되고 있다는 점을 확인했다. 1) 12MF PBR 0.5배, 2) 순현금 1,718억원, 3) 안정적인 실적 전망을 고루 갖추고 있다. 이번 배당 가이던스 및 자사주 매입/소각 발표로 기업 가치가 제고될 것으로 전망한다.

4Q23 리뷰 및 전망

OCI홀딩스의 4Q23 영업이익은 648억원으로 컨센서스 1,372억원을 약 53% 하회했다. 전망치 하회 요인은 도시개발 사업(이하 DCRE)의 원가 증가 반영 및 폴리실리콘 공장 설비 트러블로 인한 생산량 소폭 감소다. 폴리실리콘 공장 설비 트러블로 인한 정기보수는 1분기까지 지속될 전망이다. 정기보수 효과가 제거되는 2분기부터는 실적 정상화가 될 것으로 예상된다.

Key data

Price performance



| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|-----|-----|------|
| 절대주가 | 6.3 | 9.3 | 20.0 |
| 상대주가 | 5.0 | 8.1 | 12.8 |

Earnings and valuation metrics

| 결산기 (12월) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 3,244 | 4,671 | 2,679 | 3,107 | 3,726 |
| 영업이익 (십억원) | 626 | 977 | 531 | 669 | 863 |
| 영업이익률 (%) | 19.3 | 20.9 | 19.8 | 21.5 | 23.2 |
| 순이익 (십억원) | 648 | 880 | 700 | 612 | 770 |
| EPS (원) | 27,156 | 36,910 | 35,269 | 31,199 | 39,337 |
| ROE (%) | 23.9 | 25.2 | 18.2 | 15.1 | 16.5 |
| P/E (배) | 3.8 | 2.2 | 3.0 | 3.6 | 2.8 |
| P/B (배) | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 배당수익률 (%) | 1.9 | 3.1 | 3.1 | 2.9 | 2.9 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

시황 및 전망

4Q23 Review: DCRE 원가 상승분 반영으로 전망치 하회

OCI홀딩스의 4Q23 영업이익은 648억원으로 컨센서스 1,372억원을 약 53% 하회했다. 전망치 하회 요인은 도시개발 사업(이하 DCRE)의 원가 증가 반영 및 폴리실리콘 공장 설비 트러블로 인한 생산량 소폭 감소다. DCRE는 토지 및 토지조성비를 약 450억원 반영해 영업손실 17.4억원으로 적자 전환했다. 말레이시아 폴리실리콘 공장은 설비 트러블 발생으로 분기 가동률이 약 80% 수준이었을 것으로 추정하며, 이에 따라 영업이익이 709억원으로 전분기 대비 약 23% 수준 감소했다.

중장기 사업 전략으로 말레이시아 폴리실리콘 공장 증설 계획과 주주환원정책을 발표했다. 2027년 초 상업 가동을 목표로 연간 21,600톤의 폴리실리콘 증설 계획을 발표했다. 기존 증설 계획이 축소된 이유는 생산 효율성 최적화 때문이다. 향후 원가 12달러에서 9달러까지 절감할 로드맵 또한 발표했다. 주주환원 가이드는 별도 기준 FCF 30%와 24~26년 추가 자사주 매입 및 소각을 발표했다. 이와 동시에 23년 주당 현금 배당금 3,300원과 보유 자사주 전량(1.3%) 소각도 발표했다.

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023F | 2024P | 2025F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 719.6 | 594.3 | 690.3 | 675.3 | 691.8 | 787.3 | 792.9 | 835.1 | 2,679.5 | 3,107.0 | 3,725.9 |
| 에너지솔루션 | 461.5 | 356.8 | 412.4 | 341.9 | 370.8 | 483.6 | 502.7 | 530.5 | 1,572.6 | 1,887.5 | 2,424.2 |
| DCRE | 103.5 | 122.9 | 162.4 | 187.2 | 174.8 | 157.5 | 144.0 | 158.4 | 576.0 | 634.7 | 716.9 |
| 기타 | 161.7 | 120.7 | 115.5 | 146.2 | 146.2 | 146.2 | 146.2 | 146.2 | 544.1 | 584.8 | 584.8 |
| 영업이익 | 203.4 | 132.0 | 130.8 | 64.8 | 96.2 | 176.6 | 188.9 | 207.5 | 531.0 | 669.3 | 862.7 |
| 에너지솔루션 | 171.5 | 110.9 | 78.6 | 75.2 | 87.4 | 161.3 | 167.5 | 181.8 | 436.3 | 597.9 | 770.3 |
| DCRE | 24.0 | 13.4 | 35.0 | -17.4 | -1.7 | 4.7 | 10.1 | 15.8 | 55.0 | 28.9 | 50.2 |
| 기타 | 7.9 | 7.7 | 17.2 | 7.0 | 10.6 | 10.6 | 11.3 | 9.9 | 39.7 | 42.4 | 42.3 |
| 세전이익 | 203.0 | 174.1 | 141.2 | 15.2 | 116.6 | 191.2 | 198.6 | 222.3 | 533.6 | 728.7 | 915.8 |
| 순이익(지배) | 213.2 | 391.0 | 113.1 | -17.6 | 98.0 | 160.7 | 166.9 | 186.8 | 699.7 | 612.3 | 769.6 |

주: 기타에 포함된 자회사 - OCI China, OCI Vietnam, OCI Japan, OCI Global 등
 자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

1Q24 Preview: 말레이시아 공장 정기보수 지속

동사의 1Q24 영업이익은 962억원으로 전분기 대비 48.5% 증가할 것으로 전망한다. 1분기 영업이익 증가를 전망하는 이유는 DCRE 수익성 회복 및 SMP 상승 전망에 따른 OCISE 증익이다. DCRE는 3월부터 첫 입주 시작으로 수익성이 다시 회복될 것으로 예상된다. OCIM은 폴리실리콘 설비 트러블로 인해 시작된 정기보수 때문에 1분기 가동률을 70%로 전망한다. 따라서 1분기 판매량은 전분기 대비 소폭 감소할 것이며, 정기보수가 끝나는 2분기 가동률은 90%까지 상승할 것으로 예상된다.

투자의견

목표주가 16.5만원과 매수 의견 유지. 섹터 내 최선호주 제시

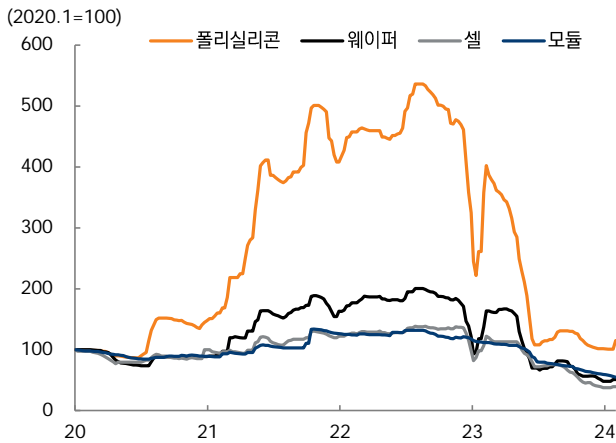
동사 투자포인트의 핵심인 Non-China 폴리실리콘에 대한 프리미엄은 견고하게 유지되고 있다는 점을 확인했다. 1) 12MF PBR 0.5배, 2) 순현금 1,718억원, 3) 안정적인 실적 전망을 고루 갖추고 있다. 향후 보유한 1.6조원의 현금성 자산 중 일부를 자사주 매입 및 소각으로 활용할 가능성이 높다. 가장 신속하게 ROE를 개선해 기업 가치를 높일 수 있는 종목이라고 판단하며, 섹터 내 최선호주로 유지한다.

표 2. 밸류에이션

| 구분 | 가치 | 비고 |
|---------------|---------|---------------------------------|
| 12MF 순이익(십억원) | 613 | 12개월 선행 |
| Target PER | 5.2 | 12MF PER 4.7배에 저PBR 프리미엄 10% 적용 |
| 기업가치(십억원) | 3,169 | |
| 주식수(백만주) | 19.6 | 자사주 1.2% 소각 반영 |
| 목표주가(원) | 161,992 | 목표주가 16.5만원 유지 |
| 현재주가(원) | 112,000 | |
| 과리율(%) | 47.3 | |

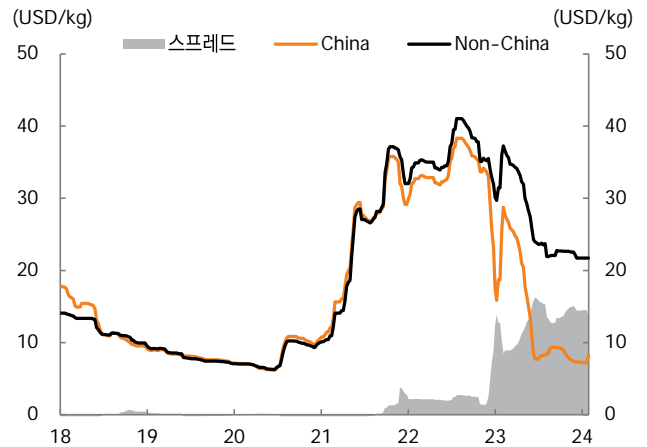
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



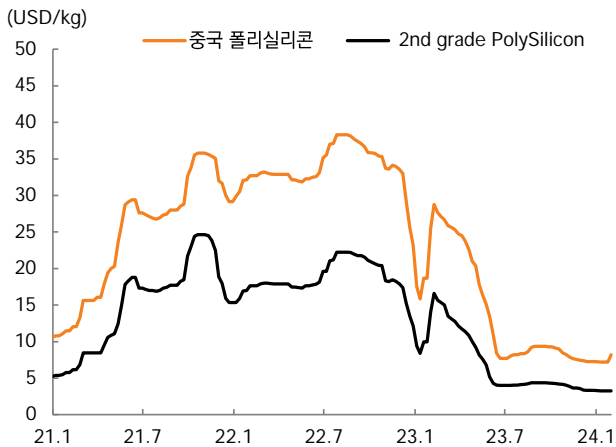
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



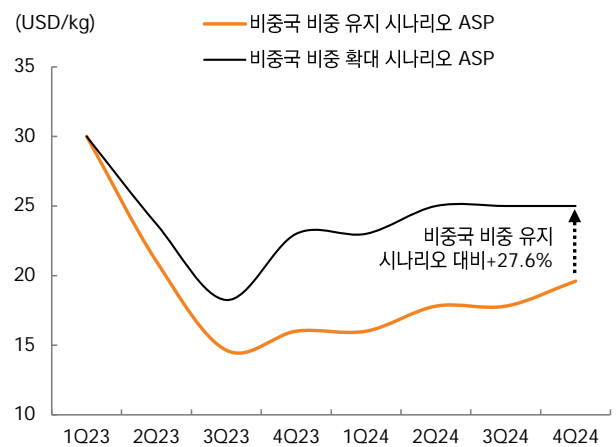
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 저순도 폴리실리콘 가격은 더 낮아 가동률 하락 중



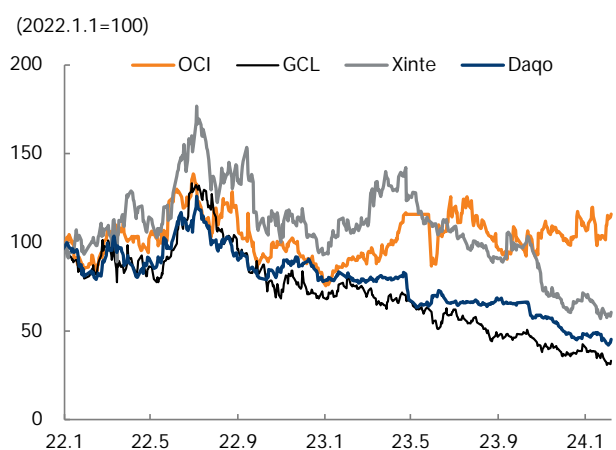
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 시나리오별 OCI홀딩스 폴리실리콘 판가 전망



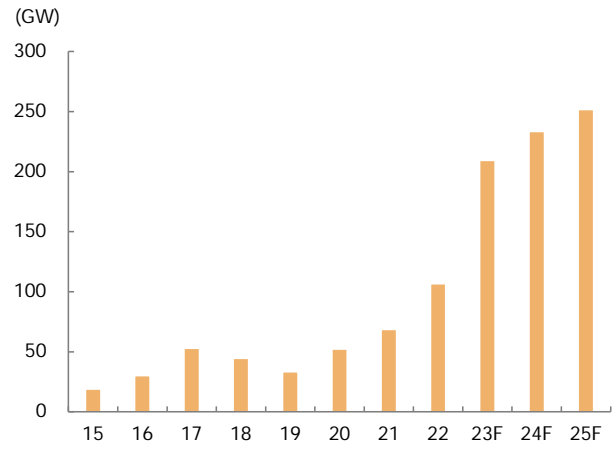
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 태양광 패널 신규 설치량 추이 - 수요는 견조



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,671 | 2,679 | 3,107 | 3,726 |
| 매출원가 | 3,383 | 1,964 | 2,253 | 2,678 |
| 매출총이익 | 1,288 | 715 | 854 | 1,048 |
| 판매비와관리비 | 312 | 185 | 185 | 185 |
| 조정영업이익 | 977 | 531 | 669 | 863 |
| 영업이익 | 977 | 531 | 669 | 863 |
| 비영업손익 | 25 | 3 | 60 | 53 |
| 금융손익 | -12 | 47 | 59 | 53 |
| 관계기업등 투자손익 | 27 | -10 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 1,002 | 534 | 729 | 916 |
| 계속사업법인세비용 | 110 | 87 | 109 | 137 |
| 계속사업이익 | 892 | 447 | 619 | 778 |
| 중단사업이익 | -14 | 252 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 878 | 699 | 619 | 778 |
| 지배주주 | 880 | 700 | 612 | 770 |
| 비지배주주 | -3 | 0 | 7 | 9 |
| 총포괄이익 | 914 | 728 | 619 | 778 |
| 지배주주 | 917 | 727 | 608 | 764 |
| 비지배주주 | -3 | 0 | 11 | 14 |
| EBITDA | 1,127 | 640 | 780 | 1,004 |
| FCF | 336 | 1,050 | 138 | 281 |
| EBITDA 마진율 (%) | 24.1 | 23.9 | 25.1 | 26.9 |
| 영업이익률 (%) | 20.9 | 19.8 | 21.5 | 23.2 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 18.8 | 26.1 | 19.7 | 20.7 |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 4,111 | 3,859 | 3,977 | 4,195 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,246 | 2,402 | 2,175 | 2,099 |
| 매출채권 및 기타채권 | 783 | 398 | 492 | 573 |
| 재고자산 | 1,893 | 963 | 1,191 | 1,385 |
| 기타유동자산 | 189 | 96 | 119 | 138 |
| 비유동자산 | 2,635 | 1,645 | 1,935 | 2,268 |
| 관계기업투자등 | 319 | 162 | 201 | 233 |
| 유형자산 | 1,708 | 1,182 | 1,434 | 1,735 |
| 무형자산 | 36 | 27 | 25 | 24 |
| 자산총계 | 6,746 | 5,504 | 5,912 | 6,463 |
| 유동부채 | 1,578 | 769 | 757 | 732 |
| 매입채무 및 기타채무 | 479 | 244 | 301 | 350 |
| 단기금융부채 | 856 | 402 | 303 | 203 |
| 기타유동부채 | 243 | 123 | 153 | 179 |
| 비유동부채 | 1,156 | 867 | 732 | 595 |
| 장기금융부채 | 1,033 | 805 | 655 | 505 |
| 기타비유동부채 | 123 | 62 | 77 | 90 |
| 부채총계 | 2,734 | 1,637 | 1,489 | 1,326 |
| 지배주주지분 | 3,912 | 3,770 | 4,318 | 5,022 |
| 자본금 | 127 | 107 | 107 | 107 |
| 자본잉여금 | 794 | 902 | 902 | 902 |
| 이익잉여금 | 2,935 | 3,570 | 4,118 | 4,823 |
| 비지배주주지분 | 99 | 98 | 105 | 114 |
| 자본총계 | 4,011 | 3,868 | 4,423 | 5,136 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 567 | 1,207 | 498 | 721 |
| 당기순이익 | 878 | 699 | 619 | 778 |
| 비현금수익비용가감 | 279 | -54 | 160 | 225 |
| 유형자산감가상각비 | 145 | 106 | 109 | 139 |
| 무형자산상각비 | 5 | 3 | 2 | 2 |
| 기타 | 129 | -163 | 49 | 84 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -558 | 611 | -232 | -198 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -161 | -50 | -82 | -70 |
| 재고자산 감소(증가) | -285 | 684 | -228 | -194 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 74 | 2 | 39 | 33 |
| 법인세납부 | -2 | -65 | -109 | -137 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -58 | -36 | -373 | -451 |
| 유형자산처분(취득) | -227 | -156 | -360 | -440 |
| 무형자산감소(증가) | -4 | -5 | 0 | 0 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | 302 | 52 | -13 | -11 |
| 기타투자활동 | -129 | 73 | 0 | 0 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | 25 | -440 | -314 | -314 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | 65 | -682 | -249 | -250 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 87 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -49 | -60 | -65 | -65 |
| 기타재무활동 | 9 | 215 | 0 | 1 |
| 현금의 증가 | 547 | 1,156 | -227 | -76 |
| 기초현금 | 699 | 1,246 | 2,402 | 2,175 |
| 기말현금 | 1,246 | 2,402 | 2,175 | 2,099 |

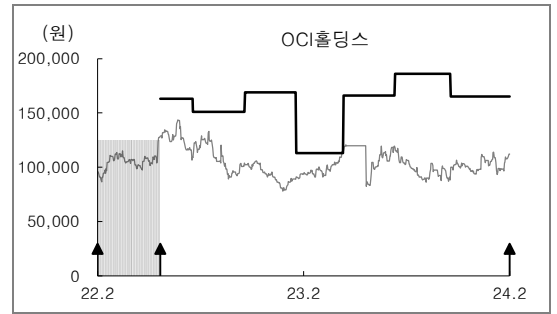
예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x) | 2.2 | 3.0 | 3.6 | 2.8 |
| P/CF (x) | 1.7 | 3.3 | 2.8 | 2.2 |
| P/B (x) | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| EV/EBITDA (x) | 2.3 | 1.5 | 1.3 | 0.9 |
| EPS (원) | 36,910 | 35,269 | 31,199 | 39,337 |
| CFPS (원) | 48,499 | 32,541 | 39,726 | 51,303 |
| BPS (원) | 165,231 | 191,385 | 221,817 | 257,854 |
| DPS (원) | 2,500 | 3,300 | 3,300 | 3,300 |
| 배당성향 (%) | 6.7 | 9.2 | 10.4 | 8.3 |
| 배당수익률 (%) | 3.1 | 3.1 | 2.9 | 2.9 |
| 매출액증가율 (%) | 44.0 | -42.6 | 16.0 | 19.9 |
| EBITDA증가율 (%) | 47.8 | -43.2 | 21.9 | 28.7 |
| 조정영업이익증가율 (%) | 56.0 | -45.6 | 26.1 | 28.9 |
| EPS증가율 (%) | 35.9 | -4.4 | -11.5 | 26.1 |
| 매출채권 회전을 (회) | 7.7 | 5.2 | 8.0 | 8.0 |
| 재고자산 회전을 (회) | 2.7 | 1.9 | 2.9 | 2.9 |
| 매입채무 회전을 (회) | 12.0 | 8.1 | 12.3 | 12.3 |
| ROA (%) | 14.1 | 11.4 | 10.9 | 12.6 |
| ROE (%) | 25.2 | 18.2 | 15.1 | 16.5 |
| ROIC (%) | 24.3 | 22.1 | 22.6 | 24.2 |
| 부채비율 (%) | 68.2 | 42.3 | 33.7 | 25.8 |
| 유동비율 (%) | 260.5 | 501.6 | 525.4 | 573.3 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 13.7 | -32.1 | -28.8 | -28.4 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 26.7 | 28.7 | 38.9 | 63.6 |

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | |
|-----------------|----------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| OCI홀딩스 (010060) | | | | |
| 2023.10.27 | 매수 | 165,000 | - | - |
| 2023.07.20 | 매수 | 186,000 | -47.49 | -36.83 |
| 2023.04.20 | 매수 | 166,000 | -33.40 | -27.23 |
| 2023.01.26 | 매수 | 113,000 | -13.20 | 2.04 |
| 2022.10.27 | 매수 | 169,000 | -44.92 | -37.28 |
| 2022.07.27 | 매수 | 151,000 | -27.50 | -11.92 |
| 2022.05.30 | 매수 | 163,000 | -22.30 | -11.96 |
| 2021.09.10 | 분석 대상 제외 | | - | - |



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

| 기업 | 산업 |
|---|--|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화 |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상 | |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|------|
| 88.55% | 6.63% | 4.22% | 0.6% |

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI홀딩스 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 OCI홀딩스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.