



## OUTPERFORM

## (Downgrade)

목표주가: 118,000 원(하향)

주가(2/16): 106,000 원

시가총액: 21,001 억원

화학/정유 Analyst 정경희

caychung09@kiwoom.com

RA 신대현

shin8d@kiwoom.com

## Stock Data

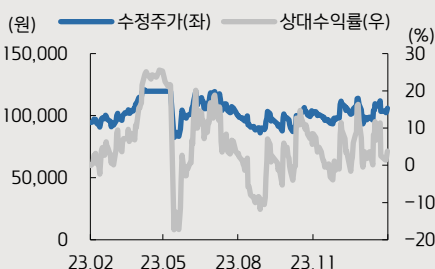
KOSPI(1/16)	2,648.76pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	120,800 원	82,400 원
등락률	-12.3%	28.6%
수익률	절대	상대
1M	9.5%	3.3%
6M	5.7%	0.8%
1Y	12.3%	3.9%

발행주식수	19,813 천주
일평균 거래량(3M)	138 천주
외국인 지분율	19.7%
배당수익률(2023E)	2.8%
BPS(2023E)	315,165 원
주요 주주	이화영 외 28인
	28.7%

## 투자지표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,244.0	4,671.3	2,340.8	2,210.5
영업이익	626.0	976.7	531.2	436.8
EBITDA	762.0	1,126.5	686.1	609.1
세전이익	612.0	1,001.6	632.0	525.5
순이익	652.1	877.8	562.6	467.8
지배주주지분순이익	647.6	880.3	564.2	469.1
EPS(원)	27,156	36,910	28,479	21,477
증감률(% YoY)	흑전	35.9	-22.8	-24.6
PER(배)	3.8	2.2	3.7	4.9
PBR(배)	0.81	0.49	0.34	0.37
EV/EBITDA(배)	4.3	2.3	0.8	1.4
영업이익률(%)	19.3	20.9	22.7	19.8
ROE(%)	23.9	25.2	11.1	7.1
순차입금비용(%)	23.0	13.7	-26.2	-19.0

## Price Trend



## 업데이트

## OCI 홀딩스(010060)

## NDR 요약: 주주가치환원과 구체적 방향성 관심



2월 14~16일 OCI 홀딩스 NDR을 진행했습니다. 기관 투자의 주된 질의는 추가 주주환원 여부였습니다. 동사의 풍부한 유동성, 지주사 전환 시점 이후 강조된 주주환원 메시지, 금융당국의 '밸류업' 요구 대비 1.26% 자사주 매입은 실망스러운 수준이었기 때문입니다. 당사는 3년간 성장성 정체, 타 지주사 대비 낮은 배당수익률로 हाल인 지속 구간으로 판단합니다. 추정치 및 밸류에이션 변경으로 투자의견 OUTPERFORM, 목표주가 118,000 원으로 하향합니다.

## &gt;&gt;&gt; 빠짐없이 제기된 질문은 주주가치환원

2월 14일부터 16일 NDR의 모든 미팅에서 빠짐없이 나온 질문은 추가 주주환원 여부였다. Conf. call에서 발표된 1.26%의 기보유 자사주 소각이 시장 기대에 못 미쳤기 때문으로 해석한다. 기대 수준이 높았던 것은 1) 능력('23년 OP 531십억원, 당좌비율 2.6x)이 충분했고, 2) 직전년도 지주사 체제 전환시점에서 회사가 약속한 메시지가 주주가치 제고였으며, 3) 금융당국의 '밸류업' 프로그램 때문이다. 현재 회사는 한미사이언스 인수 마무리를 앞두고 있어 관련 방안은 이후 제시할 수 있을 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 중단기 시계에서 투자 매력 하락 판단 근거

- 1) **지분 희석: 한미사이언스 인수에 10% 유증**
- 2) **저조한 주주환원:** 금액 기준으로 한미사이언스 인수금액(약 7,703 억원, 추가 3% 인수 가정시 8,597 억원, 2월 18종가) 대비 주주환원(배당 및 자사주소각 833 억원)은 약 1/10 수준
- 3) **M&A 성공 불확실성** 고분자유기화학으로 확장은 보수적으로 볼 때 장기간 추가 투자와 시행착오가 따를 수 있음. 한미사이언스와 부광약품간의 시너지 여부 및 제약바이오 구체적 세부 전략 부족
- 4) **구체적 방향성:** 지주사 전환 당시 신재생에너지를 성장 전략으로 제시해왔음. 제약바이오 대규모 투자는 기타 투자자(최대주주 제외)에게 갑작스러운 변화, 즉 불확실성으로 밸류에이션 할인 요인.
- 5) **순수지주사 득실:** 일부 자회사의 중간 지주사로의 전환 가능성 언론 보도. 진행될 경우 OCI 홀딩스는 KOSPI 고배당 50개주 평균 6.29%대비 낮은 3.09%로 지주사 배당 중요성 감안시 높지 않음

## &gt;&gt;&gt; 목표주가 및 투자의견 하향

우리는 미 대선에 따른 미국 태양광 성장 불확실성에도 불구하고, 타이트한 수급 전망에 따른 견조한 수익성으로 '24년 전망에서 동사를 추천했다. 그러나 위의 5가지 이유에 따라 **당분간 동사의 저평가 영역은 지속될 것으로 예상**한다. 이에 따라 목표주가를 118,000 원(Fwd PBR 0.4x)으로 하향하였다. 당사 목표주가는 6개월 시계로 장기 M&A 성공여부 및 연결은 감안하지 않았다. 다만 조만간 금융당국의 구체적인 '밸류업' 프로그램 발표에 따라 주주가치 환원 정책이 보다 강화될 수 있다. 이 경우 한시적 조치가 아닌 구조적인 정책 변화가 제시될 때, 투자의견 재검토 예정이다.

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	3,244.0	4,671.3	2,340.8	2,210.5	2,348.6
매출원가	2,337.9	3,382.5	1,623.5	1,596.8	1,720.7
<b>매출총이익</b>	906.1	1,288.8	717.3	613.7	627.9
판관비	280.2	312.1	186.1	176.9	188.4
<b>영업이익</b>	626.0	976.7	531.2	436.8	439.5
<b>EBITDA</b>	762.0	1,126.5	686.1	609.1	639.3
<b>영업외손익</b>	-14.0	25.0	100.8	88.7	98.5
이자수익	8.6	24.6	106.2	81.4	91.2
이자비용	36.0	36.6	43.6	31.0	31.0
외환관련이익	36.7	94.5	69.4	69.4	69.4
외환관련손실	35.2	93.9	60.2	60.2	60.2
종속 및 관계기업손익	17.0	27.3	27.3	27.3	27.3
기타	-5.1	9.1	1.7	1.8	1.8
<b>법인세차감전이익</b>	612.0	1,001.6	632.0	525.5	538.0
법인세비용	-40.2	110.0	69.4	57.7	59.1
<b>계속사업순손익</b>	652.1	891.6	562.6	467.8	478.9
<b>당기순이익</b>	652.1	877.8	562.6	467.8	478.9
<b>지배주주순이익</b>	647.6	880.3	564.2	469.1	480.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	62.0	44.0	-49.9	-5.6	6.2
영업이익 증감율	흑전	56.0	-45.6	-17.8	0.6
EBITDA 증감율	1,351.1	47.8	-39.1	-11.2	5.0
지배주주순이익 증감율	흑전	35.9	-35.9	-16.9	2.4
EPS 증감율	흑전	35.9	-22.8	-24.6	-7.6
매출총이익률(%)	27.9	27.6	30.6	27.8	26.7
영업이익률(%)	19.3	20.9	22.7	19.8	18.7
EBITDA Margin(%)	23.5	24.1	29.3	27.6	27.2
지배주주순이익률(%)	20.0	18.8	24.1	21.2	20.5

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	377.7	566.6	1,678.6	738.4	624.0
당기순이익	652.1	877.8	562.6	467.8	478.9
비현금항목의 가감	151.5	278.9	194.2	212.1	231.2
유형자산감가상각비	130.9	145.3	150.3	168.4	196.5
무형자산감가상각비	5.1	4.6	4.6	3.9	3.3
지분법평가손익	-17.2	-27.3	0.0	0.0	0.0
기타	32.7	156.3	39.3	39.8	31.4
영업활동자산부채증감	-401.6	-557.8	926.7	63.9	-89.2
매출채권및기타채권의감소	-177.1	-161.0	318.5	26.1	-27.6
재고자산의감소	-177.6	-284.9	769.2	62.5	-66.3
매입채무및기타채무의증가	77.3	73.6	-144.3	8.3	28.1
기타	-124.2	-185.5	-16.7	-33.0	-23.4
기타현금흐름	-24.3	-32.3	-4.9	-5.4	3.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-283.6	-57.8	-1,209.1	-1,264.1	-285.2
유형자산의 취득	-94.5	-230.2	-400.0	-500.0	-300.0
유형자산의 처분	0.7	2.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.4	-3.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-33.6	-179.8	-800.0	-770.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-208.9	311.6	-50.6	-35.6	-26.7
기타	55.1	41.5	41.5	41.5	41.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	136.7	24.8	993.5	-71.5	-27.8
차입금의 증가(감소)	152.0	57.6	-781.4	-320.0	0.0
<b>자본금,자본잉여금의 증가(감소)</b>	0.0	0.0	1,789.6	263.2	0.0
자기주식처분(취득)	-13.0	-28.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-48.6	-58.9	-58.7	-71.8
기타	-2.3	44.1	44.2	44.0	44.0
기타현금흐름	24.3	13.7	-83.2	-83.2	-83.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	255.1	547.3	1,379.7	-680.4	227.7
기초현금 및 현금성자산	443.6	698.7	1,246.0	2,625.7	1,945.3
기말현금 및 현금성자산	698.7	1,246.0	2,625.7	1,945.3	2,173.1

자료: 키움증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	3,339.0	4,110.8	4,470.2	3,756.7	4,128.4
현금 및 현금성자산	698.7	1,246.0	2,625.7	1,945.3	2,173.1
단기금융자산	403.5	92.0	142.5	178.2	204.9
매출채권 및 기타채권	552.8	786.6	468.2	442.1	469.7
재고자산	1,604.7	1,892.8	1,123.6	1,061.0	1,127.3
기타유동자산	79.3	93.4	110.2	130.1	153.4
<b>비유동자산</b>	2,365.1	2,634.7	3,679.9	4,777.5	4,877.7
투자자산	196.2	376.0	1,176.0	1,946.0	1,946.0
유형자산	1,618.0	1,708.0	1,957.7	2,289.3	2,392.8
무형자산	38.3	35.9	31.3	27.4	24.1
기타비유동자산	512.6	514.8	514.9	514.8	514.8
<b>자산총계</b>	5,704.1	6,745.5	8,150.1	8,534.2	9,006.1
<b>유동부채</b>	1,236.5	1,578.0	1,032.3	940.6	968.7
매입채무 및 기타채무	428.1	520.5	376.2	384.5	412.6
단기금융부채	578.2	855.6	454.3	354.3	354.3
기타유동부채	230.2	201.9	201.8	201.8	201.8
<b>비유동부채</b>	1,343.8	1,156.2	776.2	556.2	556.2
장기금융부채	1,243.5	1,033.3	653.3	433.3	433.3
기타비유동부채	100.3	122.9	122.9	122.9	122.9
<b>부채총계</b>	2,580.3	2,734.1	1,808.4	1,496.7	1,524.9
<b>지배지분</b>	3,071.4	3,912.4	6,244.3	6,941.5	7,386.6
자본금	127.2	127.2	107.1	128.9	128.9
자본잉여금	794.0	794.0	2,603.9	2,845.2	2,845.2
기타자본	0.0	-28.3	-28.3	-28.3	-28.3
기타포괄손익누계액	57.5	84.0	120.7	157.4	194.1
이익잉여금	2,092.7	2,935.3	3,440.9	3,838.2	4,246.6
비지배지분	52.4	99.0	97.4	96.0	94.7
<b>자본총계</b>	3,123.8	4,011.4	6,341.7	7,037.5	7,481.3

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	27,156	36,910	28,479	21,477	19,854
BPS	128,783	164,046	315,165	286,964	305,366
CFPS	33,693	48,499	38,200	31,126	29,357
DPS	2,000	2,500	3,000	3,000	3,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	3.8	2.2	3.7	4.9	5.3
PER(최고)	6.2	4.0	4.4		
PER(최저)	3.4	2.2	2.7		
PBR	0.81	0.49	0.34	0.37	0.35
PBR(최고)	1.31	0.89	0.39		
PBR(최저)	0.72	0.49	0.24		
PSR	0.76	0.41	0.90	1.05	1.09
PCFR	3.1	1.7	2.8	3.4	3.6
EV/EBITDA	4.3	2.3	0.8	1.4	0.9
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	7.3	6.7	10.4	15.4	15.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.9	3.1	2.8	2.8	2.8
ROA	12.9	14.1	7.6	5.6	5.5
ROE	23.9	25.2	11.1	7.1	6.7
ROIC	19.0	26.9	13.5	11.8	11.1
매출채권회전율	7.4	7.0	3.7	4.9	5.2
재고자산회전율	2.7	2.7	1.6	2.0	2.1
부채비율	82.6	68.2	28.5	21.3	20.4
순차입금비용	23.0	13.7	-26.2	-19.0	-21.3
이자보상배율, 현금	17.4	26.7	12.2	14.1	14.2
<b>총차입금</b>	1,821.8	1,889.0	1,107.6	787.6	787.6
<b>순차입금</b>	719.5	551.0	-1,660.7	-1,335.9	-1,590.3
<b>EBITDA</b>	762.0	1,126.5	686.1	609.1	639.3
<b>FCF</b>	219.1	313.7	1,154.4	125.1	201.9

## Compliance Notice

- 당사는 2월 16일 현재 'OCI홀딩스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

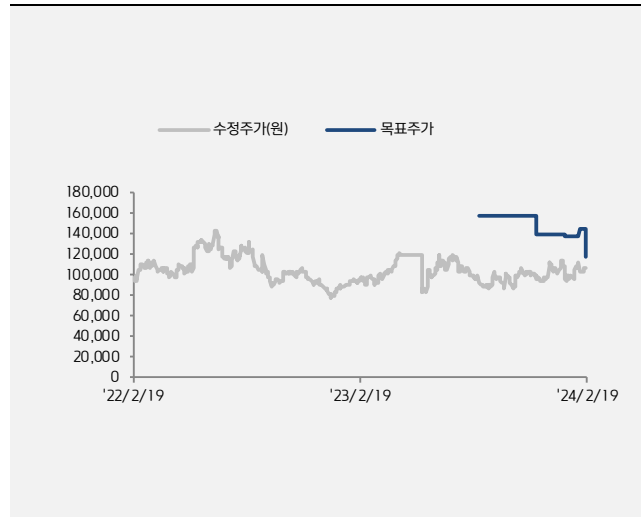
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2 개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
OCI 홀딩스 (010060)	2023-08-29	Buy(Initiate)	157,000 원	6 개월	-40.25	-34.08
	2023-10-30	Buy(Maintain)	157,000 원	6 개월	-38.61	-32.17
	2023-11-30	Buy(Maintain)	140,000 원	6 개월	-26.69	-18.64
	2024-01-15	Buy(Maintain)	139,000 원	6 개월	-26.81	-19.42
	2024-02-08	Buy(Maintain)	145,000 원	6 개월	-28.24	-26.90
	2024-02-19	Outperform (Downgrade)	118,000 원	6 개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2 개년)



## 투자의견 및 적용기준

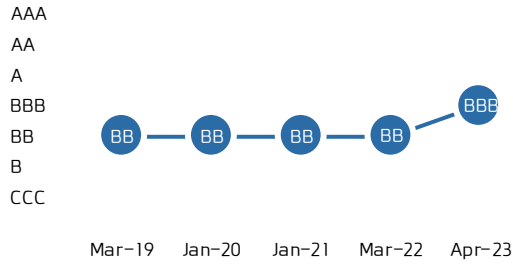
기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

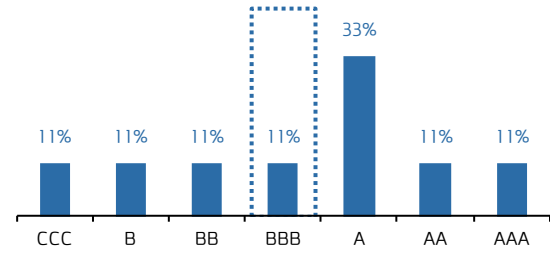
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

Universe: MSCI ACWI 지수 내, 복합 화학기업 9개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	5.1	5.1		
<b>환경</b>	4.6	5.1	53.0%	▲0.7
탄소배출	4.8	7.1	14.0%	▲1.0
유독 물질 배출 & 폐기물	3.2	3.4	14.0%	▲1.5
물부족	4.6	4.7	14.0%	▲0.3
친환경 기술 관련 기회	6.3	4.8	11.0%	
<b>사회</b>	3.9	3.2	14.0%	▲0.4
화학 안전성	3.9	3.2	14.0%	▲0.4
<b>지배구조</b>	6.3	5.7	33.0%	▲0.6
기업 지배구조	6.9	6.5		▲0.5
기업 행동	6.7	6		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5 개사 (복합 화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	물부족	화학 안전성	기업 지배구조	기업 행동	등급	추세
OCI 홀딩스	●	● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	BBB	
BASF INDIA LIMITED	● ● ● ●	● ●	● ●	●	● ● ● ●	●	● ●	BBB	◀▶
롯데정밀화학	● ●	●	● ● ●	● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	BB	▲
KCC	●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	●	●	B	▲
SRF LIMITED	● ●	●	● ● ● ●	●	●	●	●	B	◀▶
ATUL LIMITED	●	●	●	●	● ● ●	● ● ●	●	CCC	◀▶

4 분위 등급 : 4 분위 최저 ● 4 분위 최고 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2 등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2 등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치