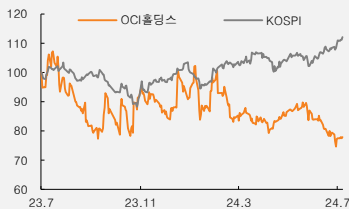


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 133,000원
현재주가(24/7/11)	86,800원
상승여력	53.2%

영업이익(24F, 십억원)	573
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	557
EPS 성장률(24F, %)	-19.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	83.7
P/E(24F, x)	3.0
MKT P/E(24F, x)	11.2
KOSPI	2,891.35
시가총액(십억원)	1,698
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	69.0
외국인 보유비중(%)	22.9
벤투(12M) 일간수익률	0.26
52주 최저가(원)	83,100
52주 최고가(원)	119,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.7	-23.8	-21.4
상대주가	-12.7	-33.0	-30.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

## OCI홀딩스

## 점차 회복하는 Q, 견조한 P

## 목표주가 13.3만원으로 하향. 매수 의견 유지

OCI홀딩스의 목표주가를 7% 하향한 13.3만원으로 제시하며, 매수 의견을 유지한다. 최근 동남아 공장 가동률 감소로 인해 실적 추정치를 하향했으며, 밸류에이션도 소폭 조정(4.8배→4.2배)했다. 자회사인 OCI의 순이익은 상장 기업 디스카운트로 인해 20%만 반영했다. 폴리실리콘 판매량 감소 우려는 하반기 내 해소될 전망이며, 판가 역시 Non-China 프리미엄으로 인해 견조하게 유지될 것이다. 진행 중인 400억원 규모의 자사주 매입 역시 주가의 하방을 지지해 줄 요인으로 판단한다.

## 2Q24 Preview: 6월 폴리실리콘 판매량 감소 추정

동사의 2Q24 영업이익 전망치는 약 20% 하향 조정한 1,285억원으로 컨센서스를 약 9% 하회할 전망이다. 실적 전망치 하향 조정은 6월 폴리실리콘 공장 가동률 감소 때문이다. 동남아 수출 물량 관세 종료(6/6)로 인해 미국 수출 물량이 급감하기 시작하면서, 동사의 폴리실리콘 공장 가동률(2Q)도 약 75~80%를 기록했을 것으로 추정한다. 하지만 1분기 대비 실적이 개선되는 이유는 OCI 실적 온기 반영, 1분기 정기보수 기저효과 때문이다.

## 여전히 미국은 Non-China 폴리실리콘이 필요하다

동사 실적에서 가장 중요한 포인트는 동남아의 미국 수출 물량 급감으로 인한 타격을 회복하는 것이다. 그래도 동사가 이 부분에 있어 물량을 빠르게 회복할 것으로 전망하는 이유는 1) 하반기부터 장기공급계약으로 인해 판매량 회복, 2) 재고를 감안해 높아지는 미국 수요 때문이다.

현재 장기공급계약 체결 비중은 약 50%(트리나솔라, JA솔라)이며, 하반기부터 시작되는 한화솔루션까지 합하면 총 생산량의 2/3 이상이 장기공급계약 물량으로 판매될 예정이다. 미국의 태양광 모듈은 여전히 Non-China 폴리실리콘을 필요로 한다. 최근 미국 모듈 수요는 연초 전망 대비 증가하고 있으며, 재고도 빠르게 소진될 것으로 전망한다. 미국 내 모듈 캐파로는 공급이 부족하기에, 동사의 폴리실리콘 수요는 점차 회복될 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,769	2,650	4,403	5,541	5,873
영업이익 (십억원)	752	531	573	950	1,079
영업이익률 (%)	27.2	20.0	13.0	17.1	18.4
순이익 (십억원)	880	714	571	769	875
EPS (원)	36,910	36,002	29,111	39,323	45,442
ROE (%)	25.2	18.7	14.4	17.1	17.0
P/E (배)	2.2	2.9	3.0	2.2	1.9
P/B (배)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.3
배당수익률 (%)	3.1	3.1	11.9	4.6	10.0

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

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	1,302.6	1,124.7	1,140.4	1,169.8	1,098.5	1,126.5	1,217.4	1,194.5	4,737.5	4,637.0	5,540.5
	OCIM(폴리실리콘)	268.5	209.5	243.1	217.4	161.2	199.4	214.9	245.6	938.5	821.1	1,146.4
	에너지솔루션	202.7	159.0	169.3	124.5	147.2	124.2	169.2	193.0	655.5	633.6	1,089.6
	OCI	566.2	512.6	450.1	494.5	493.3	499.3	543.1	451.3	2,023.4	1,987.0	2,002.8
	DCRE	103.5	122.9	162.4	187.2	150.6	157.5	144.0	158.4	576.0	610.5	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	전체	203.4	132.0	130.8	64.8	99.5	128.5	160.6	184.2	531.0	572.8	950.3
	OCIM(폴리실리콘)	149.6	91.6	91.5	70.9	37.4	74.2	84.1	100.9	403.6	296.6	536.2
	에너지솔루션	21.6	20.0	-12.9	4.3	19.8	8.2	21.8	34.9	33.0	84.8	206.6
	OCI	48.3	28.6	22.0	20.2	31.3	35.6	39.4	30.4	119.1	136.7	147.4
	DCRE	24.0	13.4	35.0	-17.4	20.1	4.7	10.1	15.8	55.0	50.7	50.2
	기타	7.9	7.7	17.2	7.0	-9.1	5.7	5.2	2.2	39.8	4.0	9.9
세전이익		203.0	174.1	141.2	14.6	209.9	142.3	173.1	194.4	533.0	719.7	990.6
순이익(지배)		213.2	391.0	113.1	-3.7	175.0	110.4	134.3	150.9	713.5	570.7	769.0

주: 1Q24부터 자회사 OCI 편입. 1분기에는 2~3월 실적만 반영

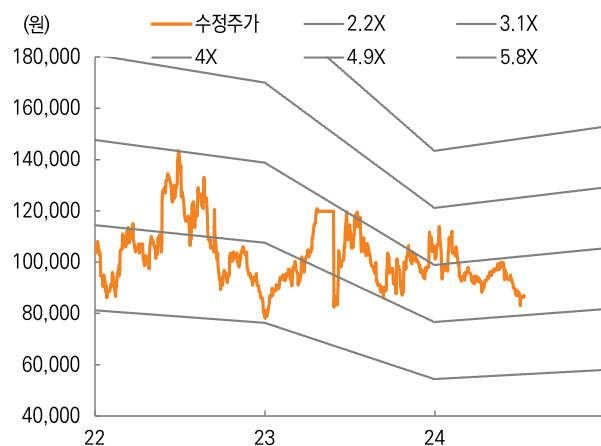
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

구분	가치	비고
12MF 순이익(십억원)	607	12개월 선행(OCI 순이익은 20%만 반영)
Target PER	4.2	피어 밸류에이션 6배에 디스카운트 30% 적용
기업가치(십억원)	2,549	
주식수(백만주)	19.1	400억원 자사주 매입/소각 고려
목표주가(원)	133,447	목표주가 13.3만원
현재주가(원)	86,800	
과리율(%)	53.7	

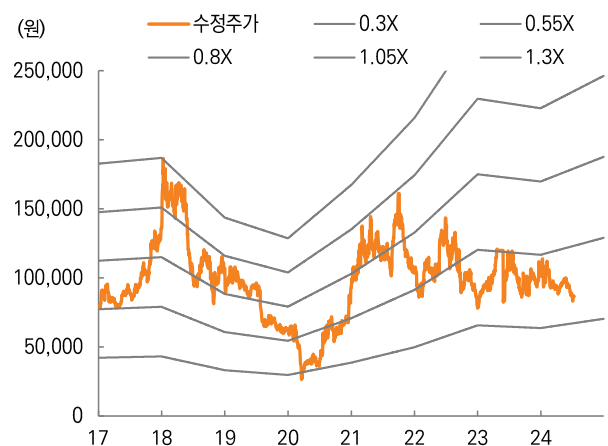
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트



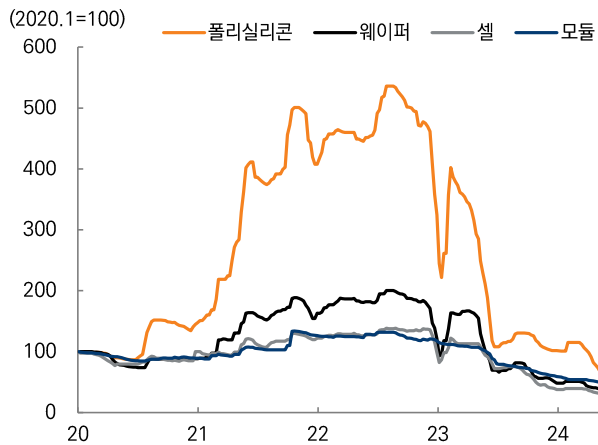
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



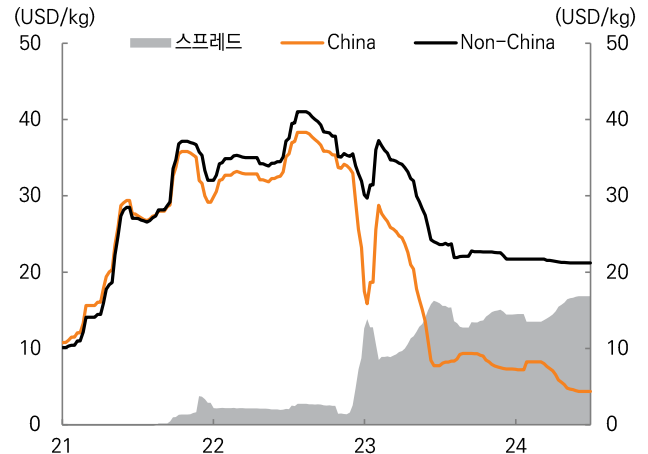
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



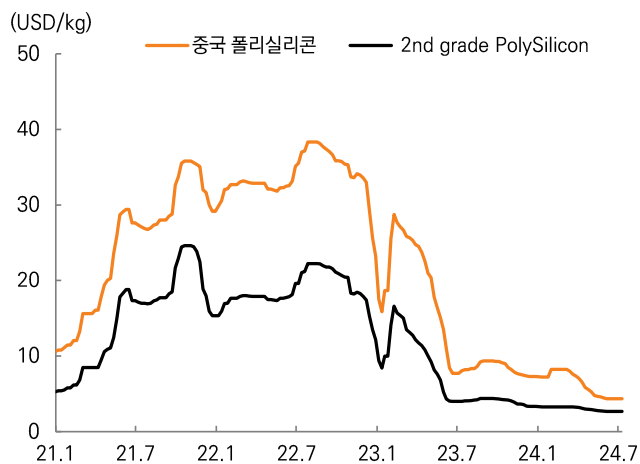
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



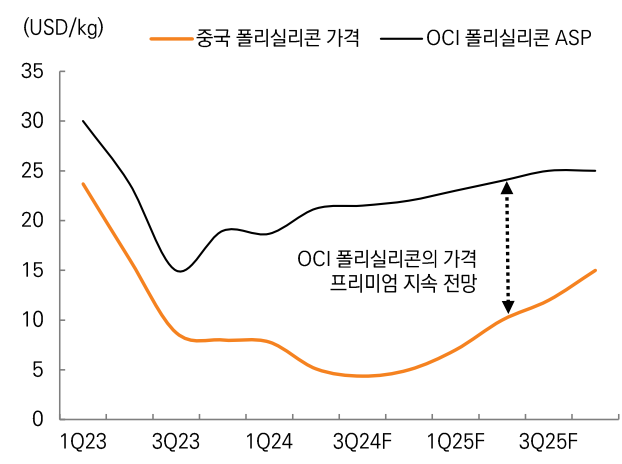
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 저순도 폴리실리콘 가격은 더 낮아 가동률 하락 중



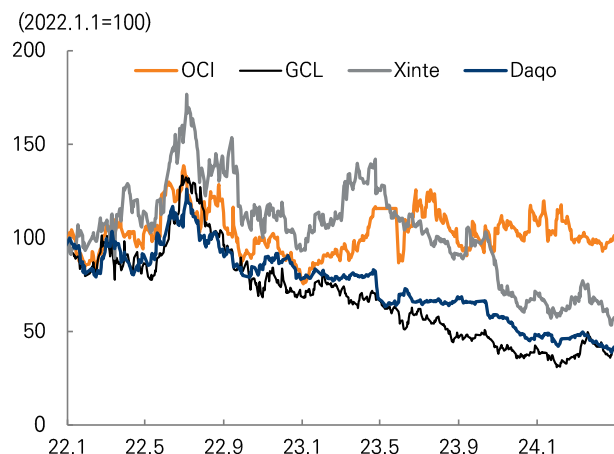
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. OCI홀딩스 폴리실리콘 ASP 전망(vs. 중국 폴리실리콘)



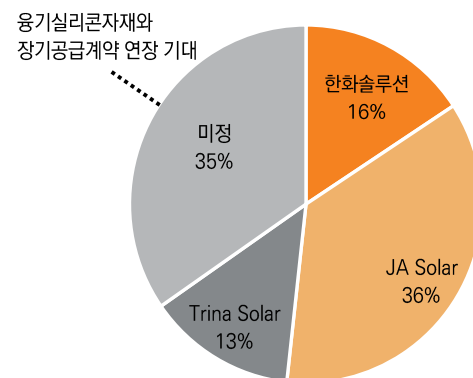
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. OCI홀딩스 Non-China 폴리실리콘 장기공급계약 상황



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

## OCI홀딩스 (010060)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,650	4,403	5,541	5,873
매출원가	1,939	3,609	4,368	4,572
매출총이익	711	794	1,173	1,301
판매비와관리비	179	222	222	222
조정영업이익	531	573	950	1,079
영업이익	531	573	950	1,079
비영업손익	2	147	41	48
금융손익	43	46	37	45
관계기업등 투자손익	38	6	0	0
세전계속사업손익	533	720	991	1,127
계속사업법인세비용	75	95	149	169
계속사업이익	458	625	842	958
중단사업이익	252	0	0	0
당기순이익	710	625	842	958
지배주주	714	571	769	875
비지배주주	-3	54	73	83
총포괄이익	668	675	842	958
지배주주	672	625	780	887
비지배주주	-4	50	62	71
EBITDA	641	716	1,125	1,290
FCF	522	674	259	561
EBITDA 마진율 (%)	24.2	16.3	20.3	22.0
영업이익률 (%)	20.0	13.0	17.1	18.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.9	13.0	13.9	14.9

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,994	4,527	4,710	5,223
현금 및 현금성자산	1,214	1,191	829	1,230
매출채권 및 기타채권	474	569	674	694
재고자산	1,732	2,078	2,390	2,459
기타유동자산	574	689	817	840
비유동자산	1,962	3,758	4,321	4,703
관계기업투자등	507	938	1,112	1,144
유형자산	1,176	2,188	2,577	2,930
무형자산	27	167	163	159
자산총계	5,957	8,285	9,031	9,926
유동부채	880	1,545	1,604	1,634
매입채무 및 기타채무	308	569	675	694
단기금융부채	420	694	596	596
기타유동부채	152	282	333	344
비유동부채	1,262	1,609	1,683	1,696
장기금융부채	1,048	1,213	1,213	1,213
기타비유동부채	214	396	470	483
부채총계	2,142	3,155	3,287	3,330
지배주주지분	3,721	4,229	4,770	5,540
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	902	902	902	902
이익잉여금	3,576	4,019	4,560	5,329
비지배주주지분	94	901	974	1,057
자본총계	3,815	5,130	5,744	6,597

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	674	1,020	819	1,121
당기순이익	710	625	842	958
비현금수익비용가감	43	37	225	274
유형자산감가상각비	107	139	171	207
무형자산상각비	3	4	4	4
기타	-67	-106	50	63
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-38	347	-198	-48
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	155	239	-32	-6
재고자산 감소(증가)	-125	10	-312	-69
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	93	89	84	16
법인세납부	-40	-81	-149	-169
투자활동으로 인한 현금흐름	-535	-389	-680	-582
유형자산처분(취득)	-151	-345	-560	-560
무형자산감소(증가)	-6	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-428	-116	-120	-22
기타투자활동	50	73	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-129	-327	-105
장단기금융부채의 증가(감소)	-421	440	-99	0
자본의 증가(감소)	88	0	0	0
배당금의 지급	-60	0	-198	-76
기타재무활동	215	-569	-30	-29
현금의 증가	-32	-23	-362	401
기초현금	1,246	1,214	1,191	829
기말현금	1,214	1,191	829	1,230

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

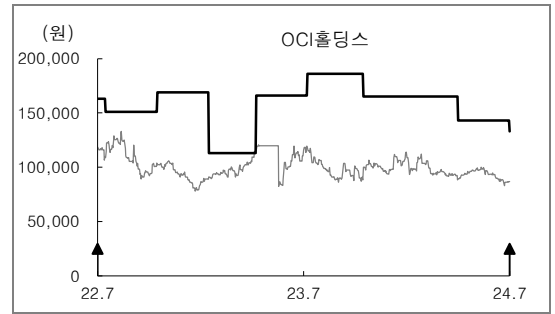
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	2.9	3.0	2.2	1.9
P/CF (x)	2.8	2.6	1.6	1.4
P/B (x)	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	3.0	3.8	2.6	2.0
EPS (원)	36,002	29,111	39,323	45,442
CFPS (원)	38,013	33,743	54,586	63,990
BPS (원)	188,949	216,169	247,616	292,098
DPS (원)	3,300	10,300	4,000	8,700
배당성향 (%)	9.1	31.7	9.0	16.9
배당수익률 (%)	3.1	11.9	4.6	10.0
매출액증가율 (%)	-4.3	66.2	25.8	6.0
EBITDA증가율 (%)	-29.0	11.7	57.3	14.6
조정영업이익증가율 (%)	-29.4	7.8	66.0	13.6
EPS증가율 (%)	-2.5	-19.1	35.1	15.6
매출채권 회전율 (회)	6.4	27.5	29.0	28.0
재고자산 회전율 (회)	1.5	2.3	2.5	2.4
매입채무 회전율 (회)	6.8	10.3	8.8	8.4
ROA (%)	11.2	8.8	9.7	10.1
ROE (%)	18.7	14.4	17.1	17.0
ROIC (%)	13.2	10.2	17.7	17.7
부채비율 (%)	56.1	61.5	57.2	50.5
유동비율 (%)	454.1	292.9	293.6	319.7
순차입금/자기자본 (%)	-7.0	1.8	4.2	-2.8
조정영업이익/금융비용 (x)	27.3	15.8	26.7	31.7

더야?

## 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2024.07.12	매수	133,000	-	-
2024.04.12	매수	143,000	-35.04	-30.07
2023.10.27	매수	165,000	-39.69	-30.97
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



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

## 투자 의견 분류 및 적용 기준

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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

## 투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

\* 2024년 06월 30일 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.