

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

MIRAE ASSET
미래에셋증권

010060 · 그린에너지

OCI홀딩스

US 태양광 밸류체인은 OCI홀딩스로부터 시작한다

(유지)

매수

목표주가

165,000원

상승여력

53.9%

현재주가(24/1/8)

107,200원

KOSPI	2,567.82	시가총액(십억원)	2,124	발행주식수(백만주)	20	외국인 보유비중(%)	20.6
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

섹터 내 Top Pick 유지. 투자의견 매수와 목표주가 16.5만원 유지

동사를 섹터 내 탑픽으로 유지하며, 투자의견 매수와 목표주가 16.5만원을 유지한다. 24년 투자포인트는 1) Non-China 프리미엄 지속으로 인한 실적 개선, 2) 미국의 중국 규제 강화 가능성, 3) 탄탄한 재무구조 및 주주환원 기대감, 4) 낮은 밸류에이션(12MF PER 4.3배 vs. 피어 6.4배)이다.

4Q23 Preview: 무난하게 컨센서스를 상회할 전망

동사의 4Q23 영업이익은 1,461억원(+6.7% 컨센서스, +11.7% 전분기)을 전망한다. 4분기 영업이익 전망치를 1,461억원으로 11.6% 하향조정한 이유는 4분기 폴리실리콘 가격 하락(8.5→7.3달러/kg) 때문이다. 하지만 무리없이 4분기 컨센서스 수준(3M)은 상회할 것으로 예상된다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	14.0	1.4	35.5
상대주가	11.8	-0.2	20.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	3,244	4,671	2,705	3,075	3,554
영업이익 (십억원)	626	977	612	771	864
영업이익률 (%)	19.3	20.9	22.6	25.1	24.3
순이익 (십억원)	648	880	855	711	797
EPS (원)	27,156	36,910	43,087	35,888	40,223
ROE (%)	23.9	25.2	21.8	16.7	16.1
P/E (배)	3.8	2.2	2.5	3.0	2.7
P/B (배)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
배당수익률 (%)	1.9	3.1	2.4	2.3	2.3

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

시황 및 전망

4Q23 Preview: 무난하게 컨센서스를 상회할 전망

동사의 4Q23 매출액은 7,011억원(+9.4% 컨센서스, +1.6% 전분기), 영업이익은 1,461억원(+6.7% 컨센서스, +11.7% 전분기)을 전망한다. 4분기 영업이익 전망치를 1,461억원으로 11.6% 하향조정한 이유는 4분기 폴리실리콘 가격이 추가적으로 하락했기(8.5→7.3달러/kg) 때문이다. 따라서 4분기 ASP 추정치를 소폭 하향 조정했다. 하지만 무리없이 4분기 컨센서스 수준(3M)은 상회할 것으로 예상된다. 그리고 3분기가 동사의 분기실적의 바닥이었다는 전망도 유지한다.

부문별로 살펴보면, OCIMSB(폴리실리콘)의 영업이익은 전분기대비 약 5% 증가한 964억원을 전망한다. 중국 및 Non-China 폴리실리콘 평균 가격(P)은 3분기와 유사하다. 하지만 이익의 개선을 기대하는 이유는 1) Non-China 폴리실리콘의 판매 비중 증가, 2) 생산량(Q)의 증가 덕분이다. OCI SE(새만금)는 SMP 가격의 하락으로 인해 실적이 감소할 것으로 추정한다. OCI MSE(미국 태양광 모듈)는 여전히 미국 주거용 모듈의 부진으로 인해 적자를 기록할 것으로 예상된다. 다만, 전분기 일회성으로 기록했던 재고손상차손(약 200억원)의 제거로 적자 폭은 축소될 것으로 전망한다. DCRE(도시개발)는 전분기와 유사한 수준의 실적을 예상한다.

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	전체	719.6	594.3	690.3	701.1	721.0	779.3	761.8	813.4	2,705.3	3,075.4	3,554.3
	에너지솔루션	461.5	356.8	412.4	399.4	415.9	486.2	479.5	517.5	1,630.1	1,899.0	2,292.1
	DCRE	103.5	122.9	162.4	155.5	159.0	146.9	136.1	149.7	544.3	591.6	677.4
	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	146.1	160.3	207.4	192.3	210.7	612.3	770.7	863.7
	에너지솔루션	171.5	110.9	78.6	104.0	116.6	166.1	154.9	176.3	465.1	613.8	713.0
	DCRE	24.0	13.4	35.0	31.1	31.8	29.4	24.5	22.5	103.5	108.1	101.6
	기타	7.9	7.7	17.2	10.9	11.9	11.9	13.0	11.9	43.7	48.8	49.0
세전이익		203.0	174.1	141.2	163.6	182.5	225.4	207.0	231.2	682.0	846.1	948.3
순이익(지배)		213.2	391.0	113.1	137.5	153.3	189.4	174.0	194.3	854.8	711.0	796.9

주: 기타에 포함된 회사 - OCI China, OCI Vietnam, OCI Japan, OCI Global 등

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견

섹터 내 Top Pick 유지. 투자의견 매수와 목표주가 16.5만원 유지

동사를 섹터 내 탑픽으로 유지하며, 투자의견 매수와 목표주가 16.5만원을 유지한다. 24년 투자포인트를 다시 한번 정리하면, 1) Non-China 가격 프리미엄의 지속으로 인한 실적 개선, 2) 미국의 중국 규제 강화 가능성, 3) 탄탄한 재무구조 및 주주환원 기대감, 4) 낮은 밸류에이션(12MF PER 4.3배, 피어 밸류에이션 6.4배)이다.

아직까지는 시장에서 Non-China 폴리실리콘의 프리미엄 지속성에 대한 의구심이 존재하는 듯하다. 하지만 1) 중국을 거치지 않는 온전한 미국의 태양광 밸류체인 형성, 그리고 2) 미국의 중국 규제 강화 가능성으로 인해 프리미엄의 지속을 전망한다.

최근 발표된 OCIH-CubicPV 건과 같은 장기공급계약을 체결하면서 중국을 배제한 미국 태양광 밸류체인이 형성되고 있다. 중국 폴리실리콘은 공급 과잉이 이어지고 있다. 반면, 전체 폴리실리콘 시장에서 약 6% 밖에 존재하지 않는 Non-China 폴리실리콘은 공급의 희소성으로 인해 가격협상력이 더 높아지고 있다. 게다가 미 대선으로 인해 중국에 대한 규제가 더 강화되며 프리미엄 확대 가능성도 있다.

23년 1월 4일, Non-China 폴리실리콘과 중국 폴리실리콘의 가격 스프레드가 처음 10달러를 넘어섰고, 24년이 된 지금까지도 해당 가격 스프레드는 10달러 이상을 유지하고 있다. 지난 2023년 1년간 평균 스프레드는 13.0달러를 유지했다. 시장이 가격 스프레드 축소에 대한 의심을 하는 기간은 지났다고 판단하며, 이제는 이를 주가에 반영할 시기라고 생각한다.

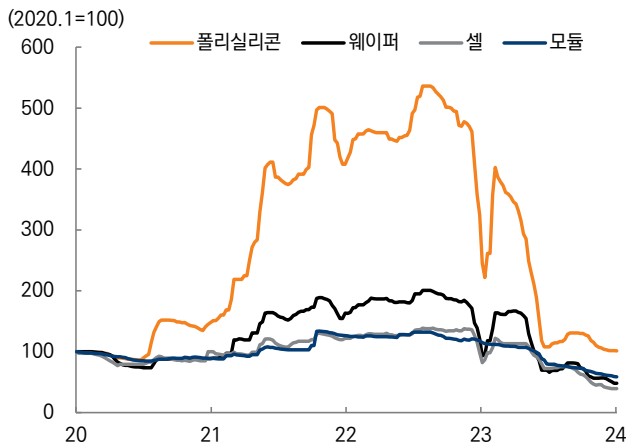
게다가 순현금 재무구조를 가지고 있어 재무 리스크도 낮은 편이며, 지주사 전환으로 인한 주주환원(배당)에 대한 기대감도 높아지고 있다. 최근 밸류에이션은 소폭 상승했으나(12MF PER 4.3배), 여전히 중국 폴리실리콘 피어 평균 밸류에이션(12MF PER 6.4배) 대비 극심한 저평가를 받고 있다. 섹터 내 주가 매력도가 월등히 높은 OCI홀딩스를 탑픽으로 추천한다.

표 2. 밸류에이션

구분	가치	비고
12MF 순이익(십억원)	711	12개월 선행
Target PER	4.7	12MF PER 4.3배에 프리미엄 10% 적용
기업가치(십억원)	3,327	
주식수(백만주)	19.8	
목표주가(원)	167,947	목표주가 16.5만원 유지
현재주가(원)	107,200	
과리율(%)	56.7	

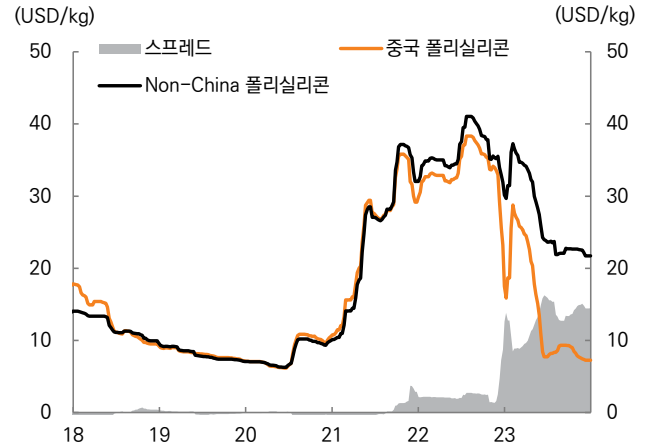
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



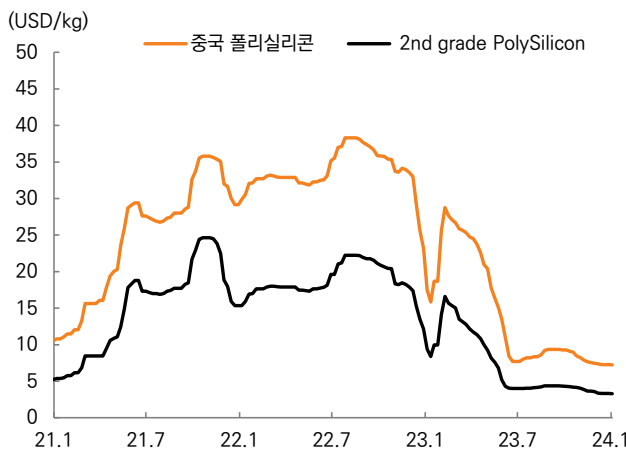
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



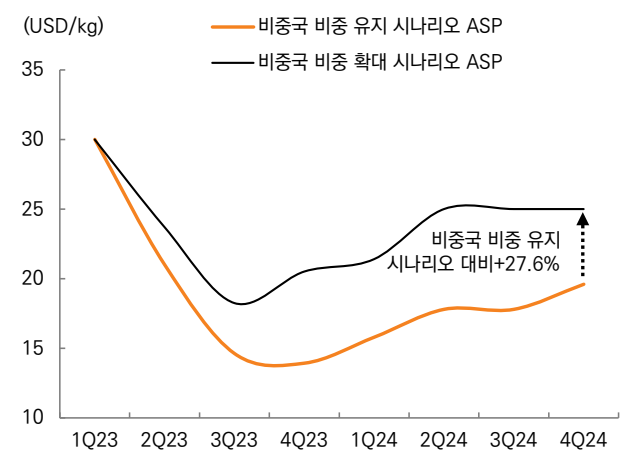
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 저순도 폴리실리콘 가격은 더 낮아 가동률 하락 중



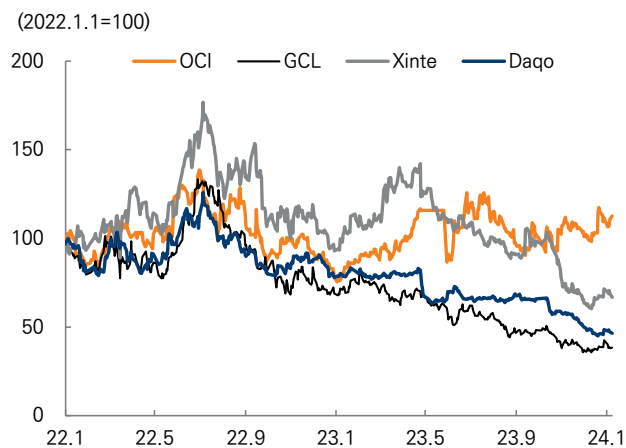
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 시나리오별 OCI홀딩스 폴리실리콘 판가 전망



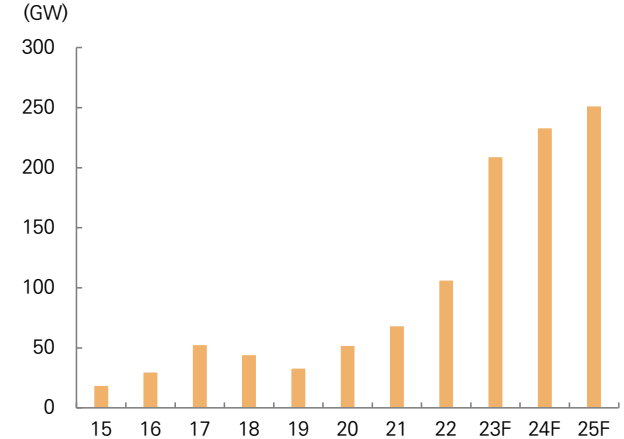
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 중국 태양광 패널 신규 설치량 추이 - 견조한 수요



자료: BNEF, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,671	2,705	3,075	3,554
매출원가	3,383	1,908	2,120	2,506
매출총이익	1,288	797	955	1,048
판매비와관리비	312	185	185	185
조정영업이익	977	612	771	864
영업이익	977	612	771	864
비영업손익	25	70	75	84
금융손익	-12	48	75	85
관계기업등 투자손익	27	-10	0	0
세전계속사업손익	1,002	682	846	948
계속사업법인세비용	110	78	127	142
계속사업이익	892	604	719	806
중단사업이익	-14	252	0	0
당기순이익	878	856	719	806
지배주주	880	855	711	797
비지배주주	-3	1	8	9
총포괄이익	914	885	719	806
지배주주	917	881	706	791
비지배주주	-3	3	13	15
EBITDA	1,127	721	864	963
FCF	336	1,169	560	548
EBITDA 마진율 (%)	24.1	26.7	28.1	27.1
영업이익률 (%)	20.9	22.6	25.1	24.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.8	31.6	23.1	22.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	4,111	4,026	4,494	4,943
현금 및 현금성자산	1,246	2,513	2,738	2,953
매출채권 및 기타채권	783	413	480	544
재고자산	1,893	1,000	1,160	1,314
기타유동자산	189	100	116	132
비유동자산	2,635	1,652	1,676	1,804
관계기업투자등	319	168	195	221
유형자산	1,708	1,182	1,181	1,283
무형자산	36	27	25	24
자산총계	6,746	5,678	6,170	6,747
유동부채	1,578	784	745	705
매입채무 및 기타채무	479	253	293	332
단기금융부채	856	402	302	203
기타유동부채	243	129	150	170
비유동부채	1,156	870	730	590
장기금융부채	1,033	805	655	505
기타비유동부채	123	65	75	85
부채총계	2,734	1,653	1,475	1,295
지배주주지분	3,912	3,925	4,587	5,335
자본금	127	107	107	107
자본잉여금	794	902	902	902
이익잉여금	2,935	3,725	4,388	5,136
비지배주주지분	99	100	108	117
자본총계	4,011	4,025	4,695	5,452

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	567	1,327	650	748
당기순이익	878	856	719	806
비현금수익비용가감	279	-63	145	157
유형자산감가상각비	145	106	92	98
무형자산상각비	5	3	2	2
기타	129	-172	51	57
영업활동으로인한자산및부채의변동	-558	574	-163	-158
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-161	-63	-58	-56
재고자산 감소(증가)	-285	648	-160	-155
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	74	8	27	26
법인세납부	-2	-56	-127	-142
투자활동으로 인한 현금흐름	-58	-38	-99	-209
유형자산처분(취득)	-227	-156	-90	-200
무형자산감소(증가)	-4	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	302	50	-9	-9
기타투자활동	-129	73	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	25	-440	-299	-299
장단기금융부채의 증가(감소)	65	-682	-250	-250
자본의 증가(감소)	0	87	0	0
배당금의 지급	-49	-60	-49	-49
기타재무활동	9	215	0	0
현금의 증가	547	1,267	225	215
기초현금	699	1,246	2,513	2,738
기말현금	1,246	2,513	2,738	2,953

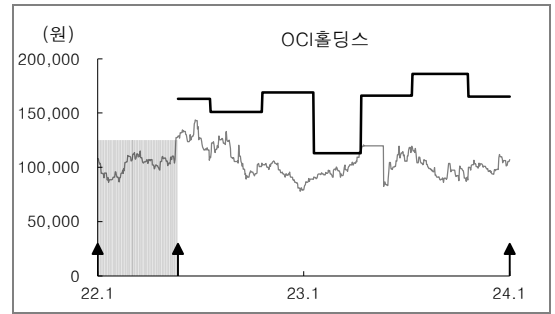
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	2.2	2.5	3.0	2.7
P/CF (x)	1.7	2.7	2.5	2.2
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	2.3	1.2	0.5	-
EPS (원)	36,910	43,087	35,888	40,223
CFPS (원)	48,499	39,994	43,614	48,627
BPS (원)	165,231	199,213	232,632	270,386
DPS (원)	2,500	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	6.7	5.7	6.8	6.1
배당수익률 (%)	3.1	2.4	2.3	2.3
매출액증가율 (%)	44.0	-42.1	13.7	15.6
EBITDA증가율 (%)	47.8	-36.0	19.8	11.5
조정영업이익증가율 (%)	56.0	-37.3	25.9	12.1
EPS증가율 (%)	35.9	16.7	-16.7	12.1
매출채권 회전율 (회)	7.7	5.2	7.9	7.9
재고자산 회전율 (회)	2.7	1.9	2.8	2.9
매입채무 회전율 (회)	12.0	7.8	11.6	11.9
ROA (%)	14.1	13.8	12.1	12.5
ROE (%)	25.2	21.8	16.7	16.1
ROIC (%)	24.3	25.2	27.3	28.0
부채비율 (%)	68.2	41.1	31.4	23.7
유동비율 (%)	260.5	513.8	603.1	701.6
순차입금/자기자본 (%)	13.7	-33.7	-39.1	-42.4
조정영업이익/금융비용 (x)	26.7	33.1	44.8	63.6

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 악화
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
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 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.