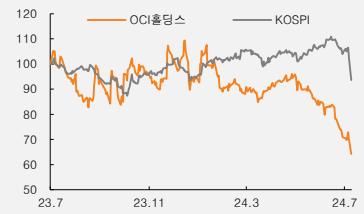


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 98,000원
현재주가(24/8/5)	66,900원
상승여력	46.5%

영업이익(24F, 십억원)	375
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	505
EPS 성장률(24F, %)	-49.8
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.1
P/E(24F, x)	3.7
MKT P/E(24F, x)	10.4
KOSPI	2,441.55
시가총액(십억원)	1,309
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.8
외국인 보유비중(%)	23.3
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	66,900
52주 최고가(원)	113,900

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-22.5	-38.4	-35.7
상대주가	-9.1	-34.6	-31.4



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

OCI홀딩스

하반기 실적은 미국 재고 소진 기간이 관건

목표주가 9.8만원으로 하향 및 매수 의견 유지

OCI홀딩스의 목표주가를 13.3만원 → 9.8만원으로 26.3% 하향 조정하며, 매수 의견을 유지한다. 목표주가 하향 요인은 24년 하반기 실적 전망치 하향이며, 향후 12개월 순이익 전망치를 6,070억원에서 3,612억원으로 낮췄다. 밸류에이션은 피어 평균 10배에서 시장 상황을 고려해 50%를 디스카운트한 12MF PER 5배를 적용했다(현재 12MF PER은 2.4배). 여전히 밸류에이션은 절대적 저평가 수준이다.

동사는 전반적인 미국 모듈 수출량 급감으로 주요 사업부인 OCIM(폴리실리콘)의 하반기 출하량이 감소하게 된 점이 주가에 부정적으로 작용하고 있다. 하반기 실적은 다소 부진하겠지만, 수요가 강해질 내년 실적을 기대한다.

2Q24 Review: 동남아 관세 면제 종료의 여파

동사의 2Q24 영업이익은 896억원으로 시장 기대치(1,184억원)를 24% 하회했다. 기대치 하회 요인은 폴리실리콘 출하량 감소 및 OCIE의 부진이었다. OCIM(폴리실리콘)은 4~5월 90%의 높은 가동률을 기록하며 선전했다. 하지만 6/6 동남아 관세 면제기간 종료로 미국 모듈 수출량이 급감하며 가동률이 크게 낮아졌다. 따라서 2분기 총 가동률은 70%를 기록한 것으로 추정한다. 또한 OCIE는 미국 주거용 모듈 판매 부진, 그리고 태양광 프로젝트 매각 건 부재로 인해 낮은 수익성을 기록했다.

3Q24 Preview: 보수적으로 접근해야 할 하반기

동사의 3Q24 영업이익은 1,040억원으로 전분기 대비 16% 증익을 전망한다. 증익의 주된 요인은 3분기 태양광 프로젝트 매각이다. 상대방은 현대엔지니어링으로 260MW 규모의 발전소에 대한 일부 수익(약 150억원 추정)을 인식할 예정이다.

반면 OCIM과 DCRE(도시개발)의 수익성은 소폭 하락할 전망이다. OCIM은 미국 재고가 소진되는 하반기 말까지 가동률 약 60% 수준을 전망한다. 동사는 컨콜에서 미국 재고 소진 기간이 최소 3개월~최대 6개월이라고 예측했다. 따라서 당분간 감소할 수요 및 4분기로 앞당긴 대정기보수 때문에 하반기는 상반기 대비 큰 폭의 증익은 어려울 전망이다. DCRE는 시공사들에 대한 원가 협상으로 인해 향후 수익성이 낮아질 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,769	2,650	3,761	4,619	5,327
영업이익 (십억원)	752	531	375	773	1,028
영업이익률 (%)	27.2	20.0	10.0	16.7	19.3
순이익 (십억원)	880	714	354	623	818
EPS (원)	36,910	36,002	18,055	31,850	42,496
ROE (%)	25.2	18.7	9.2	14.5	16.6
P/E (배)	2.2	2.9	3.7	2.1	1.6
P/B (배)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.2
배당수익률 (%)	3.1	3.1	3.6	2.1	8.7

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	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	1,299.0	956.1	1,136.8	1,166.8	865.0	949.9	1,022.8	923.2	4,558.7	3,760.9	4,619.1
	OCIM(폴리실리콘)	268.5	209.5	243.1	217.4	161.2	176.0	165.1	162.7	938.5	665.1	1,059.0
	OCI SE + E	199.1	159.0	165.8	121.0	143.7	119.0	159.0	155.0	644.9	576.7	875.2
	OCI	566.2	344.0	450.0	495.0	540.0	566.0	543.7	452.7	1,855.2	2,102.5	2,004.5
	DCRE	103.5	122.9	162.4	187.2	150.6	107.0	104.9	102.8	576.0	465.2	480.4
	기타	161.7	120.7	115.5	146.2	60.2	-18.1	50.0	50.0	544.1	142.1	200.0
영업이익	전체	203.4	132.0	130.8	64.8	99.5	89.6	104.0	81.7	531.0	374.8	772.9
	OCIM(폴리실리콘)	149.6	91.6	91.5	70.9	37.4	56.0	47.2	47.0	403.6	187.5	477.8
	OCI SE + E	21.5	20.0	-12.9	4.3	19.8	3.0	20.8	10.1	32.9	53.7	157.9
	OCI	48.3	15.0	22.0	20.2	39.0	34.0	40.0	30.5	105.5	143.5	147.5
	DCRE	14.3	13.4	35.0	-17.4	20.1	10.0	1.0	-1.0	45.3	30.1	17.6
	기타	7.9	7.7	17.2	7.0	-9.1	-12.1	-5.0	-4.8	39.8	-31.0	-28.0
세전이익		203.0	174.1	141.2	14.6	209.9	90.2	114.6	89.4	533.0	504.2	802.3
순이익(자배)		213.2	391.0	113.1	-3.7	175.0	20.6	88.9	69.4	713.5	354.0	622.8

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

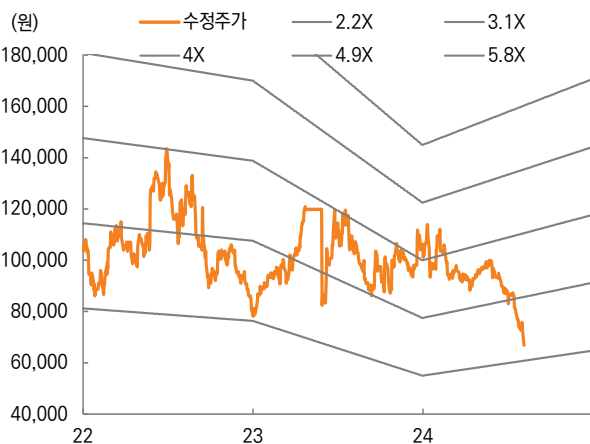
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

구분	가치	비고
12MF 순이익(십억원)	361	12개월 선행(OCI 순이익은 20%만 반영)
Target PER	5.0	피어 밸류에이션 10배에 디스카운트 50% 적용
기업가치(십억원)	1,806	
주식수(백만주)	18.5	400억+200억원 자사주 매입/소각 고려
목표주가(원)	97,611	목표주가 9.8만원
현재주가(원)	66,900	
과리율(%)	45.9	

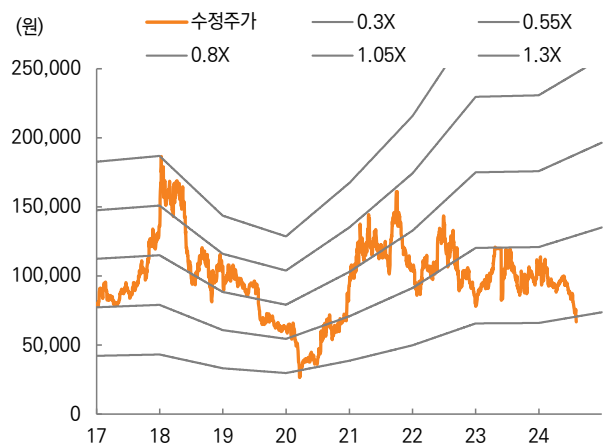
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트



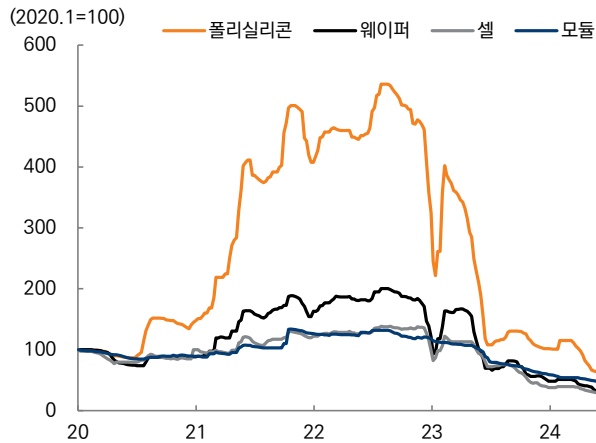
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



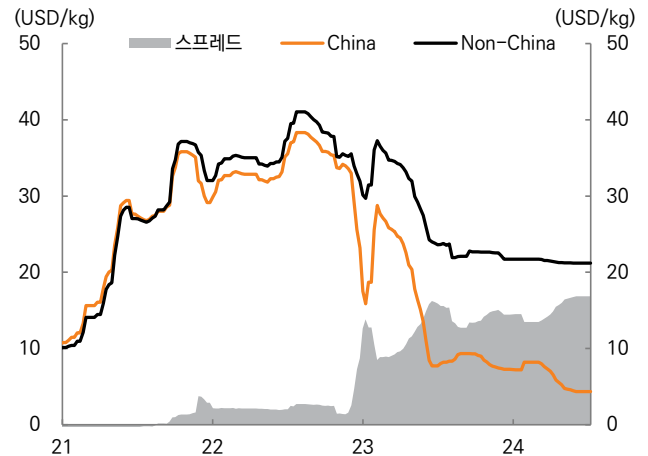
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



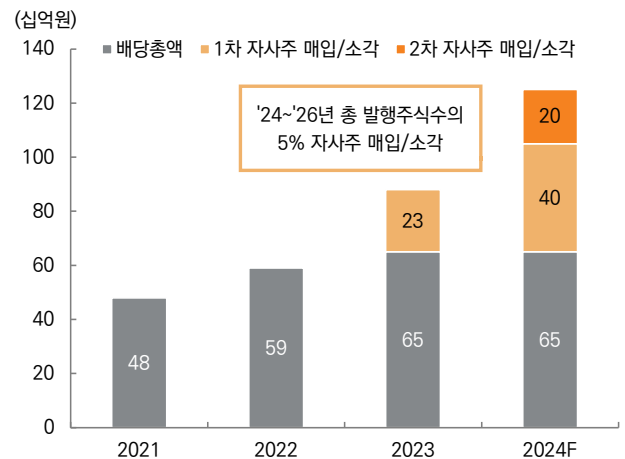
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 동남아 AD/CVD 관련 타임라인



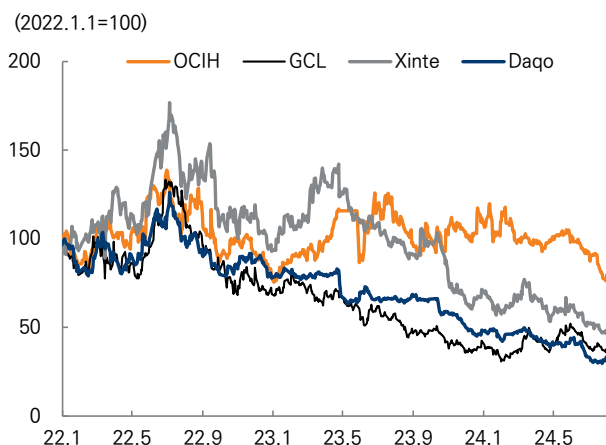
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. OCI홀딩스 주주환원 계획



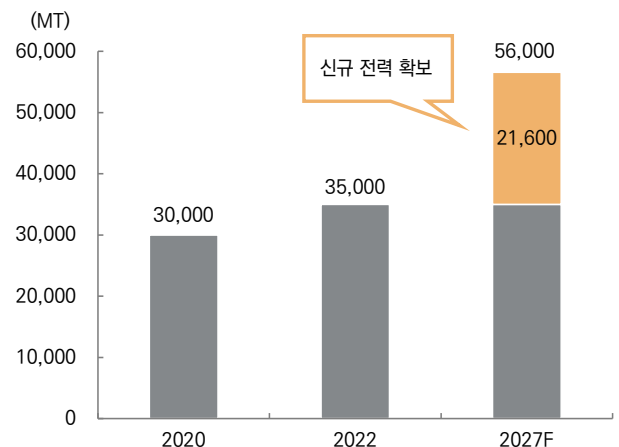
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. OCI홀딩스 폴리실리콘 증설 계획



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,650	3,761	4,619	5,327
매출원가	1,939	3,164	3,624	4,077
매출총이익	711	597	995	1,250
판매비와관리비	179	222	222	222
조정영업이익	531	375	773	1,028
영업이익	531	375	773	1,028
비영업손익	2	129	29	26
금융손익	43	40	27	23
관계기업등 투자손익	38	6	0	0
세전계속사업손익	533	504	802	1,054
계속사업법인세비용	75	117	120	158
계속사업이익	458	388	682	896
중단사업이익	252	0	0	0
당기순이익	710	388	682	896
지배주주	714	354	623	818
비지배주주	-3	34	59	78
총포괄이익	668	438	682	896
지배주주	672	405	631	830
비지배주주	-4	32	51	66
EBITDA	641	518	948	1,239
FCF	522	153	89	372
EBITDA 마진율 (%)	24.2	13.8	20.5	23.3
영업이익률 (%)	20.0	10.0	16.7	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.9	9.4	13.5	15.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,994	4,224	4,416	4,933
현금 및 현금성자산	1,214	887	370	525
매출채권 및 기타채권	474	569	748	815
재고자산	1,732	2,078	2,390	2,604
기타유동자산	574	690	908	989
비유동자산	1,962	3,539	4,159	4,596
관계기업투자등	507	725	954	1,040
유형자산	1,176	2,188	2,577	2,930
무형자산	27	167	163	159
자산총계	5,957	7,763	8,575	9,529
유동부채	880	1,350	1,460	1,538
매입채무 및 기타채무	308	440	579	631
단기금융부채	420	693	594	595
기타유동부채	152	217	287	312
비유동부채	1,262	1,519	1,616	1,652
장기금융부채	1,048	1,213	1,213	1,213
기타비유동부채	214	306	403	439
부채총계	2,142	2,870	3,076	3,190
지배주주지분	3,721	4,013	4,560	5,321
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	902	902	902	902
이익잉여금	3,576	3,802	4,349	5,111
비지배주주지분	94	880	939	1,017
자본총계	3,815	4,893	5,499	6,338

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	674	499	649	932
당기순이익	710	388	682	896
비현금수익비용가감	43	64	208	285
유형자산감가상각비	107	139	171	207
무형자산상각비	3	4	4	4
기타	-67	-79	33	74
영업활동으로인한자산및부채의변동	-38	64	-208	-175
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	155	239	-55	-21
재고자산 감소(증가)	-125	10	-312	-214
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	93	-14	111	42
법인세납부	-40	-103	-120	-158
투자활동으로 인한 현금흐름	-535	-383	-763	-636
유형자산처분(취득)	-151	-345	-560	-560
무형자산감소(증가)	-6	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-428	-110	-203	-76
기타투자활동	50	73	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-131	-174	-56
장단기금융부채의 증가(감소)	-421	438	-98	1
자본의 증가(감소)	88	0	0	0
배당금의 지급	-60	0	-46	-26
기타재무활동	215	-569	-30	-31
현금의 증가	-32	-326	-517	154
기초현금	1,246	1,214	887	370
기말현금	1,214	887	370	525

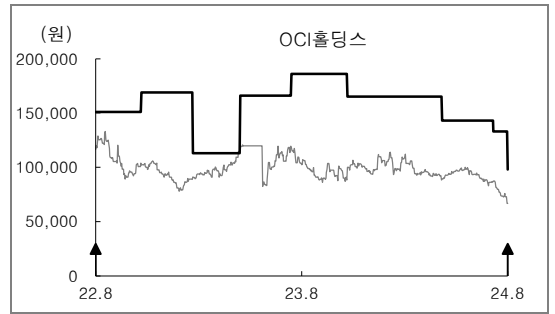
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	2.9	3.7	2.1	1.6
P/CF (x)	2.8	2.9	1.5	1.1
P/B (x)	0.6	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (x)	3.0	5.0	3.0	2.2
EPS (원)	36,002	18,055	31,850	42,496
CFPS (원)	38,013	23,033	45,513	61,349
BPS (원)	188,949	205,090	236,662	280,575
DPS (원)	3,300	2,400	1,400	5,800
배당성향 (%)	9.1	11.9	3.9	12.1
배당수익률 (%)	3.1	3.6	2.1	8.7
매출액증가율 (%)	-4.3	41.9	22.8	15.3
EBITDA증가율 (%)	-29.0	-19.2	83.1	30.7
조정영업이익증가율 (%)	-29.4	-29.5	106.3	33.0
EPS증가율 (%)	-2.5	-49.8	76.4	33.4
매출채권 회전율 (회)	6.4	23.5	22.8	22.2
재고자산 회전율 (회)	1.5	2.0	2.1	2.1
매입채무 회전율 (회)	6.8	10.6	8.9	8.4
ROA (%)	11.2	5.7	8.3	9.9
ROE (%)	18.7	9.2	14.5	16.6
ROIC (%)	13.2	3.9	14.0	16.1
부채비율 (%)	56.1	58.7	55.9	50.3
유동비율 (%)	454.1	312.8	302.5	320.7
순차입금/자기자본 (%)	-7.0	8.1	11.2	6.1
조정영업이익/금융비용 (x)	27.3	10.4	21.7	30.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI홀딩스 (010060)				
2024.08.06	매수	98,000	-	-
2024.07.12	매수	133,000	-42.55	-35.26
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



* 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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 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.