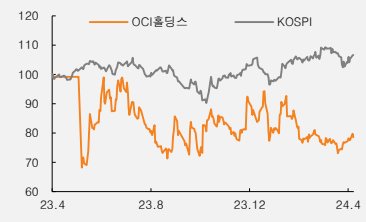


| 투자 의견(유지) | 매수 |
|---------------|----------|
| 목표주가(유지) | 143,000원 |
| 현재주가(24/4/30) | 94,900원 |
| 상승여력 | 50.7% |

| | |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(24F, 십억원) | 627 |
| Consensus 영업이익(24F, 십억원) | 504 |
| EPS 성장률(24F, %) | -45.1 |
| MKT EPS 성장률(24F, %) | 72.1 |
| P/E(24F, x) | 4.8 |
| MKT P/E(24F, x) | 11.1 |
| KOSPI | 2,692.06 |

| | |
|---------------|---------|
| 시가총액(십억원) | 1,861 |
| 발행주식수(백만주) | 20 |
| 유동주식비율(%) | 70.0 |
| 외국인 보유비중(%) | 22.9 |
| 베타(12M) 일간수익률 | 0.43 |
| 52주 최저가(원) | 82,400 |
| 52주 최고가(원) | 119,800 |

| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|-----|-------|-------|
| 절대주가 | 2.4 | -4.8 | -20.8 |
| 상대주가 | 4.4 | -18.3 | -26.4 |



[에너지/정유화학]

이진호

jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형

taehyoung.kim@miraeasset.com

OCI홀딩스

1분기 실적 바닥 확인. 2분기 본격 개선

목표주가 14.3만원과 매수 의견 유지

여전히 저평가된 주가와 견조한 펀더멘탈, 자사주 매입을 투자포인트로 매수 의견과 목표주가 14.3만원을 유지한다. 중국 폴리실리콘 가격이 5~6달러까지 하락 중이다. 하지만 동사의 Non-China 폴리실리콘 가격은 20달러를 소폭 상회하고 있다. 이와 같이 견조한 펀더멘탈에도 불구하고, 현재 PBR은 0.46배로 현저히 저평가되어 있는 상황이다. 1분기 실적을 바닥으로 2분기부터는 말레이시아 공장의 정상화로 수익성 개선을 기대하며, 자사주 매입 진행이 주가의 하방을 지지해줄 전망이다.

1Q24 Review: OCI 자회사 편입 효과로 증익

동사의 1Q24 영업이익은 995억원을 기록했다. 자회사 OCI의 편입 효과가 약 313억원이었으며, 이를 제외하면 OCI홀딩스 자체의 실적은 전분기와 유사한 수준이다. OCIM(폴리실리콘)은 지속된 정기보수로 영업이익이 374억원(-47.2% QoQ)으로 감소했다. 하지만 OCIE(미국 발전자회사)의 프로젝트 매각 잔여 매각 대금 수취, DCRE 1단지 입주 시작으로 인한 분양 잔금 회수로 수익성 개선으로 해당 영향을 상쇄했다.

2Q24 Preview: 말레이시아 공장 정상화

동사의 2Q24 영업이익은 1,604억원으로 전분기 대비 61.2% 증가할 것으로 전망한다. 수익성 개선 요인은 말레이시아 폴리실리콘 공장의 정상화다. Non-China 폴리실리콘에 대한 수요는 많고, 가격도 견조하게 유지되고 있다. 하지만 정기보수 비용과 가동률 하락으로 인한 고정비용 효과 때문에 수익성이 하락했었다. 2분기부터는 해당 영향이 사라지며, 3Q23과 비슷한 수준의 수익성으로 회복을 전망한다. DCRE는 하반기 마케팅 비용 반영을 감안하여 1분기 대비 감익인 47억원을 전망한다.

| 결산기 (12월) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원) | 2,769 | 2,650 | 4,829 | 5,613 | 5,845 |
| 영업이익 (십억원) | 752 | 531 | 627 | 947 | 1,054 |
| 영업이익률 (%) | 27.2 | 20.0 | 13.0 | 16.9 | 18.0 |
| 순이익 (십억원) | 880 | 714 | 380 | 477 | 533 |
| EPS (원) | 36,910 | 36,002 | 19,771 | 25,226 | 28,643 |
| ROE (%) | 25.2 | 18.7 | 10.0 | 11.8 | 12.1 |
| P/E (배) | 2.2 | 2.9 | 4.8 | 3.8 | 3.3 |
| P/B (배) | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| 배당수익률 (%) | 3.1 | 3.1 | 8.5 | 3.7 | 9.0 |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

(십억원)

| | | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24P | 2Q24F | 3Q24F | 4Q24F | 2023 | 2024F | 2025F |
|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 전체 | 1,292.9 | 1,113.0 | 1,140.4 | 1,169.8 | 1,098.5 | 1,218.0 | 1,276.8 | 1,235.5 | 4,716.1 | 4,828.8 | 5,612.7 |
| | 에너지솔루션 | 461.5 | 356.8 | 412.4 | 341.9 | 308.4 | 408.7 | 442.4 | 479.2 | 1,572.6 | 1,638.7 | 2,334.7 |
| | OCI | 566.2 | 512.6 | 450.1 | 494.5 | 493.3 | 505.6 | 544.2 | 451.8 | 2,023.4 | 1,994.9 | 1,976.3 |
| | 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 | 160.4 | 179.1 | 187.9 | 544.1 | 584.8 | 584.8 |
| | 에너지솔루션 | 171.5 | 110.9 | 78.6 | 75.2 | 57.2 | 114.7 | 125.0 | 140.5 | 531.0 | 626.9 | 946.5 |
| | OCI | 48.3 | 28.6 | 22.0 | 20.2 | 31.3 | 35.3 | 38.8 | 29.4 | 436.3 | 437.5 | 745.3 |
| | DCRE | 24.0 | 13.4 | 35.0 | -17.4 | 20.1 | 4.7 | 10.1 | 15.8 | 119.1 | 134.8 | 141.2 |
| | 기타 | 7.9 | 7.7 | 17.2 | 7.0 | -9.1 | 5.7 | 5.2 | 2.2 | 55.0 | 50.7 | 50.2 |
| 세전이익 | | 203.0 | 174.1 | 141.2 | 14.6 | 210.1 | 177.2 | 192.7 | 198.9 | 533.0 | 778.9 | 997.0 |
| 순이익(지배) | | 213.2 | 391.0 | 113.1 | -3.7 | 108.1 | 84.8 | 92.2 | 95.1 | 713.5 | 380.1 | 476.9 |

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

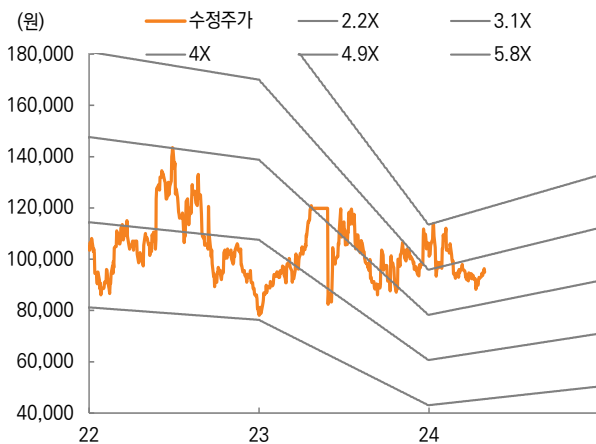
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 밸류에이션

| 구분 | 가치 | 비고 |
|---------------|---------|----------------------------------|
| 12MF 순이익(십억원) | 565 | 12개월 선행 |
| Target PER | 4.8 | 12MF PER 6배에 디스카운트 20% 적용 |
| 기업가치(십억원) | 2,712 | |
| 주식수(백만주) | 18.9 | 자사주 소각 반영 - 1.2%(23) + 2.0%(24F) |
| 목표주가(원) | 143,386 | 목표주가 14.3만원 |
| 현재주가(원) | 88,300 | |
| 과리율(%) | 62.4 | |

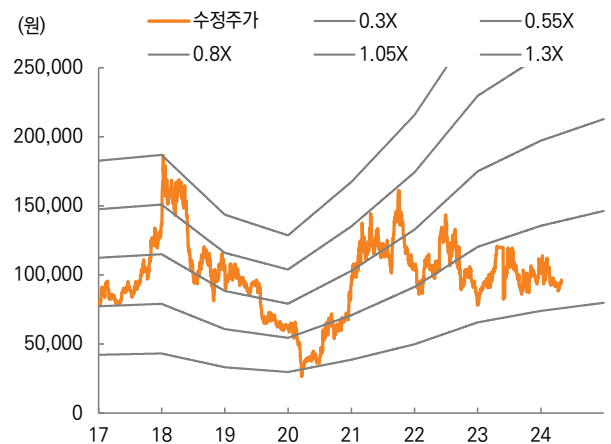
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트



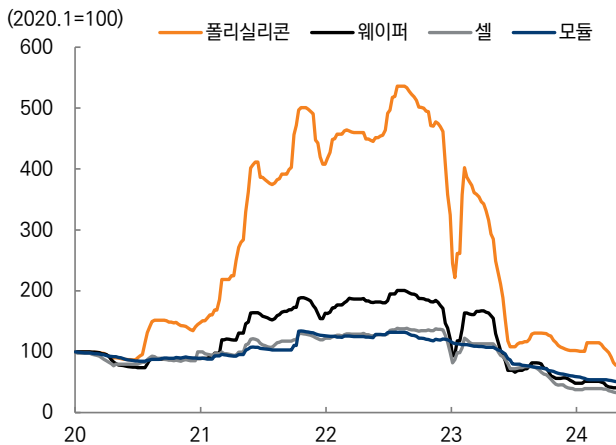
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



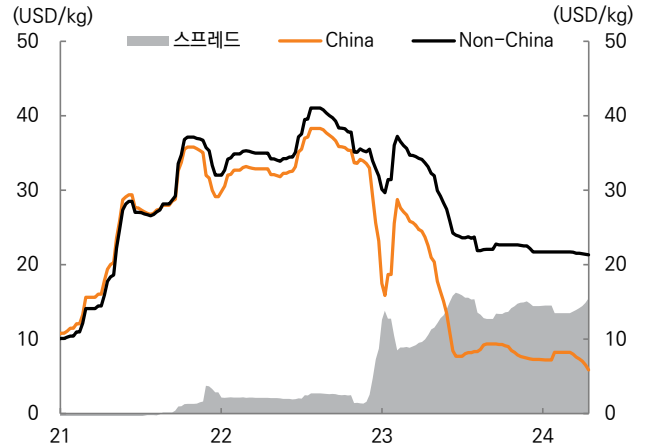
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



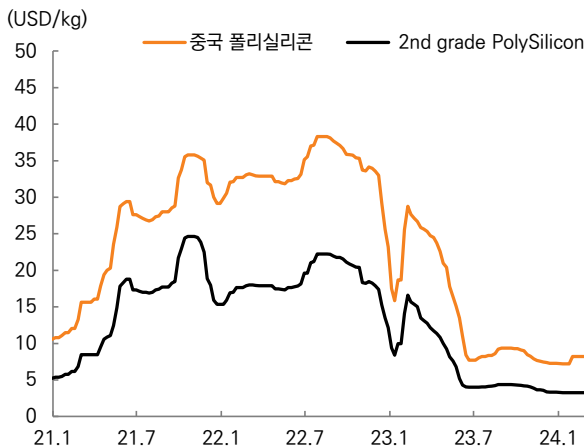
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



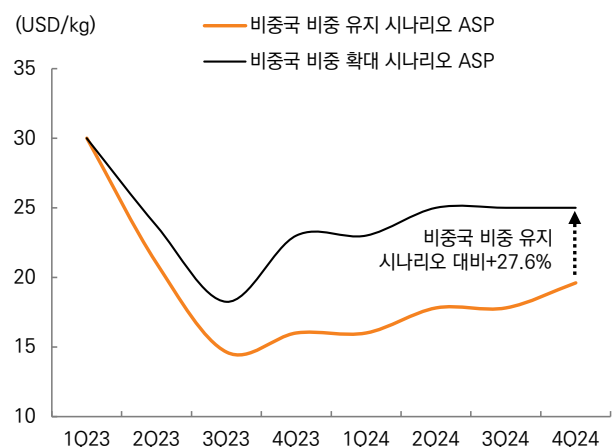
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 저순도 폴리실리콘 가격은 더 낮아 가동률 하락 중



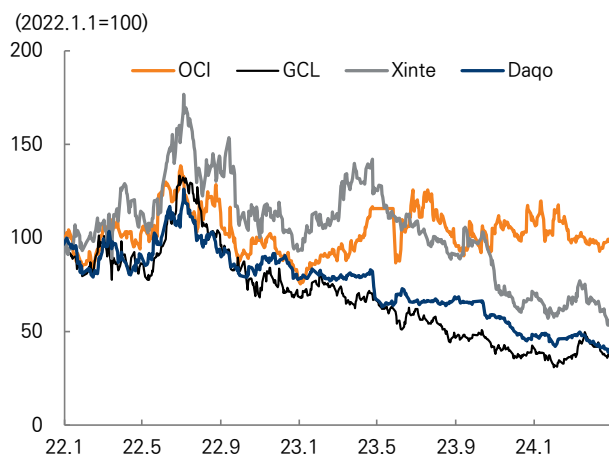
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 시나리오별 OCI홀딩스 폴리실리콘 판가 전망



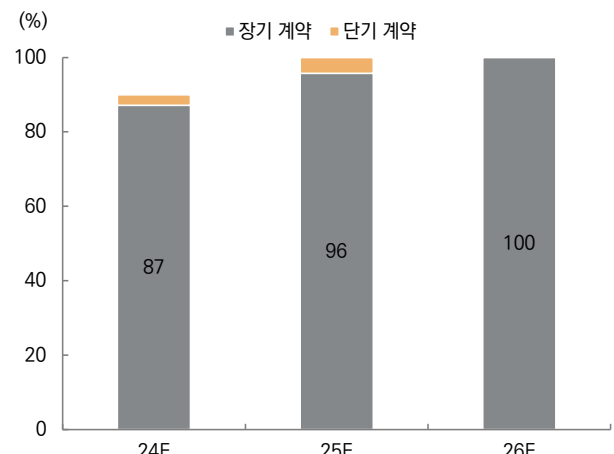
자료: 미래에셋증권 리서치센터

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 | 4,829 | 5,613 | 5,845 |
| 매출원가 | 1,939 | 4,023 | 4,487 | 4,612 |
| 매출총이익 | 711 | 806 | 1,126 | 1,233 |
| 판매비와관리비 | 179 | 179 | 179 | 179 |
| 조정영업이익 | 531 | 627 | 947 | 1,054 |
| 영업이익 | 531 | 627 | 947 | 1,054 |
| 비영업손익 | 2 | 152 | 50 | 60 |
| 금융손익 | 43 | 56 | 50 | 60 |
| 관계기업등 투자손익 | 38 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 533 | 779 | 997 | 1,114 |
| 계속사업법인세비용 | 75 | 103 | 150 | 167 |
| 계속사업이익 | 458 | 675 | 847 | 947 |
| 중단사업이익 | 252 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 710 | 675 | 847 | 947 |
| 지배주주 | 714 | 380 | 477 | 533 |
| 비지배주주 | -3 | 295 | 371 | 414 |
| 총포괄이익 | 668 | 595 | 847 | 947 |
| 지배주주 | 672 | 559 | 796 | 889 |
| 비지배주주 | -4 | 36 | 52 | 58 |
| EBITDA | 641 | 741 | 1,100 | 1,250 |
| FCF | 522 | 512 | 221 | 537 |
| EBITDA 마진율 (%) | 24.2 | 15.3 | 19.6 | 21.4 |
| 영업이익률 (%) | 20.0 | 13.0 | 16.9 | 18.0 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 26.9 | 7.9 | 8.5 | 9.1 |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산 | 3,994 | 4,275 | 4,475 | 4,972 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,214 | 938 | 649 | 1,039 |
| 매출채권 및 기타채권 | 474 | 569 | 649 | 667 |
| 재고자산 | 1,732 | 2,078 | 2,390 | 2,456 |
| 기타유동자산 | 574 | 690 | 787 | 810 |
| 비유동자산 | 1,962 | 2,685 | 3,232 | 3,628 |
| 관계기업투자등 | 507 | 971 | 1,108 | 1,139 |
| 유형자산 | 1,176 | 1,424 | 1,833 | 2,199 |
| 무형자산 | 27 | 26 | 24 | 22 |
| 자산총계 | 5,957 | 6,959 | 7,707 | 8,600 |
| 유동부채 | 880 | 1,204 | 1,229 | 1,257 |
| 매입채무 및 기타채무 | 308 | 589 | 672 | 691 |
| 단기금융부채 | 420 | 323 | 224 | 224 |
| 기타유동부채 | 152 | 292 | 333 | 342 |
| 비유동부채 | 1,262 | 1,458 | 1,515 | 1,528 |
| 장기금융부채 | 1,048 | 1,048 | 1,048 | 1,048 |
| 기타비유동부채 | 214 | 410 | 467 | 480 |
| 부채총계 | 2,142 | 2,661 | 2,744 | 2,786 |
| 지배주주지분 | 3,721 | 3,909 | 4,203 | 4,640 |
| 자본금 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 자본잉여금 | 902 | 902 | 902 | 902 |
| 이익잉여금 | 3,576 | 3,822 | 4,116 | 4,554 |
| 비지배주주지분 | 94 | 389 | 760 | 1,174 |
| 자본총계 | 3,815 | 4,298 | 4,963 | 5,814 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 674 | 872 | 781 | 1,097 |
| 당기순이익 | 710 | 675 | 847 | 947 |
| 비현금수익비용가감 | 43 | 80 | 252 | 303 |
| 유형자산감가상각비 | 107 | 112 | 151 | 194 |
| 무형자산상각비 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 기타 | -67 | -34 | 99 | 107 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -38 | 164 | -219 | -46 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 155 | -29 | -25 | -6 |
| 재고자산 감소(증가) | -125 | -346 | -312 | -67 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 93 | 225 | 67 | 15 |
| 법인세납부 | -40 | -103 | -150 | -167 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -535 | -476 | -652 | -581 |
| 유형자산처분(취득) | -151 | -360 | -560 | -560 |
| 무형자산감소(증가) | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | -428 | -116 | -92 | -21 |
| 기타투자활동 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | -178 | -201 | -282 | -95 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | -421 | -96 | -99 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 88 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -60 | -65 | -153 | -65 |
| 기타재무활동 | 215 | -40 | -30 | -30 |
| 현금의 증가 | -32 | -275 | -290 | 391 |
| 기초현금 | 1,246 | 1,214 | 938 | 649 |
| 기말현금 | 1,214 | 938 | 649 | 1,039 |

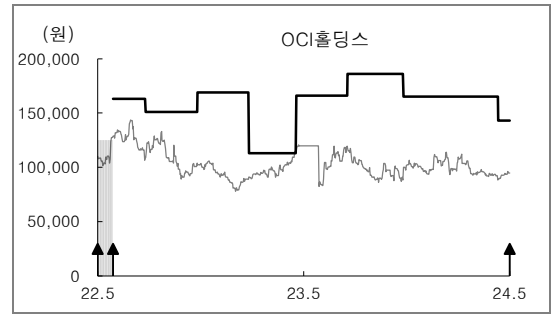
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x) | 2.9 | 4.8 | 3.8 | 3.3 |
| P/CF (x) | 2.8 | 2.4 | 1.6 | 1.4 |
| P/B (x) | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA (x) | 3.0 | 2.8 | 2.3 | 2.0 |
| EPS (원) | 36,002 | 19,771 | 25,226 | 28,643 |
| CFPS (원) | 38,013 | 39,299 | 58,164 | 67,167 |
| BPS (원) | 188,949 | 206,319 | 225,423 | 253,018 |
| DPS (원) | 3,300 | 8,100 | 3,500 | 8,500 |
| 배당성향 (%) | 9.1 | 22.7 | 7.7 | 16.4 |
| 배당수익률 (%) | 3.1 | 8.5 | 3.7 | 9.0 |
| 매출액증가율 (%) | -4.3 | 82.2 | 16.2 | 4.1 |
| EBITDA증가율 (%) | -29.0 | 15.6 | 48.5 | 13.6 |
| 조정영업이익증가율 (%) | -29.4 | 18.0 | 51.0 | 11.3 |
| EPS증가율 (%) | -2.5 | -45.1 | 27.6 | 13.5 |
| 매출채권 회전율 (회) | 6.4 | 30.2 | 30.0 | 28.9 |
| 재고자산 회전율 (회) | 1.5 | 2.5 | 2.5 | 2.4 |
| 매입채무 회전율 (회) | 6.8 | 11.2 | 8.9 | 8.5 |
| ROA (%) | 11.2 | 10.5 | 11.6 | 11.6 |
| ROE (%) | 18.7 | 10.0 | 11.8 | 12.1 |
| ROIC (%) | 13.2 | 18.3 | 22.1 | 21.2 |
| 부채비율 (%) | 56.1 | 61.9 | 55.3 | 47.9 |
| 유동비율 (%) | 454.1 | 355.2 | 364.1 | 395.5 |
| 순차입금/자기자본 (%) | -7.0 | -4.5 | -1.8 | -8.6 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 27.3 | 26.9 | 43.5 | 51.7 |

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | |
|-----------------|----------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| OCI홀딩스 (010060) | | | | |
| 2024.04.12 | 매수 | 143,000 | - | - |
| 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 |
| 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 |
|--------|-----------------|--------|----|
| 85.36% | 9.15% | 5.49% | 0% |

* 2024년 03월 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.