

# OCI홀딩스 (010060)

2024.01.03

## 이만하면 선입견에서 벗어날 때도 됐다

[정유/화학/에너지] 전유진  
2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

### 목표주가 15만원, 매수의견으로 신규 커버리지 개시

동사에 대한 목표주가 15만원 및 투자의견 매수로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 BPS 242,915원에 PBR 0.61배를 적용하여 산출했다. 해당 멀티플은 폴리실리콘 업황이 본격적으로 회복 궤도에 진입함과 동시에 비중국산 프리미엄이 구조화되기 시작한 2020년 이후 평균 멀티플 0.68배에서 보수적으로 10% 할인 적용한 값이다.

동사의 주요 투자 포인트는 1)비중국산 폴리실리콘 메이저 업체로서의 프리미엄 고착화, 2)말레이시아 생산설비 증설을 통한 양적 및 질적 성장 잠재력 추가 확보, 3)ECH/가성소다 등 신규사업 확대, 4)순현금과 잉여현금흐름 창출력 등의 견고한 재무구조 및 이를 바탕으로 한 주주친화정책 강화 기대 등으로 요약된다.

### 비중국산 프리미엄 고착화 속에서 양적/질적 성장 잠재력 추가 확보

미국은 위구르 강제노동금지법(UFLPA) 실행에 근거한 기존 신장산 제재를 떠나, 최근엔 보다 노골적으로 중국 태양광 밸류체인 전반에 대한 규제를 본격화하려는 모습이다. 미국의 제재 속에서 비중국산 프리미엄은 더욱 두드러질 전망이다.

특히 비중국산 메이커 중에서도 동사는 생산규모와 생산비용, 외부 공급계약 등의 측면에서 경쟁사 대비 상대적으로 높은 경쟁우위를 확보하고 있어 사실상 가격 결정권을 쥐는 선두업체가 될 수 있을 것으로 전망한다. 한화솔루션에 이어, 지난 12월 미국 태양광 웨이퍼 생산업체 CubicPV 신규 장기공급계약 체결은 단기 내 동사 추가 증설 계획에 더욱 힘을 실어준다. 2026년까지 생산설비를 6.5만톤까지 확대하고 나면 비중국산 제조업체 중 최대 생산여력을 갖추게 된다는 점 또한 동사의 가격 결정권을 더욱 지지해줄 수 있겠다.

2025년 하반기에는 가성소다와 금호피앤비 JV 통한 ECH 생산을 시작하게 된다. 현재 시황을 감안했을 때 연간 온기 반영 기준 합산 매출은 약 1.5천억 내외로 그 규모 및 이익 기여도 측면에서 크게 유의미한 수준은 아니지만, 폴리실리콘 외 기타 화학제품으로 포트폴리오가 보다 다변화된다는 점에서는 고무적이다.

### 주주환원정책에도 우호적일 수 있는 영업 및 재무여건

높은 이익 창출 지속에 따른 견고한 재무구조는 동사의 또 다른 투자 포인트이다. 2026년까지의 말레이시아 증설 감안해도 연간 약 7천억원 상회하는 EBITDA로 투자금이 자체 조달될 뿐 아니라, 여전히 잉여현금 창출돼 2024년 현금성자산은 2조원에 근접할 것으로 예상된다. 50% 수준에 불과한 부채비율로 차입금 상환 부담도 낮다는 점을 감안하면 잉여현금의 상당부분은 주주환원에 사용될 수 있다. 비중국산 폴리실리콘 가격 프리미엄 고착화 속에서 양적 및 질적 성장 잠재력을 확보한데다, 주주환원정책에도 우호적일 수 있는 영업 및 재무여력을 갖춘 동사에 대해 긍정적인 시각을 제시한다.

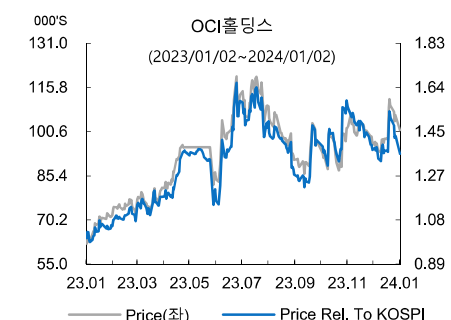
## Buy (Initiate)

목표주가(12M)	150,000원(신규)
종가(2024.01.02)	101,200원
상승여력	48.2%

Stock Indicator	
자본금	127십억원
발행주식수	1,981만주
시가총액	2,005십억원
외국인지분율	20.3%
52주 주가	62,063~119,600원
60일평균거래량	89,742주
60일평균거래대금	8.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.3	3.8	-10.7	63.1
상대수익률	-1.3	-4.5	-14.8	43.1

### Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	4,671	2,642	2,594	2,892
영업이익(십억원)	977	603	568	596
순이익(십억원)	880	475	453	474
EPS(원)	36,910	23,988	22,875	23,935
BPS(원)	164,046	219,335	241,100	263,925
PER(배)	1.7	4.2	4.4	4.2
PBR(배)	0.4	0.5	0.4	0.4
ROE(%)	25.2	11.5	9.9	9.5
배당수익률(%)	3.9	3.0	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)	1.8	2.5	2.3	2.1

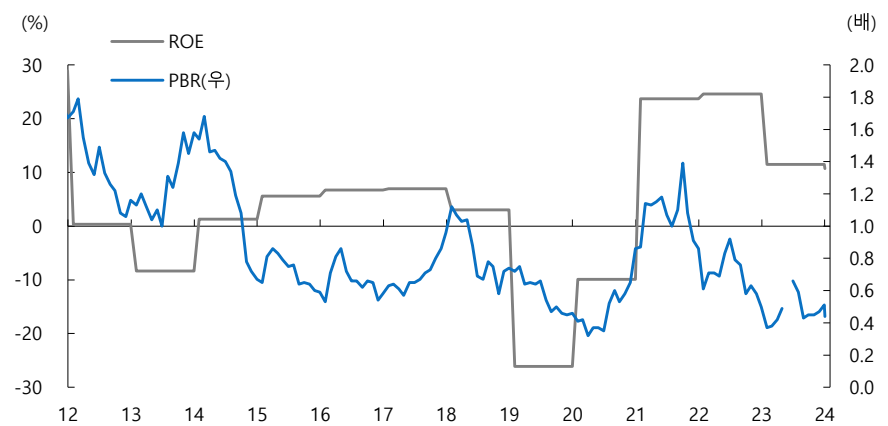
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. OCI 홀딩스 목표주가 산정: PBR Valuation

(단위: 원, 배, %)	적용 수치	참고내용
2024년 예상 BPS(원)	242,915	2024년 BPS 당사 추정치
Target PBR(배)	0.61	본격적인 업황 회복과 비중국산 프리미엄 구조화되기 시작한 2020년 이후 멀티플 0.68배 대비 10% 할인
적정주가(원)	148,664	$BPS * Target PBR$
<b>목표주가(원)</b>	<b>150,000</b>	-
현재주가(원)	101,200	2024년 1월 2일 종가 기준
상승여력(%)	46.9%	

자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. OCI 홀딩스 ROE-PBR 밸류에이션 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. OCI 홀딩스 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
<b>합계</b>											
매출액	719.6	594.3	690.3	638.2	641.9	620.4	650.4	681.1		2,642	2,594
영업이익	203.4	132.0	130.8	137.4	142.3	130.1	144.8	151.1		603	568
영업이익률	28.3%	22.2%	18.9%	21.5%	22.2%	21.0%	22.3%	22.2%		22.8%	21.9%
<b>OCIMSB</b>											
매출액	268.5	209.5	243.1	245.3	229.6	207.5	236.0	250.2		966	923
영업이익	149.6	91.6	91.5	97.3	92.2	75.3	89.6	96.6		430	354
영업이익률	55.7%	43.7%	37.6%	39.7%	40.2%	36.3%	37.9%	38.6%		44.5%	38.3%
<b>OCIE</b>											
매출액	88.5	68.4	54.9	41.8	55.0	57.6	58.5	76.7		254	248
영업이익	7.2	10.9	-29.1	-5.4	1.6	4.7	6.6	6.1		-16	19
영업이익률	8.1%	15.9%	-53.0%	-12.8%	2.9%	8.1%	11.4%	8.0%		-6.5%	7.7%
<b>OCISE</b>											
매출액	110.7	87.1	110.9	91.6	104.5	96.4	91.3	87.5		400	380
영업이익	14.4	9.1	16.2	11.7	12.6	13.0	11.7	11.0		51	48
영업이익률	13.0%	10.4%	14.6%	12.8%	12.1%	13.5%	12.8%	12.6%		12.8%	12.7%
<b>DCRE</b>											
매출액	103.5	122.9	162.4	132.6	129.4	132.0	134.9	135.5		521	532
영업이익	24.0	13.4	35.0	23.6	25.0	22.6	25.2	24.8		96	98
영업이익률	23.2%	10.9%	21.6%	17.8%	19.3%	17.1%	18.7%	18.3%		18.4%	18.3%
<b>기타</b>											
매출액	148.4	106.4	119.0	126.9	123.4	126.8	129.7	131.2		501	511
영업이익	8.2	6.9	17.2	10.1	10.9	14.5	11.8	12.5		42	50
영업이익률	5.5%	6.5%	14.4%	8.0%	8.9%	11.4%	9.1%	9.6%		8.5%	9.7%

자료: 하이투자증권 리서치본부

주: 2023년 3월 OCI홀딩스와 OCI 인적분할 완료 및 5월부터 각각 유가증권 시장에서 거래 재개. OCI홀딩스 기준 실적 추정치이므로 2022년 수치 생략

그림2.OCI 홀딩스 폴리실리콘 추정 ASP(중국의 말레이시아산 수입 가격)



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

표3. 비중국산 폴리실리콘 생산규모 및 글로벌 총 수요 대비 비중

업체	본사 국가	공장 위치	생산규모	참고사항
Wacker	독일	미국/Tennessee 독일/Burghausen, Nüdnritz	60,000톤	미국 공장은 2016년 신규 완공 및 가동 시작
OCI홀딩스	대한민국	말레이시아	35,000톤	2027년까지 65,000톤으로 증설 계획
RECSilicon	노르웨이	미국/Washington	18,000톤	(※한화, 한화솔루션이 지분 33.3% 보유)
Hemlock	미국	미국/Michigan	20,000톤	태양광 설비는 2014년 폐쇄, 현재 반도체용만 생산
비중국산 폴리실리콘 총 생산규모 (2023년 말 기준)			113,000톤	Hemlock 반도체용 설비는 제외
글로벌 폴리실리콘 총 수요 (2023년 말 기준)			1,120,000톤	가정1) 2023년 글로벌 태양광 설치량 400GW 가정2) 폴리실리콘 투입량 Watt당 2.8g
글로벌 폴리실리콘 수요 중 비중국산 제품 비중			10.1%	비중국산 full 생산/판매 가정

자료: 하이투자증권 리서치본부

표4. OCI 홀딩스 폴리실리콘 장기 공급계약

업체	본사 국가	공급 규모	공급 기간
Longi	중국	8억 4,550만 달러 (한화 약 9,300억원)	2021년 2월~2024년 2월(총 3년)
한화솔루션	대한민국	12억 달러 (한화 약 1조 4,500억원)	2024년 7월~2034년 6월(총 10년)
CubicPV	미국	10억 달러 (한화 약 1조 3,000억원)	2025년~2033년(총 8년)

자료: 하이투자증권 리서치본부

표5. OCI 홀딩스 및 글로벌 Peer Valuation

(\$백만. %, 배)	OCI홀딩스	Wacker	REC Silicon	Daqo	GCL-Poly	Tongwei
시가총액(십억\$)	1.5	6.6	0.6	2.1	4.1	15.6
현지통화	KRW	EUR	USD	USD	CNY	CNY
<b>매출액</b>						
2022A	3,626	8,647	148	4,608	5,343	21,179
2023F	2,056	7,097	142	2,423	4,726	21,148
2024F	2,143	7,082	276	2,388	4,578	23,383
<b>영업이익</b>						
2022A	758	1,445	-58	3,041	2,206	6,050
2023F	459	451	-73	815	1,379	3,803
2024F	490	547	15	483	916	2,784
<b>EBITDA</b>						
2022A	874	1,868	-35	3,148	2,532	6,854
2023F	556	925	-46	1,002	1,896	4,700
2024F	582	1,052	52	709	1,499	3,659
<b>당기순이익</b>						
2022A	683	1,318	-87	1,820	2,384	3,826
2023F	570	340	-95	456	1,152	2,553
2024F	424	381	-9	303	748	1,804
<b>OPM(%)</b>						
2022A	20.9	16.7	-39.4	66.0	41.3	28.6
2023F	22.3	6.4	-51.2	33.6	29.2	18.0
2024F	22.9	7.7	5.3	20.2	20.0	11.9
<b>ROE(%)</b>						
2022A	25.2	31.7	-185.3	52.2	44.7	52.5
2023F	19.9	6.4	-363.0	9.1	18.3	26.1
2024F	14.0	7.5	-23.7	5.4	10.0	17.2
<b>PER(배)</b>						
2022A	2.2	4.7	N/A	1.7	2.8	6.8
2023F	2.6	18.3	N/A	4.0	3.4	6.2
2024F	3.7	16.2	458.0	6.8	5.0	8.0
<b>EV/EBITDA(배)</b>						
2022A	2.2	3.2	N/A	0.4	3.3	4.0
2023F	2.7	7.5	N/A	0.4	3.3	4.2
2024F	2.6	6.6	15.6	0.5	4.1	5.4
<b>PBR(배)</b>						
2022A	0.5	1.2	9.9	0.6	1.1	2.9
2023F	0.5	1.2	N/A	0.3	0.6	1.6
2024F	0.5	1.2	39.3	0.3	0.5	1.4

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: 시가총액 및 밸류에이션 지표는 2024년 1월 2일 종가 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

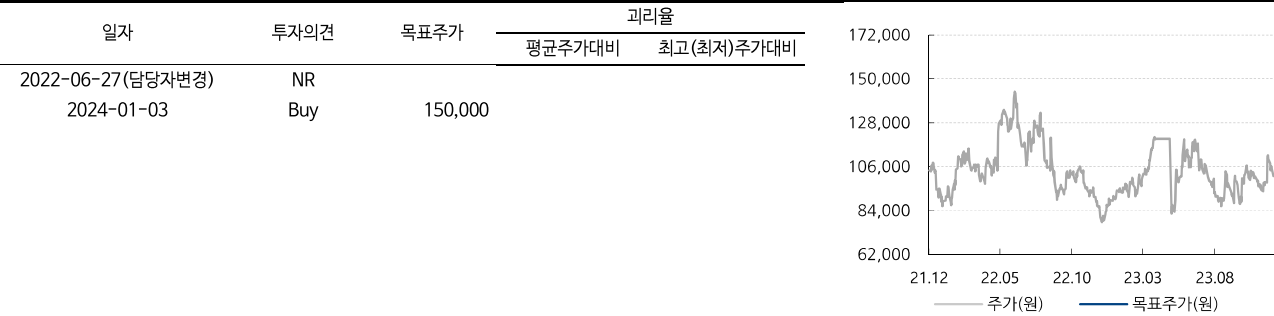
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	4,111	4,053	4,182	4,315	매출액	4,671	2,642	2,594	2,892
현금 및 현금성자산	1,246	1,757	2,039	2,079	증가율(%)	44.0	-43.4	-1.8	11.5
단기금융자산	92	101	111	122	매출원가	3,383	1,855	1,852	2,098
매출채권	789	514	505	563	매출총이익	1,289	787	742	794
재고자산	1,893	1,585	1,427	1,446	판매비와관리비	312	183	174	199
비유동자산	2,635	2,922	3,257	3,615	연구개발비	28	-	-	-
유형자산	1,708	1,843	2,024	2,228	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	36	31	27	24	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,746	6,975	7,439	7,930	영업이익	977	603	568	596
유동부채	1,578	1,484	1,448	1,457	증가율(%)	56.0	-38.2	-5.8	4.8
매입채무	321	182	178	199	영업이익률(%)	20.9	22.8	21.9	20.6
단기차입금	500	530	480	450	이자수익	25	34	39	40
유동성장기부채	351	351	351	351	이자비용	37	35	35	35
비유동부채	1,156	1,036	1,096	1,116	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	157	157	157	157	기타영업외손익	13	6	6	6
장기차입금	863	743	803	823	세전계속사업이익	1,002	641	611	639
부채총계	2,734	2,521	2,544	2,574	법인세비용	110	156	149	155
지배주주지분	3,912	4,346	4,777	5,229	세전계속이익률(%)	21.4	24.3	23.6	22.1
자본금	127	107	107	107	당기순이익	878	485	462	484
자본잉여금	794	794	794	794	순이익률(%)	18.8	18.4	17.8	16.7
이익잉여금	2,935	3,352	3,747	4,162	지배주주귀속 순이익	880	475	453	474
기타자본항목	56	92	129	166	기타포괄이익	37	37	37	37
비지배주주지분	99	109	118	128	총포괄이익	914	522	499	521
자본총계	4,011	4,454	4,895	5,357	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	567	1,129	826	635	주당지표 (원)				
당기순이익	878	485	462	484	EPS	36,910	23,988	22,875	23,935
유형자산감가상각비	145	150	148	156	BPS	164,046	219,335	241,100	263,925
무형자산감가상각비	5	5	4	3	CFPS	43,193	31,802	30,563	31,972
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	2,500	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-58	-410	-456	-487	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-227	-285	-330	-360	PER	1.7	4.2	4.4	4.2
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-	PBR	0.4	0.5	0.4	0.4
금융상품의 증감	-180	-157	-157	-157	PCR	1.5	3.2	3.3	3.2
재무활동 현금흐름	25	-125	-5	-25	EV/EBITDA	1.8	2.5	2.3	2.1
단기금융부채의증감	-71	30	-50	-30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	128	-120	60	20	ROE	25.2	11.5	9.9	9.5
자본의증감	-	-20	-	-	EBITDA0이익률	24.1	28.7	27.8	26.1
배당금지급	-2	-2	-2	-2	부채비율	68.2	56.6	52.0	48.0
현금및현금성자산의증감	547	511	283	40	순부채비율	13.3	-1.7	-7.3	-7.8
기초현금및현금성자산	699	1,246	1,757	2,039	매출채권회전율(x)	6.9	4.1	5.1	5.4
기말현금및현금성자산	1,246	1,757	2,039	2,079	재고자산회전율(x)	2.7	1.5	1.7	2.0

자료 : OCI홀딩스, 하이투자증권 리서치본부

OCI홀딩스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
• Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	• Overweight(비중확대)
• Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	• Neutral(중립)
• Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	• Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-