

## OCI홀딩스 010060

## 폴리 증설 우려 속 지속되는 프리미엄

## 3분기 Daqo도 이익 확보 한계선 수준의 폴리실리콘 가격

3분기 폴리실리콘 가격은 생산단가 6.5달러의 Daqo마저 이익 확보가 어려운 수준이었다. Daqo는 3분기 매출액 4.8억 달러(2Q 6.3억 달러), 영업이익 0.2억 달러(2Q 2.1억 달러), 당기순이익 -0.06억 달러(2Q 1억 달러)를 기록했다. Daqo의 총 캐파는 5A 시설 완공으로 20.5만톤까지 증설되었다.

## 지속적으로 우려되는 폴리실리콘 증설

폴리실리콘 4분기 업황은 증설 완료된 신규 캐파가 시장에 유입되면서 생산량이 증가할 것으로 전망되어 가격 반등이 어려울 것으로 예상된다. 또한 증설에 대한 우려는 2024년에도 지속될 전망이다. Tongwei는 총 12만톤 규모의 공장을 2023년 2분기 착공하여 2024년 가동할 예정이다. 또한 Tongwei는 2024년부터 2026년까지 총 캐파를 현재 35만톤에서 80~100만톤까지 늘릴 계획을 가지고 있다. 그리고 TBEA도 현재 20만톤 캐파를 40만톤까지 증설할 계획이다. GCL도 12만톤 추가 증설 계획을 발표했으며 향후 총 캐파 타겟은 100만톤이다. 우려되는 점은 현재까지 알려진 캐파 증설로 인한 총 폴리 캐파가 향후 420만톤에 이를 것으로 예상되는 점이다. 이를 역산하면 필요 태양광 수요는 1,200GW 수준이다. 공급 이슈는 지속될 수밖에 없을 것으로 예상된다.

## 리레이팅 조건은 폭발적인 태양광 수요로 인한 초과 공급 현상 마무리

Daqo 실적을 역으로 생각하면 폴리실리콘 가격은 3분기 수준 이하로 하락하기는 어려울 것으로 판단한다. 향후 동사의 프리미엄이 지속되는 한 현재 수준의 이익은 유지할 수 있다. 우리는 향후 프리미엄이 유지될 것으로 기대한다. 따라서 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 BPS에 Target PBR 0.6배를 부여하여 산정했다. Target PBR은 증설 우려를 고려하고 견조한 태양광 수요 성장을 반영한 미드사이클 하단 수준의 밸류에이션이다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,244	4,671	2,653	2,578	2,642
영업이익	626	977	586	466	485
영업이익률(%)	19.3	20.9	22.1	18.1	18.4
세전이익	612	1,002	672	506	532
지배주주지분순이익	648	880	848	386	406
EPS(원)	27,156	36,910	51,686	23,516	24,751
증감률(%)	흑전	35.9	40.0	-54.5	5.2
ROE(%)	23.9	25.2	22.8	10.4	10.0
PER(배)	3.8	2.2	2.0	4.4	4.2
PBR(배)	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.2	2.2	1.5	1.2	0.6

자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

양형모 조선·기계·정유화학

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

2023.11.20

## 매수(신규)

목표주가(신규)	140,000원
현재주가(11/17)	103,200원
상승여력	35.7%

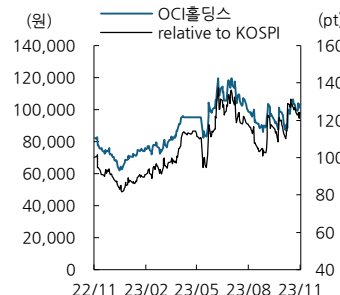
## Stock Data

KOSPI	2,469.9pt
시가총액(보통주)	2,045십억원
발행주식수	19,813천주
액면가	5,000원
자본금	90십억원
60일 평균거래량	116천주
60일 평균거래대금	11,142백만원
외국인 지분율	20.7%
52주 최고가	124,000원
52주 최저가	76,200원
주요주주	
이화영(외 30인)	28.7%
국민연금공단(외 1인)	7.7%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	6.2	5.8
3M	3.0	5.0
6M	8.4	9.4

## 주가차트



## 폴리 증설 우려 속 지속되는 프리미엄

### 지속적으로 우려되는 폴리실리콘 증설

#### 3분기 Daqo도 이익 확보 한계선 수준의 폴리실리콘 가격

3분기 Daqo 영업이익 0.2억 달러와 당기순손실 기록

3분기 폴리실리콘 가격은 생산단가 6.5달러의 Daqo마저 이익 확보가 어려운 수준이었다. Daqo의 3분기 실적은 다음과 같다. 매출액은 4.8억 달러(2Q 6.3억 달러), 영업이익 0.2억 달러(2Q 2.1억 달러), 당기순이익 -0.06억 달러(2Q 1억 달러)를 기록했다. 3분기 Daqo는 총 57,664MT을 생산했고, 생산 비용은 6.52달러/kg을 기록했다. 1분기 평균 생산비용인 7.55달러/kg 대비 1달러 낮아졌는데 이는 원자재 가격 하락에 기인했다. Daqo의 총 캐파는 5A 시설 완공으로 20.5만톤까지 증설되었다.

4분기 폴리실리콘 신규 증설 물량 유입으로 가격 반등 쉽지 않을 것으로 예상

폴리실리콘의 단기 업황에 대한 부는 다음과 같다. 2분기 말 폴리실리콘 가격 폭락 이후 고객들이 주문을 재개하면서 재고가 소진되었다. 가격은 3분기에 점차 회복됐다. 중국 내 가격은 6월 60위안/kg을 하회했고 7월 말 63~68위안/kg까지 회복되었다. 그리고 9월 말 평균 87위안/kg까지 상승했다. 7월 수준의 가격에서는 가동률을 줄인 것으로 추정되고 9월의 가격에서는 가동률을 높이며 계획된 생산량을 증설하기 시작한 것으로 추정된다. 이로 인해 4분기에는 증설 완료된 신규 캐파가 시장에 유입되면서 생산량이 증가할 것으로 전망된다. 따라서 가격 반등은 쉽지 않겠다.

2024년 Tongwei 12만톤 추가 증설, 총 캐파 타겟은 100만톤, GCL도 총 캐파 100만톤 타겟

또한 증설에 대한 우려는 2024년에도 지속될 전망이다. Tongwei와 Leshan정부는 올해 60억 위안을 투자해 12만톤 제조 시설을 건설하기 위한 투자 계약을 체결했다. 공장 건설은 2023년 2분기 착공하여 2024년 가동될 예정이다. 또한 Tongwei는 2024년부터 2026년까지 총 캐파를 현재 35만톤에서 80~100만톤까지 늘릴 계획을 가지고 있다. 그리고 TBEA도 현재 20만톤 캐파를 40만톤까지 증설할 계획이다. GCL도 12만톤 추가 증설 계획을 발표했으며 향후 총 캐파 타겟은 100만톤이다.

향후 탭티어 업체의 증설 계획을 역산하면 태양광 수요 1,200기가와트 필요

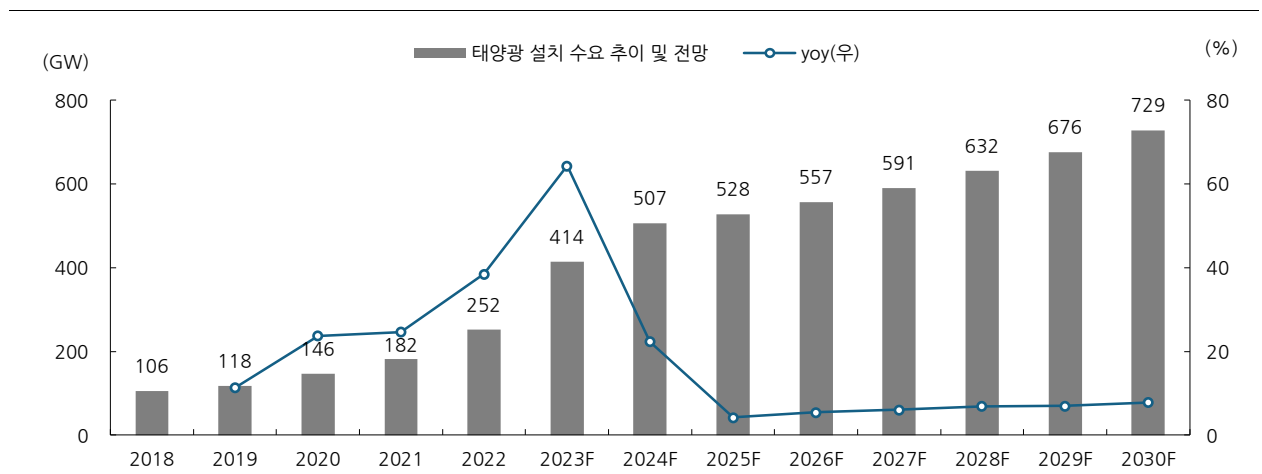
2022년 중국 폴리실리콘 캐파는 134만톤(+73% YoY)을 기록했다. 2023년 탭티어 업체의 폴리실리콘 캐파는 150만톤(+41% YoY)을 기록할 것으로 전망된다. 2023년 태양광 수요가 64% 성장하면서 폴리실리콘 캐파 증설을 상쇄했다. BNEF에 의하면 2024년 태양광 수요는 23% 성장한 506GW가 될 것으로 예상된다. 태양광 수요가 성장하는 만큼 폴리실리콘 캐파도 증설되고 있다. 우려되는 점은 현재까지 알려진 캐파 증설로 인한 총 폴리 캐파가 향후 420만톤에 이를 것으로 예상되는 점이다. 이를 역산하면 태양광 수요가 1,200GW 수준이다. 공급 이슈는 지속될 수밖에 없을 것으로 예상된다.

표1 전세계 탑티어 폴리실리콘 공급업체 캐파

(톤)	2022F	2023F	2024F	향후 회사별 목표 캐파
Tongwei	230,000	350,000	470,000	1,000,000
GCL	185,000	250,000	370,000	1,000,000
Daqo	100,000	200,000	200,000	330,000
Xinte	100,000	200,000	400,000	400,000
Wacker	85,000	85,000	85,000	85,000
Asia silicon	92,000	92,000	92,000	290,000
East Hope	130,000	130,000	130,000	460,000
OCI	30,000	35,000	35,000	110,000
Hemlock	20,000	20,000	20,000	20,000
Shaanxi REC	19,300	19,300	19,300	19,300
Risen	12,000	12,000	12,000	150,000
Lihao Semi	50,000	50,000	50,000	250,000
Dongli PV	12,000	60,000	60,000	112,000
추정 총 캐파	1,067,322	1,505,323	1,945,324	4,226,300

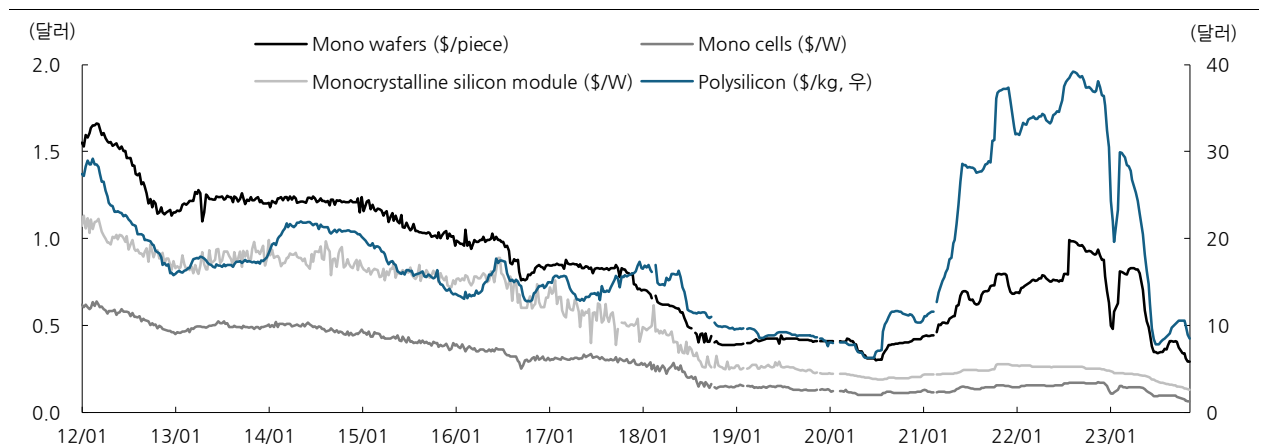
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림1 태양광 설치 수요 추이 및 전망



자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 태양광 벨류체인 가격



자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터

## 지속되고 있는 프리미엄

### 리레이팅 조건은 폭발적인 태양광 수요로 인한 초과 공급 현상 마무리

3분기 독일 바커 가격은 19.5달러까지 하락했고 OCIMSB는 19.2달러를 기록. 프리미엄은 지속

OCI홀딩스는 3분기 실적 서프라이즈를 기록했다. 원인은 중국 신장에서 생산된 폴리실리콘 물량의 미국 진입이 제한적인 가운데 독일, 말레이시아에서 생산된 폴리실리콘의 프리미엄이 지속되고 있기 때문이다. <표2>를 참고하면 중국으로 수입된 폴리실리콘은 모두 프리미엄 가격을 받고 있는데 총 물량의 95%는 독일 바커와 말레이시아 OCIMSB가 차지한다. 2분기까지 독일 바커는 kg당 33달러, OCIMSB는 22달러의 판매단가를 기록했고 3분기 독일 바커 가격은 19.5달러까지 하락하며 OCIMSB는 19.2달러를 기록했다. 프리미엄은 지속되고 있다.

프리미엄이 사라지면 동사는 연간 1,200억원 이상의 영업적자도 발생 가능

그럼에도 불구하고 OCI홀딩스의 PBR이 0.5배 수준에 불과한 이유는 글로벌 탑티어 업체들의 공격적인 증설 우려 때문이다. 현재 생산단가 6.5달러 수준의 Daqo마저 이익을 내기 어려운 상황인데 10달러 수준으로 예상되는 OCIMSB의 프리미엄이 사라지면 약 3~4달러의 kg당 손실이 발생 가능하기 때문이다. 그렇다면 총 캐파 3.5만톤 기준 연간 1,200억원 이상의 영업적자도 가능할 수 있겠다.

폴리실리콘 가격은 3분기 이하 수준으로 하락하기 어려울 것. 향후 프리미엄이 지속된다고 가정하여 투자 의견 매수와 목표주가 14만원으로 커버리지 개시

다만 Daqo 실적을 역으로 생각하면 폴리실리콘 가격은 3분기 수준 이하로 하락하기는 어려울 것으로 판단한다. 향후 동사의 프리미엄이 지속되는 한 현재 수준의 이익은 유지할 수 있다. 따라서 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 BPS에 Target PBR 0.6배를 부여하여 산정했다. Target PBR은 증설 우려를 고려하고 견조한 태양광 수요 성장을 반영한 미드사이클 하단 수준의 벨류에이션이다.

표2 중국 폴리실리콘 수입량

판매량(톤)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
중국 ToTal	21,778	19,865	22,466	23,984	20,433	14,731	18,119
Wacker Chemie	13,188	10,953	11,146	12,783	11,053	8,683	10,220
OCI 홀딩스	4,995	4,071	6,633	7,246	7,252	4,710	7,091
Wacker+OCI 비중	83.5%	75.6%	79.1%	83.5%	89.6%	90.9%	95.5%
Wacker 비중	60.6%	55.1%	49.6%	53.3%	54.1%	58.9%	56.4%
OCI 비중	22.9%	20.5%	29.5%	30.2%	35.5%	32.0%	39.1%
가격(달러)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
Wacker Chemie	32.1	30.1	30.8	35.6	36.6	33.6	19.5
OCI 홀딩스	28.9	28.5	29.8	31.2	31.1	22.1	19.2
OCI	25.1	29.4	28.5	24.6	33.1	34.7	38.7
Hemlock	36.7	36.6	37.1	38.6	39.7	54.0	40.8

자료: BloombergNEF, China Customs General Administration, DS투자증권 리서치센터

표3 실적 및 목표주가 산정

(원, 십억원, %, 배)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,671	2,653	2,578	2,642
매출원가	3,383	1,873	1,895	1,943
매출원가율	72.4%	70.6%	73.5%	73.5%
매출총이익	1,289	780	683	699
매출총이익률	27.6%	29.4%	26.5%	26.5%
판매비	312	194	217	213
판매비율	6.7%	7.3%	8.4%	8.1%
영업이익	977	586	466	485
영업이익률	20.9%	22.1%	18.1%	18.4%
BPS	164,046	215,598	236,660	258,957
ROE	25.2	22.8	10.4	10.0
PBR	0.49	0.48	0.44	0.40
Target PBR	0.6			
목표주가	140,000			
현재주가	103,200			
상승여력	35.7%			

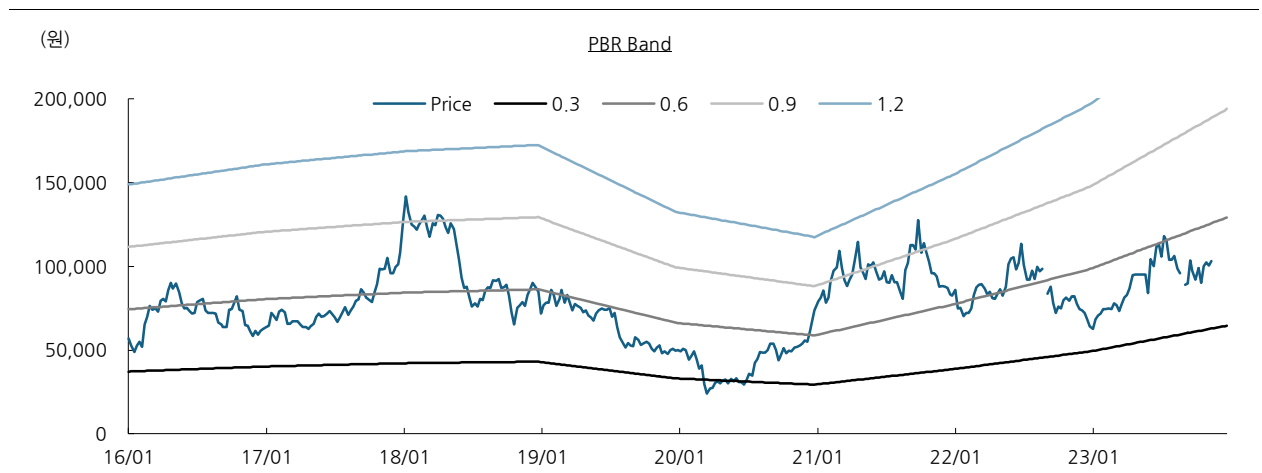
자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
매출액	1,006	1,055	1,283	1,328	720	594	690	649
매출원가	759	797	907	919	478	420	499	476
매출원가율	75.5%	75.5%	70.7%	69.2%	66.4%	70.7%	72.3%	73.3%
매출총이익	247	258	376	408	242	174	191	173
매출총이익률	24.5%	24.5%	29.3%	30.8%	33.6%	29.3%	27.7%	26.7%
판매비	85	77	87	64	39	42	60	53
판매비율	8.4%	7.3%	6.8%	4.8%	5.4%	7.1%	8.7%	8.2%
영업이익	162	181	289	345	203	132	131	120
영업이익률	16.1%	17.2%	22.5%	26.0%	28.3%	22.2%	18.9%	18.5%

자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 PBR 밴드 차트\_ Target PBR 0.6배



자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터

## [OCI홀딩스 010060]

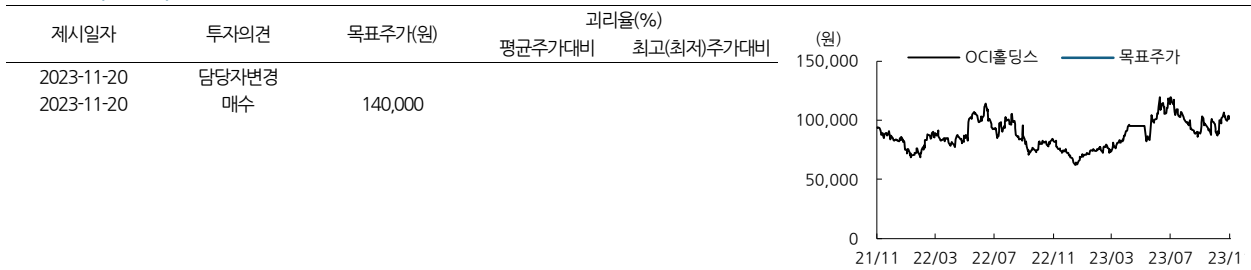
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,339	4,111	4,752	4,726	4,637	매출액	3,244	4,671	2,653	2,578	2,642
현금 및 현금성자산	699	1,246	2,072	2,078	1,946	매출원가	2,338	3,383	1,873	1,895	1,943
매출채권 및 기타채권	553	787	398	389	394	매출총이익	906	1,289	780	683	699
재고자산	1,605	1,893	1,830	1,788	1,808	판매비 및 관리비	280	312	194	217	213
기타	483	185	452	470	489	영업이익	626	977	586	466	485
비유동자산	2,365	2,635	1,687	1,727	1,768	(EBITDA)	762	1,127	701	572	593
관계기업투자등	192	364	250	260	271	금융손익	-26	-10	59	6	13
유형자산	1,618	1,708	1,145	1,168	1,193	이자비용	36	37	19	17	12
무형자산	38	36	25	19	15	관계기업등 투자손익	17	27	-9	-7	-7
자산총계	5,704	6,746	6,440	6,453	6,405	기타영업외손익	-5	7	35	40	41
유동부채	1,236	1,578	1,616	1,387	1,090	세전계속사업이익	612	1,002	672	506	532
매입채무 및 기타채무	428	521	1,002	979	990	계속사업법인세비용	-40	110	79	121	128
단기금융부채	580	856	486	275	-38	계속사업이익	652	892	593	384	405
기타유동부채	228	202	128	133	139	중단사업이익	0	-14	252	0	0
비유동부채	1,344	1,156	1,189	1,085	968	당기순이익	652	878	846	384	405
장기금융부채	1,244	1,033	984	872	747	지배주주	648	880	848	386	406
기타비유동부채	100	123	204	213	221	총포괄이익	729	904	846	384	405
부채총계	2,580	2,734	2,804	2,472	2,058	매출총이익률 (%)	27.9	27.6	29.4	26.5	26.5
지배주주지분	3,071	3,912	3,539	3,884	4,250	영업이익률 (%)	19.3	20.9	22.1	18.1	18.4
자본금	127	127	90	90	90	EBITDA마진률 (%)	23.5	24.1	26.4	22.2	22.5
자본잉여금	794	794	567	567	567	당기순이익률 (%)	20.1	18.8	31.9	14.9	15.3
이익잉여금	2,093	2,935	3,718	4,064	4,430	ROA (%)	12.8	14.1	12.9	6.0	6.3
비지배주주지분(연결)	52	99	97	97	97	ROE (%)	23.9	25.2	22.8	10.4	10.0
자본총계	3,124	4,011	3,635	3,981	4,347	ROIC (%)	13.0	22.1	15.7	14.9	15.5

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	378	567	1,395	426	394	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	652	878	846	384	405	P/E	3.8	2.2	2.0	4.4	4.2
비현금수익비용가감	151	279	-67	11	0	P/B	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
유형자산감가상각비	131	145	112	104	106	P/S	0.8	0.4	0.6	0.7	0.6
무형자산상각비	5	5	3	3	2	EV/EBITDA	4.2	2.2	1.5	1.2	0.6
기타현금수익비용	15	129	-201	-96	-108	P/CF	3.1	1.7	2.2	4.3	4.2
영업활동 자산부채변동	-402	-558	646	31	-10	배당수익률 (%)	1.9	3.1	2.4	2.4	2.4
매출채권 감소(증가)	-177	-161	77	9	-4	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-178	-285	-207	42	-20	매출액	62.0	44.0	-43.2	-2.8	2.5
매입채무 증가(감소)	77	74	770	-23	11	영업이익	흑전	56.0	-40.0	-20.5	4.2
기타자산 부채변동	-124	-185	6	3	3	세전이익	흑전	63.7	-32.9	-24.7	5.2
투자활동 현금	-284	-58	-411	-168	-173	당기순이익	흑전	34.6	-3.6	-54.5	5.2
유형자산처분(취득)	-94	-227	-149	-127	-130	EPS	흑전	35.9	40.0	-54.5	5.2
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-3	3	3	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-202	170	-248	-33	-34	부채비율	82.6	68.2	77.1	62.1	47.4
기타투자활동	15	4	-10	-11	-11	유동비율	270.0	260.5	294.1	340.7	425.4
재무활동 현금	137	25	-178	-251	-353	순차입금/자기자본(x)	23.1	13.7	-27.6	-33.9	-38.5
차입금의 증가(감소)	147	52	185	-211	-313	영업이익/금융비용(x)	17.4	26.7	31.3	26.9	42.1
자본의 증가(감소)	-13	-77	-62	-40	-40	총차입금 (십억원)	1,824	1,889	1,470	1,147	709
배당금의 지급	0	49	59	40	40	순차입금 (십억원)	721	551	-1,004	-1,350	-1,673
기타재무활동	2	50	-301	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	255	547	826	7	-132	EPS	27,156	36,910	51,686	23,516	24,751
기초현금	444	699	1,246	2,072	2,078	BPS	128,783	164,046	215,598	236,660	258,957
기말현금	699	1,246	2,072	2,078	1,946	SPS	136,020	195,867	161,660	157,083	160,947
NOPLAT	454	869	518	354	369	CFPS	33,693	48,499	47,430	24,068	24,625
FCF	118	541	1,014	258	221	DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500

자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## OCI홀딩스 (010060) 투자의견 및 목표주가 변동추이



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

## 투자의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.