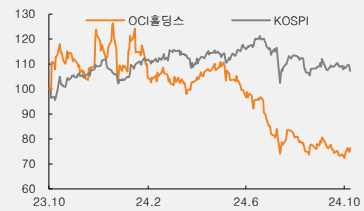


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	98,000원
현재주가(24/10/31)	68,800원
상승여력	42.4%

영업이익(24F, 십억원)	268
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	359
EPS 성장률(24F, %)	-69.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.9
P/E(24F, x)	6.2
MKT P/E(24F, x)	10.5
KOSPI	2,556.15
시가총액(십억원)	1,316
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	68.2
외국인 보유비중(%)	22.6
베타(12M) 일간수익률	0.82
52주 최저가(원)	65,300
52주 최고가(원)	113,900
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-3.0 -27.5 -29.3
상대주가	-1.6 -23.6 -37.0



[에너지/정유화학]

이진호
jinho.lee.z@miraeasset.com

김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

OCI홀딩스

“제약/바이오보다는 태양광에 집중하겠다”

목표주가 9.8만원과 매수 의견 유지

OCI홀딩스의 향후 실적은 미국 대선과 AD 관세 발표가 방향성을 좌우할 가능성이 높기에 기존 의견을 유지한다. 4분기까지는 정기보수 영향이 있어 실적이 크게 좋아 지기는 어려울 전망이다. 하지만 이번 실적 발표에서 사업 방향성을 태양광으로 집중한 점은 긍정적으로 평가한다. 미국 셀/웨이퍼 진출과 말레이시아 폴리실리콘 증 설은 정치적 불확실성으로 인한 변동성이 낮을 전망이다.

3Q24 Review: 고객사 폴리실리콘 신규 구매 부진

동사의 3Q24 영업이익은 205억원으로 컨센서스를 77% 하회했다. 시장 기대치를 대폭 하회한 요인은 OCIM(60억원)과 DCRE(-320억원)의 부진이다. OCIM은 고객 사들의 폴리실리콘 구매가 대폭 감소했다. 미국의 대중 관세 정책(AD/CVD) 발표를 앞두고 고객사들이 신규 구매를 고려하기보다는 기존 재고 소진을 우선하고 있는 상 황이다. DCRE는 기 분양단지의 공사원가 추가 정산 비용 376억원 반영이 있었다.

사업전략 변화 ① 태양광 > 제약/바이오, ② 미국 시장 진출 계획

이번 실적 발표에서 OCI홀딩스가 태양광 사업에 집중하겠다는 의지를 밝힌 점에 대 해 긍정적으로 판단한다. 첫째, 제약/바이오보다는 태양광을 우선하겠다고 밝혔으며, 둘째, 미국 셀/웨이퍼 시장 진출을 고려하고 있다고 언급했다.

동사는 제약/바이오 사업으로의 진출을 위해 한미약품과 전략적 제휴를 목표했으나, 계획대로 이뤄지지 않았고 오히려 주가는 연초보다 하락한 채로 머물고 있다. 기존 주주들이 바라는 바는 시너지 효과가 부족한 제약/바이오 진출보다는 태양광 사업에 대한 집중이다. 동사는 이번 실적발표를 통해 폴리실리콘 증설과 미국 시장 진출을 효과적으로 이행할 수 있도록 조직을 개편하겠다고 발표했다.

둘째는 JV를 통한 미국 내 셀/웨이퍼 밸류체인 진출 계획 발표다. 동사가 폴리실리 콘 공장의 미국 진출은 비싼 전력 가격과 노동 인력 때문에 보수적인 입장을 취해왔 지만, 셀/웨이퍼 공장에 대해서 긍정적인 검토를 하는 이유는 3가지다. 1) DCA가 적 용 가능해 프리미엄 가격에 판매가 가능하며, 2) 미국의 관세와 무역 장벽에 대해 비 교적 자유로울 수 있고, 3) 글로벌 Top5 업체의 기술 제휴가 가능하기 때문이다. 정 치적 불확실성이 높아 하이 리스크지만, 성공한다면 하이 리턴을 기대할 수 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,769	2,650	3,586	4,273	4,979
영업이익 (십억원)	752	531	268	615	904
영업이익률 (%)	27.2	20.0	7.5	14.4	18.2
순이익 (십억원)	880	714	217	386	560
EPS (원)	36,910	36,002	11,123	20,201	29,750
ROE (%)	25.2	18.7	5.7	9.4	12.3
P/E (배)	2.2	2.9	6.2	3.4	2.3
P/B (배)	0.5	0.6	0.3	0.3	0.3
배당수익률 (%)	3.1	3.1	2.2	0.0	0.0

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

표 1. OCI홀딩스 분기별 실적 추정

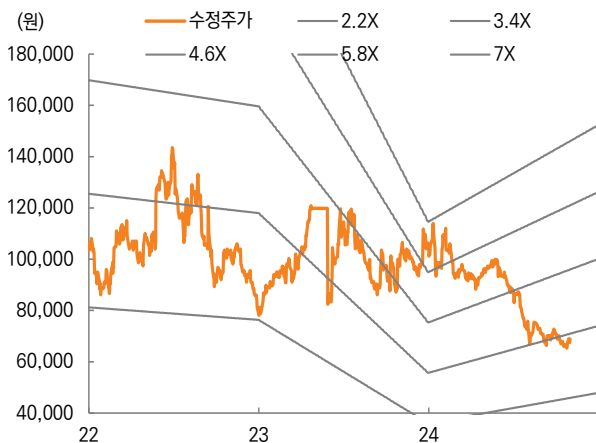
(십억원)

		1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	865.0	949.9	908.9	862.5	964.9	1,025.8	1,142.1	1,140.0	4,558.7	3,586.3	4,272.7
	OCIM(폴리실리콘)	161.2	176.0	65.0	125.0	163.0	205.1	252.8	280.0	938.5	527.2	901.0
	OCI SE + E	143.7	119.0	153.0	152.3	142.0	195.3	221.0	259.1	644.9	568.0	817.5
	OCI	540.0	566.0	589.0	413.6	485.9	445.2	481.6	400.8	1,855.2	2,108.6	1,813.5
	DCRE	150.6	107.0	124.0	121.5	124.0	130.1	136.7	150.0	576.0	503.1	540.8
	기타	60.2	-18.1	-22.1	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	544.1	70.0	200.0
영업이익	전체	99.5	89.6	20.5	59.0	87.0	142.0	177.2	209.0	531.0	268.5	615.2
	OCIM(폴리실리콘)	37.4	56.0	6.0	32.7	56.0	86.5	118.0	132.1	403.6	132.1	392.6
	OCI SE + E	19.8	3.0	32.0	22.3	13.7	36.1	32.4	54.2	32.9	77.1	136.4
	OCI	39.0	34.0	18.0	20.4	28.3	26.2	28.2	21.1	105.5	111.4	103.9
	DCRE	20.1	10.0	-32.0	-12.2	-3.7	0.0	4.1	7.5	45.3	-14.1	7.9
	기타	-9.1	-12.1	-3.5	-4.4	-7.3	-6.8	-5.5	-6.0	39.8	-29.1	-25.6
세전이익		209.9	91.2	-22.4	63.9	92.0	145.9	179.2	210.3	533.0	342.6	627.4
순이익(자배)		175.0	16.5	-13.8	39.3	56.6	89.8	110.3	129.4	713.5	217.1	386.2

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

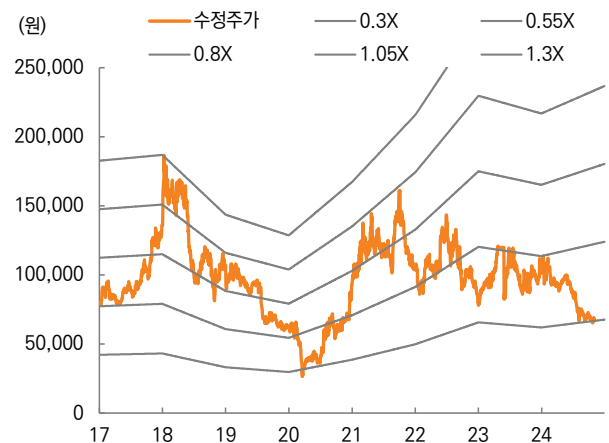
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI홀딩스 12MF PER 밴드차트



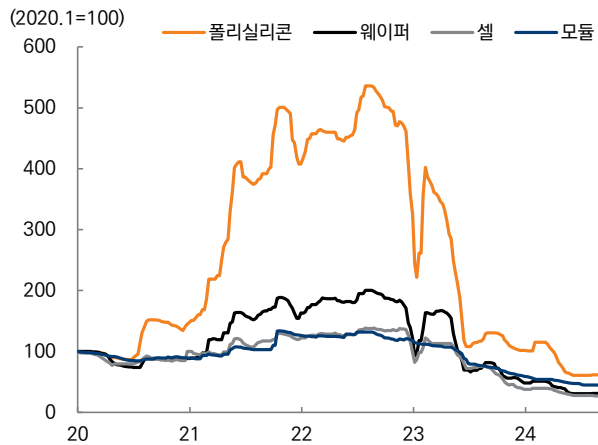
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OCI홀딩스 12MF PBR 밴드차트



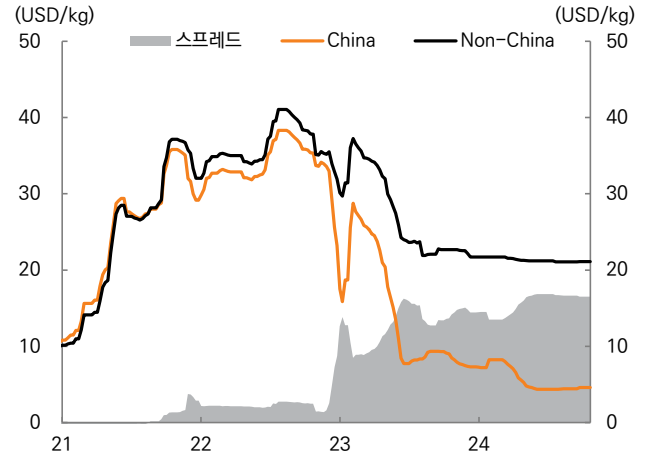
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 태양광 밸류체인 상대가격 추이



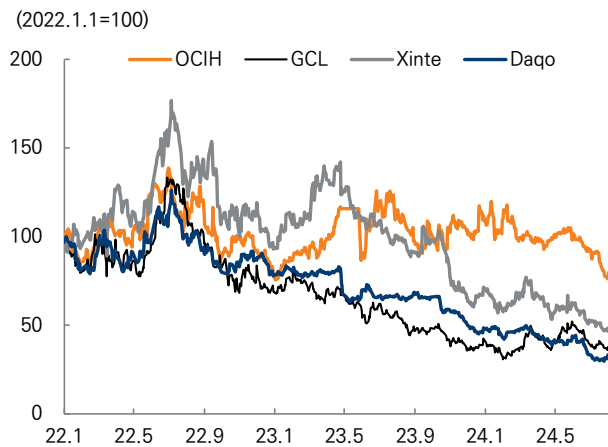
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 중국 vs. 비중국 폴리실리콘



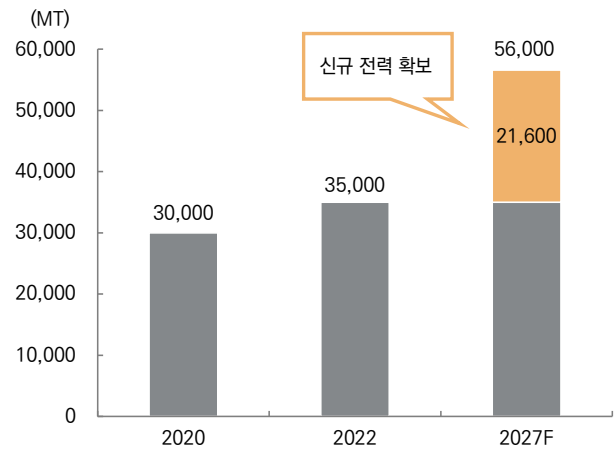
자료: PVInsights, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 폴리실리콘 기업 주가 비교



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. OCI홀딩스 폴리실리콘 증설 계획



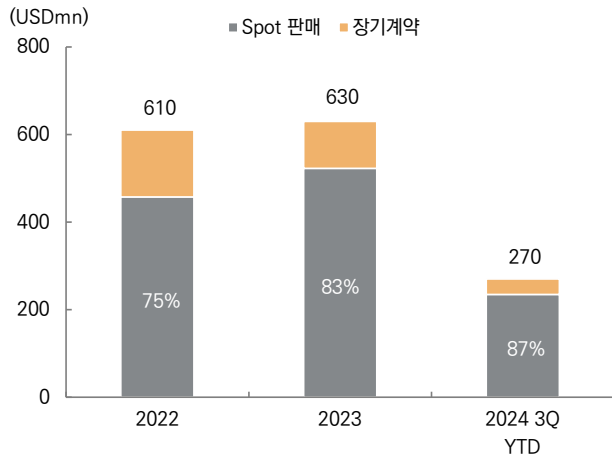
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 태양광 제품 관련 무역 제재

	중국	동남아 4개국	기타 동남아	비고
Section 301	O			50%
Section 201	O	O	O	14.25%
AD/CVD	O	O		중국: AD 18~250% CVD 15~16%
UFLPA	O	O	O	

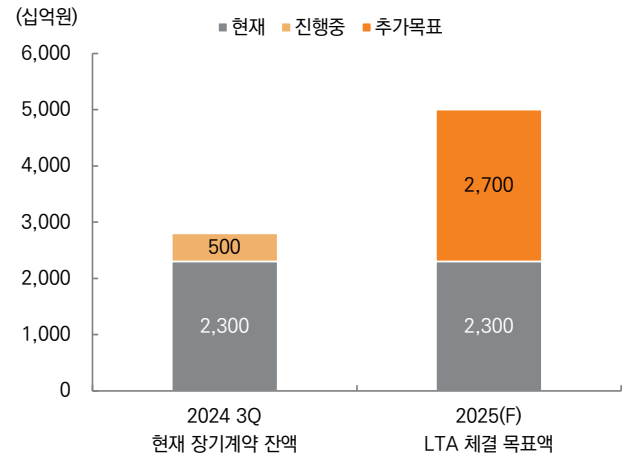
자료: USTIC, OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. OCIM LTA에 따른 폴리실리콘 매출



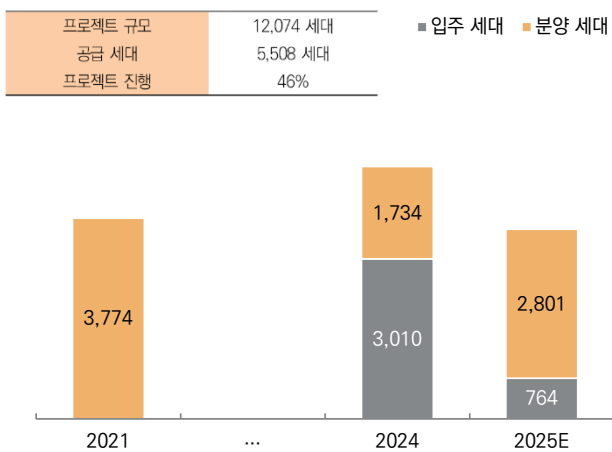
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. LTA 체결 계획



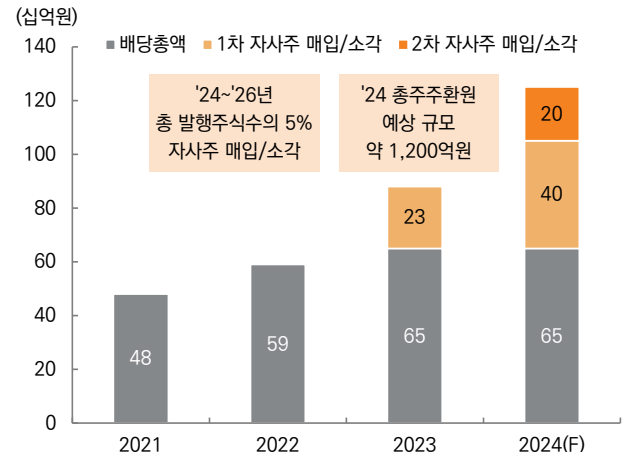
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. DCRE 프로젝트 진행 상황



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주주환원 계획



자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

OCI홀딩스 (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,650	3,586	4,273	4,979
매출원가	1,939	3,061	3,401	3,818
매출총이익	711	525	872	1,161
판매비와관리비	179	257	257	257
조정영업이익	531	268	615	904
영업이익	531	268	615	904
비영업손익	2	75	12	6
금융손익	43	31	12	5
관계기업등 투자손익	38	11	0	0
세전계속사업손익	533	343	627	910
계속사업법인세비용	75	93	94	136
계속사업이익	458	250	533	773
중단사업이익	252	0	0	0
당기순이익	710	250	533	773
지배주주	714	217	386	560
비지배주주	-3	33	147	213
총포괄이익	668	364	533	773
지배주주	672	335	481	698
비지배주주	-4	30	52	75
EBITDA	641	473	865	1,185
FCF	522	94	-3	290
EBITDA 마진율 (%)	24.2	13.2	20.2	23.8
영업이익률 (%)	20.0	7.5	14.4	18.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.9	6.1	9.0	11.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,994	4,199	4,332	4,824
현금 및 현금성자산	1,214	862	279	365
매출채권 및 기타채권	474	569	752	827
재고자산	1,732	2,078	2,390	2,629
기타유동자산	574	690	911	1,003
비유동자산	1,962	3,424	3,958	4,329
관계기업투자등	507	678	895	985
유형자산	1,176	2,205	2,552	2,858
무형자산	27	146	109	82
자산총계	5,957	7,623	8,290	9,153
유동부채	880	1,476	1,576	1,658
매입채무 및 기타채무	308	411	543	598
단기금융부채	420	862	763	764
기타유동부채	152	203	270	296
비유동부채	1,262	1,315	1,407	1,445
장기금융부채	1,048	1,029	1,029	1,029
기타비유동부채	214	286	378	416
부채총계	2,142	2,791	2,983	3,103
지배주주지분	3,721	3,951	4,279	4,809
자본금	107	107	107	107
자본잉여금	902	905	905	905
이익잉여금	3,576	3,710	4,038	4,568
비지배주주지분	94	881	1,028	1,241
자본총계	3,815	4,832	5,307	6,050

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	674	441	557	850
당기순이익	710	250	533	773
비현금수익비용가감	43	172	320	401
유형자산감가상각비	107	168	213	254
무형자산상각비	3	37	37	27
기타	-67	-33	70	120
영업활동으로인한자산및부채의변동	-38	-4	-226	-204
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	155	237	-56	-23
재고자산 감소(증가)	-125	7	-312	-239
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	93	-38	106	44
법인세납부	-40	-7	-94	-136
투자활동으로 인한 현금흐름	-535	-338	-767	-645
유형자산처분(취득)	-151	-346	-560	-560
무형자산감소(증가)	-6	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-428	-109	-207	-85
기타투자활동	50	119	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-178	-211	-156	-29
장단기금융부채의 증가(감소)	-421	423	-98	1
자본의 증가(감소)	88	3	0	0
배당금의 지급	-60	-74	-28	0
기타재무활동	215	-563	-30	-30
현금의 증가	-32	-351	-584	86
기초현금	1,246	1,214	862	279
기말현금	1,214	862	279	365

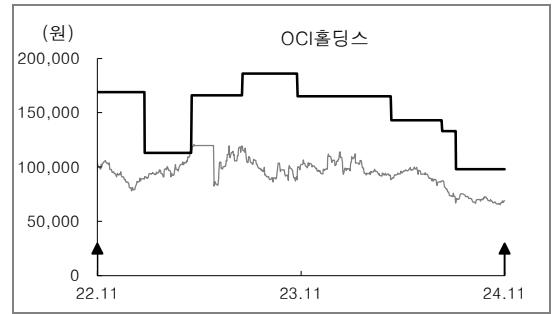
자료: OCI홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	2.9	6.2	3.4	2.3
P/CF (x)	2.8	3.2	1.5	1.1
P/B (x)	0.6	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	3.0	5.5	3.5	2.6
EPS (원)	36,002	11,123	20,201	29,750
CFPS (원)	38,013	21,590	44,652	62,370
BPS (원)	188,949	208,203	228,954	261,260
DPS (원)	3,300	1,500	0	0
배당성향 (%)	9.1	11.2	0.0	0.0
배당수익률 (%)	3.1	2.2	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-4.3	35.3	19.2	16.5
EBITDA증가율 (%)	-29.0	-26.2	83.0	37.0
조정영업이익증가율 (%)	-29.4	-49.5	129.3	47.0
EPS증가율 (%)	-2.5	-69.1	81.6	47.3
매출채권 회전율 (회)	6.4	22.4	21.1	20.5
재고자산 회전율 (회)	1.5	1.9	1.9	2.0
매입채무 회전율 (회)	6.8	10.6	8.9	8.4
ROA (%)	11.2	3.7	6.7	8.9
ROE (%)	18.7	5.7	9.4	12.3
ROIC (%)	13.2	2.7	11.2	14.3
부채비율 (%)	56.1	57.8	56.2	51.3
유동비율 (%)	454.1	284.4	274.9	291.0
순차입금/자기자본 (%)	-7.0	8.4	13.0	8.6
조정영업이익/금융비용 (x)	27.3	6.6	14.9	22.9

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

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



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

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(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 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 올(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.