

# OCI홀딩스 010060

## 굿딜 : 단기 수급 악재를 매수의 기회로

### 이런 굿딜을 마다할 경영자는 없을 것

OCI홀딩스와 한미사이언스 간 그룹 통합을 발표했다. OCI홀딩스가 한미사이언스 지분 27%를 7,703억원에 인수하고, 임주현 사장 등 한미사이언스 주요 주주가 OCI홀딩스 지분 10.4%를 취득하는 방식이다. 결론적으로 굿딜이라고 평가한다. 1) 부침이 많은 태양광 업종의 특성을 안정적인 제약 비즈니스로 일부 상쇄 가능하고, 2) 디레이팅 받는 주가를 제약/바이오의 다양한 모멘텀으로 일부 리레이팅 할 수 있는 기회를 얻었고, 3) 중장기적 성장 가능성에 대한 기대감을 열었으며, 4) 특히 경영권 프리미엄도 없기 때문에 사실상 단순 현금 보유보다 나은 선택지이기 때문이다. 당장 한미그룹이 OCI그룹으로부터 자금 수혈이 필요한 상황도 아니니 이런 굿딜이라면 마다할 경영자는 없을 것이라는 판단이다. <표 1>을 참조하면 통합 이후 보수적으로 봐도 여전히 PBR은 싸다.

### 펀더멘탈, 주주가치 훼손 가능성 無 → 단기 수급 악재에 불과

다만 발표 이후 주가는 하락했다. 이는 1) OCI홀딩스의 투자포인트였던 폴리실리콘에 대한 아이덴티티 훼손이라고 보는 시각과, 2) OCI홀딩스와 한미그룹을 동시에 보유하고 있는 외국인의 입장에서는 포트폴리오 비중 조절이 필요하고, 3) 그룹 통합의 시너지가 불확실하며, 4) 한미사이언스의 이익 기여도가 크지 않고, 5) 너무 급작스러운 일이었으며, 6) 장남의 가치분 신청 등 법적 이슈가 발생했기 때문이라고 분석한다. 그러나 펀더멘탈의 훼손 가능성은 적고 이익 기여도는 현금 보유 대비 나은 선택이며 장남과 법적 이슈는 신동국 한양정밀 회장이 키맨(12% 보유)으로 있는 이상 복잡해질 가능성은 상당히 낮다고 판단한다.

### 말레이시아(OCMSB) 폴리실리콘에 주목

우리는 동사가 장기공급계약을 맺었고 이는 폴리 가격 바닥을 확인한 것으로 판단했다. 현재 평가 기준으로 MSB는 연간 약 3,000억원 이익 시현이 가능하다. 프리미엄은 장기화될 것이다. 또한 이미 발표된 증설 계획이 사라와 주의 더딘 진행으로 지연 중이다. 미래에 현실화될 경우 1만톤 당 최소 800~1,000억원 이익이 증가하겠다. 증설은 80,000톤 계획 중이니 매우 크다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,244	4,671	2,694	2,811	3,000
영업이익	626	977	597	542	600
영업이익률(%)	19.3	20.9	22.2	19.3	20.0
세전이익	612	1,002	646	530	590
지배주주지분순이익	648	880	813	398	443
EPS(원)	27,156	36,910	41,034	20,106	22,363
증감률(%)	흑전	35.9	11.2	-51.0	11.2
ROE(%)	23.9	25.2	20.9	9.9	10.1
PER(배)	3.8	2.2	2.3	4.7	4.3
PBR(배)	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	4.2	2.2	2.2	1.7	1.2

자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

양형모 중공업·미드스몰캡

02-709-2660

yhm@ds-sec.co.kr

2024.01.19

### 매수(유지)

목표주가(유지)	165,000원
현재주가(01/18)	95,400원
상승여력	73.0%

#### Stock Data

KOSPI	2,440.0pt
시가총액(보통주)	1,890십억원
발행주식수	19,813천주
액면가	5,000원
자본금	107십억원
60일 평균거래량	111천주
60일 평균거래대금	11,205백만원
외국인 지분율	18.8%
52주 최고가	124,000원
52주 최저가	76,200원
주요주주	
이화영(외 29인)	28.7%
국민연금공단(외 1인)	10.1%

#### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-2.9	-
3M	-1.3	-0.4
6M	-19.8	-13.3

#### 주가차트

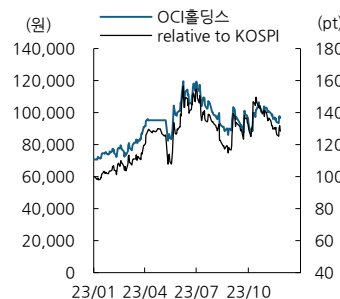


표1 OCI홀딩스 통합 이후 실적·재무 현황 추이 및 전망 단순 추정치

(십억원, 배)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,003	3,244	4,671	2,694	4,091	4,381
영업이익	-86	626	977	597	671	746
지배주주순이익	-246	648	880	813	420	471
자기자본	2,341	3,071	3,912	3,856	3,676	4,102
ROE(당해 말 자본 대비)		21%	22%	21%	11%	11%
PBR					0.52	0.46

자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

주1) 지분율 30% 확보 기준으로 추정(취득금액 8,000억원 기준으로 계산)

주2) 이자수익 연간 약 150억원 차감, 자기자본은 취득현금 대비 한미사이언스 단순 자본 합산 기준

표2 OCI홀딩스 실적 및 재무 현황 추이 및 전망

(십억원, 배)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,003	3,244	4,671	2,694	2,811	3,000
영업이익	-86	626	977	597	542	600
지배주주순이익	-246	648	880	813	398	443
자기자본	2,341	3,071	3,912	3,856	4,205	4,600
ROE(당해 말 자본 대비)		21%	22%	21%	9%	10%
PBR					0.45	0.41

자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한미사이언스 실적 및 재무 현황 추이 및 전망

(십억원, 배)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	857	950	1,046	1,216	1,280	1,381
영업이익	33	59	68	129	129	146
지배주주순이익	23	43	69	111	124	143
자기자본	659	690	725	807	900	1,008

자료: 한미사이언스, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 한미약품 실적 및 재무 현황 추이 및 전망

(십억원, 배)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,076	1,203	1,332	1,467	1,599	1,726
영업이익	49	125	158	213	238	269
지배주주순이익	12	67	83	139	152	176
자기자본	730	803	872	994	1,132	1,291

자료: 한미사이언스, DS투자증권 리서치센터 추정

[OCI홀딩스 010060]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,339	4,111	3,903	4,151	4,447	매출액	3,244	4,671	2,694	2,811	3,000
현금 및 현금성자산	699	1,246	1,120	1,512	1,643	매출원가	2,338	3,383	1,900	2,032	2,158
매출채권 및 기타채권	553	787	380	371	397	매출총이익	906	1,289	795	779	842
재고자산	1,605	1,893	1,716	1,552	1,662	판매비 및 관리비	280	312	198	236	242
기타	483	185	688	716	745	영업이익	626	977	597	542	600
비유동자산	2,365	2,635	2,049	2,116	2,189	(EBITDA)	762	1,127	710	653	714
관계기업투자등	192	364	599	624	649	금융손익	-26	-10	75	12	14
유형자산	1,618	1,708	1,183	1,214	1,251	이자비용	36	37	19	20	19
무형자산	38	36	28	29	30	관계기업등 투자손익	17	27	-14	-17	-17
자산총계	5,704	6,746	5,953	6,266	6,637	기타영업외손익	-5	7	-13	-7	-7
유동부채	1,236	1,578	854	832	825	세전계속사업이익	612	1,002	646	530	590
매입채무 및 기타채무	428	521	267	261	280	계속사업법인세비용	-40	110	84	127	142
단기금융부채	580	856	453	432	401	계속사업이익	652	892	561	403	448
기타유동부채	228	202	133	139	144	중단사업이익	0	-14	252	0	0
비유동부채	1,344	1,156	1,145	1,130	1,113	당기순이익	652	878	814	403	448
장기금융부채	1,244	1,033	955	933	908	지배주주	648	880	813	398	443
기타비유동부채	100	123	190	197	205	총포괄이익	729	904	814	403	448
부채총계	2,580	2,734	1,998	1,962	1,938	매출총이익률 (%)	27.9	27.6	29.5	27.7	28.1
지배주주지분	3,071	3,912	3,856	4,205	4,600	영업이익률 (%)	19.3	20.9	22.2	19.3	20.0
자본금	127	127	107	107	107	EBITDA마진률 (%)	23.5	24.1	26.4	23.2	23.8
자본잉여금	794	794	902	902	902	당기순이익률 (%)	20.1	18.8	30.2	14.3	14.9
이익잉여금	2,093	2,935	3,684	4,033	4,428	ROA (%)	12.8	14.1	12.8	6.5	6.9
비지배주주지분(연결)	52	99	99	99	99	ROE (%)	23.9	25.2	20.9	9.9	10.1
자본총계	3,124	4,011	3,954	4,304	4,698	ROIC (%)	13.0	22.1	14.4	14.0	15.5

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	378	567	719	682	443	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	652	878	814	403	448	P/E	3.8	2.2	2.3	4.7	4.3
비현금수익비용가감	151	279	-94	109	109	P/B	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
유형자산감가상각비	131	145	110	107	111	P/S	0.8	0.4	0.7	0.7	0.6
무형자산상각비	5	5	3	4	4	EV/EBITDA	4.2	2.2	2.2	1.7	1.2
기타현금수익비용	15	129	-217	-2	-5	P/CF	3.1	1.7	2.6	3.7	3.4
영업활동 자산부채변동	-402	-558	33	170	-115	배당수익률 (%)	1.9	3.1	2.6	2.6	2.6
매출채권 감소(증가)	-177	-161	164	9	-26	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-178	-285	-69	164	-110	매출액	62.0	44.0	-42.3	4.3	6.7
매입채무 증가(감소)	77	74	18	-6	19	영업이익	흑전	56.0	-38.8	-9.2	10.6
기타자산 부채변동	-124	-185	-80	3	3	세전이익	흑전	63.7	-35.5	-17.9	11.2
투자활동 현금	-284	-58	-649	-220	-232	당기순이익	흑전	34.6	-7.3	-50.5	11.2
유형자산처분(취득)	-94	-227	-160	-139	-148	EPS	흑전	35.9	11.2	-51.0	11.2
무형자산 감소(증가)	-2	-4	-6	-5	-5	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-202	170	-475	-67	-69	부채비율	82.6	68.2	50.5	45.6	41.3
기타투자활동	15	4	-7	-10	-10	유동비율	270.0	260.5	457.2	498.9	538.9
재무활동 현금	137	25	-239	-70	-80	순차입금/자기자본(x)	23.1	13.7	-8.8	-18.8	-21.8
차입금의 증가(감소)	147	52	125	-21	-31	영업이익/금융비용(x)	17.4	26.7	31.7	26.9	30.9
자본의 증가(감소)	-13	-77	-62	-49	-49	총차입금 (십억원)	1,824	1,889	1,408	1,365	1,309
배당금의 지급	0	49	59	49	49	순차입금 (십억원)	721	551	-348	-809	-1,023
기타재무활동	2	50	-302	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	255	547	-126	392	131	EPS	27,156	36,910	41,034	20,106	22,363
기초현금	444	699	1,246	1,120	1,512	BPS	128,783	164,046	194,619	212,262	232,164
기말현금	699	1,246	1,120	1,512	1,643	SPS	136,020	195,867	135,995	141,877	151,419
NOPLAT	454	869	519	412	456	CFPS	33,693	48,499	36,334	25,854	28,140
FCF	118	541	104	462	211	DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500

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

OCI홀딩스 (010060) 투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-20	담당자변경				
2023-11-20	매수	140,000	-27.7	-18.8	
2024-01-11	매수	165,000	-37.3	-31.0	
2024-01-19	매수	165,000			

투자이견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수 + 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립 -10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립 업종별 투자이견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도 -10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

투자이견 비율

기준일 2023.12.31

매수	중립	매도
98.0%	2.0%	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 하시기 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.