

2023.11.22(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-11-22 오전 8:33

수정한 날짜: 2023-11-22 오전 8:38

2023.11.22(수) 증권사리포트

퓨런티어

자율주행과 함께 달리다

[\[출처\] 신한투자증권 오강호 애널리스트](#)

IT, 전장 부문 정밀 공정 장비 생산 업체

2009년 설립된 ADAS/자율주행 핵심 센서 글로벌 공정장비 생산 업체다. 주요 제품은 카메라 모듈 관련 자동화 장비다. 장비의 경우 2012년 8메가픽셀급 고화소 이미지센서 검사장비 개발을 시작으로 고객사 및 어플리케이션 적용 확대가 진행 중이다.

놀라운 실적 성장을 보여주고 있다. 1H23 매출액 308억원(+127% YoY), 영업이익 71억원(2022년 7억원)을 기록했다. 전장 장비 매출확대가 본격적인 성장을 이끌었다. 3Q23도 YoY 흑자전환에 성공하며 지속 성장 중이다. 2023년 서프라이즈 성장에 이어 2024년도 주요 고객사 레퍼런스 확대와 기술 경쟁력으로 도약을 기대해 볼 만하다.

자율주행 시장 개화 → 수주 잔고 확대 → 실적 성장Key

자율주행 시장 개화에 따른 수혜 업체다. Lv업그레이드는 글로벌 완성차 업체의 필수 과제다. 이에 안전하고 효율적인 운영을 위해 카메라기술 경쟁력은 더욱 높아질 수 밖에 없다. 기존 카메라 센싱 및 모듈공정이 확대될 수 있는 요인이며 카메라 부품의 가격(P), 수량(Q) 증가로 이끌 수 있는 포인트다. 실제 자율주행차량 기준 평균 카메라 모듈 탑재 개수는 2023년 8개(2020년 2~3개) 이상으로 증가할 전망이다. IT업체의 전장 설비 확대 및 어플리케이션 다변화로 카메라 부문주요 장비를 생산 중인 동사의 수혜가 기대되는 대목이다.

수주 잔고로 기술 경쟁력을 입증했다. 전장용 수주잔고는 1Q22 14억원 → 4Q22 123억원 → 3Q23 71억원을 기록했다. 분기조정이 일부 나타났지만 YoY 대비 안정적 수주를 기록 중이다. 시장 개화 → 수주확대가 예상되며 2023년, 2024년 꾸준한 매출 성장을 기대해 볼 만하다. 이에 2024년 장비 매출액은 360억원(+23% YoY)이 전망된다.

목표주가 41,000원, 투자의견 '매수' 유지

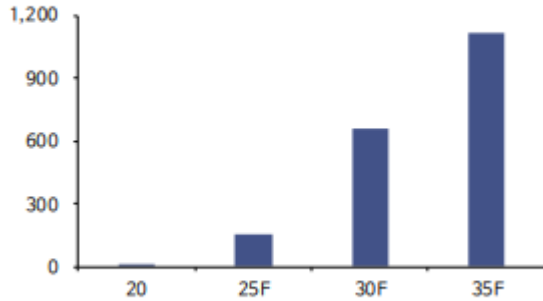
목표주가 41,000원으로 상향했다 목표주가는 2024년 예상 EPS 1,323원에 Target P/E 30.9배를 적용하여 산출했다. 목표 배수는 전기전자 밸류체인 업체 → 국내외 자율주행/전장 관련 업체로 변경 7% 할증 적용했다. 할증 이유는 3Q23 누적 기준 YoY 고성장에 성공하며 자율주행 시장 개화에 따른 고성장이 기대되기 때문이다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	22.2	1.2	2.6	432	2,023	0.0	(1.8)	0.0	29.6	(27.4)
2022	26.9	1.6	2.0	256	4,827	72.2	49.3	3.8	7.7	(60.8)
2023F	48.7	9.6	10.0	1,221	5,917	29.4	25.0	6.1	22.9	(54.5)
2024F	56.3	11.6	10.8	1,323	7,240	27.1	20.5	5.0	20.1	(58.8)
2025F	72.2	15.6	13.9	1,694	8,934	21.2	14.4	4.0	20.9	(58.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

자율주행차 시장 규모 추이 및 전망

(십억달러)

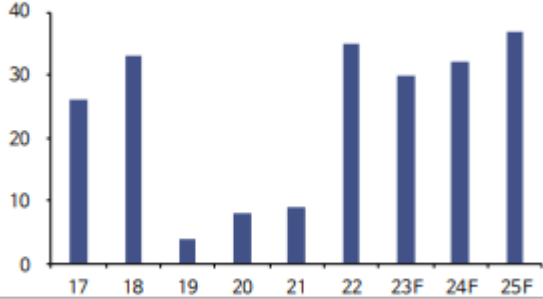


- ✓ 전기차 판매량 및 침투율 성장
- ✓ 차량의 IT 기기화 지속 및 자율주행 발전 가속화
- ✓ 2023년 주요 완성차 업체 레벨 3 자율주행차 출시 전망
- ✓ 레벨 4 주행을 위한 주요국 법안 마련

자료: Autonomous Vehicles, 신한투자증권 추정

전장카메라 성장률 추이 및 전망

(%)



- ✓ 레벨 2 기준 차량용 카메라 수 7~8개
→ 레벨 3 기준 차량용 카메라 수 12개 이상 전망
- ✓ 성장이 둔화된 스마트폰 카메라모듈 대비 고부가가치
- ✓ P와 Q가 동반 성장하는 구조적 시장 성장 국면 돌입

자료: 산업 자료, 신한투자증권 추정





에코아이
 독보적인 탄소배출권 기업
[\[출처\] 키움증권 오현진 애널리스트](#)

글로벌 트렌드에 부합하는 비즈니스

동사는 온실가스 감축 사업으로 탄소배출권을 확보하여 판매하는 기업이다. 현재 14개 국가에서 18개의 프로젝트를 진행 중이며 주요 프로젝트로는 쿡스토브 보급, PNG 수출 방지 등이 있다. 프로젝트당 약 10년간 사업권이 보장되어 안정적인 탄소배출권 확보가 가능하다. 2021~2023년 i-KOC 누적 발행량 점유율은 55.3%로, 시장 내 높은 입지에 있음을 확인할 수 있다. 온실가스 감축이라는 글로벌 트렌드와 관련 규제들이 강화될수록 동사의 투자 매력도 상승을 전망한다.

1) 신규 감축 사업 확대, 2) 판매 시장 다변화

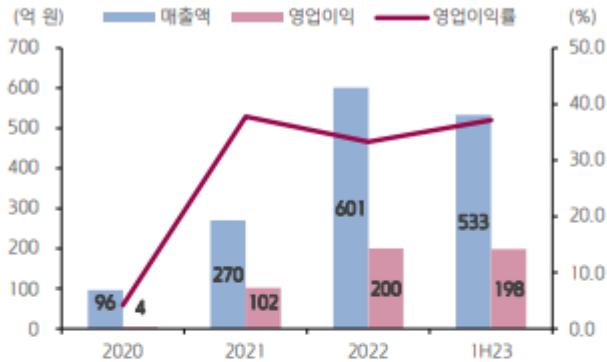
동사는 2027년까지 기존 및 신규 사업에 투자하여, 총 1,259백만tCO2e의 탄소배출권을 확보할 것으로 예상된다. 이를 위해 쿡스토브 200만대를 추가 보급하고 PNG수출 방지 사업 진출 국가를 2개로 확대하는 등 기존 사업을 확대할 계획이다. 이외에도 바이오매스 발전, 폐냉매 회수 및 재생 사업 등 총 8종류의 신규 사업에 진출할 계획이다.

국내 규제적 시장을 넘어 글로벌 자발적 시장으로 판매처를 확대했다는 점 또한 주목해야 한다. 국내 시장은 높은 무상할당 비율(할당량의 90%), 상쇄배출권 거래 제한(할당량의 5%) 등으로, 상쇄배출권 시장 규모가 상대적으로 작기 때문이다. 동사의 VCM(자발적 시장) 매출 비중은 2022년 10%, 1H23 37%로 확대되었다. 판매 시장 다변화를 통해 탄소배출권 발행량 증가가 곧 실적 성장으로 직결될 것이라 판단한다.

중장기 실적 성장 기조 뚜렷

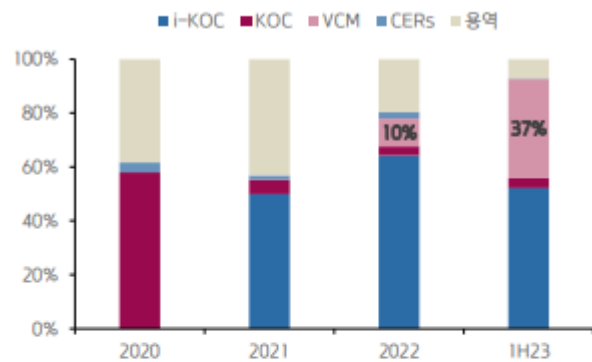
배출권 발행 전 모니터링 기간, 배출권 판매 시점 및 규모가 유동적일 수 있기에 단기 실적 변동성이 확대될 수 있다. 그럼에도 탄소배출권 발행량 확대 및 국내외 탄소배출권 시장 성장 등에 힘입어 향후 실적 성장 기조는 지속될 것이라 판단한다. 2025년 이후 무상할당 비중 축소, 2026년 EU의 CBAM(탄소국경조정제도) 본격 시행 등으로 기업들의 탄소배출권 수요는 지속적으로 증가할 전망이다. 더불어, 올해 9월 배출권 이월 한도 완화(순매도량 1배→3배) 등을 통해 국내 배출권 가격의 정상화 가능성이 높아진 점도 동사에 긍정적이다. 상장 후 6개월 이내 오버행 물량은 전체 주식 수 대비 2.68%로, 기업 펀더멘탈 외 주가 변동 요인 역시 제한적이라고 판단한다

매출액, 영업이익, 영업이익률 추이



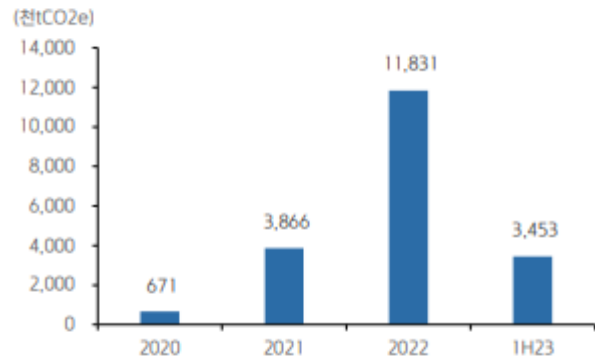
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

제품군별 매출 비중 추이



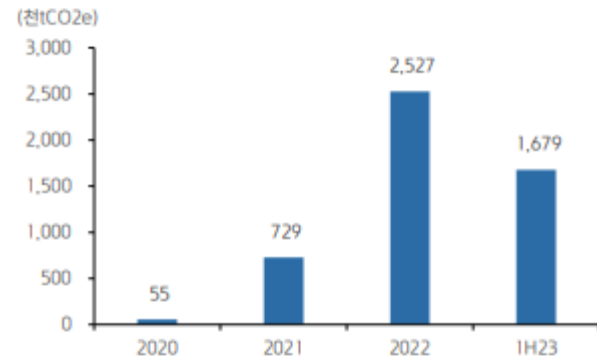
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

에코아이 탄소배출권 발행 추이



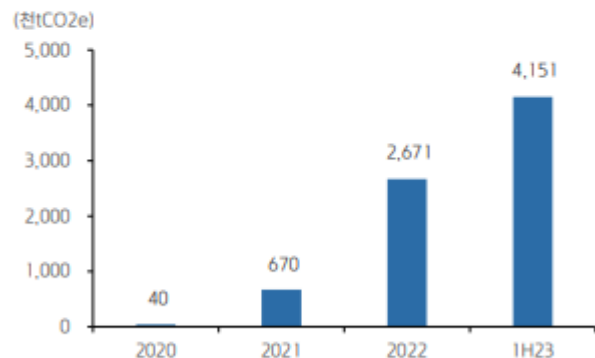
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

에코아이 탄소배출권 전환(CER → i-KOC) 추이



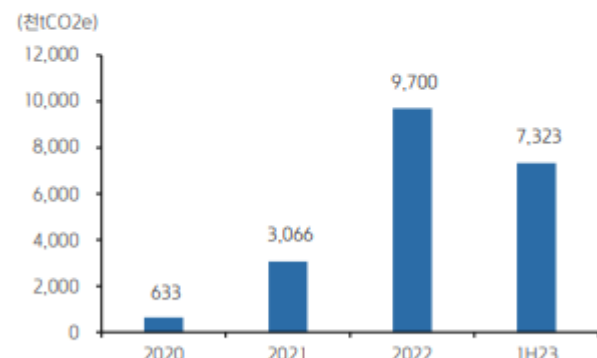
자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

에코아이 탄소배출권 판매 추이



자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

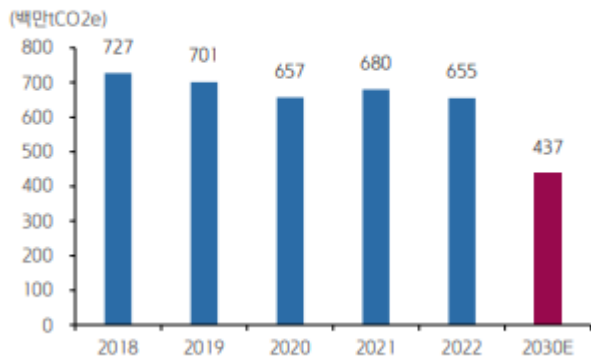
에코아이 탄소배출권 재고 추이



자료: 에코아이, 키움증권 리서치센터

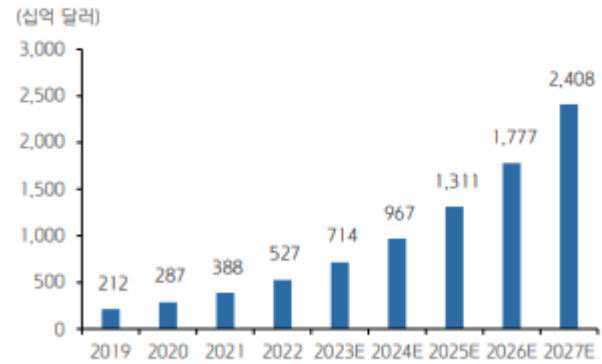
주) 당기 재고 = 전기 말 재고 + 당기 발행 - 당기 전환 - 당기 판매

국내 온실가스 배출량 및 목표치



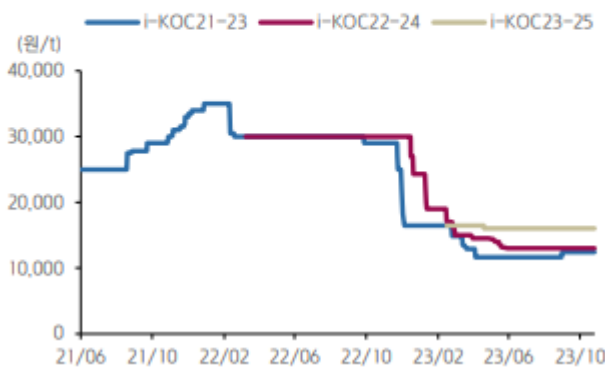
자료: 환경부, 키움증권 리서치센터

글로벌 탄소배출권 시장 전망

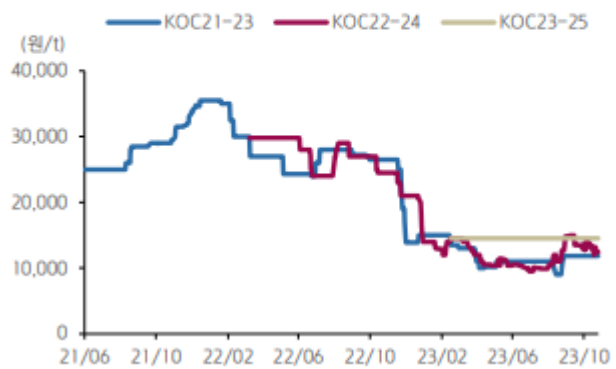


자료: Coherent Market Insights, 키움증권 리서치센터

국내 i-KOC 가격 추이



국내 KOC 가격 추이



0600] 키움종합차트 - KOSDAQ 시가총액 [6,153(억)] 주식수 [9,877(천)] 액면 [500] 자본금 [49(억)] 결산 [12월]

주 전 448280 | 종 에코마이 | 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 | 1/1 | 2023/11/21

62,300 ▲ 27,600 +79.54% | 12,427,592 | 0% 25.82% | 634,191백만 호가 62,400 62,300 시 46,100 고 62,300 저 46,100 매수 매도 평

에코마이 | 증가 단순 3 5 20 60 120 | 증가 단순 33 8 224 15 10 | 500억 강세패턴

←최: 62,500
79.54%

←최: 46,000

거래량 | 12,428K
12,428K
10,000K
7,500K
5,000K
2,500K

2023/11 | 11/21



화신
 실적은 이미 올라왔고, 내년부터는 신공장이다
[\[출처\] 하나증권 송선재 애널리스트](#)

2023년 영업이익률 5.6% 예상

화신의 3분기 매출액/영업이익은 3%/26% (YoY) 감소한 4,433억원/220억원(영업이익률 5.0%, -1.5%p (YoY))을 기록했다. 고객사들의 생산 증가와 믹스 개선이 긍정적이었지만, 전년 동기의 높은 기저와 환율 하락에 기인한 변동단가 하락, 그리고 인건비의 증가(+63억원) 등으로 매출액/영업이익이 모두 감소했다. 연결 이익 감소분인 78억원의 대부분은 국내 법인에서의 감소분(-73억원 (YoY), 3Q22 120억원/3Q23 47억원)이었다. 고객사 생산 증가가 이어지면서 4분기 매출액/영업이익은 2%/7% (YoY) 증가한 4,947억원/260억원(영업이익률 5.2%, +0.2%p (YoY)), 이에 따라 2023년 연간 매출액/영업이익은 1.86조원/1,034억원(영업이익률 5.6%)으로 예상한다.

국내 배터리팩 케이스 공장과 미국 샷시 공장이 2024년/2025년 가동 시작

2024년에는 중요한 2개의 신공장이 가동을 시작한다. 국내 배터리팩 케이스 공장은 총 1,000억원(토지 148억원, 공장 240억원, 기계장치 등 약 600억원)의 투자금으로 연산 30만대 규모(향후 확대될 예정)로 건설 중인데, 2024년 7월부터 현대차/기아의 3개 차종(캐스퍼 EV 및 소형 SUV/세단), 2025년에는 추가 4개 차종(제네시스 EV 등)향으로 납품이 진행될 예정이다.

2024년에는 약 300억원, 2025년 이후로는 1,000억원 이상의 매출 기여가 예상된다. 미국 샷시 부품 공장(법인명 화신조지아)은 고객사의 미국 조지아 전기차 전용 공장에 대한 샷시 부품(Member/Arm 등)을 공급할 목적으로 건설 중인데, 2023년 9월 착공을 시작해 총 2,300억원 규모의 투자금이 소요된다. 2024년 하반기 완공되어 2025년부터 현지 생산되는 전기차 모델용으로 납품될 예정이다. 2개의 신공장은 아이템 및 지역 다변화를 통해 2024년 이후 외형 성장에 크게 기여할 것이다. 다만, 초기 투자금 규모가 크고, 미국/한국 내 인플레이션 비용이 증가해서 초기에는 고정비 부담이 큰 데 비해 단일 모델당 생산대수가 상대적으로 적은 편이라 규모의 경제 효과를 통한 BEP까지 다소 시일이 소요될 것인 바 이익 기여는 2026년 이후로 예상된다.

P/E 4배 대로 주가 저평가 판단

현재 주가와 추정 실적을 기준으로 P/E는 4배 중반으로 업종평균 대비 낮고, P/B는 0.88배로 평균 이상이다. 특정 고객들에 대한 의존도가 95%로 높고, 고정비 부담도 커서 외형에 따른 수익성 변동이 발생한다는 점과 성장을 위해 초기 시설투자가 필요해 차입금 조달이 많다는 점(총차입금 4,157억원, 순차입금 2,232억원)은 할인 요인으로서 Valuation에 반영되어 왔다. 반면, 완성차의 고가 차종 증가에 따른 믹스 효과가 이어지는 가운데, 2024년 이후 신공장 가동이 연속되면서 중단기 외형 성장이 크다는 점은 Valuation을 상향시킬 수 있는 요인인 바 현재 주가는 저평가된 상태라는 판단이다. 신공장들의 BEP 달성을 통한 단계적 이익 상승이 실적/주가의 동력이 될 것이다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2019	2020	2021	2022	
매출액	1,164	1,086	1,237	1,690	
영업이익	2	(11)	24	87	
세전이익	0	(59)	32	95	
순이익	7	(54)	24	74	
EPS	190	(1,553)	698	2,125	
증감율	흑전	적전	흑전	204.4	
PER	17.2	(2.2)	11.9	3.4	
PBR	0.4	0.5	1.0	0.7	
EV/EBITDA	6.8	8.9	7.5	3.8	
ROE	2.2	(21.2)	8.5	20.8	
BPS	8,703	7,442	8,381	10,340	
DPS	50	50	70	100	

도표 2. 화신의 제품 중 Front Cross Member



자료: 화신

도표 3. 화신의 제품 중 Rear CTBA



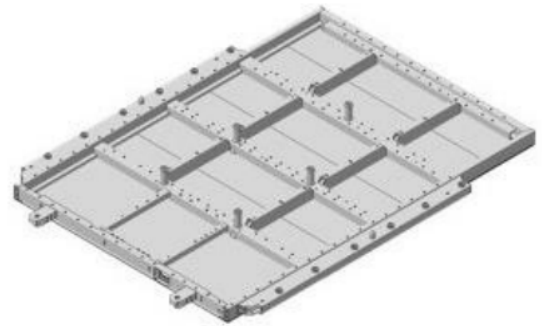
자료: 화신

도표 4. 화신의 제품 중 알루미늄 Front Cross Member (Subframe)

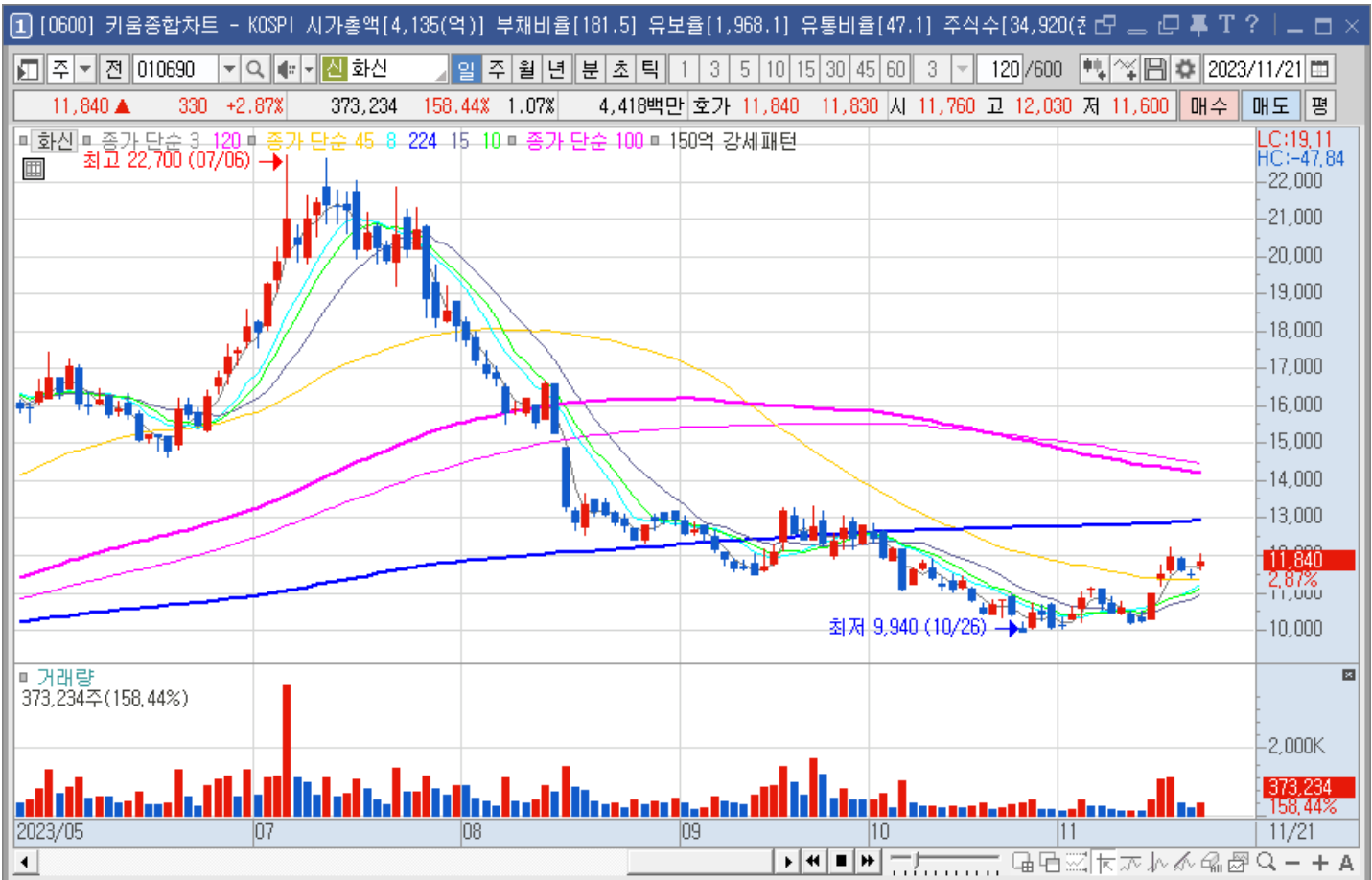


자료: 화신

도표 5. 화신의 제품 중 배터리팩 케이스



자료: 화신



파인애플

공격적인 숫자가 나올 수 밖에 없는 이유

[\[출처\] DS투자증권 권태우 애널리스트](#)

хин지 및 전장부품 생산 기업

22년 9월 파인테크닉스에서 IT 부품 사업이 인적 분할된 신규 법인이다. 1) IT부품은 폴더블 스마트폰(내외장 힙지) 및 일반 부품(다이캐스팅, 플라스틱 사출)을 생산하고, 2) 자동차 부문의 주요 제품으로는 엔드플레이트(전기차 배터리 외곽부품: 배터리 보호와 차량에 고정하는 역할)와 BMS용 냉각 블록이다. 동사는 다이캐스팅(금형 주조), 나노코딩(도금공정을 대체하는 기술), 금속사출성형(MIM)의 높은 내재화를 기반으로 국내외 고객사향으로 제품을 공급하고 있다.

담보된 24년 전망, 국내외 폴더블과 EV 제품의 양산 본격화

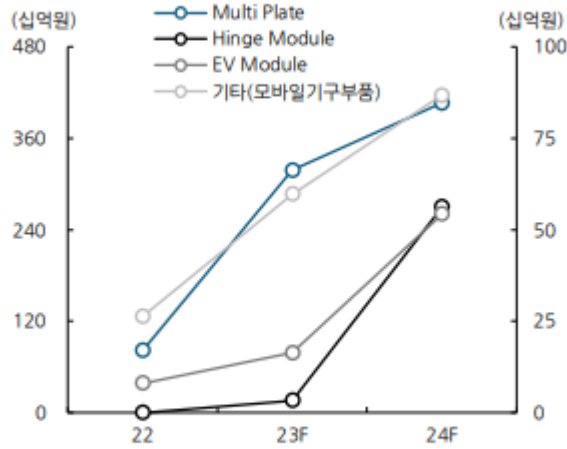
- 1) 내장힙지(24F 4,065억원 +28% YoY): 24년 Q의 증가를 전망한다. 독점적인 지위를 기반으로 국내외 포함하여 23년 부품 기준 1.2천만대 → 24년 1.5천만대를 가정하여 추정치를 산출했다. 중화권으로는 OVX향으로 공급 중이며 연간 200만대 이상 공급할 것으로 추산된다. 동사의 올해 내장힙지 매출 중 중화권 비중은 20% 정도이며 24년 30%까지 확대될 것으로 보인다. 24년에는 전방 중화권 업체들의 공격적인 물량 확대 계획으로 실적 안정성은 두드러질 전망이다.
- 2) 외장힙지(24F 562억원 +1,626% YoY): 23년은 전작의 쉘 승인 지연과 고객사의 출하량 감소 계획으로 예상 매출액은 33억원이다. 그러나 차기 모델에 대한 긍정적인 피드백을 바탕으로 내년 본격 양산이 예상된다. 또한 향후 폴더블 어플리케이션 확대(태블릿/노트북/게임기)로 인해 내외장힙지 부문에서 외형 성장의 기회가 동사에게 제공될 것으로 기대된다.
- 3) EV Module(24F 543억원 +232% YoY): 국내 고객사를 대상으로 엔드플레이트의 대규모 수주에 성공했다. 이와 관련하여 지난 7월에 헝가리 법인을 설립했으며 고객사 일정에 따라 지난 10월에는 베트남 생산 시설에서 초도 양산을 시작했다. 10년간 독점 공급 수주 계약을 체결한 것으로 파악되며 수주 금액은 약 1.8조원으로 파악된다. 기존 1개 모델을 시작으로 추후 점진적으로 제품 다변화로 추가 수주가 기대된다. 이러한 부분들이 대규모 설비 증설이 가능했던 이유를 증명하고 있어 동사의 신규 성장동력에 주목할 필요가 있다고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	0	0	116	398	604
영업이익	0	0	5	27	42
영업이익률(%)			4.7	6.8	7.0
세전이익	0	0	-7	26	42
자배주주지분순이익	0	0	-7	23	35
EPS(원)	0	0	-229	637	977
증감률(%)	적지	적지	적지	흑전	53.3
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	16.7	19.6
PER(배)	n/a	n/a	-26.9	12.7	8.3
PBR(배)	n/a	n/a	1.8	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	26.7	8.2	5.7

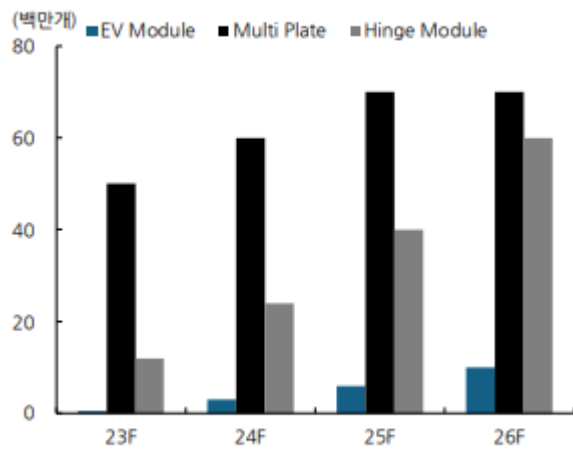
자료: 파인애플, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 파인애플, DS투자증권 리서치센터

그림2 파인애플 CAPA 계획



자료: 파인애플, DS투자증권 리서치센터





디아이
 DDR5 향기를 맡으며
[\[출처\] DS투자증권 권태우 애널리스트](#)

디아이, 후공정 테스터 장인

반도체 검사장비 업체로서 주력 장비와 제품으로는 1) 극한 환경을 조성해 디바이스의 정상 작동 여부를 판정하는 검사장비인 번인(Burn-in) 테스터와, 2) 웨이퍼 상태에서 불량테스트를 수행하는 웨이퍼 메모리 테스터(EDS 테스트), 3) 반도체 특성에 맞게 제작된 테스트용 기판인 검사보드(Burn-in Board)이다. 모회사 디아이는 SEC의 벤더로서 DRAM/NAND 번인 테스터를 공급하고 있다. 연결 대상 디지털프론티어는 일본 업체들의 독보적인 웨이퍼 테스터 시장에서 이원화에 성공했으며 현재 SKH의 벤더로서 메모리 웨이퍼와 번인 테스터를 공급 중이다.

투자 사이클 개선 흐름, 장비 및 보드 매출 확대 가능성

HBM 수요 상승으로 DDR5 침투율 확대가 기대된다. 3분기 실적 발표에서 IDM(SEC, SKH)은 DDR5 공급 증가를 언급했으며 Trendforce에 따르면 23년 서버향 DDR5 침투율은 1Q 6% → 4QF 20~25%를 전망했다. 국내 IDM은 올해 보수적인 CAPEX를 유지하고 있으나 24년에는 고성능 제품인 DDR5와 HBM을 중심으로 한 투자가 예상된다.

1) 1H23: DDR 및 NAND의 업황 회복이 지연되었으나 SEC를 대상으로 한 소주 법인 교체 수요로 인해 2분기 실적 방어에 성공했으며 DDR5용 장비와 보드는 동사의 Blended ASP 상승을 견인했다. 2) 2H23: 지난 10월 SKH 대상으로 DRAM용 웨이퍼 테스트에 대한 368억원의 공급 계약을 공시했다. 이는 퀄 승인 후에 이루어지는 첫 양산 PO다. 특히 자회사의 장비(신규+레거시)는 타 사업 부문에 비해 상대적으로 높은 마진율을 가지고 있어 24년 전사 이익을 견인할 것이다.

투자의견 매수, 목표주가 7,500원 커버리지 개시

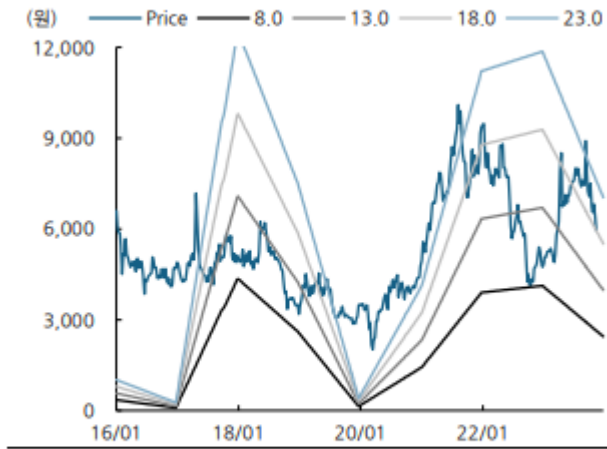
목표주가는 24년 예상 EPS에 Target PER 14.7배를 적용했다. DDR5향 사이클에 따른 24년 실적과 ROE 회복이 예상되므로 밸류에이션 부담은 점진적으로 해소될 전망이며 중장기적 매수 전략이 유효하다고 판단된다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	162	227	231	219	244
영업이익	6	16	11	10	16
영업이익률(%)	3.4	7.3	4.8	4.4	6.6
세전이익	7	18	15	9	16
지배주주지분순이익	5	15	15	8	13
EPS(원)	174	488	516	306	513
증감률(%)	878.1	181.0	5.8	-40.7	67.6
ROE(%)	4.2	11.4	10.0	5.1	8.1
PER(배)	27.5	19.2	9.2	20.1	12.0
PBR(배)	1.2	2.1	0.9	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	14.6	13.7	9.3	14.9	10.4

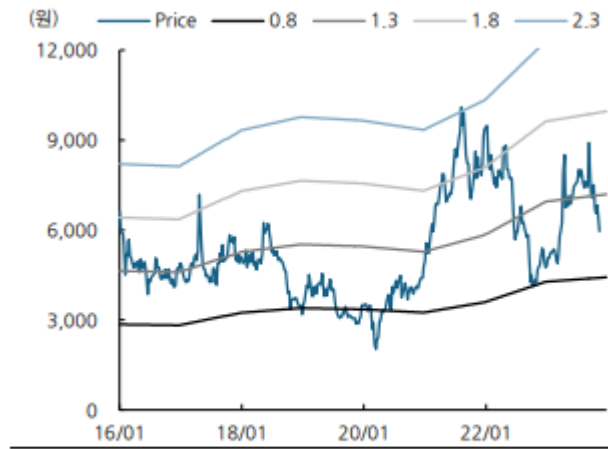
자료: 디아이, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 디아이 PER 밴드 차트



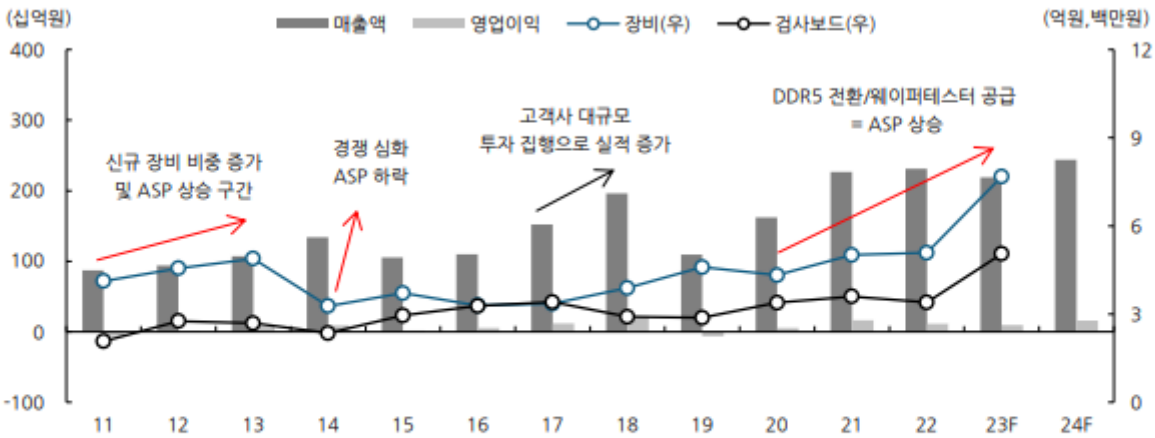
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 디아이 PBR 밴드 차트



자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림3 디아이 실적 및 반도체 장비/부품 단가 추이



자료: 디아이, DS투자증권 리서치센터 추정

주1: 23F 매출액 및 영업이익 DS 추정

주2: 23년 장비 및 검사보드 단가는 2Q23기준 (매출 제품의 단순 평균 판매 단가)



삼성화재

2024년에도 최선호주 제시

[\[출처\] 유안타증권 정태준 애널리스트](#)

투자의견 BUY 유지, 목표주가 360,000원으로 상향

삼성화재의 목표주가를 기존 310,000원에서 360,000원으로 상향한다. 새로운 목표주가는 동사의 2024년 예상 배당수익률 6.9%, 2024년 예상 K-ICS비율 257.5%를 기준으로 산출했다. IFRS17 전환에 따라 회사별 비교 가능성이 현저히 하락했지만, 당사는 회사가 최종적으로 지급하는 주당배당금과 당국에서 승인하는 자본비율은 객관적인 비교가 가능하다고 판단하기 때문에 이를 기준으로 목표주가를 산출했다. 동사는 압도적인 자본비율을 바탕으로 지속적인 배당 확대가 가능할 전망이다. 보험업 최선호주 의견을 유지한다.

2024년 전망

2024년에는 보험손익과 투자손익이 모두 증가하며 이익도 2023년 대비 증가할 전망이다. 보험손익은 2023년에 본격적으로 확대한 보유계약 CSM에 힘입어 신계약 CSM 둔화에도 증가할 것으로 예상된다. 투자손익은 3분기에 두드러진 저이원 채권 매각 손실 영향이 소멸하며 증가할 전망이다. 게다가 동사는 2023년 중 뚜렷한 금융상품 처분익을 인식하지도 않았기 때문에 처분익이 발생할 경우 이익이 추가로 상승할 여력도 있다.

3분기 실적 리뷰

3분기 지배주주순이익은 4,282억원으로 전분기대비 28.9% 감소했다. 주로 투자손익 감소에 기인하는데, 금리 상승에 따라 저이원 채권을 고이원 채권으로 교체하는 작업에서 매각 손실 약 1,500억원이 발생했기 때문이다. 기말 CSM은 실손보험 가이드라인 영향을 반영하면서 약 -1,430억원 규모의 조정이 발생했음에도 불구하고 업계 전반의 8월 절판 마케팅에 따른 신계약 CSM 증가로 기시 CSM 대비 크게 증가했다.

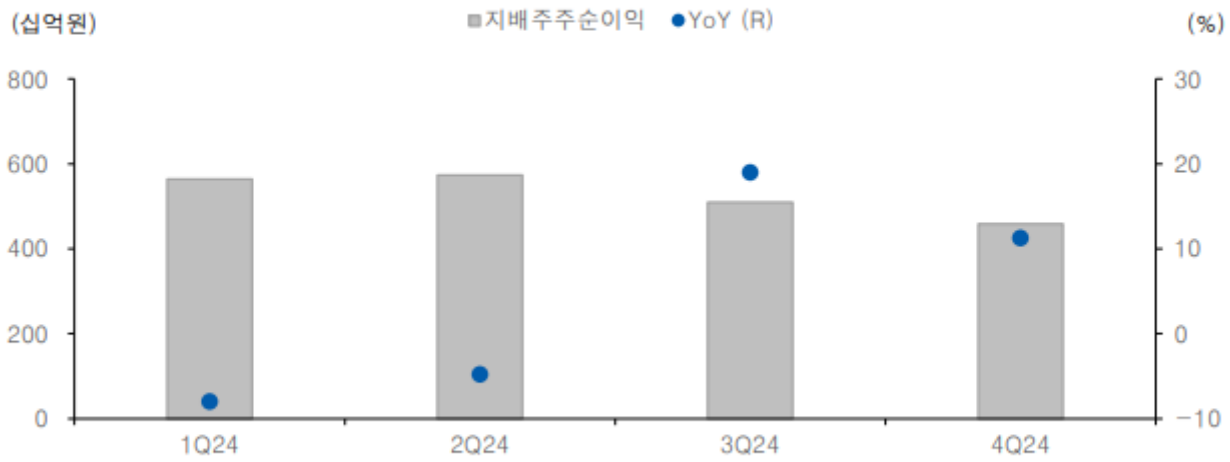
Quarterly earning Forecasts	(십억원, %)				
	3Q23	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
보험손익	560	-	-13.0	566	-1.1
투자손익	-41	-	N/A	76	N/A
영업이익	589	-	-22.4	643	-8.3
영업외손익	3	-	-74.2	-	-
세전이익	592	-	-23.1	676	-12.5
지배주주순이익	428	-	-28.9	481	-11.0

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)	(십억원, 배, %)				
	결산 (12월)	2021A	2022A	2023E	2024E
영업이익				2,760	2,857
세전이익				2,782	2,868
지배순이익				2,055	2,106
PER (배)			IFRS4	4.7	4.6
PBR (배)				0.67	0.61
배당수익률 (%)				6.3	6.9

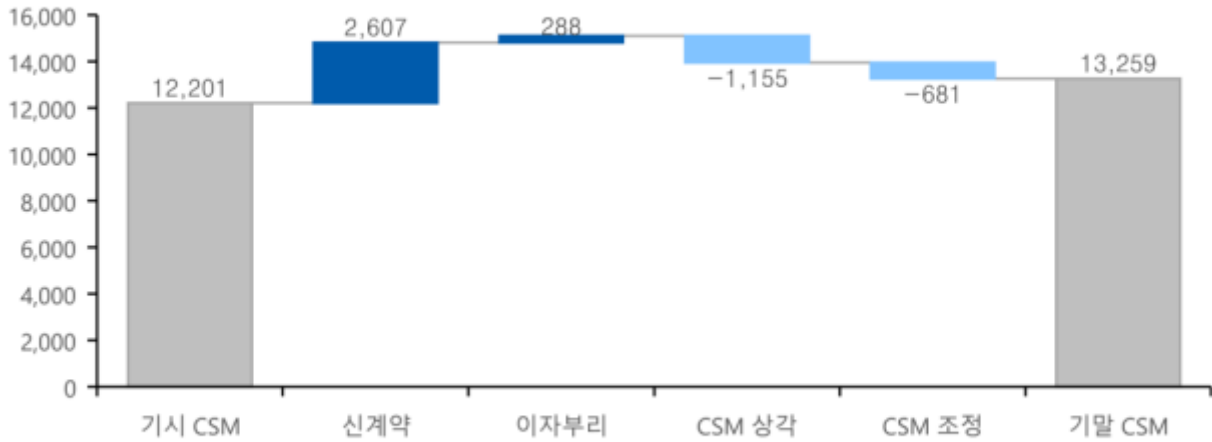
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 2024E 분기별 이익 vs. YoY 성장률

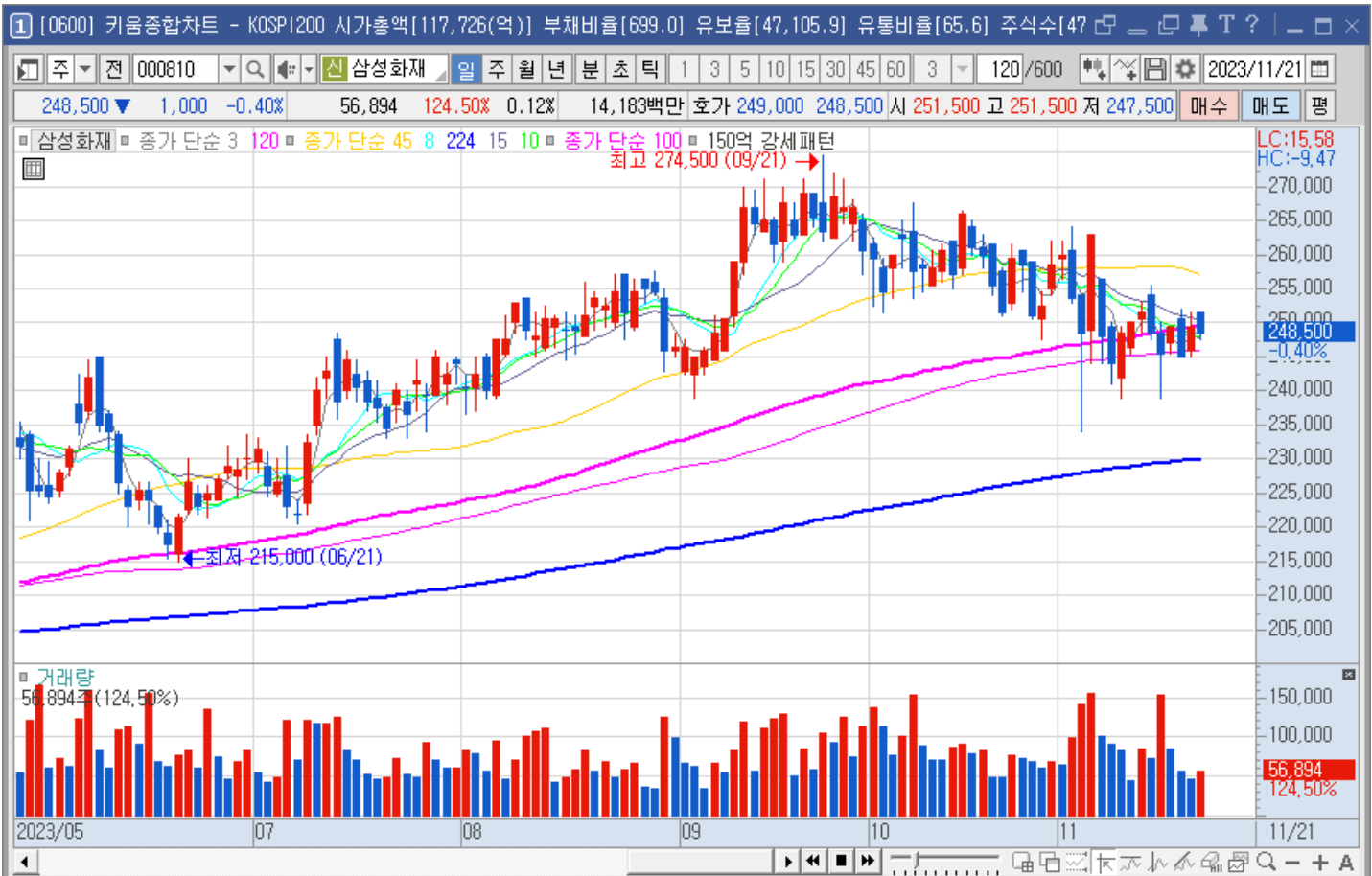


자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 3Q23 누적 CSM 변화 (십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터



OCI홀딩스

폴리 증설 우려 속 지속되는 프리미엄

[\[출처\] DS투자증권 양형모 애널리스트](#)

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

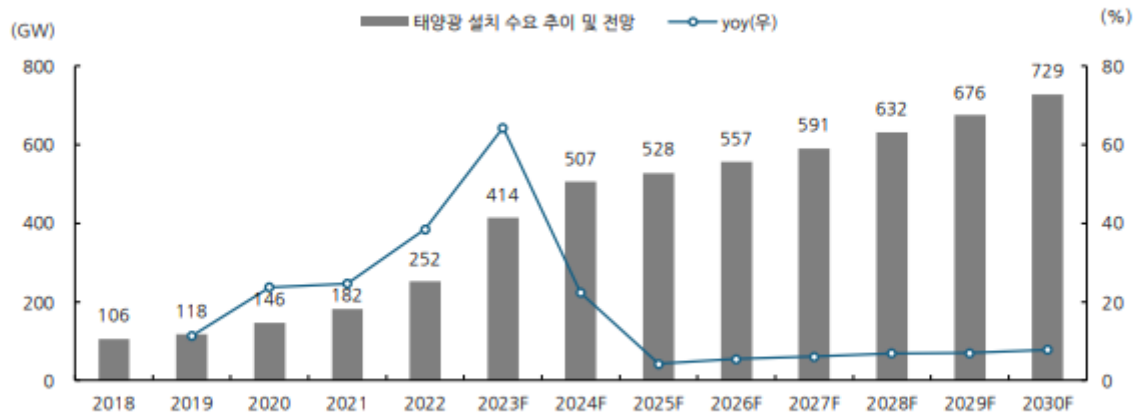
Daqo 실적을 역으로 생각하면 폴리실리콘 가격은 3분기 수준 이하로 하락하기는 어려울 것으로 판단한다. 향후 동사의 프리미엄이 지속되는 한 현재 수준의 이익은 유지할 수 있다. 우리는 향후 프리미엄이 유지될 것으로 기대한다. 따라서 동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 14만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2024년 예상 BPS에 Target PBR 0.6배를 부여하여 산정했다. Target PBR은 증설 우려를 고려하고 견조한 태양광 수요 성장을 반영한 미드사이클 하단 수준의 벨류에이션이다.

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

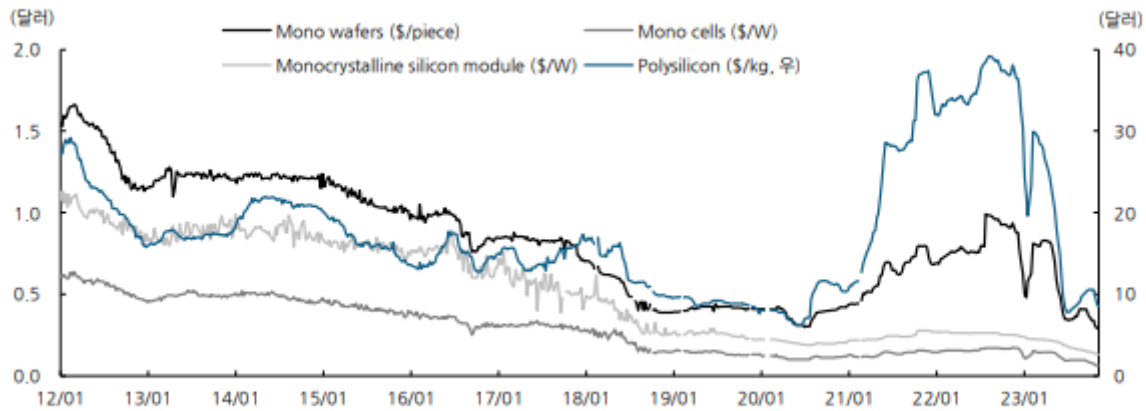
자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림1 태양광 설치 수요 추이 및 전망



자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 태양광 벨류체인 가격



자료: OCI홀딩스, DS투자증권 리서치센터



주 전 010060 신 OCI홀딩스 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 15 30 45 60 3 120/600 2023/11/21
102,100 ▼ 1,000 -0.97% 43,175 144.97% 0.22% 4,421백만 호가 102,600 102,100 시 104,300 고 104,300 저 101,700 매수 매도 평

