

OCI 010060

Feb 06, 2018

Buy 유지
TP 220,000 원 유지

Company Data

현재가(02/05)	151,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	186,500 원
52 주 최저가(보통주)	78,700 원
KOSPI (02/05)	2,491.75p
KOSDAQ (02/05)	858.22p
자본금	1,272 억원
시가총액	36,132 억원
발행주식수(보통주)	2,385 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	47.1 만주
평균거래대금(60 일)	794 억원
외국인자분(보통주)	28.29%
주요주주	
이수영 외 32 인	28.78%
국민연금	8.22%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.2	59.1	77.4
상대주가	-6.0	53.0	47.6



정유/화학 손영주
3771-9337, potential@iprovest.com



LONGi 계약, 이면(裏面)의 가치는 가히 폭발적 !

전일 동사는 Mono웨이퍼 No1인 LONGi社와 1.1조원의 폴리실리콘(이하 “폴리”) 단일 공급계약 체결 공시(공급 기간: 전일부터 3년 1개월간 공급 <’18년 2/5일~’21년 2/28일) / 물량: 64,638톤). 단순한 일회성 계약을 넘어, 이면의 가치는 가히 폭발적. 이번 대규모 공급 계약의 가치는 하기 4가지로 판단. ① No1과의 장기 파트너십 기대, ② 대규모 안정적인 물량 확보, ③ 고순도 폴리 차별화 및 수급타이트 확인, ④ Mono 웨이퍼向 비중 확대에 따른 Mix 개선. 폴리의 Multiple 가파른 상승 기대. Top-Pick 추천.

상술하면,

① **장기 파트너십 관련**, 폴리 No1인 GCL은 Multi웨이퍼 No1. 자사 폴리(9.2만톤/년)와 수입 폴리로 25GW 수준의 Multi 웨이퍼 생산(내재화률 80% 추정). LONGi의 경우, Mono웨이퍼 No1이자 모듈 No7(도표 6 참조) 폴리 생산은 전무(全無). 이번 계약은 단순한 장기 공급계약이 아닌 장기 파트너십 체결로 봐야. 지난 1/3일 모듈 No1이자 웨이퍼 No3인 Jingo Solar도 폴리 생산은 없어. 이 건도 파트너십으로 봐야. 그 당시 당사는 Mono웨이퍼 증설을 위한 일회성 계약으로 판단. 하지만 이번 LONGi건으로 파트너십 확실 판단. 이 계약 건은 미국 세이프가드와도 무관치 않음. 미국 모듈 보호무역 조치에 대해, 미국산 폴리를 쓰지 않겠다는 선언으로 해석해도 무방.

② **대규모 물량 관련**, ‘17년 동사 폴리 매출액 1.05조원(당사 추정치)보다 많아. 1/3일 Jingo보다 3배 큰 규모. 상기 장기 파트너십이라면? 대규모 물량 공급 지속 가능성 높아.

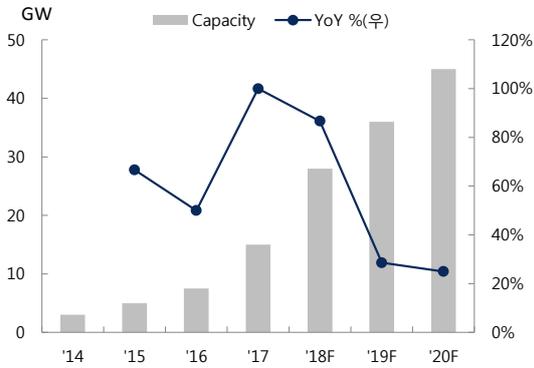
③ **고순도 폴리 차별화 및 수급타이트 관련**, 지난해 중국의 OCI에 대한 반덤핑관세 4.4%로 상향. LONGi와 Jingo가 관세를 내면서 OCI 폴리를 사는 이유? Global No1들이 바보는 아닐 것. 고순도 폴리의 효율 차별화 확인 및 수급타이트 외에 이유 없다는 판단.

④ **Mix 개선 관련**, Multi웨이퍼 대비 Mono웨이퍼 수익률 우위. Mono웨이퍼 업체들의 폴리 가격 인하 여지 낮아. Mono웨이퍼 고객 증가에 따른 제품 믹스 개선 확실.

Forecast earnings & Valuation

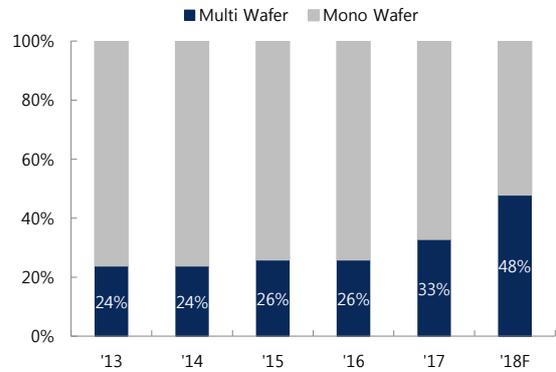
12 결산(십억원)	2015.12	2016.12	2017.12E	2018.12E	2019.12E
매출액(십억원)	2,302	2,739	3,587	3,290	3,484
YoY(%)	-4.9	19.0	30.9	-8.3	5.9
영업이익(십억원)	-145	121	279	376	445
OP 마진(%)	-6.3	4.4	7.8	11.4	12.8
순이익(십억원)	182	219	234	238	294
EPS(원)	4,206	10,151	10,813	11,014	13,584
YoY(%)	흑전	141.4	6.5	1.9	23.3
PER(배)	17.8	7.8	12.6	13.8	11.2
PCR(배)	4.7	3.9	4.3	5.1	4.7
PBR(배)	0.6	0.6	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	19.1	8.6	7.7	6.7	5.7
ROE(%)	3.5	7.9	7.8	7.4	8.5

[도표 1] LONGi Mono 웨이퍼 Capa 증설 계획



자료: LONGi, 교보증권 리서치센터

[도표 2] Global c-Si 웨이퍼 Mono / Multi 비중



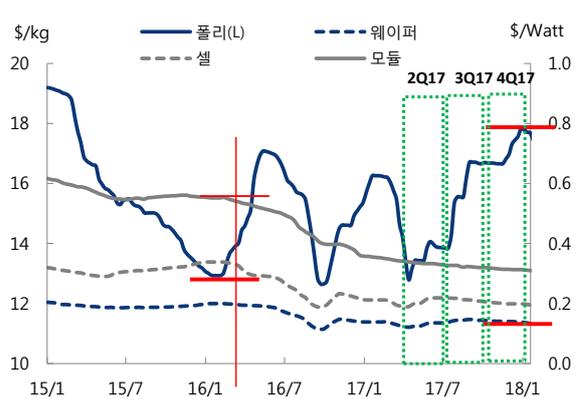
자료: LONGi, 교보증권 리서치센터

[도표 3] Mono / Multi 웨이퍼 가격



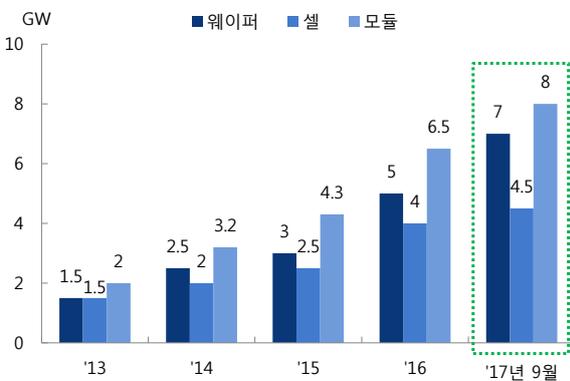
자료: PVInsight, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 폴리실리콘 가격



자료: PVInsight, 교보증권 리서치센터

[도표 5] Jincosolar Capacity



자료: Jincosolar, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 모듈 출하량 순위

순위	'12년	'15년	'17년
1	Yingli	Trina	Jinko
2	First	Canadian	Trina
3	Trina	Jinko	Canadian
4	Canadian	JA	JA
5	Suntech	Hanwha	Hanwha
6	Sharp	First Solar	GCL-SI
7	Jinko	Yingli	LONGi
8	Sunpower	SFCE	Risen Energy
9	Hanwha	Renesolar	Shunfeng
10	REC	Sunpower	Yingli

자료: PV-Tech, 교보증권 리서치센터

OCI [010060]

LONGi 계약, 이면(裏面)의 가치는 가히 폭발적 !

[OCI 010060]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	2,302	2,739	3,587	3,290	3,484
매출원가	2,216	2,409	2,860	2,503	2,604
매출총이익	86	330	726	787	880
매출총이익률 (%)	3.7	12.0	20.3	23.9	25.2
판매비와관리비	230	209	448	411	435
영업이익	-145	121	279	376	445
영업이익률 (%)	-6.3	4.4	7.8	11.4	12.8
EBITDA	219	427	573	659	719
EBITDA Margin (%)	9.5	15.6	16.0	20.0	20.6
영업외손익	-158	-316	10	-58	-53
관계기업손익	4	2	3	2	-1
금융수익	107	142	120	124	127
금융비용	-195	-184	-174	-170	-165
기타	-75	-276	62	-14	-14
법인세비용차감전순손익	-303	-195	289	317	391
법인세비용	-64	-218	55	79	98
계속사업순손익	-239	23	234	238	294
중단사업순손익	421	197	0	0	0
당기순이익	182	219	234	238	294
당기순이익률 (%)	7.9	8.0	6.5	7.2	8.4
비지배지분순이익	82	-23	-24	-25	-30
지배지분순이익	100	242	258	263	324
지배순이익률 (%)	4.4	8.8	7.2	8.0	9.3
매도가능금융자산평가	2	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익	68	11	11	11	11
포괄순이익	252	227	241	246	301
비지배지분포괄이익	85	-22	-24	-24	-30
지배지분포괄이익	167	249	265	270	331

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	21	408	797	577	515
당기순이익	182	219	234	238	294
비현금항목의 가감	283	239	492	499	503
감가상각비	361	304	292	282	273
외환손익	0	0	4	4	4
지분법평가손익	0	0	-3	-2	1
기타	-78	-64	199	214	225
자산부채의 증감	-324	18	158	-57	-167
기타현금흐름	-121	-69	-88	-103	-114
투자활동 현금흐름	-197	-139	201	201	201
투자자산	686	388	388	388	388
유형자산	-876	-442	-200	-200	-200
기타	-8	-85	13	13	13
재무활동 현금흐름	168	-404	-317	-193	-205
단기차입금	71	-114	0	-50	-50
사채	194	23	-100	0	0
장기차입금	266	90	-100	0	0
자본의 증가(감소)	37	5	0	0	0
현금배당	-58	-5	-10	-36	-48
기타	-342	-404	-108	-107	-107
현금의 증감	-41	-138	336	236	168
기초 현금	518	477	339	674	910
기말 현금	477	339	674	910	1,078
NOPLAT	-114	-14	225	282	333
FCF	-950	-132	478	308	241

자료: OCI, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,400	1,981	2,068	2,190	2,383
현금및현금성자산	477	339	674	910	1,078
매출채권 및 기타채권	563	579	671	676	714
채고자산	517	790	448	329	317
기타유동자산	843	274	274	274	274
비유동자산	4,899	4,267	4,197	4,141	4,093
유형자산	4,259	3,463	3,371	3,289	3,217
관계기업투자금	50	104	104	104	104
기타금융자산	69	50	70	93	115
기타비유동자산	521	651	652	655	657
자산총계	7,299	6,249	6,266	6,331	6,476
유동부채	1,585	1,438	1,401	1,234	1,097
매입채무 및 기타채무	624	364	426	408	420
차입금	301	165	165	115	65
유동성채무	326	875	775	675	575
기타유동부채	334	34	35	36	37
비유동부채	2,471	1,546	1,346	1,346	1,346
차입금	1,276	670	570	570	570
사채	723	534	434	434	434
기타비유동부채	471	342	342	342	342
부채총계	4,057	2,984	2,747	2,580	2,443
지배지분	2,955	3,196	3,444	3,671	3,947
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	797	786	786	786	786
이익잉여금	2,014	2,257	2,506	2,732	3,009
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	287	69	74	79	85
자본총계	3,242	3,265	3,518	3,750	4,032
총차입금	2,628	2,244	1,944	1,794	1,644

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

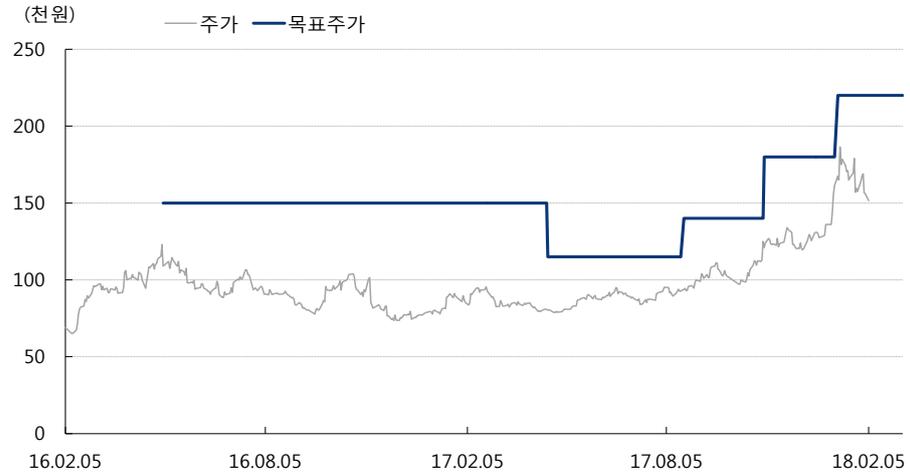
12 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	4,206	10,151	10,813	11,014	13,584
PER	17.8	7.8	12.6	13.8	11.2
BPS	123,914	133,995	144,408	153,922	165,506
PBR	0.6	0.6	0.9	1.0	0.9
EBITDAPS	9,194	17,913	24,007	27,648	30,149
EV/EBITDA	19.1	8.6	7.7	6.7	5.7
SPS	96,502	114,861	150,390	137,945	146,088
PSR	0.8	0.7	0.9	1.1	1.0
CFPS	-39,847	-5,555	20,024	12,933	10,087
DPS	0	400	1,500	2,000	2,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
성장성					
매출액 증가율	-4.9	19.0	30.9	-8.3	5.9
영업이익 증가율	적지	흑전	129.5	34.9	18.3
순이익 증가율	330.1	20.5	6.5	1.9	23.3
수익성					
ROIC	-2.1	-0.3	5.1	6.9	8.4
ROA	1.4	3.6	4.1	4.2	5.1
ROE	3.5	7.9	7.8	7.4	8.5
안정성					
부채비율	125.1	91.4	78.1	68.8	60.6
순차입금비율	36.0	35.9	31.0	28.3	25.4
이자보상배율	-1.9	1.7	4.6	6.8	8.7

OCI 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2016.05.04	매수	150,000	(31.38)	(23.67)	2017.10.10	매수	140,000	(26.03)	(10.71)
2016.06.14	매수	150,000	(34.75)	(23.67)	2017.11.02	매수	180,000	(29.84)	(25.56)
2016.08.17	매수	150,000	(37.10)	(23.67)	2017.11.28	매수	180,000	(30.77)	(25.56)
2016.09.29	매수	150,000	(36.82)	(23.67)	2017.12.11	매수	180,000	(28.73)	(10.28)
2016.11.21	매수	150,000	(47.53)	(39.40)	2018.01.08	매수	220,000	(21.45)	(15.23)
2017.01.23	매수	150,000	(46.43)	(39.27)	2018.01.24	매수	220,000		
2017.02.08	매수	150,000	(45.73)	(36.80)					
2017.02.15	매수	150,000	(44.61)	(36.33)					
2017.04.19	매수	115,000	(23.47)	(17.22)					
2017.08.21	매수	140,000	(27.91)	(20.71)					
2017.09.21	매수	140,000	(27.29)	(20.71)					

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2017.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	97.1	1.5	1.4	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하