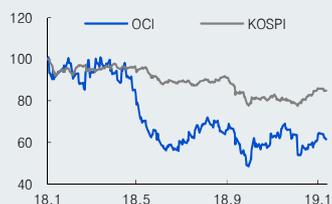


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	140,000원
현재주가(19/02/11)	103,000원
상승여력	36%

영업이익(18F, 십억원)	159
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	186
EPS 성장률(18F, %)	-55.8
MKT EPS 성장률(18F, %)	5.1
P/E(18F, x)	24.6
MKT P/E(18F, x)	9.1
KOSPI	2,180.73

시가총액(십억원)	2,456
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	77.6
외국인 보유비중(%)	24.2
베타(12M) 일간수익률	1.27
52주 최저가(원)	81,200
52주 최고가(원)	169,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	-4.2	-32.9
상대주가	1.5	0.3	-27.3



[첨단화학소재/전기차배터리]

박연주
 02-3774-1755
 yeonju.park@miraeasset.com

OCI (010060)

어려운 오늘, 나아질 내일

4Q Review: 폴리 가격 약세 및 석유화학 부문 둔화로 컨센서스 하회

4분기 영업적자 432억원 기록: OCI의 4분기 영업 실적은 432억원의 적자를 기록해 최근 낮아진 컨센서스를 하회하였다. 폴리실리콘 부문이 포함된 베이직 케미칼 부문 영업이익은 판가 하락으로 판매량 증가에도 불구하고 적자 폭이 확대되었다. 석유화학 및 카본 케미칼 부문은 예상보다 크게 실적이 둔화되었는데, 정기보수 및 제품 스프레드 둔화 영향도 있었으나 미중 무역 분쟁 영향으로 카본 블랙 판매량이 감소한 데다 유가가 급락하는 가운데 상대적으로 높은 가격의 원재료가 투입되면서 이익이 더 크게 축소된 것으로 추정된다.

실적 발표 컨퍼런스 주요 내용: 실적 발표 컨퍼런스에서 OCI는 발전 원가 하락으로 중국 외 지역의 태양광 수요가 성장하고 있으며 19년 하반기 수요가 강세를 보일 것으로 전망하였다. 한편 19년 1만톤의 디보틀네킹 등을 통해 폴리실리콘 제조 원가를 18년 정상 수준(가동률 100% 가정) 대비 11% 절감할 계획이라고 밝혔다.

1Q Preview: 영업적자 244억원으로 적자 폭 축소 전망, 폴리 가격이 관건

1분기 영업 적자 244억원 추정: OCI의 1분기 영업 적자는 244억원으로 적자가 유지되나 폭은 다소 축소될 전망이다. 폴리실리콘이 포함된 베이직 케미칼 부문은 폴리 가격의 추가 하락 및 정기보수에 따른 가동률 하락 등으로 적자 폭이 확대되었지만, 석유화학 및 카본 케미칼 부문은 정기보수 영향, 고가 원재료 투입 효과가 제거되면서 실적이 개선될 전망이다.

폴리 가격이 관건: 1분기 실적의 가장 큰 변수는 폴리실리콘 가격이 될 전망이다. 폴리실리콘 가격은 현재 9달러 수준으로 이미 대부분 업체들의 현금 원가 이하인 만큼 시간의 문제일 뿐 가격은 점차 회복될 가능성이 높아 보인다.

시황 회복을 기대, 목표가 14만원과 매수 유지

매수 및 목표주가 유지: OCI에 대해 투자 의견 매수와 목표가 14만원을 유지한다. 폴리 가격 급락으로 4분기 실적이 부진했고 1분기도 약세가 이어질 전망이다. 그러나 가장 중요한 실적 변수인 폴리실리콘 가격은 현재 언더슈팅하고 있으며 향후 회복될 가능성이 높아 보인다.

시황 회복을 기대: 18년 중국의 급작스러운 보조금 지원 중단에도 불구하고 글로벌 태양광 수요는 성장을 지속해 100GW 수준을 넘어섰다. 발전 원가가 크게 하락하면서 독일, 멕시코, 호주 등의 수요가 급증했기 때문이다. 19년에도 모듈 가격이 추가 하락해 수요의 성장 잠재력이 높아 보인다. 또한 태양광 발전 원가가 화석 연료 발전 원가와 점차 가까워짐에 따라 그리드 패리티도 가시권에 들어오고 있다. 단기적으로 정책 변수 등에 따라 주가 변동성이 높을 수 있으나 이를 매수 기회로 삼을 필요가 있다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	2,302	2,737	3,632	3,112	3,334	3,633
영업이익 (십억원)	-145	133	284	159	74	331
영업이익률 (%)	-6.3	4.9	7.8	5.1	2.2	9.1
순이익 (십억원)	100	242	235	104	31	240
EPS (원)	4,206	10,151	9,849	4,349	1,307	10,053
ROE (%)	3.5	7.9	7.2	3.1	0.9	6.8
P/E (배)	17.8	7.8	13.8	24.6	78.8	10.2
P/B (배)	0.6	0.6	1.0	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.5	1.4	1.8	1.9	1.9

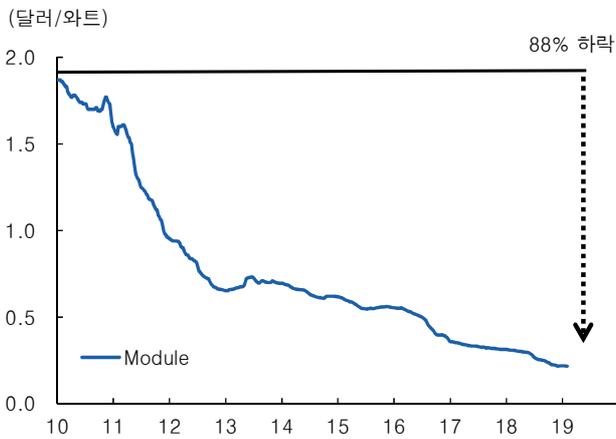
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: OCI, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 분기별 실적 추정

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출액	전체	857.0	785.1	765.6	704.4	758.2	848.6	895.7	831.5	3,632.2	3,112.1	3,333.9
	베이직 케미칼	427.0	381.0	298.0	294.0	315.0	394.4	438.8	419.8	1,684.0	1,400.0	1,568.0
	석유화학/카본 케미칼	410.0	367.0	343.0	306.0	402.1	413.1	415.8	370.6	1,323.0	1,426.0	1,601.6
	에너지 솔루션	92.0	99.0	168.0	124.0	91.1	91.1	91.1	91.1	812.0	483.0	364.2
영업이익	전체	106.3	79.9	15.6	-43.2	-24.4	11.0	42.4	44.8	284.4	158.6	73.8
	베이직 케미칼	36.0	21.0	-59.0	-62.0	-73.3	-42.6	-11.6	1.9	107.0	-64.0	-125.6
	석유화학/카본 케미칼	68.0	54.0	54.0	12.0	42.3	47.0	47.4	36.3	208.0	188.0	173.0
	에너지 솔루션	9.0	14.0	27.0	11.0	11.6	11.6	11.6	11.6	9.0	61.0	46.4
세전이익	96.3	98.6	5.8	-71.1	-33.8	2.3	34.5	37.0	269.2	129.6	40.0	
당기순이익	73.1	77.4	7.3	-54.1	-26.3	1.8	26.9	28.8	234.9	103.7	31.2	

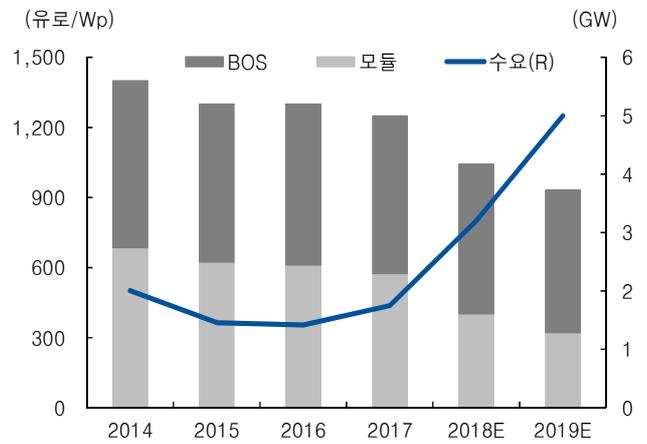
자료: OCI, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 태양광 모듈 가격 88% 급락



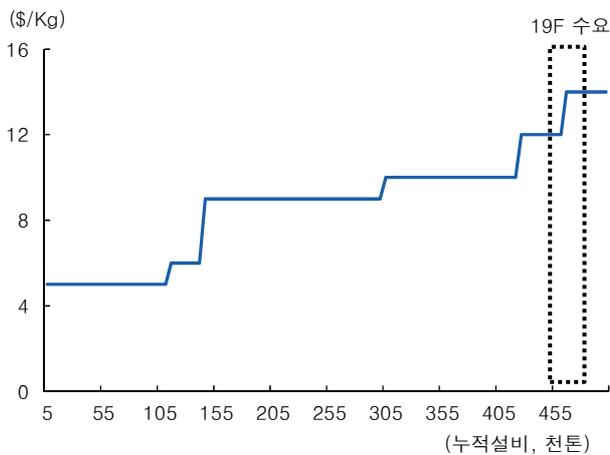
자료: PV Insights, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 독일 태양광 설치 원가와 수요의 추이 및 전망



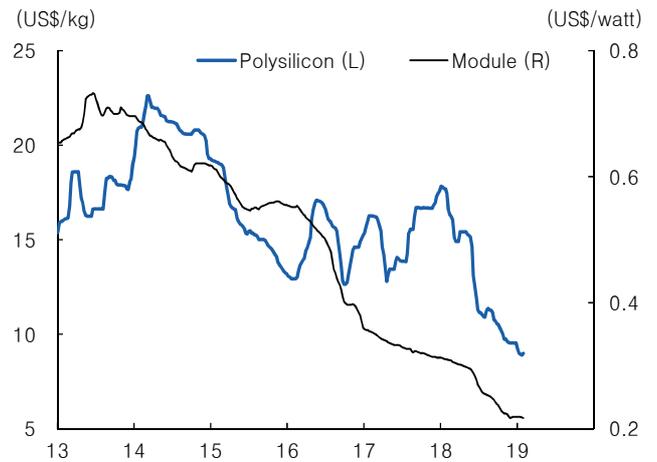
자료: EuPD Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 폴리실리콘 Cash cost curve



자료: 산업자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 태양광 모듈 및 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋대우 리서치센터

OCI (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	3,632	3,112	3,334	3,633
매출원가	3,133	2,749	3,046	3,088
매출총이익	499	363	288	545
판매비와관리비	214	205	214	214
조정영업이익	284	159	74	331
영업이익	284	159	74	331
비영업손익	-4	-28	-34	-23
금융손익	-63	-44	-34	-23
관계기업등 투자손익	3	-16	0	0
세전계속사업손익	280	131	40	308
계속사업법인세비용	36	26	9	68
계속사업이익	244	105	31	240
중단사업이익	-11	-1	0	0
당기순이익	233	104	31	240
지배주주	235	104	31	240
비지배주주	-2	0	0	0
총포괄이익	161	124	31	240
지배주주	166	130	27	210
비지배주주	-6	-6	4	30
EBITDA	590	458	352	589
FCF	368	402	75	354
EBITDA 마진율 (%)	16.2	14.7	10.6	16.2
영업이익률 (%)	7.8	5.1	2.2	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.5	3.3	0.9	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	2,098	2,375	2,128	2,019
현금 및 현금성자산	914	1,120	699	550
매출채권 및 기타채권	532	493	582	601
재고자산	358	468	552	570
기타유동자산	294	294	295	298
비유동자산	3,979	3,549	3,391	3,255
관계기업투자등	70	70	70	72
유형자산	3,291	3,194	3,039	2,904
무형자산	43	45	41	38
자산총계	6,078	5,924	5,518	5,274
유동부채	1,214	1,336	1,245	1,108
매입채무 및 기타채무	379	327	386	398
단기금융부채	755	929	779	629
기타유동부채	80	80	80	81
비유동부채	1,448	1,095	795	495
장기금융부채	1,163	810	510	210
기타비유동부채	285	285	285	285
부채총계	2,662	2,431	2,040	1,603
지배주주지분	3,353	3,430	3,415	3,608
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	786	786
이익잉여금	2,477	2,533	2,518	2,711
비지배주주지분	63	63	63	63
자본총계	3,416	3,493	3,478	3,671

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	480	638	195	474
당기순이익	233	104	31	240
비현금수익비용가감	354	423	321	349
유형자산감가상각비	303	296	275	255
무형자산상각비	3	3	3	3
기타	48	124	43	91
영업활동으로인한자산및부채의변동	-49	-188	-114	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	60	-85	-18
재고자산 감소(증가)	67	-131	-84	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	11	31	6
법인세납부	0	16	-9	-68
투자활동으로 인한 현금흐름	416	-216	-120	-124
유형자산처분(취득)	334	-234	-120	-120
무형자산감소(증가)	-5	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	74	0	0	-4
기타투자활동	13	23	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-295	-230	-497	-497
장단기금융부채의 증가(감소)	-336	-179	-450	-450
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-47	-47	-47
기타재무활동	51	-4	0	0
현금의 증가	575	206	-421	-149
기초현금	339	914	1,120	699
기말현금	914	1,120	699	550

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	13.8	24.6	78.8	10.2
P/CF (x)	5.5	4.8	7.0	4.2
P/B (x)	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	7.1	6.8	8.5	4.6
EPS (원)	9,849	4,349	1,307	10,053
CFPS (원)	24,597	22,065	14,767	24,691
BPS (원)	140,563	143,831	143,187	151,291
DPS (원)	1,950	1,950	1,950	1,950
배당성향 (%)	20.0	44.8	148.9	19.4
배당수익률 (%)	1.4	1.8	1.9	1.9
매출액증가율 (%)	32.7	-14.3	7.1	9.0
EBITDA증가율 (%)	34.7	-22.4	-23.1	67.3
조정영업이익증가율 (%)	113.5	-44.0	-53.5	347.3
EPS증가율 (%)	-3.0	-55.8	-69.9	669.2
매출채권 회전을 (회)	6.8	6.3	6.5	6.4
재고자산 회전을 (회)	6.3	7.5	6.5	6.5
매입채무 회전을 (회)	19.7	16.4	16.3	15.0
ROA (%)	3.8	1.7	0.5	4.5
ROE (%)	7.2	3.1	0.9	6.8
ROIC (%)	5.7	3.0	1.4	6.6
부채비율 (%)	77.9	69.6	58.7	43.7
유동비율 (%)	172.8	177.7	170.8	182.2
순차입금/자기자본 (%)	25.9	14.3	13.5	4.5
조정영업이익/금융비용 (x)	3.8	2.3	1.3	8.7

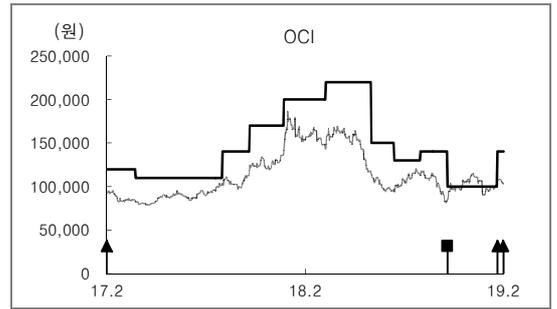
자료: OCI, 미래에셋대우 리서치센터

OCI

시황 회복 가능성 높아

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI(010060)				
2019.01.31	매수	140,000	-	-
2018.10.31	Trading Buy	100,000	1.28	15.50
2018.09.11	매수	140,000	-26.21	-15.71
2018.07.25	매수	130,000	-16.39	-7.31
2018.06.13	매수	150,000	-32.72	-26.33
2018.03.21	매수	220,000	-30.80	-23.18
2018.01.03	매수	200,000	-19.75	-6.75
2017.11.01	매수	170,000	-25.75	-20.00
2017.09.12	매수	140,000	-24.48	-19.29
2017.04.05	매수	110,000	-19.29	-5.45
2016.07.06	매수	120,000	-26.94	-11.25



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

투자의견 분류 및 적용기준

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 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI(을) 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.