IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 함형도
02) 6915-5471
hdham@ibks.com

OCI (010060)

반등의 조짐이 보인다

매수 (유지)

목표주가	90,000원
현재가 (9/27)	66,700원

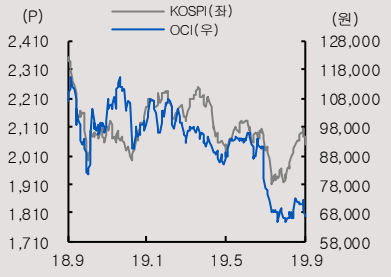
KOSPI (9/27)	2,049.93pt
시가총액	1,591십억원
발행주식수	23,849천주
액면가	5,000원
52주 최고가	115,500원
최저가	64,900원
60일 일평균거래대금	10십억원
외국인 지분율	24.8%
배당수익률 (2019F)	0.0%

주주구성	
이화영 외 34 인	22.43%
국민연금공단	9.99%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-26%	-28%
절대기준	1%	-30%	-38%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	90,000	120,000	▼
EPS(19)	-3,710	-3,125	▼
EPS(20)	3,357	2,956	▲

OCI 주가추이



4분기 수요 집중에 앞서 가격이 움직이기 시작했다

폴리실리콘 반등의 조짐이 보인다. 2018년 5월 중국의 보조금 축소 이후 수요 둔화에 대한 우려로 폴리가격은 50%가량 하락했다(18.05 $15.12 → 19.09 $7.63). 이후 중국은 태양광 보조금 정책을 2022년까지 연장했으며 7월엔 25GW 규모의 보조금 지급을 확정 지었다. 보조금은 연내 설치 완료 후 그리드에 연결하는 조건이며 7월에 확정된 후 실질적인 설치까지 이루어지는 시차를 감안하면 10월부터 수요가 집중될 전망이다. 중국 수요는 1H19 10GW에서 2H19 30~35GW가량 발생할 전망이다. 글로벌 폴리실리콘 가격은 이미 반응하고 있다. 9월 글로벌 가격은 6% 상승했으며 중국 내수 가격은 4% 상승했다. 본격적인 수요 발생 시 폴리가격은 글로벌 Top3 업체의 BEP 가격이 $10~11임을 감안해 30%의 업사이드가 있다 판단한다.

3Q19 Preview: 폴리가격 하락으로 적자 불가피

동사의 3Q19 실적은 매출액 6,275억원(-4.0% qoq, 컨센 6,940억원), 영업이익 -201억원(적지, 컨센 -150억원)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 3분기 폴리실리콘 가격은 전분기 대비 5.1% 하락한 $7.9를 기록했다. 폴리가격은 중국 태양광 수요가 10월부터 집중될 예정임에 따라 부진한 수요로 하락했다. 또한 군산 폴리실리콘 공장의 유지보수 진행으로 감익이 예상된다. 다만 말레이시아 공장 가동으로 인한 원가절감 효과로 적자폭을 축소시킬 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 90,000원 하향

OCI에 대한 투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 90,000원으로 하향한다. 폴리가격 반등세가 예상보다 늦어지며 실적 전망치 하향조정에 따른 목표주가 조정이다. 12Mth Fwd BPS 142,981원에 과거 5년 평균 PBR 0.88배에 30% 디스카운트한 0.62배를 Target PBR로 적용했다. 2016, 2017년도 폴리가격 반등과 함께 이루어진 실적 개선과 PBR밴드 하단(0.4배)에서 중단(0.8배)으로 움직이는 주가를 감안하면 PBR 0.62배는 다소 보수적인 밸류에이션으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,632	3,112	2,582	2,647	2,654
영업이익	284	159	-64	139	237
세전이익	280	130	-103	103	211
지배주주순이익	235	104	-88	80	163
EPS(원)	9,849	4,352	-3,710	3,357	6,842
증가율(%)	-3.0	-55.8	-185.3	-190.5	103.8
영업이익률(%)	7.8	5.1	-2.5	5.3	8.9
순이익률(%)	6.4	3.3	-3.5	3.1	6.3
ROE(%)	7.2	3.1	-2.6	2.4	4.7
PER	13.8	24.6	-18.0	19.9	9.7
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	6.8	10.4	5.5	4.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

중국 연말 수요 집중 – 상반기 대비 3배 증가

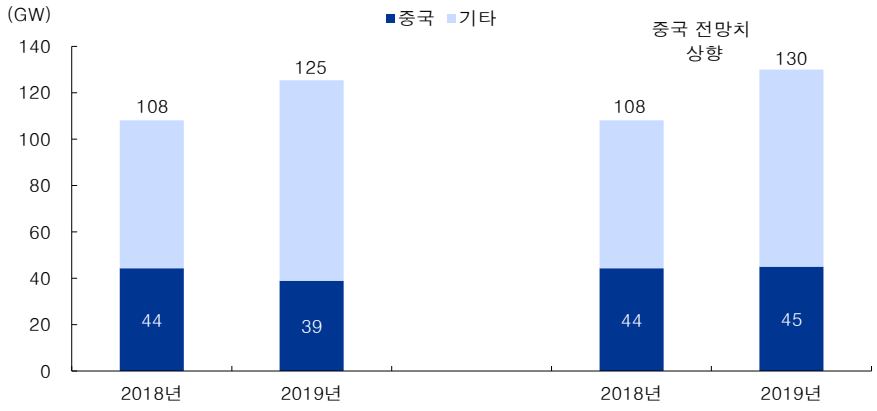
중국 태양광 수요 증가량은 2018년 5월 보조금 중단 이후 처음 감소해 44GW가량 이루어졌다. 이후 중국 정부는 2018년 11월 태양광 설치 확대 계획을 발표하며 태양광 설치 누계 목표치를 210GW에서 250~270GW로 상향조정했고 태양광 보조금 지급을 2022년까지 연장했다. 또한 올해 7월 중국 국가에너지국에서 25GW에 달하는 보조금 지급을 확정 지었으며 해당 보조금을 받기 위한 조건은 연내 설치 완료 후 그리드에 연결하는 것이다. 보조금 발표 후 실질적인 투자 검토와 집행까지의 시간 소요를 감안해 10월부터 본격적인 설치가 이루어질 전망이다. 상반기 중국 설치는 10GW 가량으로 파악되며 하반기 30~35GW 설치가 이루어질 것으로 적어도 상반기 대비 3배의 수요 증가가 예상된다.

표 1. 중국 태양광 보조금 정책

2018.05	태양광 발전차액지원 보조금 kwh 당 0.05 위안 삭감 분산형 태양광 발전 프로젝트 10GW 로 제한 집중형 태양광 발전 허가 동결
2018.11	태양광 설치 확대 계획 발표 2020 년 말까지 태양광 설치 누계 목표 210GW 에서 250~270GW 로 상향 태양광 보조금 지급 2022 년까지 연장
2019.02	태양광 보조금 지급 5 천억원 규모 논의 중
2019.07	중국 국가에너지국(NEA)에서 태양광 보조금관련 정책 발표 5 월 논의되던 25GW 규모의 보조금 중 22.79GW 지급을 확정 보조금 받기 위한 조건은 연내 설치 완료 후 그리드에 연결

자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 1. 중국 수요 전망치 기존 39GW에서 45GW로 상향조정

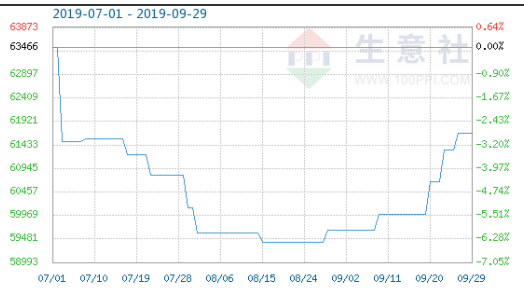


자료: Bloomberg, IBK투자증권

글로벌 폴리실리콘 가격은 이미 반응 중

중국에서 고시되는 폴리실리콘 가격은 9월까지 약세를 이어갔지만 글로벌 가격은 반등의 조짐을 보이고 있다. 하락세를 이어가던 중국 폴리가격은 9월들어 하락폭을 줄이고 있다. 지난주 PVInsights 기준 중국 폴리가격이 $7.66/kg으로 변동이 없었던 반면 글로벌 폴리가격은 0.75% 상승했다. 월간으로 보면 글로벌가격은 6% 상승했다. 중국 일일 폴리가격도 9월 들어서며 4%가량 상승한 상태이다. 미국과 유럽을 중심으로 글로벌 수요는 견조한 성장세를 이어가고 있는 와중에 중국 수요 집중에 대한 시장의 반응이 해외에서부터 일어나고 있는 것으로 파악된다. 10월 중국의 본격적인 수요 발생으로 중국 가격 또한 상승할 것으로 전망한다. 가격 상승폭은 30%가량 이루어진 $10~$11로 전망한다. 작년 폴리가격이 $11을 하회한 후 글로벌 Top3 업체 모두 적자 전환했다. Top3 중 OCI와 Wacker Chemie만 최근 수급이 타이트한 Mono급 폴리실리콘을 생산 가능한 것으로 파악되며 수요 급증 시 두 업체의 가격협상력이 높아질 것으로 전망한다.

그림 2. 중국 폴리실리콘 일간 가격 – 9월 들어 가격 상승세



상품명	업종	가격	날짜
폴리실리콘	화학공업	61666.67	2019-09-29
폴리실리콘	화학공업	61666.67	2019-09-28
폴리실리콘	화학공업	61666.67	2019-09-27
폴리실리콘	화학공업	61666.67	2019-09-26
폴리실리콘	화학공업	61333.33	2019-09-25
폴리실리콘	화학공업	61333.33	2019-09-24

자료: SunSirs, IBK투자증권

그림 3. 글로벌 폴리실리콘 주간 가격

Polysilicon (Per KG) 2019/09/25

Item	High	Low	Avg	Chg
Multi Polysilicon (RMB)	64.000	61.000	63.000	(1.61 %)
Mono Polysilicon (RMB)	78.000	73.000	76.000	(0 %)
Polysilicon Outside China (USD)	9.890	9.010	9.242	(1.91 %)
Global Polysilicon (USD)	9.890	7.633	9.117	(0.75 %)

자료: EnergyTrend, IBK투자증권

그림 4. 폴리실리콘 가격 하반기 반등

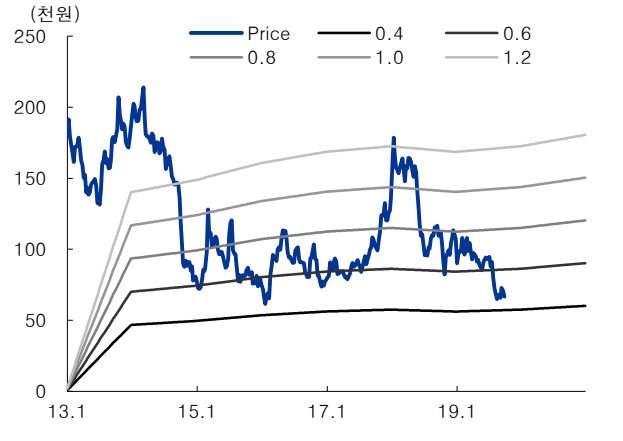
자료: PVInsights, IBK투자증권

표 2. OCI 사업 부문별 실적전망

(십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	Consen	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	**857**	**785**	**766**	**704**	**642**	**654**	**628**	**694**	**658**	**3,632**	**3,112**	**2,582**	**2,647**
yoy	*-24.7*	*12.3*	*-18.7*	*-17.3*	*-25.1*	*-16.7*	*-18.0*		*-6.5*	*32.7*	*-14.3*	*-17.0*	*2.5*
qoq	*0.6*	*-8.4*	*-2.5*	*-8.0*	*-8.9*	*1.9*	*-4.0*		*4.9*				
베이직케미칼	427	381	298	294	269	310	291		342	1,683	1,400	1,212	1,335
석유화학 및 카본	410	367	343	306	317	291	302		281	1,320	1,426	1,191	1,135
에너지솔루션	92	99	168	124	100	93	84		83	812	483	360	352
영업이익	**106**	**80**	**16**	**-43**	**-40**	**-20**	**-20**	**-15**	**16**	**284**	**159**	**-64**	**139**
yoy	*53.1*	*154.7*	*-80.2*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*		*흑전*	*114.7*	*-44.2*	*적전*	*흑전*
qoq	*1.3*	*-24.8*	*-80.5*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*		*흑전*				
베이직케미칼	36	21	-59	-62	-72	-35	-47		1	109	-64	-154	19
석유화학 및 카본	68	54	54	12	17	21	28		16	208	188	82	117
에너지솔루션	9	14	27	11	24	2	8		9	9	61	43	36
영업이익률	*12.4*	*10.2*	*2.0*	*-6.1*	*-6.3*	*-3.0*	*-3.2*	*-2.2*	*2.4*	*7.8*	*5.1*	*-2.5*	*5.3*
베이직케미칼	*8.4*	*5.5*	*-19.8*	*-21.1*	*-26.8*	*-11.3*	*-16.3*		*0.2*	*6.5*	*-4.6*	*-12.7*	*1.4*
석유화학 및 카본	*16.6*	*14.7*	*15.7*	*3.9*	*5.4*	*7.2*	*9.4*		*5.6*	*15.8*	*13.2*	*6.9*	*10.3*
에너지솔루션	*9.8*	*14.1*	*16.1*	*8.9*	*24.0*	*2.2*	*9.6*		*10.3*	*1.1*	*12.6*	*11.8*	*10.3*
당기순이익	**73**	**79**	**8**	**-55**	**-41**	**-39**	**-20**	**-12**	**8**	**244**	**105**	**-91**	**83**
순이익률	*8.5*	*10.0*	*1.1*	*-7.9*	*-6.3*	*-6.0*	*-3.1*		*1.3*	*-0.3*	*0.3*	*1.9*	*4.4*
지배주주 순이익	73	77	7	-54	-39	-38	-19		8	235	104	-88	80

자료: OCI, IBK투자증권

그림 5. OCI 12M Fwd PBR 밴드 차트

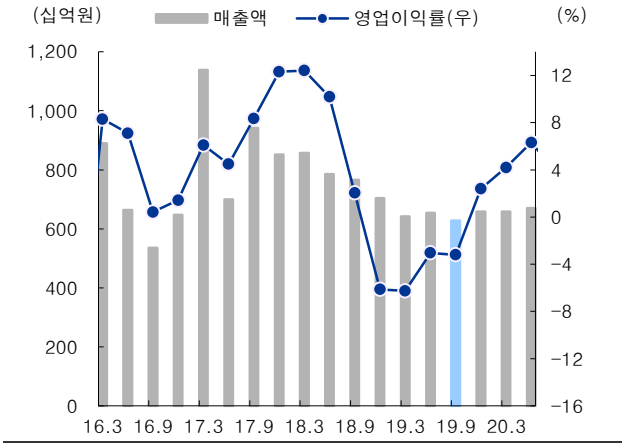


자료: Valuewise, IBK투자증권

그림 6. OCI 주가 Vs. 폴리실리콘 가격 – 하반기 반등 기대

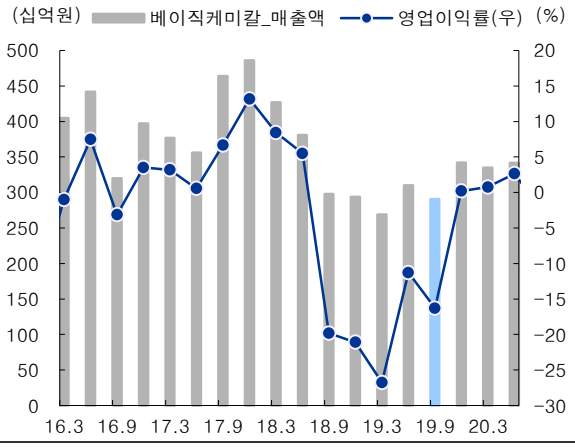
자료: Quantiwise, PVInsights, IBK투자증권

그림 7. OCI 매출, 영업이익률 추이



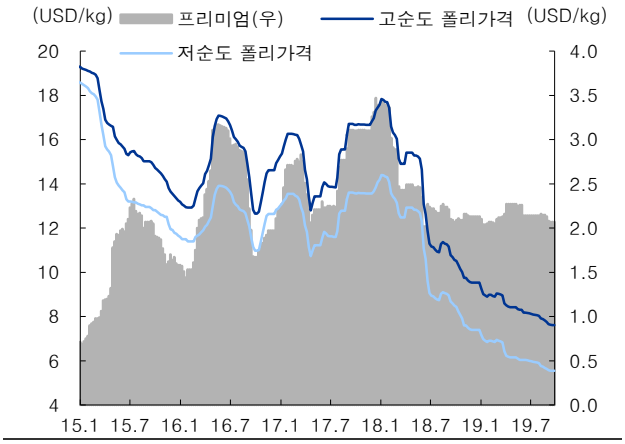
자료: OCI, IBK투자증권

그림 8. 베이직케미칼(폴리실적 포함) 매출, 영업이익률 추이



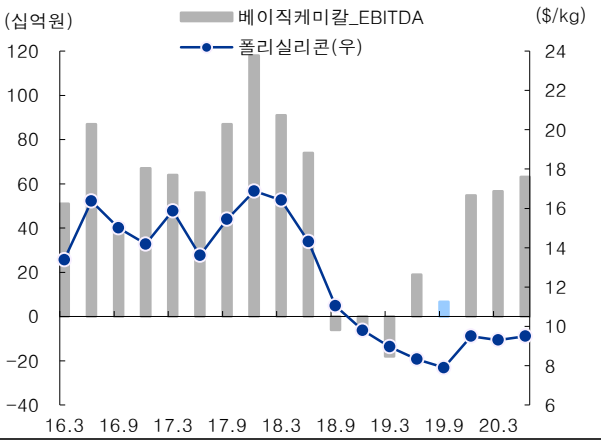
자료: PVinsight, IBK투자증권

그림 9. 폴리실리콘 가격 – 고순도 vs. 저순도



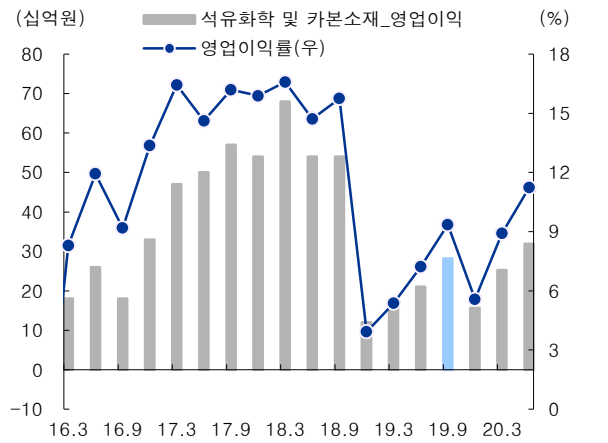
자료: OCI, PVinsight, IBK투자증권

그림 10. 베이직케미칼 부문 EBITDA vs. 폴리가격



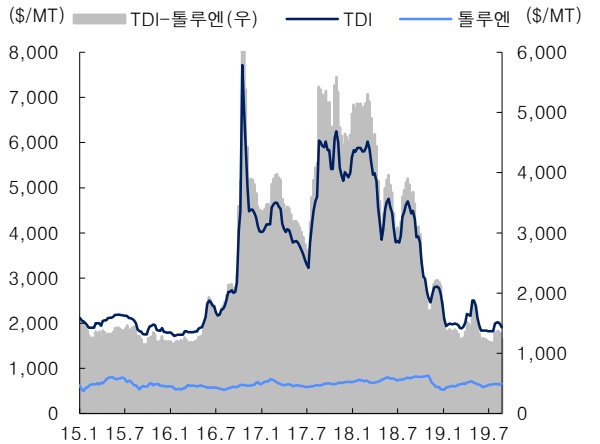
자료: OCI, PVinsight, IBK투자증권

그림 11. 석유화학 및 카본소재 매출, 영업이익률 추이



자료: OCI, IBK투자증권

그림 12. TDI vs. 톨루엔 스프레드



자료: CisChem, IBK투자증권

OCI (010060)

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,632	3,112	2,582	2,647	2,654
증가율(%)	32.7	-14.3	-17.0	2.5	0.3
매출원가	3,133	2,746	2,454	2,319	2,230
매출총이익	498	366	128	327	424
매출총이익률 (%)	13.7	11.8	5.0	12.4	16.0
판관비	214	207	192	188	187
판관비율(%)	5.9	6.7	7.4	7.1	7.0
영업이익	284	159	-64	139	237
증가율(%)	113.5	-44.0	-140.3	-317.2	70.5
영업이익률(%)	7.8	5.1	-2.5	5.3	8.9
순금융손익	-82	-50	-40	-48	-42
이자손익	-63	-45	-41	-41	-37
기타	-19	-5	1	-7	-5
기타영업외손익	74	18	-5	6	9
종속/관계기업손익	3	4	7	6	6
세전이익	280	130	-103	103	211
법인세	36	26	-12	21	42
법인세율	12.9	20.0	11.7	20.4	19.9
계속사업이익	244	105	-91	83	168
중단사업손익	-11	-1	0	0	0
당기순이익	233	104	-91	83	168
증가율(%)	6.4	-55.4	-187.5	-191.2	102.4
당기순이익률 (%)	6.4	3.3	-3.5	3.1	6.3
지배주주당기순이익	235	104	-88	80	163
기타포괄이익	-72	20	29	0	0
총포괄이익	161	123	-62	83	168
EBITDA	590	461	223	387	465
증가율(%)	34.7	-21.9	-51.6	73.5	20.2
EBITDA마진율(%)	16.2	14.8	8.6	14.6	17.5

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	2,098	2,019	2,067	2,233	2,315
현금및현금성자산	914	744	672	819	893
유가증권	121	222	249	253	254
매출채권	511	419	460	466	469
재고자산	358	545	577	585	588
비유동자산	3,979	3,641	3,540	3,420	3,316
유형자산	3,291	3,257	3,203	3,072	2,957
무형자산	43	42	33	35	37
투자자산	85	124	136	136	136
자산총계	6,078	5,660	5,607	5,653	5,631
유동부채	1,214	1,093	702	735	688
매입채무및기타채무	164	169	153	146	147
단기차입금	233	228	220	223	204
유동성장기부채	520	478	105	139	108
비유동부채	1,448	1,074	1,495	1,424	1,286
사채	344	274	379	345	323
장기차입금	819	529	868	835	724
부채총계	2,662	2,167	2,196	2,159	1,973
지배주주지분	3,352	3,429	3,350	3,430	3,588
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	786	786	786
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-38	-12	17	17	17
이익잉여금	2,477	2,529	2,419	2,500	2,658
비지배주주지분	63	63	61	64	69
자본총계	3,416	3,493	3,411	3,494	3,657
비이자부채	746	658	613	606	603
총차입금	1,916	1,509	1,583	1,553	1,370
순차입금	882	543	662	482	224

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	9,849	4,352	-3,710	3,357	6,842
BPS	140,563	143,796	140,463	143,820	150,462
DPS	1,950	850	0	200	800
밸류에이션(배)					
PER	13.8	24.6	-18.0	19.9	9.7
PBR	1.0	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.1	6.8	10.4	5.5	4.1
성장성지표(%)					
매출증가율	32.7	-14.3	-17.0	2.5	0.3
EPS증가율	-3.0	-55.8	-185.3	-190.5	103.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	0.8	0.0	0.3	1.2
ROE	7.2	3.1	-2.6	2.4	4.7
ROA	3.8	1.8	-1.6	1.5	3.0
ROIC	5.5	2.6	-2.3	2.1	4.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	77.9	62.0	64.4	61.8	54.0
순차입금 비율(%)	25.8	15.5	19.4	13.8	6.1
이자보상배율(배)	3.8	2.3	-1.1	2.4	4.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.8	6.7	5.9	5.7	5.7
재고자산회전율	6.3	6.9	4.6	4.6	4.5
총자산회전율	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	480	677	32	306	381
당기순이익	233	104	-91	83	168
비현금성 비용 및 수익	354	465	350	284	254
유형자산감가상각비	303	299	284	245	225
무형자산상각비	3	3	3	3	3
운전자본변동	-49	-175	-176	-20	-5
매출채권등의 감소	5	83	-40	-6	-3
재고자산의 감소	67	-225	-43	-8	-3
매입채무등의 증가	0	6	-27	-6	1
기타 영업현금흐름	-58	283	-51	-41	-36
투자활동 현금흐름	416	-399	-159	-140	-130
유형자산의 증가(CAPEX)	-113	-277	-177	-119	-118
유형자산의 감소	447	2	3	5	8
무형자산의 감소(증가)	-5	-5	-9	-5	-5
투자자산의 감소(증가)	48	-5	67	0	0
기타	39	-114	-43	-21	-15
재무활동 현금흐름	-295	-460	44	-19	-177
차입금의 증가(감소)	158	12	366	-33	-111
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-453	-472	-322	14	-66
기타 및 조정	-26	12	10	0	0
현금의 증가	575	-170	-73	147	74
기초현금	339	914	744	672	819
기말현금	914	744	672	819	893

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

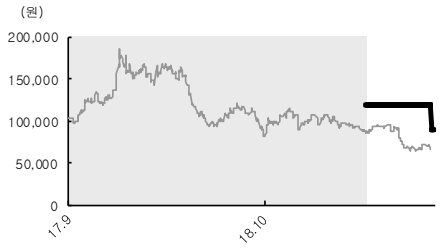
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.09.26~2019.09.26)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	135	89.4
중립	16	10.6
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이 (◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

OCI



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2019.05.21	매수	120,000	-32.48	-19.75					
2019.09.29	매수	90,000							