

강해지는 실적 모멘텀

매수
(유지)목표가: 170,000원 ▲
상승여력: 26.4%

박연주 yeonju.park@miraeeasset.com

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com

폴리실리콘
업사이클 진입

목표가 17만원으로 21% 상향 조정하고 매수 유지

- OCI의 주가는 폴리실리콘 가격 상승과 함께 상승. 그러나 본격적인 실적 개선이 아직 컨센서스에 반영되지 않았고 폴리실리콘 가격 역시 추가 상승 여력 존재
- 22년 1분기까지 폴리실리콘 증설 제한적인 가운데 수요 성장으로 가격 강세 지속 전망
- 최근 연금금 등의 석탄 관련 기업 투자 제한 우려로 주가가 조정을 받았으나, 주력 사업이 폴리실리콘 등 신재생에너지이고 콜타르의 재사용 등으로 환경 오염이 저감되는 효과도 감안할 때 기업 전체적으로 환경에 미치는 부정적 영향은 제한적으로 판단
- 최근 상승한 폴리실리콘 가격을 반영, 실적 추정치를 상향 조정하고 목표가도 17만원으로 21% 상향 조정. 매수 의견을 유지

1Q Review

도시개발 부문 제외 시 예상치 상회한 영업 실적

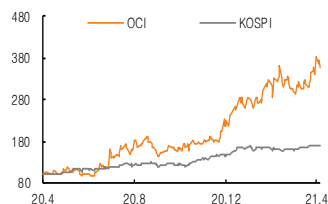
- 1분기 영업이익은 예상 수준이었으나 도시개발부문 관련 비용 제외 시 예상치 상회
- 폴리실리콘 가격 상승으로 베이직 케미칼 부문 실적 개선. 석유화학 및 탄소소재 부문도 유가 상승 및 북미 공급 차질 영향으로 실적 개선
- 컨퍼런스 콜에서 OCI는 석탄 관련 기업에 대한 투자 제한 우려에 대해 콜타르의 경우 OCI가 재사용함으로써 환경 오염이 오히려 줄어들고 발전 사업 역시 우드펠릿을 혼용하기 때문에 환경에 미치는 부정적 영향이 제한적이라고 설명

빠른 실적 개선 전망

폴리실리콘 가격 상승으로 2분기부터 실적 개선 본격화될 전망

- 폴리실리콘 가격은 3월부터 빠르게 상승하기 시작. 2분기부터 실적 영향 본격화 예상
- 폴리실리콘은 22년 1분기까지 증설이 거의 없고 22년 증설분도 크지 않음
- 폴리 가격 상승에도 불구하고, 모듈 가격 상승이 제한적이어서 태양광 수요는 견조할 전망

Key data



현재주가(21/4/28, 원)	134,500	시가총액(십억원)	3,208
영업이익(21F, 십억원)	349	발행주식수(백만주)	24
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	274	유동주식비율(%)	76.9
EPS 성장률(21F, %)	-	외국인 보유비중(%)	20.7
P/E(21F, x)	12.8	베타(12M) 일간수익률	0.90
MKT P/E(21F, x)	14.0	52주 최저가(원)	35,950
KOSPI	3,181.47	52주 최고가(원)	144,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.2	106.0	242.2
상대주가	15.8	51.8	108.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	3,112	2,605	2,003	2,475	2,581	2,531
영업이익 (십억원)	159	-181	-86	349	465	415
영업이익률 (%)	5.1	-6.9	-4.3	14.1	18.0	16.4
순이익 (십억원)	104	-794	-246	250	342	310
EPS (원)	4,352	-33,308	-10,321	10,487	14,320	13,015
ROE (%)	3.1	-26.2	-9.9	10.1	12.4	10.1
P/E (배)	24.6	-	-	12.8	9.4	10.3
P/B (배)	0.7	0.6	0.9	1.2	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.8	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. OCI 분기별 실적 추정

(십억원)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	전체	568.6	401.6	468.0	564.2	573.7	665.0	635.4	600.7	2,002.4	2,474.8	2,580.7
	베이직 케미칼	247.7	153.7	200.0	249.9	230.1	281.2	293.9	284.9	851.3	1,090.0	1,240.5
	석유화학/카본 케미칼	239.2	183.6	220.4	261.7	279.2	334.6	292.2	266.5	904.9	1,172.5	1,143.1
	에너지 솔루션	103.0	79.5	71.0	74.9	83.0	79.3	79.3	79.3	328.4	320.8	317.1
	기타	-21.3	-15.2	-23.4	-22.3	-18.6	-30.0	-30.0	-30.0	-82.2	-108.6	-120.0
영업이익	전체	-92.9	-44.3	18.1	33.0	47.0	96.6	108.7	97.2	-86.1	349.5	465.1
	베이직 케미칼	-92.2	-35.4	22.0	34.1	31.7	81.9	94.8	87.7	-77.5	296.1	406.5
	석유화학/카본 케미칼	-2.2	-7.3	8.3	17.0	34.5	26.8	18.0	13.5	15.8	92.8	62.8
	에너지 솔루션	11.0	6.2	-3.5	-7.2	0.9	2.9	3.9	3.9	6.5	11.7	15.8
	기타	-9.5	-7.8	-8.6	-11.0	-20.1	-15.0	-8.0	-8.0	-36.9	-51.1	-20.0
세전이익		-74.7	-59.4	9.8	-225.9	44.1	88.2	100.3	88.9	-350.2	321.5	437.8
순이익(지배)		-56.0	-36.8	6.7	-160.0	38.0	67.4	76.7	68.0	-246.2	250.1	341.5

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

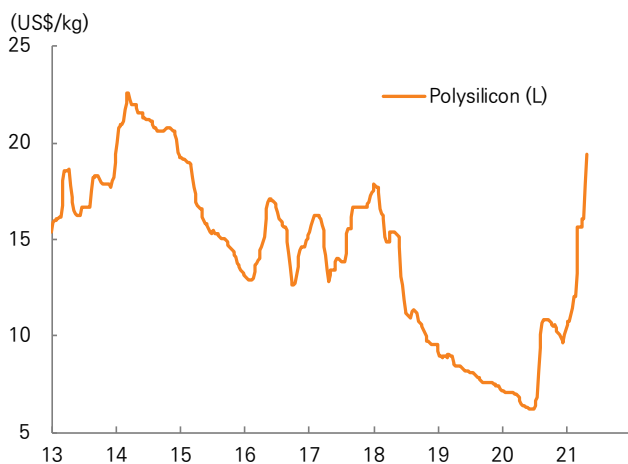
표 2. 목표주가 산정 내역

(십억원, 천주, 원)

구분	가치	산정 기준
베이직 케미칼	3,261	21년 EV/EBITDA 10배 적용
카본 케미칼	614	21년 EV/EBITDA 5배 적용
부동산 가치	1,040	DCRE 자본 총계
발전 사업	220	OCI SE 매각가액 2200억원 추정
순차입금	980	1Q21
기업가치(십억원)	4,155	
유통주식수(천주)	23,849	
적정 주가(원)	174,201	

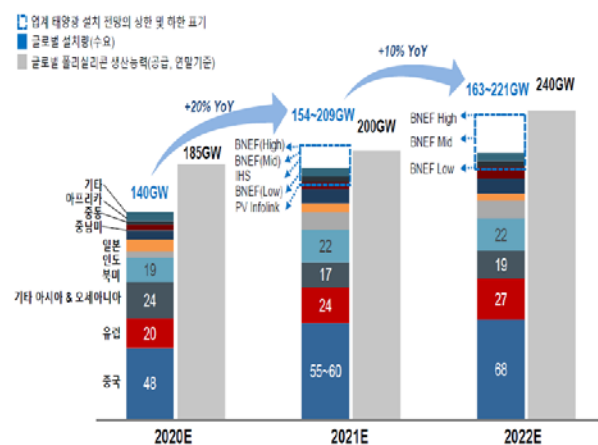
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 폴리실리콘 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 태양광 수요 전망



자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

OCI (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,003	2,475	2,581	2,531
매출원가	1,874	1,916	1,907	1,907
매출총이익	129	559	674	624
판매비와관리비	215	209	209	209
조정영업이익	-86	349	465	415
영업이익	-86	349	465	415
비영업손익	-264	-27	-27	-17
금융손익	-36	-34	-27	-17
관계기업등 투자손익	7	6	0	0
세전계속사업손익	-350	322	438	398
계속사업법인세비용	-99	65	96	88
계속사업이익	-251	256	342	310
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-251	256	342	310
지배주주	-246	250	342	310
비지배주주	-5	6	0	0
총포괄이익	-292	256	342	310
지배주주	-288	253	338	307
비지배주주	-5	3	4	3
EBITDA	53	484	594	541
FCF	-192	231	340	346
EBITDA 마진율 (%)	2.6	19.6	23.0	21.4
영업이익률 (%)	-4.3	14.1	18.0	16.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	-12.3	10.1	13.3	12.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,036	2,255	2,403	2,262
현금 및 현금성자산	444	575	660	560
매출채권 및 기타채권	328	348	366	356
재고자산	814	882	927	901
기타유동자산	450	450	450	445
비유동자산	2,401	2,347	2,298	2,288
관계기업투자등	91	91	91	88
유형자산	1,710	1,661	1,616	1,613
무형자산	40	36	32	28
자산총계	4,437	4,602	4,701	4,550
유동부채	860	868	731	574
매입채무 및 기타채무	239	247	260	253
단기금융부채	544	544	394	244
기타유동부채	77	77	77	77
비유동부채	1,192	1,092	992	692
장기금융부채	1,130	1,030	930	630
기타비유동부채	62	62	62	62
부채총계	2,052	1,960	1,723	1,265
지배주주지분	2,341	2,591	2,928	3,233
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	785	785	785	785
이익잉여금	1,455	1,705	2,042	2,347
비지배주주지분	45	51	51	51
자본총계	2,386	2,642	2,979	3,284

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	-119	311	420	466
당기순이익	-251	256	342	310
비현금수익비용가감	346	234	252	231
유형자산감가상각비	133	130	125	123
무형자산상각비	6	5	4	3
기타	207	99	123	105
영업활동으로인한자산및부채의변동	-169	-79	-50	29
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	39	-19	-17	10
재고자산 감소(증가)	137	-68	-45	26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-42	8	6	-3
법인세납부	-9	-65	-96	-88
투자활동으로 인한 현금흐름	6	-80	-80	-113
유형자산처분(취득)	-61	-80	-80	-120
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	21	0	0	7
기타투자활동	48	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	77	-100	-255	-455
장단기금융부채의 증가(감소)	78	-100	-250	-450
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	-5	-5
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	-44	131	85	-100
기초현금	488	444	575	660
기말현금	444	575	660	560

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

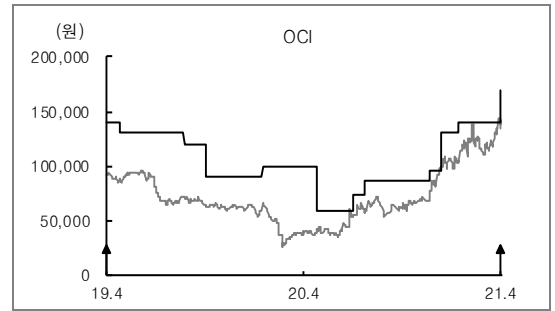
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	-	12.8	9.4	10.3
P/CF (x)	23.4	6.5	5.4	5.9
P/B (x)	0.9	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	62.8	8.4	6.3	6.2
EPS (원)	-10,321	10,487	14,320	13,015
CFPS (원)	3,975	20,540	24,899	22,699
BPS (원)	98,453	108,941	123,062	135,879
DPS (원)	0	200	200	200
배당성향 (%)	0.0	1.8	1.4	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	-23.1	23.6	4.3	-1.9
EBITDA증가율 (%)	-59.2	813.2	22.7	-8.9
조정영업이익증가율 (%)	-	-	33.2	-10.8
EPS증가율 (%)	-	-	36.6	-9.1
매출채권 회전율 (회)	5.6	7.5	7.5	7.2
재고자산 회전율 (회)	2.3	2.9	2.9	2.8
매입채무 회전율 (회)	14.8	17.2	16.1	15.9
ROA (%)	-5.4	5.7	7.3	6.7
ROE (%)	-9.9	10.1	12.4	10.1
ROIC (%)	-2.1	9.7	12.5	11.2
부채비율 (%)	86.0	74.2	57.8	38.5
유동비율 (%)	236.8	259.7	328.8	394.3
순차입금/자기자본 (%)	43.4	30.4	15.7	3.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.8	8.0	12.0	14.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI (010060)				
2021.04.29	매수	170,000	-	-
2021.02.09	매수	140,000	-12.47	3.21
2021.01.08	매수	130,000	-19.36	-16.54
2020.12.17	매수	95,000	-5.60	5.05
2020.08.19	매수	87,000	-25.39	-16.90
2020.07.29	매수	74,000	-18.43	-11.35
2020.05.21	매수	60,000	-28.52	0.33
2020.02.11	매수	100,000	-57.70	-34.50
2019.10.30	매수	90,000	-31.09	-26.44
2019.09.18	매수	120,000	-43.13	-39.58
2019.05.23	매수	130,000	-36.93	-25.92
2019.01.31	매수	140,000	-30.61	-22.86

* 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI(를) 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.