

2022. 5. 6



▲ 이차전지/석유화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 160,000 원

현재주가 (5.4) 108,000 원

상승여력 48.1%

KOSPI	2,677.57pt
시가총액	25,757억원
발행주식수	2,385만주
유동주식비율	77.75%
외국인비중	15.10%
52주 최고/최저가	161,000원/86,100원
평균거래대금	316.0억원

주요주주(%)	
이화영 외 32 인	22.24
국민연금공단	11.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	-12.9	-10.0
상대주가	4.9	-3.0	5.8

주가그래프



OCI 010060

1Q22 기저효과(Low), 분기별 이익 우상향 기대

- ✓ 에너지 전환 가속화 과정에서 태양광 산업의 역할론 여전히 중요
- ✓ 태양광 소재 Supply-chain 투자 매력도는 Upstream이 높아, 폴리실리콘의 타이트한 공급여건 하 OCI의 물량 증가 효과를 주목
- ✓ 또한 경쟁사 Daqo를 비롯 중국 경쟁사들의 높아진 생산 원가는 폴리실리콘 가격 강세 장기화의 배경
- ✓ OCI는 1Q 폴리실리콘 정기보수로 기저효과(Low) 발생, 분기 이익 창출력 체력 확장 구간으로 연간 컨센서스 상향 예상
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 16만원으로 화학 커버리지 최선호주 유지

시장의 우려 대비 폴리실리콘 견고한 업황 장기화

2022년 글로벌 태양광 설치규모는 240Gw 이상으로 상향 조정되며 산업의 성장세가 유지 중이다. 신재생 에너지로 발전원 전환 과도기 과정에서 정부별 태양광 설치량 증가 유도 정책이 배경이다. 올해 역시 당사의 태양광 소재별 투자 매력도는 Downstream 대비 Upstream(폴리실리콘)이 높다는 판단이다. 이는 (1) 폴리실리콘의 공급 변수에 달린 소재별 가동률과 전방 최종 설치량(22.2월 평균 중국의 Wafer 가동률 69%, 또한 최종 설치량은 폴리실리콘 공급 여건에 맞춰 예상치 상향), (2) 태양광 업황을 주도하는 중국 태양광 생산기업들은 제조원가 상승(Daqo의 폴리실리콘 제조원가 상승 등)을 판가에 전가 중으로 강세 장기화, (3) 공급망 재편에 따른 신규 장기공급계약 사례 발생(OCI-한화솔루션 폴리실리콘 공급 MOU 체결)을 배경으로 한다.

1분기 정기보수가 되려 분기 이익 기저효과로 작용 가능

동사는 1Q 기존 계획보다 길어진 폴리실리콘 정기보수의 진행으로 보유했던 대량의 재고를 소진했다. 시장이 우려하는 폴리실리콘의 증설 계획(최대 60만톤)은 현실성은 낮아보인다. Tongwei 등 일부 기업들의 생산차질 등으로 이들의 물량 출하 시점이 지연될 가능성 등이다. '22년 태양광 설치수요 예상치 충족에 관건은 폴리실리콘 물량 확보 여부이다. 업황의 패는 폴리실리콘 기업들이 쥐고 있다. 동사는 올 3Q 폴리실리콘 생산capa 5천톤을 추가, 계단식으로 생산량을 확대할 계획이다. 동사의 차분기 영업이익은 2,167억원으로 반등, 연간 8,936억원의 영업이익을 추정한다.

투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,002.5	-86.2	-246.2	-10,321	-68.9	98,160	-9.0	0.9	62.8	-9.9	86.0
2021	3,244.0	626.0	647.7	27,156	-359.6	128,783	3.8	0.8	4.3	23.9	82.6
2022E	4,841.0	893.6	782.0	32,788	19.8	159,571	3.3	0.7	3.0	22.7	79.0
2023E	5,227.3	1,010.4	883.5	37,043	13.0	194,615	2.9	0.6	2.1	20.9	65.2
2024E	5,100.3	942.2	835.4	35,026	-5.4	227,641	3.1	0.5	1.7	16.6	56.9

표1 OCI 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,006.1	1,197.8	1,334.8	1,302.4	1,279.8	1,293.0	1,333.7	1,320.8	4,841.0	5,227.3	5,100.3
베이직케미칼	343.3	471.4	518.6	523.1	517.1	509.0	499.3	484.8	1,856.4	2,010.1	2,004.1
석화/카본	416.5	410.1	409.9	390.9	393.0	396.6	404.0	407.7	1,627.3	1,601.3	1,650.0
에너지솔루션	156.1	162.4	196.3	168.4	171.7	165.6	186.5	159.9	683.1	683.8	513.3
영업이익	162.0	216.7	248.2	266.6	257.4	250.8	246.8	255.4	893.6	1,010.4	942.2
%OP	16.1%	18.1%	18.6%	20.5%	20.1%	19.4%	18.5%	19.3%	18.5%	19.3%	18.5%
베이직케미칼	77.2	151.4	170.6	179.3	192.4	184.7	175.4	161.5	578.5	714.0	616.8
석화/카본	33.9	20.1	22.9	20.9	20.0	23.6	31.0	34.7	97.7	109.3	140.0
에너지솔루션	28.8	30.2	39.3	31.4	28.3	25.5	22.9	20.6	129.8	97.3	86.7
세전이익	175.7	221.8	254.0	272.9	263.1	256.9	254.6	263.6	924.3	1,038.1	978.6
순이익(지배주주)	134.5	191.9	219.7	236.1	218.8	222.2	217.4	225.2	782.2	883.6	835.5
%YoY											
매출액	75.4	56.1	50.2	28.4	27.2	8.0	-0.1	1.4	49.2	8.0	-2.4
영업이익	244.6	30.3	27.6	22.3	58.9	15.7	-0.6	-4.2	42.7	13.1	-6.7
세전이익	298.1	38.2	34.1	25.2	49.7	15.8	0.2	-3.4	51.1	12.3	-5.7
순이익(지배주주)	253.9	33.0	23.6	-17.9	62.7	15.8	-1.1	-4.6	20.8	13.0	-5.4
%QoQ											
매출액	-0.8	19.1	11.4	-2.4	-1.7	1.0	3.1	-1.0			
영업이익	-25.7	33.8	14.6	7.4	-3.5	-2.6	-1.6	3.5			
세전이익	-19.4	26.3	14.5	7.4	-3.6	-2.3	-0.9	3.6			
순이익(지배주주)	-53.2	42.7	14.5	7.4	-7.3	1.6	-2.2	3.6			

자료: OCI, 메리츠증권 리서치센터

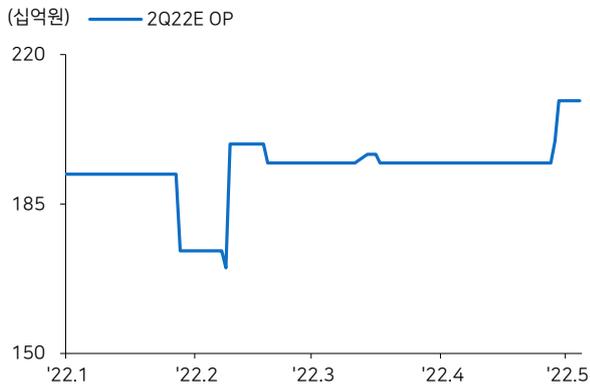


자료: 메리츠증권 리서치센터



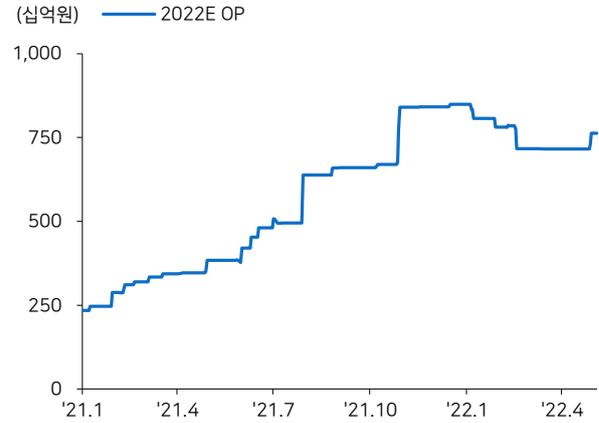
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 OCI 2Q22E 영업이익 컨센서스 추이



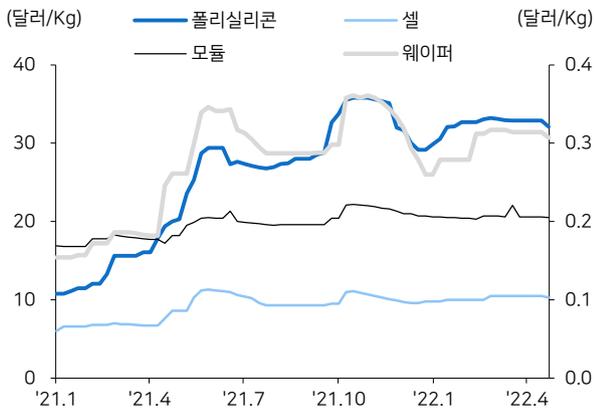
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 OCI 2022 연간 영업이익 컨센서스 추이



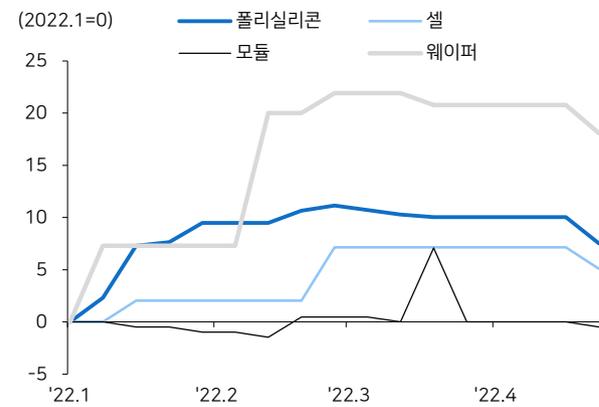
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 주요 태양광 소재 가격 추이



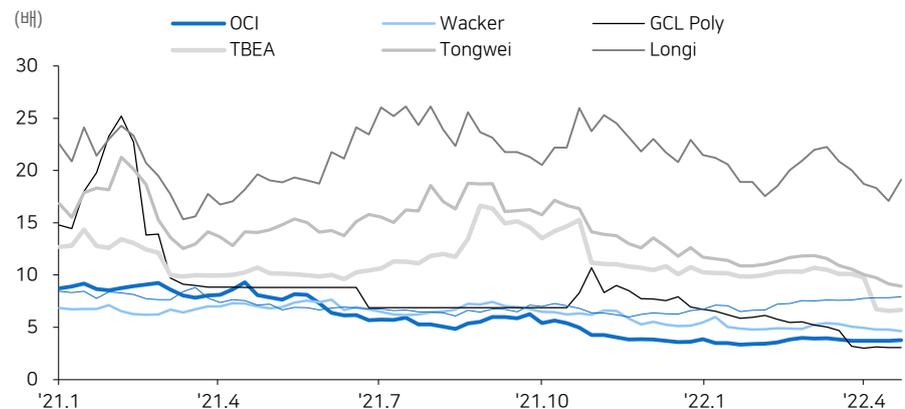
자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주요 태양광 소재 가격 변화 (YTD)



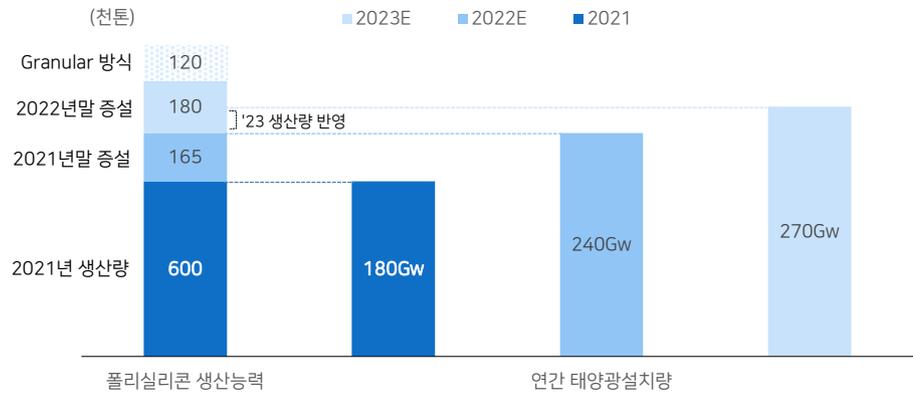
자료: PV Insight, 메리츠증권 리서치센터

그림7 글로벌 주요 태양광 폴리실리콘 기업별 EV/EBITDA 추이 비교



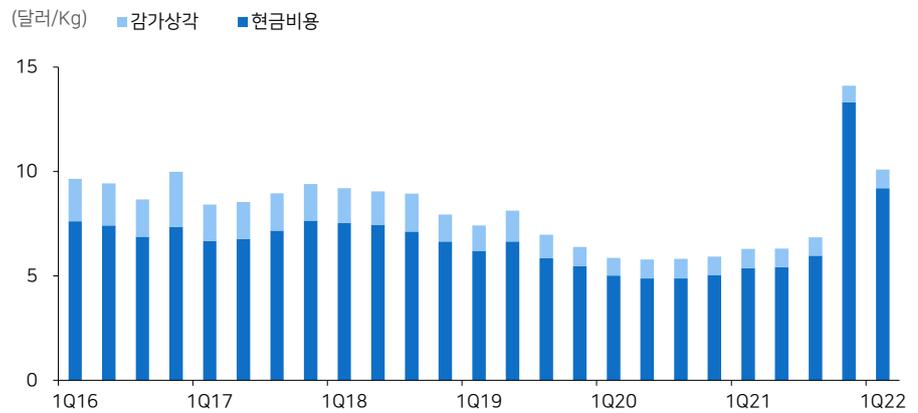
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 태양광 설치량 전망 및 폴리실리콘 Capa 증설 시나리오



자료: OCI, 메리츠증권 리서치센터

그림9 Daqo의 폴리실리콘 생산단가 추이



자료: Daqo, 메리츠증권 리서치센터

OCI (010060)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,002.5	3,244.0	4,841.0	5,227.3	5,100.3
매출액증가율 (%)	-23.1	62.0	49.2	8.0	-2.4
매출원가	1,874.0	2,337.9	3,729.6	3,981.7	3,928.6
매출총이익	128.5	906.1	1,111.4	1,245.6	1,171.7
판매관리비	214.7	280.2	217.9	235.2	229.5
영업이익	-86.2	626.0	893.6	1,010.4	942.2
영업이익률	-4.3	19.3	18.5	19.3	18.5
금융손익	-5.7	-33.2	-8.4	-2.9	5.8
중속/관계기업손익	7.4	17.0	53.9	45.4	45.4
기타영업외손익	-265.7	2.2	-14.9	-14.9	-14.9
세전계속사업이익	-350.1	612.0	924.2	1,038.0	978.5
법인세비용	-99.0	-40.2	143.1	155.4	144.0
당기순이익	-251.2	652.1	781.2	882.6	834.5
지배주주지분 순이익	-246.2	647.7	782.0	883.5	835.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,036.0	3,339.0	4,414.0	5,165.0	5,934.3
현금및현금성자산	443.6	698.7	1,023.4	1,726.5	2,290.7
매출채권	318.6	532.9	684.3	694.0	735.4
재고자산	813.6	1,604.7	2,060.7	2,089.8	2,214.5
비유동자산	2,401.2	2,365.1	2,490.3	2,587.9	2,664.7
유형자산	1,710.2	1,618.0	1,708.1	1,806.7	1,875.8
무형자산	40.3	38.3	34.4	30.9	27.9
투자자산	162.6	196.2	235.3	237.8	248.4
자산총계	4,437.2	5,704.1	6,904.3	7,753.0	8,599.0
유동부채	859.7	1,236.5	1,524.7	1,536.7	1,588.2
매입채무	107.8	243.7	313.0	317.4	336.3
단기차입금	157.7	345.4	395.4	395.4	395.4
유동성장기부채	381.7	228.8	278.8	278.8	278.8
비유동부채	1,191.8	1,343.8	1,522.3	1,524.1	1,531.9
사채	229.3	236.4	386.4	386.4	386.4
장기차입금	889.3	996.8	996.8	996.8	996.8
부채총계	2,051.5	2,580.3	3,047.0	3,060.8	3,120.0
자본금	127.3	127.3	127.3	127.3	127.3
자본잉여금	785.5	794.0	794.0	794.0	794.0
기타포괄이익누계액	-19.5	57.5	57.5	57.5	57.5
이익잉여금	1,454.8	2,092.7	2,826.9	3,662.7	4,450.4
비지배주주지분	44.7	52.4	51.6	50.7	49.9
자본총계	2,385.7	3,123.8	3,857.3	4,692.2	5,479.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-118.5	377.7	514.5	1,020.5	893.5
당기순이익(손실)	-251.2	652.1	781.2	882.6	834.5
유형자산상각비	133.1	130.9	149.9	161.3	170.9
무형자산상각비	5.5	5.1	4.0	3.5	3.0
운전자본의 증감	-169.5	-401.6	-420.7	-26.8	-115.0
투자활동 현금흐름	6.2	-283.6	-393.8	-269.8	-282.0
유형자산의증가(CAPEX)	-73.3	-94.5	-240.0	-260.0	-240.0
투자자산의감소(증가)	-32.5	-33.6	-39.1	-2.5	-10.7
재무활동 현금흐름	76.9	136.7	204.0	-47.6	-47.2
차입금의 증감	77.9	149.7	251.7	0.1	0.5
자본의 증가	0.0	8.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-44.0	255.1	324.7	703.1	564.2
기초현금	487.6	443.6	698.7	1,023.4	1,726.5
기말현금	443.6	698.7	1,023.4	1,726.5	2,290.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	83,965	136,020	202,983	219,179	213,855
EPS(지배주주)	-10,321	27,156	32,788	37,043	35,026
CFPS	3,976	33,693	45,557	50,556	48,078
EBITDAPS	2,202	31,952	43,921	49,275	46,798
BPS	98,160	128,783	159,571	194,615	227,641
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.0	1.9	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	-9.0	3.8	3.3	2.9	3.1
PCR	23.4	3.1	2.4	2.1	2.2
PSR	1.1	0.8	0.5	0.5	0.5
PBR	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
EBITDA	52.5	762.0	1,047.5	1,175.2	1,116.1
EV/EBITDA	62.8	4.3	3.0	2.1	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.9	23.9	22.7	20.9	16.6
EBITDA 이익률	2.6	23.5	21.6	22.5	21.9
부채비율	86.0	82.6	79.0	65.2	56.9
금융비용부담률	2.4	1.1	0.5	0.4	0.4
이자보상배율(x)	-1.8	17.4	40.3	44.3	41.3
매출채권회전율(x)	5.6	7.6	8.0	7.6	7.1
재고자산회전율(x)	2.3	2.7	2.6	2.5	2.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

OCI (010060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.27	산업분석	Buy	160,000	노우호	-	-	

