

OCI (010060)

폴리실리콘 업황 우려는 과도해

Analyst 황성현_02)368-6878_tjdgus2009@eugenefn.com

2023.02.08

4Q22 Review

투자의견: **BUY** (유지)

목표주가: **180,000**원(유지)

현재주가: 93,300원(2/7)

시가총액: 2,225(십억원)

4Q22 Review: 매출액 1.3 조원, 영업이익 3,485 억원 (영업이익률 26%)

매출액 1.3 조원(+4%qoq, +31%yoy), 영업이익 3,485 억원(+21%qoq, +60%yoy), 당기순이익 3,593 억원(+51%qoq, +24%yoy)으로 당사 추정을 크게 상회하는 어닝 서프라이즈 기록
4Q22 폴리실리콘 평균 시장 가격은 31 달러/kg 로 강세 지속. 연초부터 태양광 설치 수요 전망이 상향되고 있는 상황에서, 주요 경쟁사들의 설비 트러블 발생, 수요 우위 시장이 유지되며 베이직케미칼 영업이익 2,490억 원 기록(영업이익률 44%). 당사 추정 폴리실리콘 kg 당 마진은 6달러로 3 분기대비 1 달러 개선되었다고 판단

석유화학과 카본케미칼은 광양공장 정기보수 및 원료가 약세로 인한 Cost push 효과 감소하며 소 폭의 감익을 기록. 에너지솔루션은 전력시장가격 SMP의 강세와 REC 가격 상승으로 증익 지속
최근 인천시와 협의로 인해 도시개발(DCRE)의 매출 인식이 동사의 전망 대비 부진했지만 사업계획 재검토 후 정상적으로 사업 재개 기대

1Q23 매출액 1.2 조원(-7%qoq, +23%yoy), 영업이익 2,606 억원(-25%qoq, +61%yoy) 전망. 1 분기 폴리실리콘 평균 가격은 21 달러/kg 로 동사의 ASP 도 하락 불가피할 것이라 판단. 그러나 유사한 가격이 유지되었던 2Q21 당시 동사의 kg 당 마진은 4 달러로 높은 수익성 기록(영업이익률 31%). 말레이시아 설비 증설로 인한 물량 증가까지 고려하면 당시의 영업이익 수준은 무난히 달성할 것이라 판단. 2023 년 DCRE 추가 분양으로 실적 증가, 구조적으로 높은 수준을 유지할 SMP 및 상한제 관련 환입 가능성을 고려하면 타사업부의 실적으로 베이직케미칼의 감익을 충분히 만회할 수 있을 것이라 판단

투자의견 BUY, 목표주가 180,000 원 유지

당사는 OCI 에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 180,000 원을 유지함. 폴리실리콘 가격 약세로 투자심리가 우호적이지는 않으나, 동사의 말레이시아 설비는 낮은 전력 조달 가격으로 원가에서 강점을 갖고 있으며, 2023 년 태양광 Wafer 증설 규모가 폴리실리콘 규모를 상회함을 고려할 때 높은 이익 체력을 유지할 수 있을 것이라 판단. IRA 법안 발효로 인한 非중국산 폴리실리콘 수요 증가 기대감과 고순도 폴리실리콘이 부각되는 업계의 니즈를 고려해 투자의견과 목표주가를 동일하게 제시함

| 계산기(12월) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 2,003 | 3,244 | 4,671 | 4,657 | 4,756 |
| 영업이익(십억원) | -86 | 626 | 981 | 963 | 667 |
| 세전계속사업손익(십억원) | -350 | 612 | 1,003 | 993 | 703 |
| 당기순이익(십억원) | -251 | 652 | 878 | 868 | 612 |
| EPS(원) | -10,321 | 27,156 | 36,938 | 35,753 | 24,715 |
| 증감률(%) | - | 흑전 | 36.0 | -3.2 | -30.9 |
| PER(배) | - | 3.8 | 2.5 | 2.6 | 3.8 |
| ROE(%) | -9.9 | 23.9 | 25.5 | 20.1 | 12.0 |
| PBR(배) | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| EV/EBITDA(배) | 62.0 | 4.2 | 2.4 | 1.8 | 2.0 |

자료: 유진투자증권

| | |
|--------------|----------|
| 발행주식수 | 23,849천주 |
| 52주 최고가 | 146,000원 |
| 최저가 | 76,800원 |
| 52주 일간 Beta | 0.77 |
| 3M 일평균거래대금 | 313억원 |
| 외국인 지분율 | 16.1% |
| 배당수익률(2022F) | 2.1% |

| | | |
|---------------|--|-------|
| 주주구성 | | |
| 이화영 (외 31인) | | 22.2% |
| 국민연금공단 (외 1인) | | 8.3% |

| | 1M | 6M | 12M |
|----------|------|-------|-----|
| 주가상승률(%) | 18.0 | -19.9 | 2.8 |

| | 현재 | 직전 | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자의견 | BUY | BUY | - |
| 목표주가 | 180,000 | 180,000 | - |
| 영업이익(22) | 981 | 896 | ▲ |
| 영업이익(23) | 963 | 805 | ▲ |

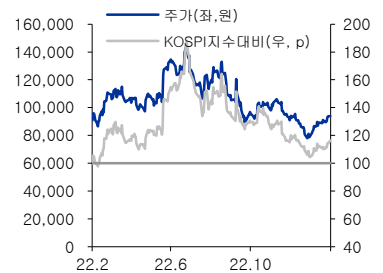
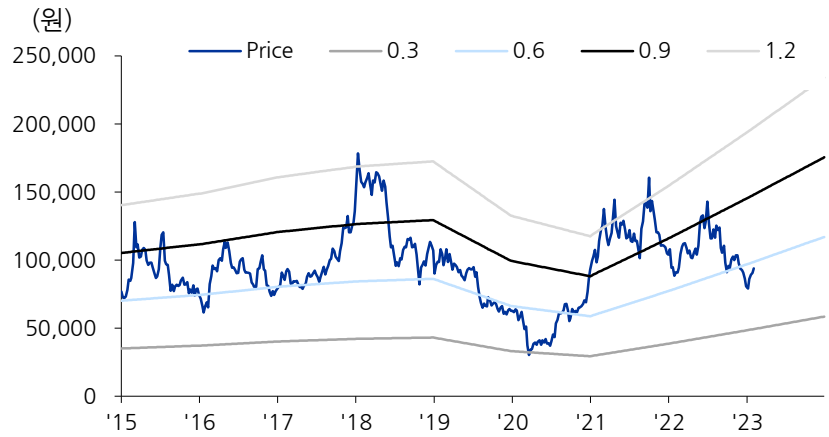


도표 1. 연간 실적 변경 내역

| (단위: 십억원, %) | 수정전 | | 수정후 | | 변경률 | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E | 2022E | 2023E |
| 매출액 | 4,629 | 5,021 | 4,671 | 4,657 | 0.9 | (7.2) |
| 영업이익 | 896 | 805 | 981 | 963 | 9.4 | 19.7 |
| 영업이익률(%) | 19.4 | 16.0 | 21.0 | 20.7 | 1.6 | 4.7 |
| EBITDA | 1,048 | 965 | 1,132 | 1,122 | 8.1 | 16.3 |
| EBITDA 이익률(%) | 22.6 | 19.2 | 24.2 | 24.1 | 1.6 | 4.9 |
| 순이익 | 690 | 620 | 878 | 868 | 27.4 | 39.9 |

자료: 유진투자증권

도표 2. PBR Band chart



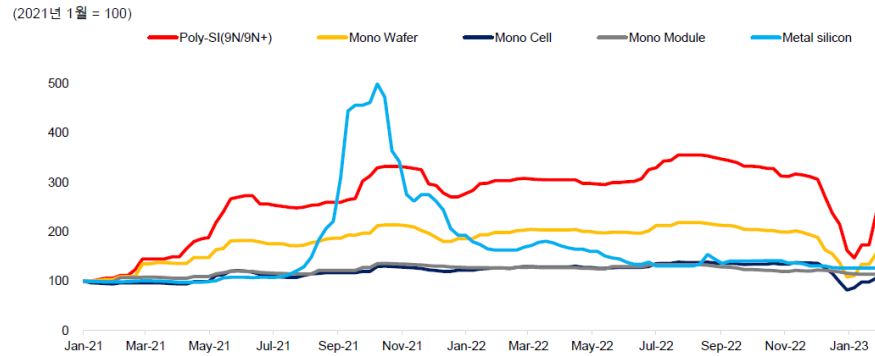
자료: 유진투자증권

도표 3. OCI 세부 실적 추이

| (십억원, %) | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 1,006 | 1,055 | 1,283 | 1,328 | 1,233 | 1,174 | 1,126 | 1,124 | 3,244 | 4,671 | 4,657 |
| 베이직케미칼 | 343 | 387 | 502 | 571 | 465 | 431 | 415 | 400 | 1,413 | 1,803 | 1,711 |
| 카본케미칼 | 417 | 474 | 530 | 490 | 484 | 474 | 465 | 455 | 1,329 | 1,911 | 1,878 |
| 에너지솔루션 | 156 | 140 | 202 | 212 | 199 | 175 | 150 | 167 | 458 | 710 | 691 |
| 도시개발 | 128 | 106 | 112 | 133 | 136 | 144 | 146 | 151 | 214 | 479 | 577 |
| 영업이익 | 162 | 181 | 289 | 348 | 261 | 246 | 232 | 225 | 626 | 981 | 963 |
| 베이직케미칼 | 77 | 111 | 201 | 249 | 162 | 154 | 146 | 137 | 487 | 638 | 599 |
| 카본케미칼 | 34 | 34 | 40 | 30 | 31 | 29 | 28 | 27 | 132 | 138 | 115 |
| 에너지솔루션 | 28 | 5 | 24 | 38 | 32 | 26 | 21 | 23 | 25 | 95 | 102 |
| 도시개발 | 14 | 26 | 17 | 24 | 28 | 29 | 30 | 31 | (51) | 81 | 118 |
| OPM(%) | 16.1 | 17.2 | 22.5 | 26.2 | 21.1 | 20.9 | 20.6 | 20.0 | 19.3 | 21.0 | 20.7 |
| 베이직케미칼 | 22.4 | 28.7 | 40.0 | 43.6 | 34.9 | 35.8 | 35.1 | 34.3 | 34.4 | 35.4 | 35.0 |
| 카본케미칼 | 8.2 | 7.2 | 7.5 | 6.1 | 6.4 | 6.1 | 6.0 | 5.8 | 10.0 | 7.2 | 6.1 |
| 에너지솔루션 | 17.9 | 3.6 | 11.9 | 17.9 | 16.0 | 15.0 | 14.0 | 13.5 | 5.5 | 13.4 | 14.7 |
| 도시개발 | 10.9 | 24.5 | 15.2 | 18.0 | 20.6 | 20.1 | 20.6 | 20.5 | (23.6) | 16.9 | 20.4 |

자료: OCI, 유진투자증권

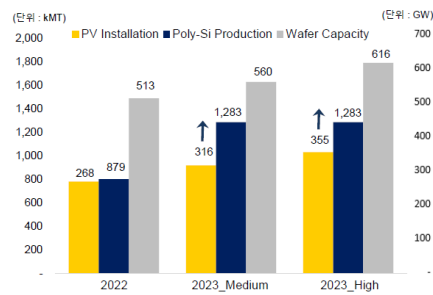
도표 4. 태양광 밸류체인 가격 동향



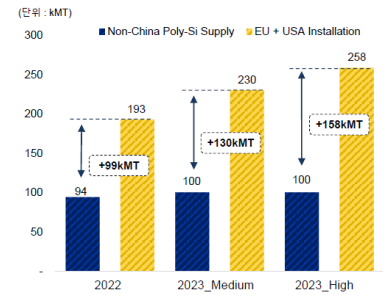
자료: OCI, 유진투자증권

도표 5. 태양광 시장 전망

폴리실리콘 수요-공급 밸런스

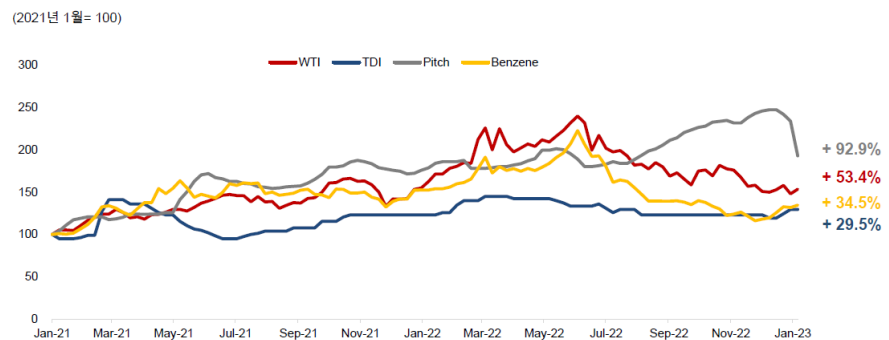


미국 및 유럽 시장 전망



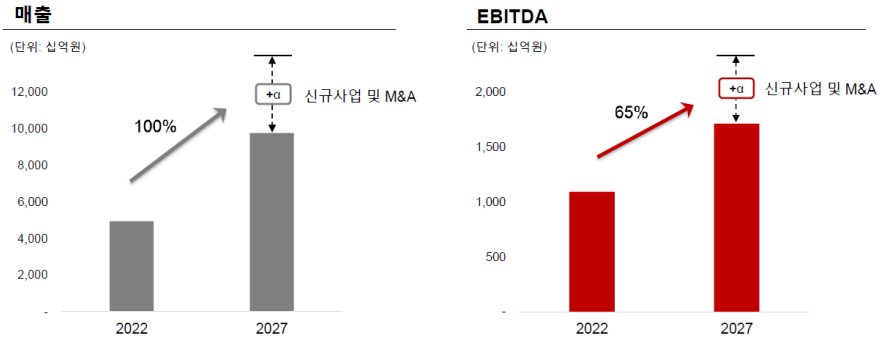
자료: OCI, 유진투자증권

도표 6. 석유화학 및 카본케미칼 가격 동향



자료: OCI, 유진투자증권

도표 7. 2027년 성장 목표



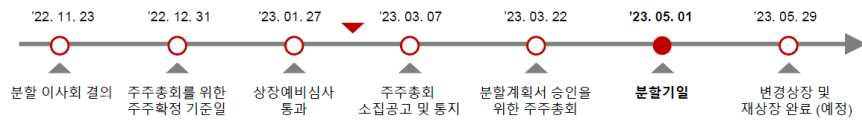
자료: OCI, 유진투자증권

도표 8. 기업분할 개요

▪ 분할 관련 주요 내용

| 구분 | 존속법인 | 신설법인 |
|------|--|--|
| 분할법인 | OCI 홀딩스 주식회사 (가칭) | OCI 주식회사 (가칭) |
| 분할비율 | 68.8% | 31.2% |
| 주식수 | 16,412,642주 | 7,436,729주 |
| 액면가액 | 5,000원/주 | 5,000원/주 |
| 사업내용 | 자회사 관리, 신규 사업 투자 | 베이직 케미칼 (EG Poly-Si, H2O2, CA, 인산, FS) 석유화학 및 카본소재 (카본블랙, 피치, BTX 등) 상품 영업 |
| 자회사 | OCI, OCIMSB, OCI China와 그 자회사, OCI SE, OCI Enterprises와 그 자회사 (OCISP, MSE), DCRE 등 | - |

▪ 주요 일정 계획



자료: OCI, 유진투자증권

OCI(010060.KS) 재무제표

대차대조표

| (단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계 | 4,437 | 5,704 | 6,169 | 6,286 | 6,358 |
| 유동자산 | 2,036 | 3,339 | 3,401 | 3,432 | 3,391 |
| 현금성자산 | 638 | 1,102 | 897 | 887 | 742 |
| 매출채권 | 329 | 553 | 648 | 659 | 686 |
| 재고자산 | 814 | 1,605 | 1,776 | 1,806 | 1,881 |
| 비유동자산 | 2,401 | 2,365 | 2,768 | 2,854 | 2,967 |
| 투자자산 | 651 | 709 | 1,021 | 1,018 | 1,039 |
| 유형자산 | 1,710 | 1,618 | 1,712 | 1,803 | 1,896 |
| 기타 | 40 | 38 | 36 | 34 | 32 |
| 부채총계 | 2,052 | 2,580 | 2,270 | 1,582 | 1,107 |
| 유동부채 | 860 | 1,236 | 1,225 | 1,136 | 1,160 |
| 매입채무 | 272 | 428 | 514 | 523 | 545 |
| 유동성이자부채 | 544 | 580 | 480 | 380 | 380 |
| 기타 | 43 | 228 | 230 | 233 | 235 |
| 비유동부채 | 1,192 | 1,344 | 1,045 | 446 | (54) |
| 비유동이자부채 | 1,130 | 1,244 | 944 | 344 | (156) |
| 기타 | 62 | 100 | 101 | 102 | 103 |
| 자본총계 | 2,386 | 3,124 | 3,900 | 4,705 | 5,251 |
| 지배지분 | 2,341 | 3,071 | 3,847 | 4,652 | 5,199 |
| 자본금 | 127 | 127 | 127 | 127 | 127 |
| 자본잉여금 | 785 | 794 | 794 | 794 | 794 |
| 이익잉여금 | 1,455 | 2,093 | 2,926 | 3,731 | 4,277 |
| 기타 | (27) | 58 | 0 | 0 | 0 |
| 비지배지분 | 45 | 52 | 52 | 52 | 52 |
| 자본총계 | 2,386 | 3,124 | 3,900 | 4,705 | 5,251 |
| 충차입금 | 1,674 | 1,824 | 1,424 | 724 | 224 |
| 순차입금 | 1,036 | 721 | 527 | (163) | (518) |

현금흐름표

| (단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | (75) | 402 | 570 | 984 | 662 |
| 당기순이익 | (251) | 652 | 878 | 868 | 612 |
| 자산상각비 | 139 | 136 | 151 | 159 | 167 |
| 기타비현금성손익 | 176 | (20) | (366) | (99) | (126) |
| 운전자본증감 | (169) | (402) | (179) | (31) | (79) |
| 매출채권감소(증가) | 39 | (177) | (95) | (11) | (27) |
| 재고자산감소(증가) | 137 | (178) | (171) | (30) | (75) |
| 매입채무증가(감소) | (42) | 77 | 86 | 9 | 22 |
| 기타 | (304) | (124) | 1 | 2 | 2 |
| 투자현금 | 6 | (284) | (327) | (246) | (263) |
| 단기투자자산감소 | 102 | (176) | 0 | 0 | 0 |
| 장기투자증권감소 | (8) | (26) | (84) | 1 | (6) |
| 설비투자 | (73) | (94) | (240) | (245) | (255) |
| 유형자산처분 | 12 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산처분 | (2) | (2) | (3) | (3) | (3) |
| 재무현금 | 77 | 137 | (448) | (748) | (543) |
| 차입금증가 | 84 | 147 | (400) | (700) | (500) |
| 자본증가 | (8) | (13) | (48) | (48) | (43) |
| 배당금지급 | (1) | (0) | 48 | 48 | 43 |
| 현금 증감 | (44) | 255 | (205) | (10) | (145) |
| 기초현금 | 488 | 444 | 699 | 493 | 483 |
| 기말현금 | 444 | 699 | 493 | 483 | 338 |
| Gross Cash flow | 95 | 804 | 748 | 1,014 | 741 |
| Gross Investment | 265 | 509 | 506 | 277 | 343 |
| Free Cash Flow | (170) | 295 | 242 | 737 | 398 |

자료: 유진투자증권

손익계산서

| (단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------|----------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,003 | 3,244 | 4,671 | 4,657 | 4,756 |
| 증가율(%) | (23.1) | 62.0 | 44.0 | (0.3) | 2.1 |
| 매출원가 | 1,874 | 2,338 | 3,354 | 3,323 | 3,710 |
| 매출총이익 | 129 | 906 | 1,317 | 1,335 | 1,046 |
| 판매 및 일반관리비 | 215 | 280 | 337 | 371 | 380 |
| 기타영업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업이익 | (86) | 626 | 981 | 963 | 667 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 56.6 | (1.7) | (30.8) |
| EBITDA | 53 | 762 | 1,132 | 1,122 | 833 |
| 증가율(%) | (59.7) | 1,351.2 | 48.5 | (0.8) | (25.7) |
| 영업외손익 | (264) | (14) | 22 | 30 | 36 |
| 이자수익 | 12 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 이자비용 | 48 | 36 | 32 | 20 | 15 |
| 지분법손익 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | (229) | 13 | 46 | 42 | 42 |
| 세전순이익 | (350) | 612 | 1,003 | 993 | 703 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 63.9 | (1.0) | (29.3) |
| 법인세비용 | (99) | (40) | 125 | 126 | 91 |
| 당기순이익 | (251) | 652 | 878 | 868 | 612 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 34.7 | (1.2) | (29.5) |
| 지배주주지분 | (246) | 648 | 881 | 853 | 589 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 36.0 | (3.2) | (30.9) |
| 비지배지분 | (5) | 4 | (3) | 15 | 23 |
| EPS(원) | (10,321) | 27,156 | 36,938 | 35,753 | 24,715 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 36.0 | (3.2) | (30.9) |
| 수정EPS(원) | (10,321) | 27,156 | 36,938 | 35,753 | 24,715 |
| 증가율(%) | 적지 | 흑전 | 36.0 | (3.2) | (30.9) |

주요투자지표

| | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | (10,321) | 27,156 | 36,938 | 35,753 | 24,715 |
| BPS | 98,159 | 128,783 | 161,310 | 195,063 | 217,977 |
| DPS | 0 | 2,000 | 2,000 | 1,800 | 1,700 |
| 밸류에이션(배,%) | | | | | |
| PER | - | 3.8 | 2.5 | 2.6 | 3.8 |
| PBR | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 62.0 | 4.2 | 2.4 | 1.8 | 2.0 |
| 배당수익률 | 0.0 | 1.9 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| PCR | 23.4 | 3.1 | 3.0 | 2.2 | 3.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | (4.3) | 19.3 | 21.0 | 20.7 | 14.0 |
| EBITDA이익률 | 2.6 | 23.5 | 24.2 | 24.1 | 17.5 |
| 순이익률 | (12.5) | 20.1 | 18.8 | 18.6 | 12.9 |
| ROE | (9.9) | 23.9 | 25.5 | 20.1 | 12.0 |
| ROIC | (1.9) | 13.0 | 22.0 | 20.0 | 13.3 |
| 안정성(배,%) | | | | | |
| 순차입금/자기자본 | 43.4 | 23.1 | 13.5 | (3.5) | (9.9) |
| 유동비율 | 236.8 | 270.0 | 277.6 | 302.1 | 292.3 |
| 이자보상배율 | (1.8) | 17.4 | 30.4 | 47.6 | 45.7 |
| 활동성(회) | | | | | |
| 총자산회전율 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| 매출채권회전율 | 5.4 | 7.4 | 7.8 | 7.1 | 7.1 |
| 재고자산회전율 | 2.3 | 2.7 | 2.8 | 2.6 | 2.6 |
| 매입채무회전율 | 6.5 | 9.3 | 9.9 | 9.0 | 8.9 |

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 기재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

| | | |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +50%이상 | 0% |
| · BUY(매수) | 추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 94% |
| · HOLD(중립) | 추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 5% |
| · REDUCE(매도) | 추천기준일 증가대비 -10%미만 | 1% |

(2022.12.31 기준)

