



KB 증권



더 많은 리포트 보기

OCI (010060)

전형적인 Buy & Hold 전략이 가능한 기업

2021년 9월 1일

소재/원자재 Analyst 백영찬

02-6114-2968 yc.baek@kbf.com

목표주가 215,000원으로 상향

OCI에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, **목표주가를 215,000원으로 7.5% 상향한다.** 폴리실리콘 현물가격 강세가 지속되면서 베이직케미칼 영업이익이 예상치를 상회하고 있다. 이를 통해 2021~2022년 지배주주순이익은 기존 추정대비 각각 19.0%, 2.3% 상향되었다. **내년 상반기까지 폴리실리콘 신증설은 매우 제한적인 상황이다.** 폴리실리콘 가격 강세는 2022년에도 이어질 전망이다.

3분기 실적은 컨센서스 총족 예상

3분기 매출액과 영업이익은 9,101억원 (+94.4% YoY, +18.6% QoQ), 1,912억원 (+954% YoY, +15.0% QoQ)으로 전분기 및 전년동기대비 모두 증가하고, **시장 기대치 (Fnguide 8/31기준 영업이익 1,983억원)에 부합할 전망이다.** 3분기에도 폴리실리콘 실적호전은 지속되는 양상이다. 3분기 베이직케미칼 외형과 영업이익은 3,404억원 (+3.1% QoQ), 1,415억원 (+11.8% QoQ)으로 전분기대비 증가할 전망이다. **3분기 폴리실리콘 ASP는 현물가격 상승에 연동하면서 2분기대비 15.4% 상승한 것으로 추정된다.** 3분기 석화/카본소재 영업이익은 410억원 (OPM 12.4%)으로 전분기대비 6.4% 감소한 것으로 판단된다. 핏치와 카본블랙 가격은 전분기와 유사하지만 TDI 가격 하락으로 실적은 소폭 감소한 것으로 보인다.

2022년 이익증가 가능: 반도체용

폴리실리콘 판매 확대 및 부동산개발 이익 실현

OCI에 대해 Buy & Hold 전략을 권고한다. 3분기에 이어 4분기에도 실적호전이 예상되고, 2023년까지도 이익증가가 가능하기 때문이다. 2022년 매출액과 영업이익은 3조 1,681억원 (+3.7% YoY), 6,269억원 (+0.8% YoY)으로 실적호전을 지속할 전망이다. 이익 증가의 배경은 1) 반도체용 폴리실리콘 판매 확대, 2) 부동산 개발 (DCRE) 이익 증가이다. **반도체용 폴리실리콘 판매량은 2021년 2,000톤에서 2022년 3,000톤, 2023년 4,000톤까지 빠르게 증가할 전망이다.** 태양광용 폴리실리콘 대비 상대적으로 높은 가격이 유지되고 있다. 폴리 사업부 실적호전에 큰 도움이 될 것으로 보인다. 2021년부터 본격적인 분양을 실시하였다. 부동산관련 영업이익은 2022년 1,500억원, 2023년 3,000억원내외가 발생할 것으로 판단된다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원) 215,000

Dividend yield* (%)	1.2
Total return (%)	71.8
현재가 (9/1, 원)	126,000
Consensus target price (원)	178,571
시가총액 (조원)	3.0

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	76.9
거래대금 (3m, 십억원)	44.6
외국인 지분율 (%)	17.0
주요주주 지분율 (%)	이화영 외 30 인 22.2
	국민연금공단 11.3

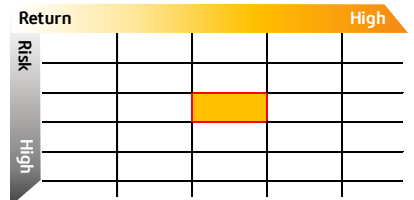
Stock Price Performance

추가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.5	0.0	0.8	94.1
시장대비 상대수익률	10.4	0.5	-5.3	42.2

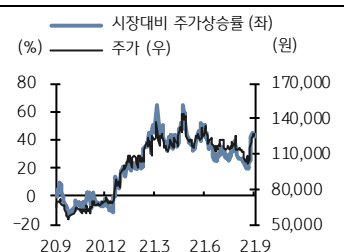
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 (십억원)	2,003	3,056	3,168	3,330
영업이익 (십억원)	-86	622	627	670
지배주주순이익 (십억원)	-246	440	465	502
EPS (원)	-10,321	18,465	19,479	21,051
증감률 (%)	적지	폭전	5.5	8.0
P/E (x)	N/A	6.8	6.5	6.0
EV/EBITDA (x)	62.8	4.9	4.4	3.8
P/B (x)	0.9	1.1	1.0	0.8
ROE (%)	-9.9	17.3	15.8	15.0
배당수익률 (%)	N/A	1.2	1.6	2.4

Risk & Total Return (annualized over three years)

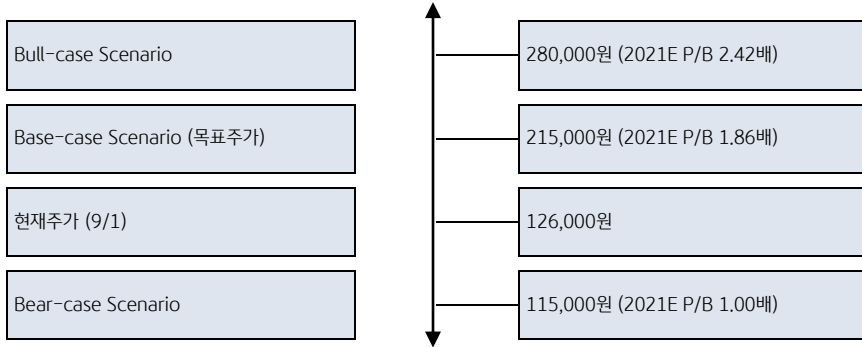


Stock Price & Relative Performance



자료: OCI, KB증권

투자이견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 2021년 폴리실리콘 판매단가 20.3달러/kg
- 2) 2021년 세계 태양광 설치 수요 170GW

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2021년 폴리실리콘 판매단가 24.0달러/kg 이상
- 2) 2021년 세계 태양광 설치 수요 180GW 이상

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2021년 폴리실리콘 판매단가 15.0달러/kg 미만
- 2) 2021년 세계 태양광 설치 수요 150GW 미만

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2,544.33	2,723.24	3,056.0	3,168.1	20.1	16.3
영업이익	516.2154	620.9748	622.1	626.9	20.5	1.0
지배주주순이익	369.9637	454.077	440.4	464.6	19.0	2.3

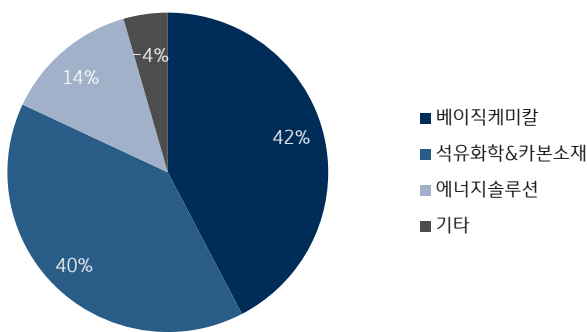
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,056.0	3,168.1	2,978.3	3,969.2	2.6	-20.2
영업이익	622.1	626.9	570.9	893.3	9.0	-29.8
지배주주순이익	440.4	464.6	488.6	716.8	-9.9	-35.2

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2020년)



자료: OCI, KB증권

PEER 그룹 비교

(백만USD, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
OCI	2,616	6.8	6.5	1.1	1.0	4.9	4.4	17.3	15.8	1.2	1.6
Wacker Chemie AG	9,184	12.6	16.7	3.0	2.9	6.1	7.3	32.8	15.9	3.1	2.6
GCL-Poly	6,380	39.2	26.1	1.4	1.4	12.8	13.6	2.0	3.7	0.0	0.1
Daqo New Energy Corp	4,507	6.1	6.8	2.6	1.9	4.4	4.6	60.2	33.8	1.1	2.0

자료: Bloomberg Consensus, OCI는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
COE 10.28%, ROE 16.03%

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
280,000원 ~ 115,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션 (2021E):
P/E 11.64배, P/B 1.86배

실적 민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2021E	2022E
금리 1%p 상승 시	-1.1	-0.6
달러원 환율 10원 상승 시	+0.7	+0.7

표 1. 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	568.6	401.6	468.0	564.2	573.7	767.4	910.1	804.8	2,002.4	3,056.0	3,168.1	3,329.7
베이지케미칼	247.7	153.7	200.0	249.9	230.1	330.1	340.4	333.6	851.3	1,234.2	1,174.6	1,136.3
석유화학&카본소재	239.2	183.6	220.4	261.7	279.2	335.1	331.7	291.9	904.9	1,238.0	1,287.5	1,317.2
에너지솔루션	103.0	79.5	71.0	74.9	83.0	81.2	213.6	85.0	328.4	462.9	486.0	361.2
기타	-21.3	-15.2	-23.4	-22.3	-18.7	21.0	24.3	94.3	-82.2	120.9	220.0	515.0
영업이익	-92.9	-44.3	18.1	33.0	47.0	166.3	191.2	217.6	-86.2	622.1	626.9	670.0
베이지케미칼	-92.2	-35.4	22.0	33.9	31.7	126.6	141.5	121.7	-71.8	421.4	351.4	264.7
석유화학&카본소재	-2.2	-7.3	8.3	17.3	34.5	43.8	41.0	20.4	16.1	139.7	145.5	133.0
에너지솔루션	10.8	6.2	-3.5	-7.2	0.9	-0.4	12.4	-0.5	6.3	12.4	15.0	7.2
기타	-9.4	-7.8	-8.6	-11.0	-20.1	-3.6	-3.7	76.0	-36.8	48.6	115.0	265.0
영업이익률	-16.3	-11.0	3.9	5.8	8.2	21.7	21.0	27.0	-4.3	20.4	19.8	20.1
베이지케미칼	-37.2	-23.0	11.0	13.5	13.8	38.3	41.6	36.5	-8.4	34.1	29.9	23.3
석유화학&카본소재	-0.9	-4.0	3.7	6.6	12.4	13.1	12.4	7.0	1.8	11.3	11.3	10.1
에너지솔루션	10.5	7.8	-4.9	-9.6	1.1	-0.5	5.8	-0.6	1.9	2.7	3.1	2.0
기타	43.9	51.3	36.8	49.3	107.5	-17.1	-15.2	80.6	44.7	40.2	52.3	51.5
세전이익	-74.7	-59.4	9.9	-225.9	44.1	160.4	182.7	146.6	-350.1	533.7	592.6	639.8
당기순이익	-57.9	-38.2	6.1	-161.1	39.8	145.3	146.1	117.3	-251.2	448.5	474.0	511.8
지배주주순이익	-56.0	-36.8	6.7	-160.0	38.0	144.3	143.2	114.9	-246.2	440.4	464.6	501.6

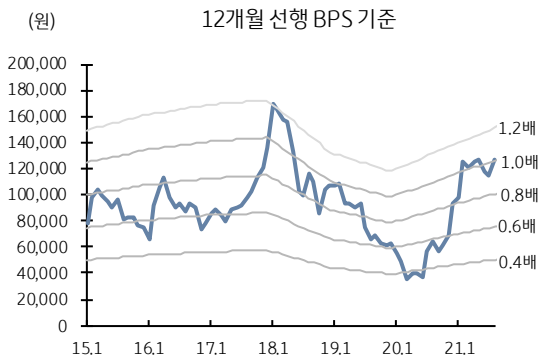
자료: OCI, KB증권 추정

표 2. P/B-ROE 밸류에이션: 목표주가 215,000원으로 상향

(% , 배, 원)	주요 가정		비고
	변경 후 (6/1)	변경 후 (9/1)	
자기자본비용 (COE) (A) [A=a+(bxc)]	9.74	10.28	
무위험수익률 (a)	0.66	0.93	1년 만기 통안채 수익률 90일 평균
시장위험 프리미엄 (b)	7.37	7.37	WMI500 Total Return 10.97% - 1년만기 통안채 Total Return 3.61%
베타 (c)	1.23	1.27	KOSPI대비 52주 기준 Adjusted 베타
ROE (B)	14.90	16.03	2021~2023년 3개년 평균 ROE
영구성장률 (C)	2.15	2.07	30년 만기 국고채 수익률 3개월 평균
Target P/B (D) [D=(B-C) / (A-C)]	1.68	1.70	
12M FWD BVPS (E)	119,069	126,137	
적정주주가치 (F) [F= D x E]	200,132	214,515	
목표주가 (원)	200,000	215,000	
현재주가 (원)	127,000	126,000	변경 후 현재주가: 2021년 9월 1일 종가
상승여력 (%)	57.5	70.6	

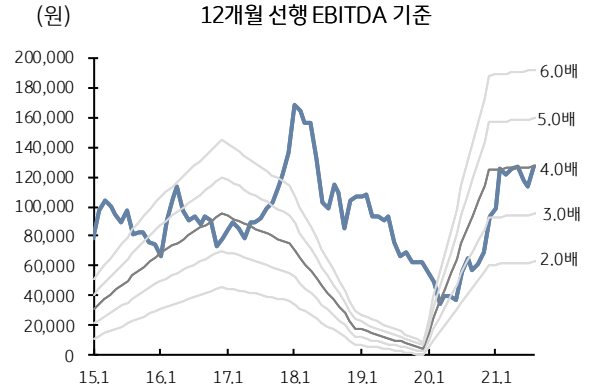
자료: KB증권 추정

그림 1. OCI 역사적 P/B 추이



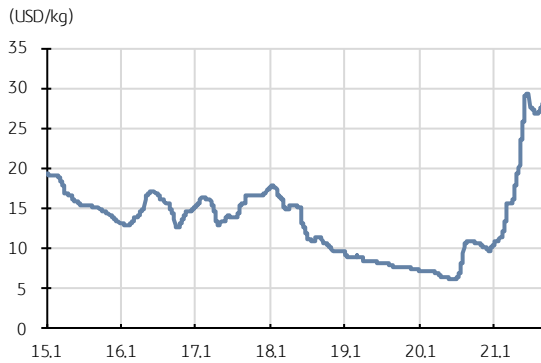
자료: OCI, KB증권 추정

그림 2. OCI 역사적 EV/EBITDA 추이



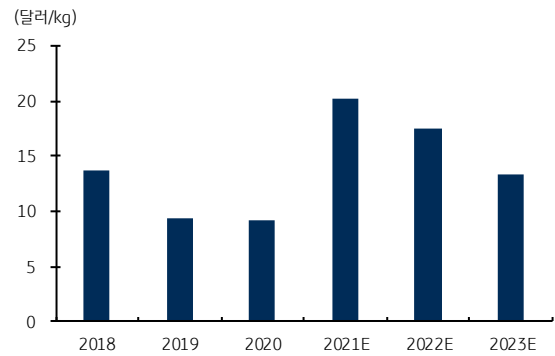
자료: OCI, KB증권 추정

그림 3. 폴리실리콘 현물가격 추이



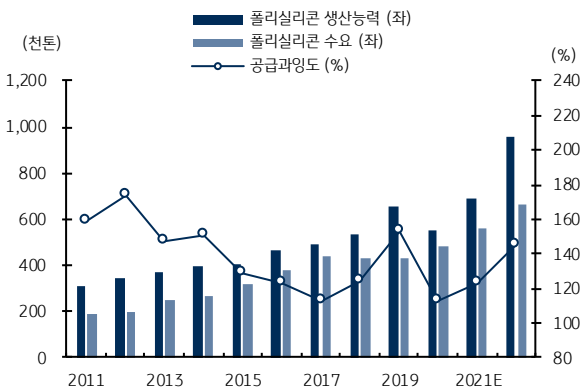
자료: PVinsight, KB증권

그림 4. OCI 폴리실리콘 ASP 전망



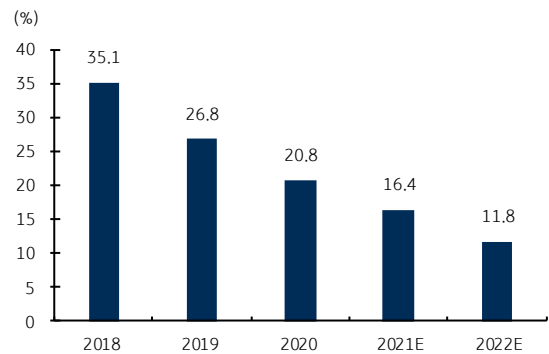
자료: KB증권 추정

그림 5. 폴리실리콘 수급밸런스: 타이트한 국면 지속될 전망



자료: BNEF, KB증권 추정

그림 6. 중국 이외 폴리실리콘 생산능력 비중 추이



자료: BNEF, KB증권 추정

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
매출액	2,605	2,003	3,056	3,168	3,330
매출원가	2,565	1,874	2,193	2,292	2,402
매출총이익	40	129	863	876	928
판매비와관리비	221	215	241	249	258
영업이익	-181	-86	622	627	670
EBITDA	130	53	761	775	824
영업외손익	-832	-264	-88	-34	-30
이자수익	17	11	7	8	8
이자비용	55	48	40	36	32
지분법손익	-2	7	15	14	14
기타영업외손익	-792	-235	-71	-20	-20
세전이익	-1,012	-350	534	593	640
법인세비용	-206	-99	85	119	128
당기순이익	-807	-251	448	474	512
지배주주순이익	-794	-246	440	465	502
수정순이익	-794	-246	440	465	502

성장성 및 수익성 비율 (%)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액 성장률	-16.3	-23.1	52.6	3.7	5.1
영업이익 성장률	적전	적지	흑전	0.8	6.9
EBITDA 성장률	-71.7	-59.7	1,350.1	1.8	6.4
지배기업순이익 성장률	적전	적지	흑전	5.5	8.0
매출총이익률	1.5	6.4	28.2	27.7	27.9
영업이익률	-6.9	-4.3	20.4	19.8	20.1
EBITDA이익률	5.0	2.6	24.9	24.5	24.8
세전이익률	-38.9	-17.5	17.5	18.7	19.2
지배기업순이익률	-30.5	-12.3	14.4	14.7	15.1

현금흐름표 (십억원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-40	-119	483	544	586
당기순이익	-807	-251	448	474	512
유무형자산상각비	311	139	139	148	154
기타비현금손익 조정	676	207	98	105	114
운전자본증감	-169	-169	-131	-64	-68
매출채권감소 (증가)	-33	39	-101	-26	-28
재고자산감소 (증가)	29	137	-71	-48	-50
매입채무증가 (감소)	-43	-42	32	9	9
기타운전자본증감	-121	-304	10	1	1
기타영업현금흐름	-50	-44	-73	-118	-128
투자활동 현금흐름	-272	6	-342	-167	-217
유형자산투자감소 (증가)	-229	-61	-116	-150	-200
무형자산투자감소 (증가)	-5	-2	-1	0	0
투자자산감소 (증가)	-7	16	-29	-8	-8
기타투자현금흐름	-30	53	-195	-9	-9
재무활동 현금흐름	43	77	-22	-117	-128
금융부채 증감	63	85	21	-50	-49
자본의 증감	0	-7	0	0	0
배당금 당기지급액	-20	-1	0	-35	-47
기타재무현금흐름	0	0	-43	-32	-31
기타현금흐름	12	-9	7	0	0
현금의 증가 (감소)	-257	-44	126	261	241
기말현금	488	444	570	831	1,071
잉여현금흐름 (FCF)	-269	-180	367	394	386
순현금흐름	-319	-174	339	320	299
순현금 (순차입금)	-861	-1,035	-696	-376	-77

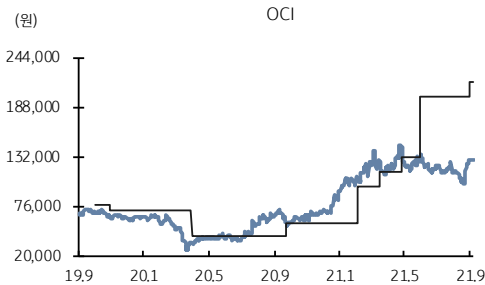
자료: OCI, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2019A (IFRS-C)	2020A (IFRS-C)	2021E (IFRS-C)	2022E (IFRS-C)	2023E (IFRS-C)
자산총계	4,811	4,437	5,144	5,504	5,891
유동자산	2,161	2,036	2,762	3,112	3,445
현금 및 현금성자산	488	444	570	831	1,071
단기금융자산	247	195	436	445	454
매출채권	393	319	423	449	477
재고자산	906	814	1,187	1,235	1,285
기타유동자산	127	266	146	152	158
비유동자산	2,651	2,401	2,382	2,392	2,446
투자자산	195	195	191	198	206
유형자산	2,042	1,710	1,708	1,714	1,763
무형자산	46	40	36	32	28
기타비유동자산	367	456	447	447	447
부채총계	2,125	2,052	2,336	2,307	2,279
유동부채	846	860	982	978	975
매입채무	145	108	143	152	161
단기금융부채	420	543	511	490	471
기타유동부채	281	208	329	336	343
비유동부채	1,280	1,192	1,353	1,329	1,304
장기금융부채	1,176	1,130	1,191	1,161	1,131
기타비유동부채	104	62	163	168	173
자본총계	2,686	2,386	2,809	3,197	3,612
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	785	785	785	785	785
기타자본항목	0	-7	-7	-7	-7
기타포괄손익누계액	19	-19	5	5	5
이익잉여금	1,704	1,455	1,845	2,224	2,628
지배자본 계	2,636	2,341	2,756	3,135	3,539
비지배자본	50	45	53	63	73

주요투자지표 (X, %, 원)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Multiples					
P/E	N/A	N/A	6.8	6.5	6.0
P/B	0.6	0.9	1.1	1.0	0.8
P/S	0.6	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	18.4	62.8	4.9	4.4	3.8
EV/EBIT	N/A	N/A	6.0	5.5	4.7
배당수익률	N/A	N/A	1.2	1.6	2.4
EPS	-33,308	-10,321	18,465	19,479	21,031
BVPS	110,515	98,159	115,540	131,435	148,386
SPS (주당매출액)	109,233	83,965	128,138	132,838	139,615
DPS (주당배당금)	0	0	1,500	2,000	3,000
배당성향 (%)	0.0	0.0	8.1	10.2	14.2
수익성지표					
ROE	-26.2	-9.9	17.3	15.8	15.0
ROA	-15.4	-5.4	9.4	8.9	9.0
ROIC	-5.2	-1.8	18.7	17.2	17.8
안정성지표					
부채비율	79.1	86.0	83.2	72.1	63.1
순차입비율	32.1	43.4	24.8	11.8	2.1
유동비율	2.6	2.4	2.8	3.2	3.5
이자보상배율 (배)	-3.3	-1.8	15.6	17.5	20.9
활동성지표					
총자산회전율	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.4	5.6	8.2	7.3	7.2
매입채무회전율	16.6	15.8	24.4	21.5	21.3
재고자산회전율	3.6	2.3	3.1	2.6	2.6

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



OCI (010060)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
19-09-30	Hold	백영찬	77,000	-12.13	-7.66
19-10-30	Hold	백영찬	70,000	-18.40	-5.43
20-03-30	Hold	백영찬	41,000	17.79	75.12
20-09-24	Hold	백영찬	57,000	35.92	90.35
21-02-05	Hold	백영찬	98,000	23.04	5.61
21-03-18	Hold	백영찬	115,000	7.07	-3.48
21-04-28	Hold	백영찬	130,000	-5.77	-11.54
21-06-01	Buy	백영찬	200,000	-41.50	-33.25
21-09-01	Buy	백영찬	215,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [OCI]의 자기주식 취득 또는 처분을 위한 위탁 증권사로 지정되어 있습니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2021. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
81.1	18.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.