

더욱 커지는 투자 매력

Analyst 강동진

02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

Jr. Analyst 하희지

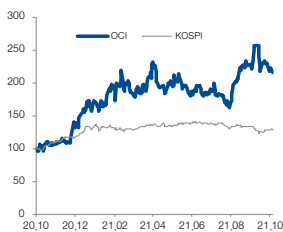
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

현재주가 (10/27)	134,500원
상승여력	41.3%
시가총액	3,208십억원
발행주식수	23,849천주
자본금/액면가	127십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	161,000원/59,700원
일평균 거래대금 (60일)	67십억원
외국인지분율	20.30%
주요주주	이화영 외 29 인 22.24%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-7.6 12.1 -4.9
상대주가(%p)	-4.3 19.8 1.0

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	20,050	28,494	190,000
After	23,077	32,124	190,000
Consensus	18,440	21,005	190,625
Cons. 차이	25.1%	52.9%	-0.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2019	2,605	-181	-794	130	-33,308	적전	NA	0.6	18.4	NA	0.0
2020	2,003	-86	-246	53	-10,321	적지	NA	0.9	62.6	NA	0.0
2021F	3,038	625	550	764	23,077	흑전	5.8	1.1	4.5	20.9	1.1
2022F	3,800	920	766	1,063	32,124	39.2	4.2	0.9	2.6	23.4	1.2
2023F	4,169	1,081	911	1,225	38,183	18.9	3.5	0.7	1.7	22.3	1.2

* K-IFRS 연결 기준

투자포인트 및 결론

- 3Q21 실적 컨센서스 수준. 당사 예상에는 소폭 미달. 물류 이슈 등으로 선적 지연. 출하량 감소
- 4분기 지연된 물량 선적으로 전분기비 출하량 증대 및 상승한 폴리실리콘 가격 반영될 것. 당초 정기 보수는 1Q22로 이연. 4Q21 실적 전망치 상향
- 중국 폴리실리콘 증설 있지만, 중국의 석탄 산업 구조조정 감안시 안정적인 가동은 쉽지 않을 것. 수요는 여전히 고성장. 타이트한 폴리실리콘 시장 이어질 전망
- 2022년 말 말레이시아 공장 증설 이후 추가적인 증설 있을 것. 또한, 말레이시아 공장을 바탕으로 추가적인 사업에 대한 코멘트 감안시 신사업을 통한 중장기 성장 모멘텀 역시 기대

주요이슈 및 실적전망

- 3Q21 실적은 매출액 8,887억원(+15.8% qoq, +89.9% yoy), 영업이익 1,946억원(+17.0% qoq, +976.9% yoy) 기록. 당사 전망 대비 베이직케미칼 사업 매출 및 영업이익 소폭 미달. 물류 이슈로 인한 선적 지연 등으로 출하량이 전분기비 15% 감소한 영향. 4분기에 일부 반영 기대
- 시장의 우려는 중장기 중국의 폴리실리콘 증설이 지속된다는 것. 당사는 계획된 중국의 폴리실리콘 증설이 안정적으로 이루어지기 쉽지 않고, 이루어지더라도 가동률이 안정적이 못할 것으로 판단. 전세계 폴리실리콘 수급은 2022년에도 타이트한 상황 이어질 것으로 전망
 1. 최근 미국뿐 아니라 유럽까지 인권 이슈 등으로 중국산 폴리실리콘 사용을 줄이려는 움직임. 신장에 계획된 폴리실리콘 증설은 내수용 이외에는 수요처를 찾기 어려울 것
 2. 중국의 석탄발전 규제는 지속될 것. 중국의 탈탄소 정책은 중장기 국가 경쟁력과 직결되어 지속될 전망. 운남 지역 외 폴리실리콘 업체들은 대부분 석탄 발전에 의존. 증설이 되더라도 안정적인 가동이 쉽지 않을 전망이며 중국 역시 탄소배출권 거래를 시작하는 등 과거와 같이 석탄발전이 원가경쟁력의 원동력이 되기 어려울 것
- DCRE 매출액 2022년 7,700억원 반영. 수익성은 보수적으로 보더라도 15% 이상. 향후 확보된 현금을 바탕으로 신규사업 기대. 당사는 컨퍼런스콜에서 말레이시아 공장의 원가경쟁력을 기반으로 한 신규사업 가능성을 밝혔음. 현 시점에서는 정확히 알 수 없지만, DCRE로부터의 현금 유입 및 폴리실리콘 사업 턴어라운드로 인한 Cash Flow 확보로 중장기 성장 모멘텀 확보 기대
- 당사는 2022년 말레이시아 5,000톤 증설 이후 한국 P3라인 설비를 활용한 추가 증설 의지를 밝힘. 2024년 말 최대 70,000톤까지 증설 기대
- 석탄/가스 가격 상승으로 전세계 전력요금 상승. 태양광의 상대적 원가 경쟁력 더욱 부각. 에너지 전환 더욱 가속화 시키는 계기가 될 것. 중국은 최근 사막 지역에 100GW 태양광/풍력 증설 계획 밝힘. 또한, 미국은 2050년까지 전체 전력의 45%를 태양광으로 충당 계획

주가전망 및 Valuation

- 중국 외 지역에서 가장 경쟁력 있는 동사의 포지션은 더욱 개선되는 상황. 타이트한 폴리실리콘 사이클과 중장기 신규 성장동력 확보 가능성 등을 감안하면 여전히 투자 매력 높음

<표1> OCI 3분기 잠정실적 요약

(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사 추정		컨센서스	
	3Q21P	3Q20	2Q21	(YoY)	(QoQ)	3Q21	대비	3Q21	대비
매출액	888.7	468.0	767.4	89.9%	15.8%	876.8	1.4%	909.5	-2.3%
영업이익	194.6	18.1	166.3	976.9%	17.0%	205.6	-5.4%	198.2	-1.8%
영업이익률	21.9%	-10.0%	3.9%	31.9%	18.0%	18.3%	3.6%	21.8%	0.1%
세전이익	189.4	9.8	160.4	1824.7%	18.1%	198.4	-4.5%	190.6	-0.6%
자배지분순이익	177.8	6.7	144.3	2545.9%	23.3%	177.3	0.3%	150.9	17.9%

자료 :OCI, Fnguide, 현대차증권
주 : KIFRS 연결 기준

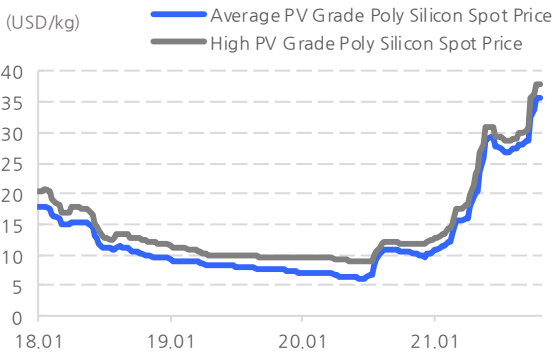
<표2> 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	2021F					2022F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	3,038.2	2,832.5	7.3%	2,989.4	1.6%	3,799.8	3,795.3	0.1%	3,426.4	10.9%
영업이익	625.4	557.7	12.1%	584.0	7.1%	920.2	824.5	11.6%	669.8	37.4%
영업이익률	20.6%	18.7%	1.8%p	19.5%	1.0%p	24.2%	20.9%	3.4%p	19.5%	4.7%p
자배지분순이익	550.4	478.2	15.1%	439.8	25.1%	766.1	679.6	12.7%	501.0	52.9%

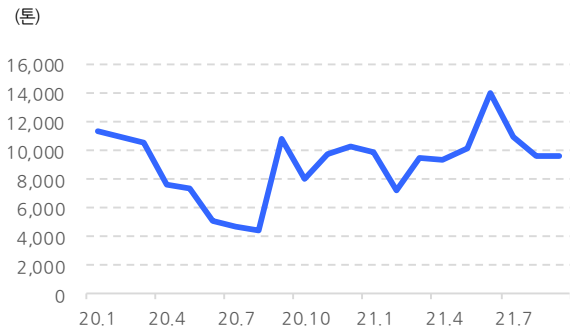
자료 :OCI, Fnguide, 현대차증권

<그림1> 폴리실리콘 가격 추이



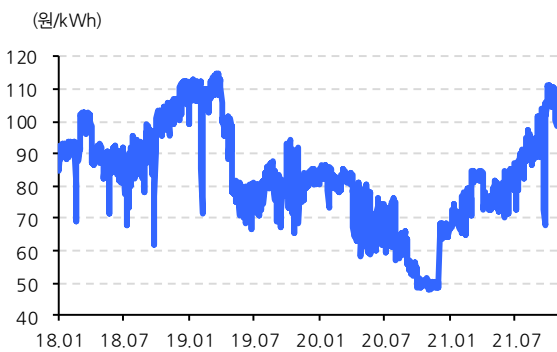
자료 :Bloomberg, 현대차증권

<그림2> 중국 폴리실리콘 수입량



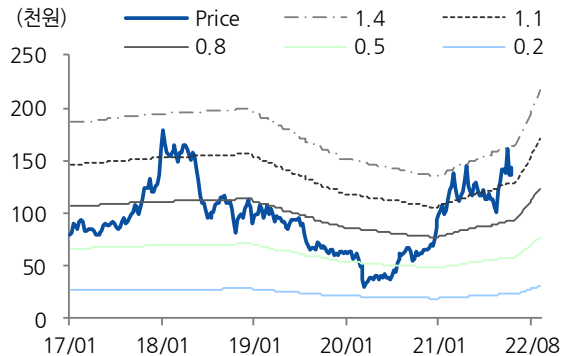
자료 :CEIC, 현대차증권

<그림3> SMP 추이



자료 :EPIS, 현대차증권

<그림4> P/B Band Chart



자료 :Valuewise, 현대차증권

<표3> 상세 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원)	2020	2021F	2022F	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F
매출액	2,002.5	3,038.2	3,799.8	568.6	401.6	468.0	564.2	573.7	767.4	888.7	808.3
% QoQ	-	-	-	-11.0%	-29.4%	16.5%	20.5%	1.7%	33.8%	15.8%	-9.0%
% YoY	-23.1%	51.7%	25.1%	-11.4%	-38.6%	-30.2%	-11.7%	0.9%	91.1%	89.9%	43.3%
베이직케미칼	851.3	1,323.3	1,360.8	247.7	153.7	200.0	249.9	230.1	330.1	362.2	400.9
% QoQ	-	-	-	-20.8%	-37.9%	30.1%	25.0%	-7.9%	43.5%	9.7%	10.7%
% YoY	-29.7%	55.4%	2.8%	-7.7%	-50.4%	-37.5%	-20.1%	-7.1%	114.8%	81.1%	60.4%
화학/카본	904.9	1,197.8	1,312.2	239.2	183.6	220.4	261.7	279.2	335.1	346.1	237.4
% QoQ	-	-	-	-2.1%	-23.2%	20.0%	18.7%	6.7%	20.0%	3.3%	-31.4%
% YoY	-20.1%	32.4%	9.6%	-24.5%	-36.8%	-21.6%	7.1%	16.7%	82.5%	57.0%	-9.3%
에너지 솔루션	328.4	417.7	469.9	103.0	79.5	71.0	74.9	83.0	81.2	140.2	113.3
% QoQ	-	-	-	0.8%	-22.8%	-10.7%	5.5%	10.8%	-2.2%	72.7%	-19.2%
% YoY	-15.6%	27.2%	12.5%	2.7%	-14.1%	-24.5%	-26.7%	-19.4%	2.1%	97.5%	51.3%
도시개발	0.0	200.3	770.0	-	-	-	-	0.1	46.7	68.5	85.0
기타 및 조정	-82.1	-101.0	-113.1	-21.3	-15.2	-23.4	-22.3	-18.7	-25.7	-28.3	-28.3
영업이익	-86.1	625.4	920.2	-92.9	-44.3	18.1	33.0	47.0	166.3	194.6	217.5
% QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	82.5%	42.6%	253.8%	17.0%	11.8%
% YoY	적지	흑전	47.1%	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	976.9%	559.5%
베이직케미칼	-71.7	492.8	665.2	-92.2	-35.4	22.0	33.9	31.7	126.6	150.4	184.1
% QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	54.1%	-6.5%	299.4%	18.8%	22.4%
% YoY	적지	흑전	35.0%	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	583.6%	443.1%
화학/카본	16.1	136.3	127.8	-2.2	-7.3	8.3	17.3	34.5	43.8	31.1	26.9
% QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	108.4%	99.4%	27.0%	-29.0%	-13.6%
% YoY	-69.6%	746.4%	-6.2%	적전	적전	-56.3%	흑전	흑전	흑전	274.7%	55.3%
에너지 솔루션	6.3	11.3	1.4	10.8	6.2	-3.5	-7.2	0.9	-0.4	10.8	0.0
% QoQ	-	-	-	440.0%	-42.6%	적전	적지	흑전	적전	흑전	적전
% YoY	-77.7%	79.4%	-87.5%	-54.0%	244.4%	적전	적전	-91.7%	적전	흑전	적지
도시개발	0.0	-15.8	124.6	-	-	-	-	-17.8	-6.1	-0.4	8.5
기타 및 조정	-36.9	0.8	1.3	-9.4	-7.8	-8.7	-11.0	-2.3	2.4	2.7	-2.0
OPM	-4.3%	20.6%	24.2%	-16.3%	-11.0%	3.9%	5.8%	8.2%	21.7%	21.9%	26.9%
베이직케미칼	-8.4%	37.2%	48.9%	-37.2%	-23.0%	11.0%	13.6%	13.8%	38.4%	41.5%	45.9%
화학/카본	1.8%	11.4%	9.7%	-0.9%	-4.0%	3.8%	6.6%	12.4%	13.1%	9.0%	11.3%
에너지 솔루션	1.9%	2.7%	0.3%	10.5%	7.8%	-4.9%	-9.6%	1.1%	-0.5%	7.7%	0.0%
도시개발	-	-7.9%	16.2%	-	-	-	-	-	-13.1%	-0.6%	10.0%
세전이익	-350.2	605.2	900.4	-74.7	-59.4	9.8	-225.9	44.1	160.4	189.4	211.2
% QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	적전	흑전	263.6%	18.1%	11.5%
% YoY	적지	흑전	48.8%	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	1824.7%	흑전
지배주주순이익	-246.2	550.4	766.1	-56.0	-36.8	6.7	-160.0	38.0	144.3	177.8	190.3
% QoQ	-	-	-	적지	적지	흑전	적전	흑전	279.6%	23.3%	7.0%
% YoY	적지	흑전	39.2%	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	2545.9%	흑전

자료 : OCI, 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,605	2,003	3,038	3,800	4,169
증가율 (%)	-16.3	-23.1	51.7	25.1	9.7
매출원가	2,565	1,874	2,132	2,553	2,731
매출원가율 (%)	98.5	93.6	70.2	67.2	65.5
매출총이익	40	129	906	1,246	1,438
매출이익률 (%)	1.5	6.4	29.8	32.8	34.5
증가율 (%)	-89.1	222.5	602.3	37.5	15.4
판매관리비	221	215	281	326	358
판매비율 (%)	8.5	10.7	9.2	8.6	8.6
EBITDA	130	53	764	1,063	1,225
EBITDA 이익률 (%)	5.0	2.6	25.1	28.0	29.4
증가율 (%)	-71.8	-59.2	1,341.5	39.1	15.2
영업이익	-181	-86	625	920	1,081
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	20.6	24.2	25.9
증가율 (%)	적전	적지	흑전	47.2	17.5
영업외손익	-829	-272	-31	-20	-10
금융수익	69	89	30	14	18
금융비용	120	95	54	34	28
기타영업외손익	-778	-266	-7	0	0
증속/관계기업관련손익	-2	7	10	0	0
세전계속사업이익	-1,012	-350	605	900	1,070
세전계속사업이익률	-38.8	-17.5	19.9	23.7	25.7
증가율 (%)	적전	적지	흑전	48.8	18.9
법인세비용	-206	-99	52	135	161
계속사업이익	-806	-251	553	765	910
중단사업이익	-1	0	0	0	0
당기순이익	-807	-251	553	765	910
당기순이익률 (%)	-31.0	-12.5	18.2	20.1	21.8
증가율 (%)	적전	적지	흑전	38.3	19.0
지배주주지분 순이익	-794	-246	550	766	911
비지배주주지분 순이익	-13	-5	2	-1	-1
기타포괄이익	21	-41	25	0	0
총포괄이익	-787	-292	577	765	910

(단위:십억원)

현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	-40	-119	950	802	979
당기순이익	-807	-251	553	765	910
유형자산 상각비	306	133	133	139	141
무형자산 상각비	5	6	5	4	4
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-169	-169	229	-107	-75
기타	625	162	30	1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-272	6	-130	-158	-170
투자자산의 감소(증가)	-7	-33	6	11	-0
유형자산의 감소	2	12	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-231	-73	-122	-160	-160
기타	-36	100	-15	-9	-10
재무활동으로인한현금흐름	43	77	-59	-275	-277
차입금의 증가(감소)	388	-27	-15	-200	-200
사채의 증가(감소)	-25	-20	7	0	0
자본의 증가	-0	0	-0	0	0
배당금	-20	-1	0	-35	-38
기타	-300	125	-51	-40	-39
기타현금흐름	12	-9	7	0	0
현금의증가(감소)	-257	-44	769	369	532
기초현금	744	488	444	1,212	1,581
기말현금	488	444	1,212	1,581	2,113

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	2,161	2,036	2,842	3,419	4,100
현금성자산	488	444	1,212	1,581	2,113
단기투자자산	249	195	222	231	241
매출채권	393	319	454	519	564
채고자산	906	814	808	922	1,003
기타유동자산	125	265	145	165	180
비유동자산	2,651	2,401	2,385	2,391	2,407
유형자산	2,042	1,710	1,714	1,735	1,754
무형자산	46	40	36	32	28
투자자산	130	163	156	146	146
기타비유동자산	433	488	479	478	479
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,811	4,437	5,227	5,810	6,507
유동부채	846	860	980	1,008	1,016
단기차입금	178	158	178	178	178
매입채무	145	108	156	178	193
유동성장기부채	238	382	318	278	238
기타유동부채	285	212	328	374	407
비유동부채	1,280	1,192	1,284	1,109	926
사채	249	229	236	236	236
장기차입금	917	889	874	674	474
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	114	74	174	199	216
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,125	2,052	2,264	2,117	1,942
지배주주지분	2,636	2,341	2,916	3,646	4,519
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	785	785	785	785	785
자본조정 등	0	-7	-7	-7	-7
기타포괄이익누계액	19	-19	5	5	5
이익잉여금	1,704	1,455	2,005	2,736	3,608
비지배주주지분	50	45	47	47	46
자본총계	2,686	2,386	2,963	3,693	4,565

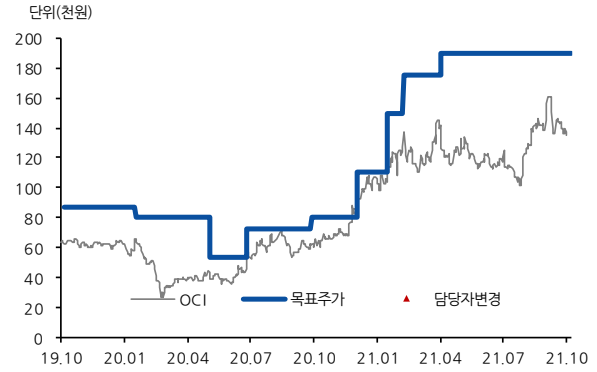
(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	-33,854	-10,531	23,177	32,091	38,144
EPS(지배순이익 기준)	-33,308	-10,321	23,077	32,124	38,183
BPS(자본총계 기준)	112,612	100,033	124,240	154,846	191,405
BPS(지배지분 기준)	110,515	98,159	122,249	152,887	189,486
DPS	0	0	1,500	1,600	1,600
P/E(당기순이익 기준)	-1.8	-8.8	5.8	4.2	3.5
P/E(지배순이익 기준)	-1.9	-9.0	5.8	4.2	3.5
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.9	1.1	0.9	0.7
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.9	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA(Reported)	18.4	62.6	4.5	2.6	1.7
배당수익률	0.0	0.0	1.1	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	흑전	38.5	18.9
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	흑전	39.2	18.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-26.1	-9.9	20.7	23.0	22.0
ROE(지배순이익 기준)	-26.2	-9.9	20.9	23.4	22.3
ROA	-15.4	-5.4	11.4	13.9	14.8
안정성 (%)					
부채비율	79.1	86.0	76.4	57.3	42.5
순차입금비율	31.7	42.9	6.0	순현금	순현금
이자보상배율	NA	NA	15.4	27.3	38.2

▶ 투자이전 및 목표주가 추이

일자	투자이전	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2019.05.31	BUY	120,000	-35.24	-19.75
2019.10.31	BUY	87,000	-28.66	-23.91
2020.02.12	BUY	80,000	-47.46	-20.25
2020.05.29	BUY	53,000	-22.11	11.32
2020.07.22	BUY	72,000	-14.24	-0.28
2020.10.23	BUY	80,000	-13.34	9.50
2020.12.29	BUY	110,000	-6.11	-1.36
2021.02.10	BUY	150,000	-19.56	-15.33
2021.03.05	BUY	175,000	-29.52	-17.43
2021.04.29	BUY	190,000	-33.89	-15.26
2021.10.28	BUY	190,000		

▶ 최근 2년간 OCI 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이전 분류

▶ 업종 투자이전 분류 현대차증권의 업종투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2020.10.01~2021.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	143건	91.1%
보유	14건	8.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.