



BUY(Upgrade)

목표주가: 197,000원

주가(2/6): 158,500원

시가총액: 37,801억원

유티리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com



Stock Data

KOSPI(2/6)	2,453.31pt
시가총액	37,801억원
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	186,500원
등락률	-15.01%
수익률	절대
1M	-1.9%
6M	66.5%
1Y	89.4%

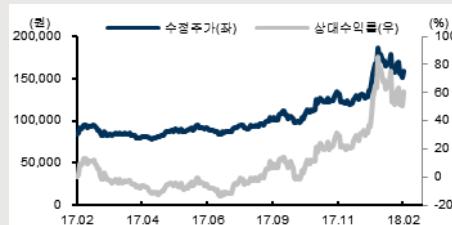
Company Data

발행주식수	23,849천주
일평균 거래량(3M)	361천주
외국인 지분율	28.38%
배당수익률(17E)	0.51%
BPS(17E)	142,392원
주요 주주	이수영 외
	30.49%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	23,015	27,394	36,316	33,232
보고영업이익	-1,446	1,214	2,845	3,631
핵심영업이익	-1,446	1,214	2,845	3,631
EBITDA	2,193	4,272	5,568	6,220
세전이익	-3,031	-1,951	2,797	3,354
순이익	1,821	2,194	2,329	2,549
자체주주지분순이익	1,003	2,421	2,096	2,294
EPS(원)	4,206	10,151	8,789	9,619
증감률(%YoY)	N/A	141.4	-13.4	9.4
PER(배)	17.8	7.8	9.0	8.2
PBR(배)	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	24.5	8.1	7.0	5.4
보고영업이익률(%)	-6.3	4.4	7.8	10.9
핵심영업이익률(%)	-6.3	4.4	7.8	10.9
ROE(%)	5.6	6.7	6.9	7.1
순부채비율(%)	65.3	53.5	52.1	34.4

Price Trend

 실적 리뷰

OCI (010060)

글로벌 PV 성장, 폴리실리콘 호조 지속 전망



폴리실리콘 가격 상승에 힘입어 베이직케미칼 부문 영업이익이 전분기 대비 2배 이상 확대되며 시장기대치를 상회하는 호실적을 시현하였습니다. 4분기에 이어 1월에도 폴리실리콘과 화학제품 가격 강세가 유지되고 있어 1분기 역시 견조한 수익성을 유지할 수 있을 것으로 예상합니다. 글로벌 PV 수요 증가에 따른 동사 이익 성장을 반영하여 목표주가와 투자의견을 상향합니다.

>>> 폴리실리콘 가격 상승에 따른 수익성 개선

동사 4분기 실적은 매출액 8,525억원(QoQ -9.5%, YoY 30.9%), 영업이익 1,022억원(QoQ 29.9% YoY 3477%), 순이익 431억원(QoQ -52.1%, YoY 3664%)으로 매출은 전분기 대비 소폭 감소한 반면 수익성이 크게 개선되었다. 부문별 영업이익은 베이직케미칼 640억원(QoQ 108.5%, YoY 540%), 카본케미칼 540억원(QoQ -5.6%, YoY 63.6%), 에너지솔루션 50억원(QoQ 흑전, YoY 흑전)으로 베이직케미칼 부문이 수익성 개선을 견인하였다.

수익성 개선의 주된 배경은 폴리실리콘 가격 상승에 기인한다. 4분기 폴리실리콘 평균 스팟 가격은 16.9\$/kg으로 3분기 대비 9.3% 상승하였다. TDI 4분기 평균 가격 역시 5,976\$/톤으로 전분기 보다 10.4% 상승한 점 역시 수익성 개선을 이끌었던 것으로 분석된다. 매출감소 배경은 일부 카본 생산라인의 정기 보수와 알라모 6+ 매각 효과 소멸에 기인한다.

>>> 제품가격 강세, 견조한 수익성 유지 전망

폴리실리콘 및 TDI 가격 강세가 1월에도 이어지고 있어 1분기 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 1월 폴리실리콘 평균 스팟 가격은 17.65\$/kg으로 4분기 평균가격보다 4.5% 높은 수준이고 TDI 역시 6,500\$/톤으로 4분기 보다 10% 높은 수준을 유지하고 있다. 반면 1분기 폴리실리콘 정기보수가 예정되어 있어 생산과 출하가 소폭 감소할 것으로 보이나 1분기 실적은 견조한 수준을 유지할 수 있을 것으로 전망된다. 아울러 카본제품의 생산확대 및 가격 강세도 올해 실적 개선에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상한다.

>>> 목표주가 및 투자의견 상향

목표주가를 2018년 예상 BPS 151,600원, PB 1.3x 를 적용하여 197,000원으로 상향하며 투자의견 역시 Buy로 조정한다. 견조한 글로벌 PV 수요성장과 폴리실리콘 및 화학제품 가격 강세에 힘입어 이익 성장 흐름이 당분간 지속될 것으로 전망되기 때문이다.

다만 충절 효과로 인한 계절성, 중국 보조금 감축으로 인한 영향, 웨이퍼/셀/모듈 가격 하락 압력 등으로 인하여 당분간 폴리실리콘 가격 변동성은 다소 확대될 개연성이 있는 상황으로 판단한다.

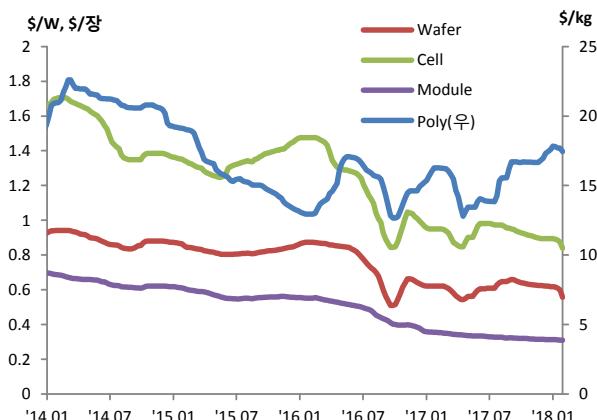
OCI 4분기 실적 요약, 폴리실리콘 가격 강세가 수익성 개선 견인

(단위 십억원)

		1Q 16	2Q 16	3Q 16	4Q 16	1Q 17	2Q 17	3Q 17	4Q 17P	QoQ	YoY	1Q 18E
베이직 케미칼	매출	405	442	320	397	377	356	464	486	4.7%	22.4%	451
	OP	-4	33	-10	10	12	2	31	64	108.5%	540.0%	61
	EBITDA	51	87	42	62	64	56	87	118	35.6%	90.3%	113
카본 케미칼	매출	217	218	196	247	286	342	352	340	-3.4%	37.7%	322
	OP	18	26	18	33	47	50	57	54	-5.6%	63.6%	47
	EBITDA	26	34	26	42	57	60	67	63	-6.3%	50.0%	57
에너지 솔루션	매출	305	41	48	37	504	48	180	80	-55.6%	116.2%	91
	OP	66	-8	1	-40	19	-13	-2	5	흑전	흑전	5
	EBITDA	71	4	12	-30	28	-4	7	12	71.4%	흑전	12
Total	매출	890	664	536	650	1,138	699	942	853	-9.5%	31.2%	835
	OP	74	47	2	3	69	31	79	102	29.9%	3685.2%	97
	EBITDA	146	125	78	73	144	107	158	177	12.2%	141.9%	181
	순익	248	123	-109	-52	36	90	42	65	56.1%	흑전	63

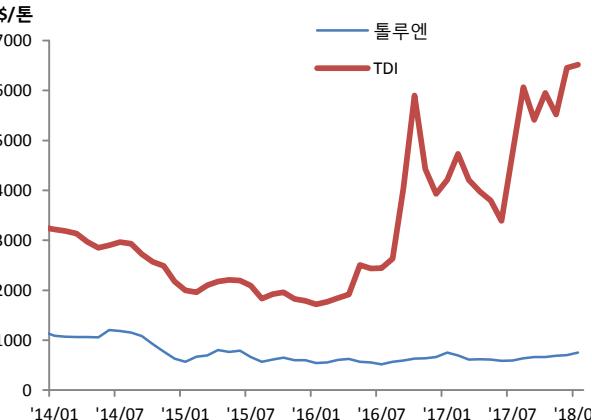
자료: OCI, 키움증권

폴리실리콘 가격 강세, 반면 웨이퍼/셀/모듈 약세



자료: 블룸버그

4분기 이어 1월에도 TDI 가격 강세 유지, 긍정적



자료: 블룸버그

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	23,015	27,394	36,316	33,232	35,718
매출원가	22,158	24,095	30,706	27,071	29,110
매출총이익	857	3,299	5,610	6,161	6,608
판매비및일반관리비	2,303	2,085	2,765	2,530	2,719
영업이익(보고)	-1,446	1,214	2,845	3,631	3,889
영업이익(핵심)	-1,446	1,214	2,845	3,631	3,889
영업외손익	-1,585	-3,165	-48	-277	-307
이자수익	74	86	115	105	113
배당금수익	2	135	179	164	176
외환이익	839	968	400	400	0
이자비용	743	696	696	696	696
외환손실	751	857	0	0	0
관계기업지분법손익	288	29	0	0	300
투자및기타자산처분손익	1	112	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-307	-139	-46	-250	-200
기타	-987	-2,803	0	0	0
법인세차감전이익	-3,031	-1,951	2,797	3,354	3,582
법인세비용	-640	-2,178	468	805	860
유효법인세율 (%)	21.1%	111.6%	16.7%	24.0%	24.0%
당기순이익	1,821	2,194	2,329	2,549	2,722
지배주주지분순이익(억원)	1,003	2,421	2,096	2,294	2,450
EBITDA	2,193	4,272	5,568	6,220	6,353
현금순이익(Cash Earnings)	5,460	5,253	5,052	5,138	5,187
수정당기순이익	2,062	2,191	2,367	2,739	2,874
증감율(% YoY)					
매출액	-4.9	19.0	32.6	-8.5	7.5
영업이익(보고)	N/A	N/A	134.4	27.6	7.1
영업이익(핵심)	N/A	N/A	134.4	27.6	7.1
EBITDA	-51.3	94.8	30.3	11.7	2.1
지배주주지분 당기순이익	N/A	141.4	-13.4	9.4	6.8
EPS	N/A	141.4	-13.4	9.4	6.8
수정순이익	338.2	6.2	8.1	15.7	4.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	205	4,076	2,232	5,886	3,975
당기순이익	1,821	2,194	2,329	2,549	2,722
감가상각비	3,611	3,036	2,701	2,569	2,446
무형자산상각비	29	23	21	20	19
외환손익	0	0	-400	-400	0
자산처분손익	43	61	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	-300
영업활동자산부채 증감	-3,242	176	-2,685	927	-747
기타	-2,056	-1,413	265	221	-164
투자활동현금흐름	-1,971	-1,393	-3,321	-198	-1,647
투자자산의 처분	6,353	2,961	-682	236	-190
유형자산의 처분	106	4	0	0	0
유형자산의 취득	-8,760	-4,418	-1,000	-1,000	-1,000
무형자산의 처분	-83	-19	0	0	0
기타	-1	29	-1,639	566	-457
재무활동현금흐름	1,683	-4,039	-141	-165	-111
단기차입금의 증가	-2,587	-5,102	0	0	0
장기차입금의 증가	4,603	1,133	0	0	0
자본의 증가	366	52	0	0	0
배당금지급	-584	-50	-95	-95	-95
기타	-115	-72	-46	-70	-15
현금및현금성자산의순증가	-414	-1,382	-1,230	5,523	2,218
기초현금및현금성자산	5,182	4,768	3,386	2,156	7,678
기말현금및현금성자산	4,768	3,386	2,156	7,678	9,896
Gross Cash Flow	3,447	3,901	4,917	4,958	4,723
Op Free Cash Flow	-9,587	-1,344	1,407	5,275	3,673

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	23,998	19,814	23,934	27,607	31,316
현금및현금성자산	4,768	3,386	2,156	7,678	9,896
유동금융자산	343	1,599	2,119	1,939	2,084
매출채권및유동채권	6,462	6,487	8,599	7,869	8,458
재고자산	5,169	7,900	10,473	9,583	10,300
기타유동금융자산	7,256	443	587	537	577
비유동자산	48,989	42,672	43,011	40,936	40,472
장기매출채권및기타비유동채권	211	390	517	473	508
투자자산	1,925	2,276	2,573	2,696	3,205
유형자산	42,588	34,631	32,930	31,361	29,915
무형자산	468	343	321	302	283
기타비유동자산	3,797	5,032	6,671	6,104	6,561
자산총계	72,988	62,486	66,946	68,543	71,788
유동부채	15,854	14,379	15,669	15,222	15,582
매입채무및기타유동채무	6,262	3,694	4,897	4,482	4,817
단기차입금	3,012	1,651	1,651	1,651	1,651
유동성장기차입금	3,273	8,761	8,761	8,761	8,761
기타유동부채	3,308	273	359	329	353
비유동부채	24,711	15,460	16,397	15,987	16,246
장기매입채무및비유동채무	3,658	3,018	4,001	3,661	3,935
사채및장기차입금	19,999	12,037	12,037	12,037	12,037
기타비유동부채	1,054	405	359	290	274
부채총계	40,566	29,840	32,066	31,210	31,829
자본금	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272
주식발행초과금	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345
이익잉여금	20,137	22,572	24,575	26,776	29,134
기타자본	798	767	767	767	767
지배주주지분자본총계	29,553	31,957	33,960	36,161	38,518
비지배주주지분자본총계	2,869	689	920	1,172	1,442
자본총계	32,422	32,646	34,880	37,333	39,960
순차입금	21,173	17,464	18,174	12,831	10,468
총차입금	26,284	22,449	22,449	22,449	22,449

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	4,206	10,151	8,789	9,619	10,272
BPS	123,914	133,995	142,392	151,622	161,507
주당EBITDA	9,194	17,913	23,345	26,079	26,640
CFPS	22,893	22,024	21,182	21,542	21,748
DPS	0	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	17.8	7.8	9.0	8.2	7.7
PBR	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	24.5	8.1	7.0	5.4	4.9
PCFR	3.3	3.6	3.7	3.7	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-6.3	4.4	7.8	10.9	10.9
영업이익률(핵심)	-6.3	4.4	7.8	10.9	10.9
EBITDA margin	9.5	15.6	15.3	18.7	17.8
순이익률	7.9	8.0	6.4	7.7	7.6
자기자본이익률(ROE)	5.6	6.7	6.9	7.1	7.0
투하자본이익률(ROIC)	-2.3	-0.3	5.4	6.4	7.2
안정성(%)					
부채비율	125.1	91.4	91.9	83.6	79.7
순차입금비율	65.3	53.5	52.1	34.4	26.2
이자보상배율(배)	N/A	1.7	4.1	5.2	5.6
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	4.2	4.8	4.0	4.4
재고자산회전율	4.3	4.2	4.0	3.3	3.6
매입채무회전율	3.2	5.5	8.5	7.1	7.7

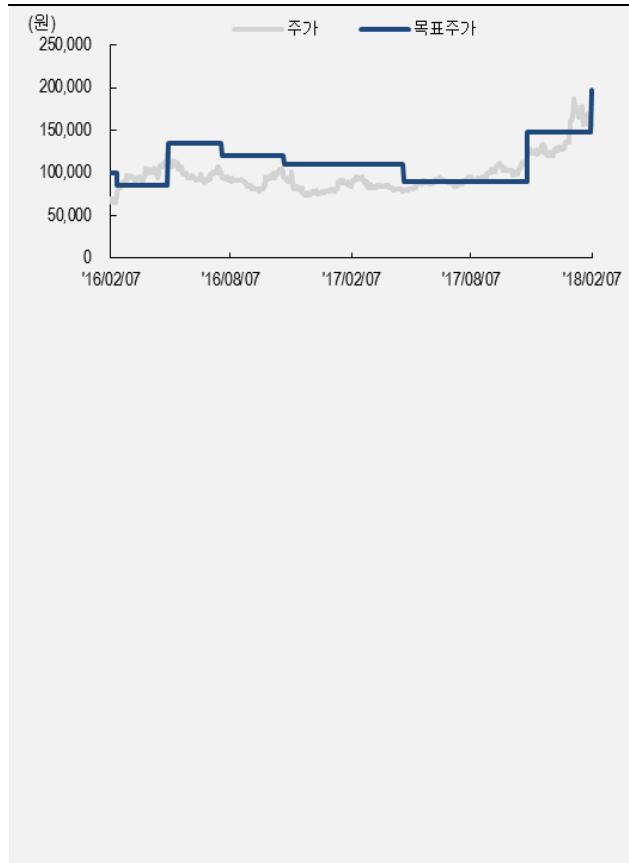
Compliance Notice

- 당사는 2월 6일 현재 'OCI' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
OCI	2016-02-17	Outperform (Maintain)	85,000원	6개월	14.83	44.71
(010060)	2016-05-04	Outperform (Maintain)	135,000원	6개월	-26.21	-15.19
	2016-07-25	Outperform (Maintain)	120,000원	6개월	-24.58	-13.33
	2016-10-27	Outperform (Maintain)	110,000원	6개월	-25.06	-7.73
	2017-02-08	Buy(Upgrade)	110,000원	6개월	-23.91	-7.73
	2017-04-27	Outperform (Downgrade)	90,000원	6개월	-3.33	5.67
	2017-07-27	Marketperform (Downgrade)	90,000원	6개월	3.71	25.00
	2017-11-02	Outperform (Upgrade)	148,000원	6개월	55.90	107.22
	2018-02-07	Buy(Upgrade e)	197,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%