



기업분석 | 정유화학

Analyst  
양형모  
02 3779 8843  
yhm@ebestsec.co.kr

## Buy (maintain)

목표주가	150,000 원
현재주가	104,000 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI(8/16)	2,240.8 pt
시가총액	24,803 억원
발행주식수	23,849 천주
52 주 최고가 /	186,500 / 92,600 원
90 일 일평균거래대금	331.8 억원
외국인 지분율	24.4%
배당수익률(18.12E)	1.9%
BPS(18.12E)	148,473 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 8.0% 6 개월 -26.3% 12 개월 15.2%
주주구성	이화영외 37인 25.2% 국민연금공단 8.1%

### Stock Price



**OCI** (010060)

## 풀리 바닥 확인 – 부동산 개발 뉴스 전에 사자

### 풀리실리콘 가격 바닥 확인 – GCL Poly 자금 조달 이슈 부각

GCL Poly 는 상하이 일렉트릭과 폴리실리콘 사업 지분 51% 매각을 진행해왔다. 51% 매각 가격은 2.9 조원이었다. GCL 은 지분 매각으로 부채 감축 및 증설 자금으로 사용하려 했다. 그러나 최근 매각은 무산되었다. 무산 원인에 대해 “양측이 합의에 도달하지 못했다”고 전했다. 이로 인해 GCL 의 자금 조달 이슈가 부각되고 있다. GCL 사의 2017년 기준 순부채비율은 172%, 순차입금은 72 억달러에 달한다. 2017년 이자비용은 3.4 억달러였다. 또한 GCL 은 2018년 상반기 이익이 전년대비 60~70% 감소한 3.6~4.8 억 원안이 될 것으로 언급했다. 2018년 폴리실리콘 증설은 전년 대비 18.8%로 추정했다. 그러나 증설 지연 가능성성이 높다. 그리고 한계 기업 구조 조정이 가속화되어 실제 글로벌 캐파 증설은 예상 대비 크지 않겠다. GCI 사는 2018년 말까지 4만톤 증설을 계획했다. Tongwei 사는 올해 5만톤 증설을 언급했고, 실제로 Longi 사와 장기공급계약(물량만 확정)을 체결했다. 그러나 현재 업황과 폴리실리콘 가격을 고려하면 증설 지연 가능성성이 높다는 판단이다. REC 사는 생산 중단을 검토 중이다. 한국폴리실리콘은 법정관리에 들어갔고 웅진폴리실리콘은 매각되어 폴리실리콘 사업 영위 가능성은 없다. East hope 사는 품질 문제가 발생했고, 2019년 1.5만톤 증설을 계획하고 있지만 가능성은 높지 않다. 한계 기업들은 재고를 소진하여 버티고 있고, 상위 기업들은 정기보수를 진행하고 있다. 폴리실리콘 가격 바닥은 확인되었다. 글로벌 태양광 업체의 재고가 한계 수준에 이르렀다. 향후 수 주 내에 가동률을 높이는 현상이 발생하겠다.

### 부동산 개발 뉴스 전에 사자

동사에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 15 만원을 유지한다. OCI 주가는 폴리실리콘 가격에 연동되지만 폴리실리콘 가격을 예측하기는 어렵다. 다만 바닥은 확인했다. 향후 1~2개월 내에 다가올 이슈는 용현/학의 1블럭 개발 호재다. 9~10월 철거가 완료된다. 이후 4 조원을 상회하는 프로젝트 개발이 시작된다. 태양광 업황 바닥을 확인한 지금, 부동산 개발 뉴스 전에 OCI 를 매수하자.

### Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,737	3,632	3,339	4,108	4,510
영업이익	133	284	313	626	858
세전계속사업손익	-103	280	283	575	811
순이익	219	233	236	434	612
EPS (원)	10,151	9,849	9,876	18,193	25,667
증감률 (%)	n/a	-3.0	0.3	84.2	41.1
PER (x)	7.8	13.8	10.5	5.7	4.1
PBR (x)	0.6	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	8.3	7.0	4.4	2.7	2.0
영업이익률 (%)	4.8	7.8	9.4	15.2	19.0
EBITDA 마진 (%)	16.0	16.2	18.3	22.3	26.0
ROE (%)	7.9	7.2	6.8	11.6	14.6
부채비율 (%)	91.4	77.9	74.0	66.6	57.3

주: IFRS 연결 기준

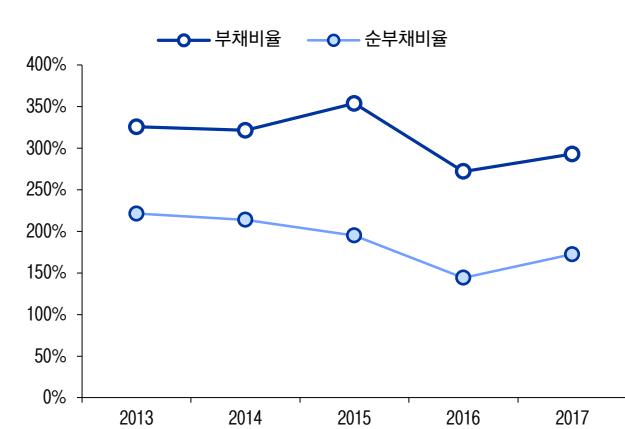
자료: OCI, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 폴리실리콘 Capa 와 수요 전망 – 증설 지연 가능 및 한계 기업 구조 조정 중

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Tongwei/Yongxiang	1,000	1,000	3,000	3,000	3,000	15,000	15,000	20,000	70,000	70,000	100,000
GCL-Poly	21,000	63,000	63,000	65,000	65,000	68,000	70,000	70,000	110,000	110,000	110,000
OCI	27,000	42,000	42,000	42,000	42,000	52,000	52,000	60,050	67,400	79,000	79,000
Wacker	30,000	37,000	47,000	52,000	52,000	66,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
Hemlock	36,000	36,000	46,000	46,000	39,500	39,500	39,500	39,500	39,500	39,500	39,500
Xinte	1,500	3,000	3,000	15,000	15,000	15,000	22,000	36,000	36,000	36,000	36,000
DAQO	4,300	4,300	7,300	6,150	6,150	12,150	12,150	18,000	25,000	30,000	30,000
East Hope								15,000	15,000	30,000	30,000
<b>REC</b>	<b>17,500</b>	<b>17,500</b>	<b>21,500</b>	<b>20,000</b>	<b>20,000</b>	<b>20,000</b>	<b>23,000</b>	<b>23,000</b>	<b>23,000</b>	<b>23,000</b>	<b>23,000</b>
Shaanxi Tianhong(REC)	1,000	1,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	22,000	22,000	22,000	22,000
Luoyang Sino-silicon	5,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	18,000	18,000	18,000	18,000
<b>Asia Silicon</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>12,000</b>	<b>15,000</b>	<b>15,000</b>	<b>15,000</b>	<b>15,000</b>	<b>15,000</b>
Hanwha						13,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000
LDK	17,000	17,000	17,000		10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
MEMC	12,100	9,475	8,425	9,425	9,425	9,425	9,425	9,425	9,425	9,425	9,425
Tokuyama	8,200	9,200	9,200	9,200	23,000	23,000	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
Nan Bo	2,500	2,500	6,000	6,000	6,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
Dun An	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
SolarWorld	3,200	3,600	3,600	3,600	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200	7,200
<b>Woongjin Polysilicon</b>	<b>3,500</b>	<b>5,000</b>	<b>7,000</b>								
ReneSola	3,000	3,000	10,000	10,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Kunming Yeyan	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Elkem	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
Mitsubishi Polycrystalline Silicon	4,300	4,300	4,300	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500	5,500
기타	47,750	68,330	28,330	34,925	41,925	50,425	42,075	42,075	37,868	34,081	34,081
<b>폴리실리콘 Capa</b>	<b>256,350</b>	<b>353,205</b>	<b>352,155</b>	<b>364,800</b>	<b>388,700</b>	<b>462,200</b>	<b>483,850</b>	<b>553,750</b>	<b>653,893</b>	<b>681,706</b>	<b>711,706</b>
<b>폴리실리콘 YoY</b>		<b>37.8%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>3.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>18.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>14.4%</b>	<b>18.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>8.7%</b>

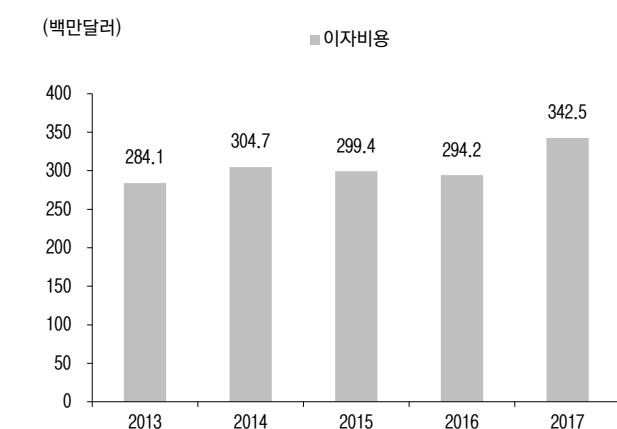
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 GCL Poly 부채비율 293%



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 GCL Poly 이자 비용



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 용현 학익 1블력 보유 현황 – OCI 100% 자회사 DCRE는 35만평 보유(장부가 1.16조원)

		면적(평)	면적m2	공시지가(m2, 원)	장부가(억원)	장부가 평당(원)
이테크건설	창고용지	587-45	3,524	11,650	866,995	
	영창중고매매센터	587-58	11,800	39,008	1,334,900	
	주유소용지	587-107	383	2,979	1,334,900	
	도로	587-130	276	912	415,800	
	공장용지	587-131	878	2,903	1,082,800	
	공장용지	587-166	130	429	1,082,800	
이테크 합계			16,991	57,881	70,136,037,250	773
삼광글라스	삼광글라스	587-59	20,001	66,118	1,052,700	
삼광 합계			20,001	66,118	69,602,418,600	
유니드	인천공장	587-84	14,000	46,280	1,320,000	
		587-182	754	2,493	1,347,300	
유니드 합계			14,754	48,773	64,448,418,900	600
기부체납	상업용지	10,514	34,758			
	문화용지		4,855	16,051		
	극동방송		545	1,802		
	OCI 본관		1,701	5,624		
	문화용지		3,941	13,029		
	경인방송		2,895	9,570		
	상업문화용지		19,311	63,838		
	건물		5,141	16,996		
	창조혁신용지		9,000	29,753		
	문화용지		1,976	6,532		
	DCRE건물		2,330	7,704		
기부체납 합계			62,211	205,657		
DCRE 합계	학익동	353,430	1,168,363		12,057	3,411,437

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 용현/학익 1블력 위치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## OCI (010060)

## 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,981	2,098	2,843	3,133	3,332
현금 및 현금성자산	339	914	1,512	1,680	1,627
매출채권 및 기타채권	578	532	597	686	751
재고자산	790	358	547	571	751
기타유동자산	275	294	188	195	203
비유동자산	4,267	3,979	3,435	3,520	3,819
관계기업투자등	153	74	74	77	80
유형자산	3,463	3,291	3,127	3,204	3,494
무형자산	34	43	42	39	37
<b>자산총계</b>	<b>6,249</b>	<b>6,078</b>	<b>6,277</b>	<b>6,653</b>	<b>7,151</b>
유동부채	1,438	1,214	1,393	1,420	1,411
매입채무 및 기타재무	302	379	379	436	478
단기금융부채	1,051	755	855	819	762
기타유동부채	85	80	158	165	172
비유동부채	1,546	1,448	1,278	1,239	1,193
장기금융부채	1,204	1,163	932	879	819
기타비유동부채	342	285	346	360	374
<b>부채총계</b>	<b>2,984</b>	<b>2,662</b>	<b>2,671</b>	<b>2,659</b>	<b>2,604</b>
지배주주지분	3,196	3,352	3,541	3,928	4,481
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	786	786	786
이익잉여금	2,257	2,477	2,666	3,053	3,606
비지배주주지분(연결)	69	63	66	66	66
<b>자본총계</b>	<b>3,265</b>	<b>3,416</b>	<b>3,607</b>	<b>3,994</b>	<b>4,547</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>408</b>	<b>480</b>	<b>415</b>	<b>679</b>	<b>735</b>
당기순이익(손실)	219	233	236	434	612
비현금수익비용기감	239	354	337	301	326
유형자산감가상각비	304	303	294	286	310
무형자산상각비	2	3	3	2	2
기타현금수익비용	-242	-9	40	12	13
영업활동 자산부채변동	18	-49	-142	-56	-203
매출채권 감소(증가)	-12	-5	-77	-89	-66
재고자산 감소(증가)	163	67	-186	-24	-180
매입채무 증가(감소)	19	0	40	57	42
기타자산, 부채변동	-153	-111	81	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-139</b>	<b>416</b>	<b>306</b>	<b>-374</b>	<b>-612</b>
유형자산처분(취득)	-441	334	-143	-363	-600
무형자산 감소(증가)	-2	-5	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-118	67	65	-4	-4
기타투자활동	422	19	384	-8	-8
<b>재무활동 현금</b>	<b>-404</b>	<b>-295</b>	<b>-130</b>	<b>-136</b>	<b>-177</b>
차입금의 증가(감소)	-397	-286	-130	-89	-117
자본의 증가(감소)	0	-10	-47	-47	-60
배당금의 지급	5	10	47	47	60
기타재무활동	-7	0	47	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-138</b>	<b>575</b>	<b>598</b>	<b>169</b>	<b>-54</b>
기초현금	477	339	914	1,512	1,680
기말현금	339	914	1,512	1,680	1,627

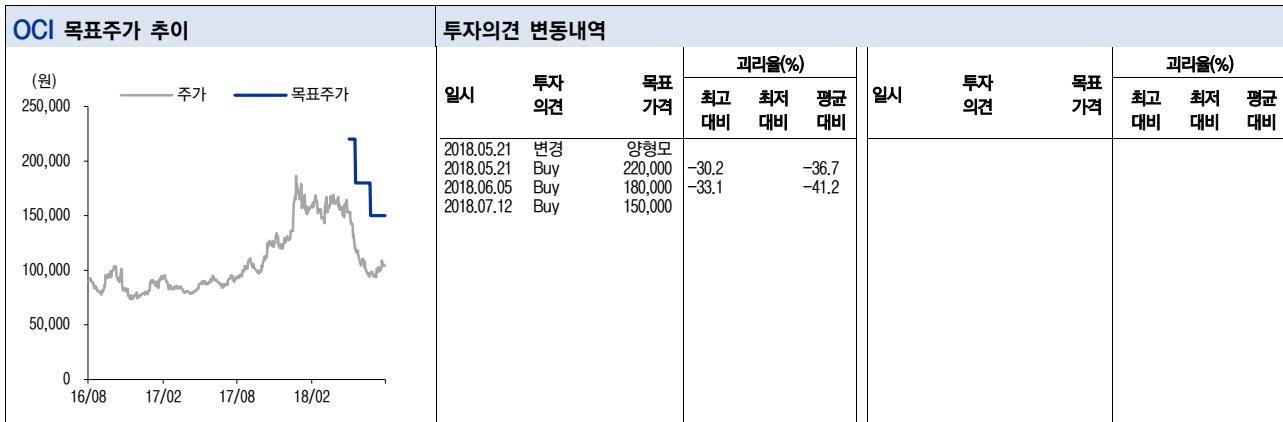
자료: OCI, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결 기준

## 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,737</b>	<b>3,632</b>	<b>3,339</b>	<b>4,108</b>	<b>4,510</b>
매출원가	2,397	3,133	2,831	3,240	3,387
<b>매출총이익</b>	<b>340</b>	<b>498</b>	<b>508</b>	<b>867</b>	<b>1,123</b>
판매비 및 관리비	207	214	195	241	265
<b>영업이익</b>	<b>133</b>	<b>284</b>	<b>313</b>	<b>626</b>	<b>858</b>
(EBITDA)	438	590	610	914	1,171
금융손익	-34	-93	-60	-63	-59
이자비용	68	74	70	67	64
관계기업등 투자손익	3	8	1	1	1
기타영업외손익	-205	80	28	10	10
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-103</b>	<b>280</b>	<b>283</b>	<b>575</b>	<b>811</b>
계속사업법인세비용	-218	36	47	141	199
계속사업이익	114	244	236	434	612
중단사업이익	105	-11	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>219</b>	<b>233</b>	<b>236</b>	<b>434</b>	<b>612</b>
지배주주	242	235	236	434	612
<b>총포괄이익</b>	<b>227</b>	<b>169</b>	<b>236</b>	<b>434</b>	<b>612</b>
매출총이익률 (%)	12.4	13.7	15.2	21.1	24.9
영업이익률 (%)	4.8	7.8	9.4	15.2	19.0
EBITDA 마진률 (%)	16.0	16.2	18.3	22.3	26.0
당기순이익률 (%)	8.0	6.4	7.1	10.6	13.6
ROA (%)	3.6	3.8	3.8	6.7	8.9
ROE (%)	7.9	7.2	6.8	11.6	14.6
ROIC (%)	1.9	5.4	6.5	12.4	15.7

## 주요 투자지표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	7.8	13.8	10.5	5.7	4.1
P/B	0.6	1.0	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.3	7.0	4.4	2.7	2.0
P/CF	4.1	5.5	4.3	3.4	2.6
배당수익률 (%)	0.5	1.4	1.9	2.4	2.9
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	18.9	32.7	-8.1	23.0	9.8
영업이익	흑전	114.7	9.9	100.2	37.1
세전이익	적지	흑전	1.0	103.4	41.1
당기순이익	20.5	6.0	1.4	83.9	41.1
EPS	141.4	-3.0	0.3	84.2	41.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	91.4	77.9	74.0	66.6	57.3
유동비율	137.8	172.8	204.1	220.7	236.2
순차입금/자기자본(x)	53.8	25.9	6.1	-1.0	-2.3
영업이익/금융비용(x)	2.0	3.8	4.5	9.3	13.4
총차입금 (십억원)	2,255	1,918	1,787	1,698	1,581
순차입금 (십억원)	1,756	883	220	-40	-105
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,151	9,849	9,876	18,193	25,667
BPS	133,995	140,563	148,473	164,715	187,882
CFPS	19,229	24,597	24,014	30,794	39,324
DPS	400	1,950	1,950	2,500	3,000



#### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 양형모)

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바이며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

– 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

– 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

– 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

– 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

#### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	93.0% 7.0%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2017. 7. 1 ~ 2018. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)