

OCI

BUY(유지)

010060 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	120,000원	현재주가(07/15)	92,500원	Up/Downside	+29.7%
----------	----------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 07. 16

## 하반기 가격 반등 기대감을 높여야 할 때

## News

**중국 태양광 보조금 입찰 완료, 하반기 수요 반등 기대:** 중국 NEA는 하반기 태양광 보조금이 집행될 신규 프로젝트 3,921개, 총 22.78GW에 대한 태양광 프로젝트를 최종 승인했다.(7/12) 22.78GW는 유틸리티 18.12GW, 분산형 4.66GW로 나뉘지며 19년말까지 설치하지 않을 경우 3개월당 0.1위안/kwh의 보조금이 삭감되고, 20년 6월말까지 설치되지 않을 경우 보조금 집행이 취소된다. 당초 7월말로 예상되었던 입찰 결과 발표가 앞당겨지고 19.5월 누적 8GW(6월 누적 10GW 추정)에 그친 중국 설치 수요의 하반기 급 반등 기대감이 더해지며 글로벌 태양광 주식들의 주가는 반등했다.

## Comment

**2Q19E 영업적자 292억원, 하반기 반등 예상:** 2Q 영업이익은 -292억원으로 컨센서스 -265억원에 부합할 것으로 전망한다. 베이직케미칼 적자는 1Q -719억원→2Q -515억원으로 개선될 것으로 전망하는데, 폴리실리콘 spot 가격(PV insights)이 2Q \$8.3/kg(QoQ-7.1%)으로 추가 하락했지만 실제 수출 가격의 하락 폭은 미미했던 것으로 추정되고, 1Q 70% 수준의 가동률이 2Q 90%로 상승하면서 고정비 절감효과가 커졌기 때문이다. 중국 설치수요와 민감한 폴리실리콘의 특성상 상반기 약 10GW의 2배 이상의 수요가 집중될 8월~12월의 가격 반등 기대감이 커질 것으로 판단된다.

## Action

**소외된 폴리실리콘+상대적인 원가 경쟁력 저하는 부인할 수 없지만 하락하기만 하는 제품은 없다:** 18~19년 대형 폴리실리콘 증설이 일단락되었지만 태양광 제품 생산의 중심인 중국 설치 수요 둔화로 가격 하락세가 지속되었다. 추가 증설은 Daqo/Xinte의 각각 3.5만톤/3.6만톤이 20년 2Q~3Q에 예정되어 있다. 이미 Xinjiang에 위치한 3개 업체를 제외하면 전체 폴리실리콘 업체들이 EBITDA 적자를 시현하고 있기에 현재 폴리실리콘 가격은 오래 유지되기 어렵다고 판단된다. 하반기 중국 수요 개선, 이미 수요 성장이 나타나고 있는 선진국 태양광 발전을 고려할 때 8월 이후 가격 반등 기대감을 높일 시점이다. 투자이견 Buy, 목표주가 12만원을 유지한다.

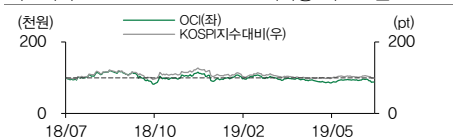
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	3,632	3,112	2,969	3,211	3,164
(증가율)	32.7	-14.3	-4.6	8.1	-1.5
영업이익	284	159	-72	119	176
(증가율)	114.7	-44.2	적전	흑전	47.7
지배주주순이익	235	104	-69	81	126
EPS	9,849	4,352	-2,895	3,378	5,298
PER (H/L)	13.9/7.8	43.0/18.4	NA	26.0	16.6
PBR (H/L)	1.0/0.5	1.3/0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (H/L)	7.1/4.8	11.0/5.5	14.2	7.5	6.4
영업이익률	7.8	5.1	-2.4	3.7	5.6
ROE	7.2	3.1	-2.0	2.4	3.6

## Stock Data

52주 최저/최고	81,200/120,500원
KOSDAQ /KOSPI	681/2,087pt
시가총액	20,964억원
60일-평균거래량	97,966
외국인지분율	25.5%
60일-외국인지분율변동추이	+1.0%p
주요주주	이화영 외 33인 22.4%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.9	-8.6	-9.4
상대기준	-5.9	-2.2	-0.8

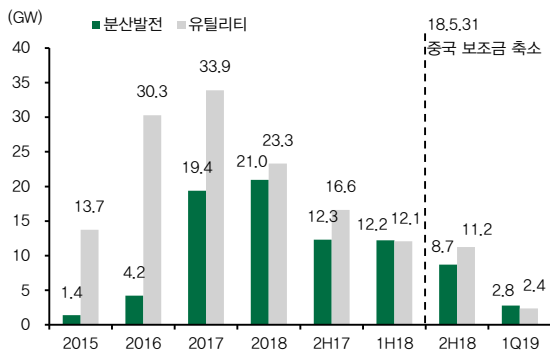
도표 1. OCI 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	857	785	766	704	642	738	780	810	3,112	2,969	3,211
%YoY	-24.7	12.3	-18.7	-17.4	-25.1	-6.0	1.9	14.9	-14.3	-4.6	8.1
%QoQ	0.5	-8.4	-2.5	-8.0	-8.9	15.0	5.7	3.8			
배이직케미칼	428	381	298	294	269	322	346	373	1,401	1,310	1,476
석유화학&카본소재	410	367	343	306	317	358	384	363	1,426	1,422	1,492
에너지솔루션	92	99	168	124	100	102	94	117	483	412	418
연결 영업이익	106	80	16	-43	-40	-29	-15	12	159	-72	119
%YoY	50.4	150.5	-80	적전	적전	적전	적전	흑전	-44.2	적전	흑전
%QoQ	4	-24.8	-80.5	적전	적지	적지	적지	흑전			
배이직케미칼	36	21	-59	-62	-72	-51	-41	-16	-65	-181	-25
석유화학&카본소재	68	54	54	12	17	13	22	18	187	69	102
에너지솔루션	9	14	27	12	24	15	10	16	62	66	66
영업이익률	12.4	10.2	2.0	-6.1	-6.2	-4.0	-1.9	1.5	5.1	-2.4	3.7
배이직케미칼	8.4	5.5	-19.9	-21.1	-26.8	-16.0	-11.8	-4.4	-4.6	-13.8	-1.7
석유화학&카본소재	16.6	14.7	15.6	3.8	5.3	3.6	5.7	4.9	13.1	4.9	6.8
에너지솔루션	9.7	14.3	16.2	9.3	23.4	15.0	11.2	14.1	12.8	15.9	15.9

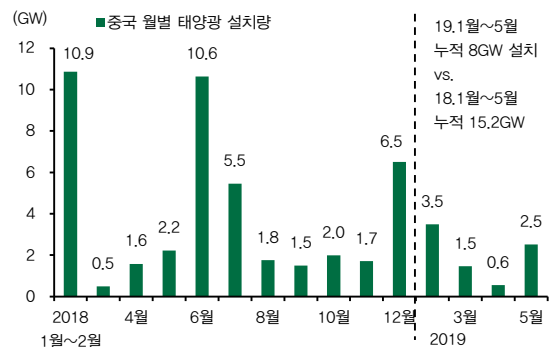
자료: OCI, DB금융투자

도표 2. 중국 태양광 유틸리티&amp;분산발전 설치량 추이



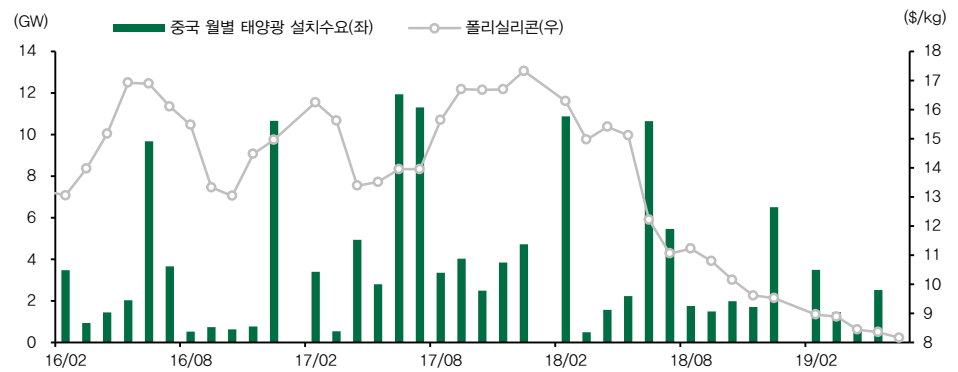
자료: NEA, DB금융투자

도표 3. 중국 월별 태양광 설치량 추이: 19년 저조



자료: Wind, DB금융투자

도표 4. 중국 월별 태양광 설치수요와 폴리실리콘 spot 가격 추이



자료: PV insights, Wind, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,098	2,019	1,683	1,520	1,378
현금및현금성자산	914	744	395	219	90
매출채권및기타채권	534	434	494	501	498
재고자산	358	545	495	501	492
비유동자산	3,979	3,641	3,710	3,738	3,764
유형자산	3,291	3,257	3,330	3,361	3,389
무형자산	43	42	39	35	33
투자자산	85	124	124	124	124
자산총계	6,078	5,660	5,466	5,331	5,215
유동부채	1,214	1,093	794	795	778
매입채무및기타채무	416	366	332	333	316
단기차입금및단기차입금	233	228	213	213	213
유동성장기부채	520	478	228	228	228
비유동부채	1,448	1,074	1,249	1,049	849
사채및장기차입금	1,163	803	978	778	578
부채총계	2,662	2,167	2,043	1,844	1,627
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	786	786	786
이익잉여금	2,477	2,529	2,460	2,524	2,624
비지배주주지분	63	63	63	63	63
자본총계	3,416	3,493	3,423	3,487	3,588

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	480	677	225	364	423
당기순이익	233	104	-69	81	126
현금유출이없는비용및수익	354	465	296	329	343
유형및무형자산상각비	305	303	281	272	275
영업관련자산부채변동	-49	-175	-24	-29	-14
매출채권및기타채권의감소	-5	106	-60	-7	4
재고자산의감소	67	-225	50	-6	9
매입채무및기타채무의증가	0	14	-34	1	-17
투자활동현금흐름	416	-399	-331	-287	-291
CAPEX	-113	-277	-350	-300	-300
투자자산의순증	69	-39	0	0	0
재무활동현금흐름	-295	-460	-169	-253	-261
사채및장기차입금의 증가	-336	-409	-90	-200	-200
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-10	-47	-20	0	-17
기타현금흐름	-26	13	-74	0	0
현금의증가	575	-170	-349	-177	-129
기초현금	339	914	744	395	219
기말현금	914	744	395	219	90

자료: OCI, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,632	3,112	2,969	3,211	3,164
매출원가	3,133	2,746	2,775	2,804	2,704
매출총이익	498	366	194	407	460
판매비	214	207	266	288	284
영업이익	284	159	-72	119	176
EBITDA	590	461	209	391	451
영업외손익	-5	-28	-19	-22	-18
금융손익	-82	-50	-37	-40	-36
투자손익	3	4	0	0	0
기타영업외손익	74	18	18	18	18
세전이익	280	130	-91	97	158
중단사업이익	-11	-1	0	0	0
당기순이익	233	104	-69	81	126
지배주주지분순이익	235	104	-69	81	126
비지배주주지분순이익	-2	0	0	0	0
총포괄이익	161	123	-69	81	126
증감률(%YoY)					
매출액	32.7	-14.3	-4.6	8.1	-1.5
영업이익	114.7	-44.2	작전	흑전	47.7
EPS	-3.0	-55.8	작전	흑전	56.8

## 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	9,849	4,352	-2,895	3,378	5,298
BPS	140,563	143,796	140,901	143,579	147,777
DPS	1,950	850	0	700	1,100
Multiple(배)					
P/E	13.8	24.6	NA	26.0	16.6
P/B	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.1	6.8	14.2	7.5	6.4
수익성(%)					
영업이익률	7.8	5.1	-2.4	3.7	5.6
EBITDA마진	16.2	14.8	7.0	12.2	14.2
순이익률	6.4	3.3	-2.3	2.5	4.0
ROE	7.2	3.1	-2.0	2.4	3.6
ROA	3.8	1.8	-1.2	1.5	2.4
ROIC	5.7	3.2	-1.4	2.4	3.4
안정성및기타					
부채비율(%)	77.9	62.0	59.7	52.9	45.4
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	20.0	19.5	0.0	20.7	20.8

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자이전 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

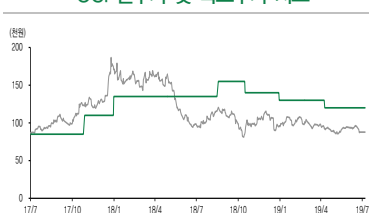
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## OCI 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/11/14	Hold	85,000	5.6 49.4				
17/11/13	Hold	110,000	23.2 69.5				
18/01/16	UNDER	135,000	0.8 -30.7				
18/09/03	Buy	155,000	-32.4 -22.9				
18/11/01	Buy	140,000	-27.0 -17.5				
19/01/15	Buy	130,000	-23.5 -16.9				
19/04/25	Buy	120,000	-				

주: \*표는 담당자 변경