

2022. 10. 27



▲ 이차전지/석유화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **이지호**
02. 6454-4885
jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 160,000 원

현재주가 (10.26) 104,000 원

상승여력 53.8%

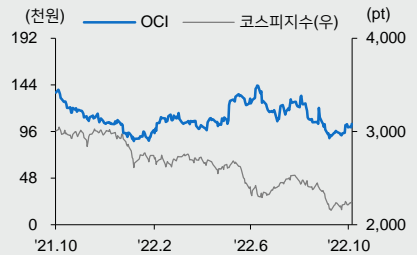
KOSPI	2,249.56pt
시가총액	24,803억원
발행주식수	2,385만주
유동주식비율	77.76%
외국인비중	10.93%
52주 최고/최저가	143,500원/86,100원
평균거래대금	692.1억원

주요주주(%)

이화영 외 30 인	22.24
국민연금공단	10.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.5	4.7	-24.4
상대주가	10.1	24.2	2.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	2,002.5	-86.2	-246.2	-10,321	-68.9	98,160	-9.0	0.9	62.8	-9.9	86.0
2021	3,244.0	626.0	647.7	27,156	-359.6	128,783	3.8	0.8	4.3	23.9	82.6
2022E	4,743.7	994.9	794.4	33,308	22.0	163,194	3.1	0.6	2.7	22.8	74.3
2023E	5,778.7	1,405.1	1,068.7	44,810	34.5	206,004	2.3	0.5	1.5	24.3	60.5
2024E	5,748.2	1,440.3	1,104.8	46,323	3.4	250,327	2.2	0.4	0.9	20.3	50.1

OCI 010060

Non-China 폴리실리콘에 대안이 없다

- ✓ 동사는 영업이익 2,891억원으로 최근 높아진 시장 예상치를 충족하는 호실적을 달성
- ✓ 매분기 개선된 이익 체력에도 태양광 폴리실리콘 가격 하락 우려에 주가 담보
- ✓ 시장의 우려와 달리, 동사의 연간 이익 증가세는 장기화될 점에 주목
- ✓ 미국 IRA법안 통과로 태양광 산업 또한 해당 소재기업별 원산지가 중요, 중국의 높은 시장 점유율에 동사의 폴리실리콘 양산능력, 향후 증대될 생산Capa에 주목
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지

3Q22 Review: 베이직케미칼(폴리실리콘) 이익률 40% 달성

동사의 3Q22 매출액은 1,2조원, 영업이익 2,891억원으로 높아진 시장 예상치를 충족했다. 역내 폴리실리콘 신규 증설에 따른 수급 건전성 완화 및 가격급락 우려에도 동사는 매분기 개선된 이익 체력을 시현 중이다. 특히 폴리실리콘 5천톤의 생산설비가 추가되며 규모의 경제가 발생 중이다.

최근 동남아시아 스팟 가격 하락과 별개로 동사는 높아진 원/달러 환율 및 폴리실리콘 장기공급 계약효과로 동사의 분기 실적은 견고할 전망이다. 4Q22 매출액 1,4조원, 영업이익 3,628억원으로 이익 증가세가 장기화되겠다.

태양광 소재 원산지 검증 제도는 동사에게 긍정적

미국의 중국산 태양광 규제 정책(반덤핑 규제 및 Safeguard)이 장기화되며 미국 내 중국산 태양광 셀/모듈 비중이 1% 수준으로 급락했다(2011년 최대 50%). 또한 신장 위구르 인권보호 및 원산지 검증으로 non-China 태양광 소재 생산기업들의 위상이 높아졌다. 폴리실리콘에 중국 기업들의 점유율 91%. 동사는 말레이시아 생산 기지의 외형 확대와 수력발전을 통한 전력비용 절감으로 중국 경쟁사들 대비 원가/수출 시장 확대의 유연성이 높다. 중국 경쟁사들의 대규모 증설 계획에 폴리실리콘 거래단가 급락 우려는 존재하나, non-China 원산지 증빙이 필요한 해외 고객사들의 폴리실리콘 조달 기업 선택지가 다양하지 않다.

투자의견 Buy, 적정주가 16만원을 유지

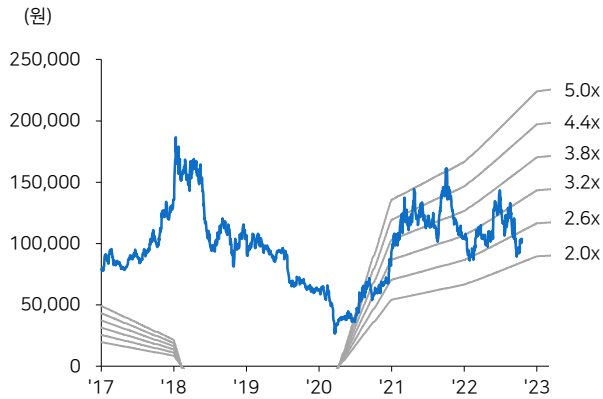
(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	1,282.5	888.7	44.3	1,055.2	21.5	1,277.6	0.4	1,350.9	-5.1
영업이익	289.1	194.6	48.6	181.0	59.7	271.4	6.5	297.0	-2.7
세전이익	320.9	189.4	69.4	188.3	70.4	284.1	12.9	295.7	8.5
순이익(지배주주)	237.0	177.8	33.3	146.8	61.4	219.5	8.0	229.0	3.5
영업이익률(%)	22.5	21.9		17.2		21.2		22.0	
순이익률(%)	18.5	20.0		13.9		17.2		17.0	

자료: OCI, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,006.1	1,055.1	1,282.5	1,400.0	1,411.2	1,403.8	1,476.6	1,487.0	4,743.7	5,778.7	5,748.1
베이지케미칼	343.3	387.5	502.4	608.5	638.3	630.2	622.1	634.6	1,841.7	2,525.2	2,610.9
석화/카본	416.5	474.0	530.4	383.2	385.3	388.8	396.0	399.7	1,804.1	1,569.8	1,617.4
에너지솔루션	156.1	140.1	202.5	168.4	171.7	142.9	192.4	159.9	667.1	666.9	502.1
도시개발	128.3	105.8	111.8	240.0	216.0	241.9	266.1	292.7	585.9	1,016.8	1,017.8
영업이익	162.0	181.0	289.1	362.8	350.9	344.0	342.6	367.7	994.9	1,405.1	1,440.3
%OP	16.1%	17.2%	22.5%	25.9%	24.9%	24.5%	23.2%	24.7%	21.0%	24.3%	25.1%
베이지케미칼	77.2	111.1	200.9	291.5	293.3	282.0	272.0	277.3	680.7	1,124.6	1,111.4
석화/카본	33.9	34.2	40.4	13.2	12.3	15.8	23.0	26.7	121.7	77.8	107.4
에너지솔루션	28.8	5.1	24.4	28.1	28.6	29.2	30.1	30.7	86.4	118.6	128.9
도시개발	14.3	25.8	16.8	30.0	16.7	17.0	17.5	33.0	86.9	84.2	92.6
세전이익	175.7	188.3	320.9	362.7	350.6	343.4	343.5	370.3	1,047.6	1,407.8	1,456.1
순이익(지배주주)	134.5	146.8	237.0	276.1	266.7	261.3	258.9	281.8	794.4	1,068.7	1,104.8
%YoY											
매출액	75.4	37.5	44.3	38.0	40.3	33.0	15.1	6.2	46.2	21.8	-0.5
영업이익	244.6	8.8	48.6	66.4	116.6	90.0	18.5	1.3	58.9	41.2	2.5
세전이익	298.1	17.4	69.4	66.4	99.6	82.4	7.1	2.1	71.2	34.4	3.4
순이익(지배주주)	253.9	1.8	33.3	-4.0	98.3	78.0	9.2	2.1	22.7	34.5	3.4
%QoQ											
매출액	-0.8	4.9	21.5	9.2	0.8	-0.5	5.2	0.7			
영업이익	-25.7	11.7	59.7	25.5	-3.3	-2.0	-0.4	7.3			
세전이익	-19.4	7.2	70.4	13.0	-3.3	-2.0	0.0	7.8			
순이익(지배주주)	-53.2	9.1	61.4	16.5	-3.4	-2.0	-0.9	8.8			

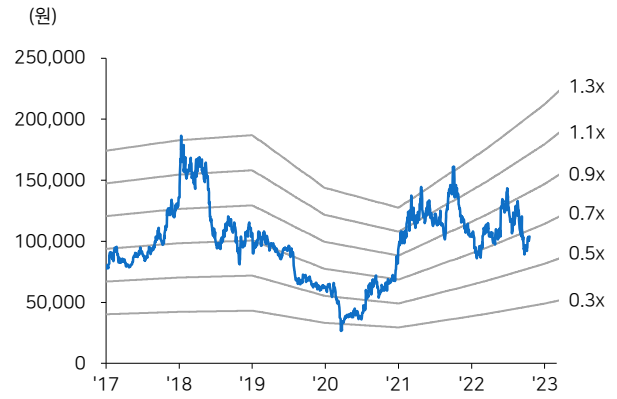
자료: OCI, 메리츠증권 리서치센터

그림1 OCI 12M Fwd PER 밴드



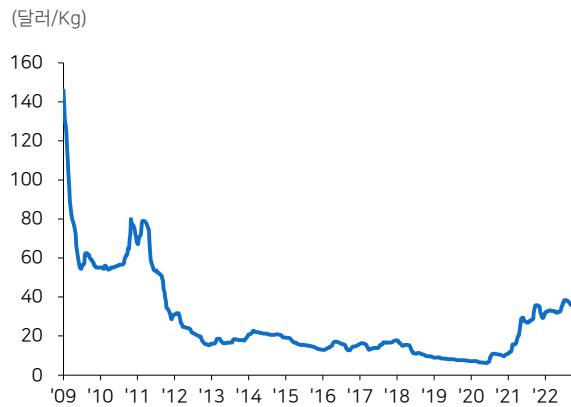
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 OCI 12M Trailing PBR 밴드



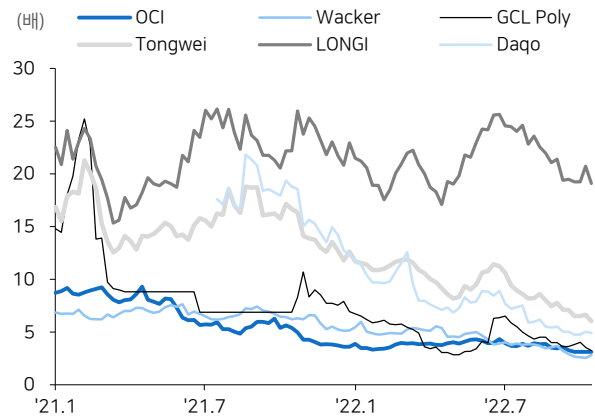
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 폴리실리콘 가격 흐름



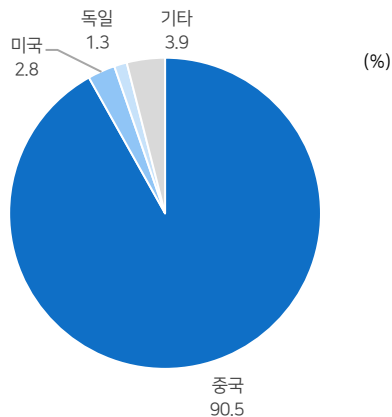
자료: PV Infolink, 메리츠증권 리서치센터

그림4 폴리실리콘 생산 기업 EV/EBITDA 비교



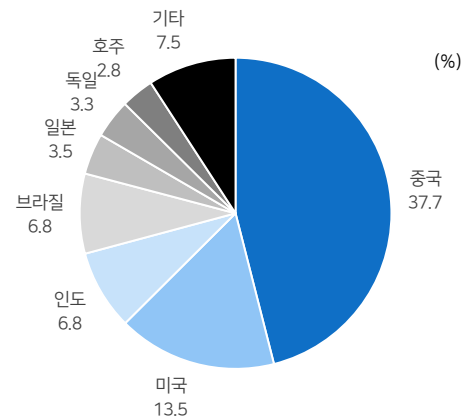
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국가별 폴리실리콘 생산 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 태양광 설치비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

OCI (010060)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,002.5	3,244.0	4,743.7	5,778.7	5,748.2
매출액증가율 (%)	-23.1	62.0	46.2	21.8	-0.5
매출원가	1,874.0	2,337.9	3,466.3	4,113.6	4,049.2
매출총이익	128.5	906.1	1,277.5	1,665.1	1,699.0
판매관리비	214.7	280.2	282.6	260.0	258.7
영업이익	-86.2	626.0	994.9	1,405.1	1,440.3
영업이익률	-4.3	19.3	21.0	24.3	25.1
금융손익	-5.7	-33.2	27.2	-11.8	1.4
중속/관계기업손익	7.4	17.0	23.9	23.3	23.1
기타영업외손익	-265.7	2.2	1.6	-8.7	-8.7
세전계속사업이익	-350.1	612.0	1,047.6	1,407.8	1,456.1
법인세비용	-99.0	-40.2	252.0	337.6	349.8
당기순이익	-251.2	652.1	795.6	1,070.2	1,106.3
지배주주지분 손이익	-246.2	647.7	794.4	1,068.7	1,104.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	-118.5	377.7	445.0	1,101.2	1,253.8
당기순이익(손실)	-251.2	652.1	795.6	1,070.2	1,106.3
유형자산상각비	133.1	130.9	139.6	154.8	167.9
무형자산상각비	5.5	5.1	3.9	3.2	2.9
운전자본의 증감	-169.5	-401.6	-568.4	-127.0	-23.2
투자활동 현금흐름	6.2	-283.6	-401.4	-306.4	-288.5
유형자산의증가(CAPEX)	-73.3	-94.5	-236.4	-260.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-32.5	-33.6	-46.1	-11.8	-2.2
재무활동 현금흐름	76.9	136.7	67.5	-47.2	-47.6
차입금의 증감	77.9	149.7	94.7	0.5	0.1
자본의 증가	0.0	8.5	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-44.0	255.1	138.3	747.6	917.7
기초현금	487.6	443.6	698.7	837.0	1,584.6
기말현금	443.6	698.7	837.0	1,584.6	2,502.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,036.0	3,339.0	4,481.7	5,455.9	6,415.0
현금및현금성자산	443.6	698.7	837.0	1,584.6	2,502.3
매출채권	318.6	532.9	735.6	781.3	789.7
재고자산	813.6	1,604.7	2,215.2	2,352.9	2,378.1
비유동자산	2,401.2	2,365.1	2,467.4	2,581.2	2,692.6
유형자산	1,710.2	1,618.0	1,738.9	1,844.1	1,956.2
무형자산	40.3	38.3	36.6	33.4	30.6
투자자산	162.6	196.2	242.3	254.1	256.2
자산총계	4,437.2	5,704.1	6,949.1	8,037.0	9,107.6
유동부채	859.7	1,236.5	1,648.9	1,705.7	1,716.1
매입채무	107.8	243.7	336.4	357.3	361.2
단기차입금	157.7	345.4	525.8	525.8	525.8
유동성장기부채	381.7	228.8	208.8	208.8	208.8
비유동부채	1,191.8	1,343.8	1,313.9	1,322.5	1,324.0
사채	229.3	236.4	286.6	286.6	286.6
장기차입금	889.3	996.8	878.0	878.0	878.0
부채총계	2,051.5	2,580.3	2,962.7	3,028.2	3,040.1
자본금	127.3	127.3	127.3	127.3	127.3
자본잉여금	785.5	794.0	794.0	794.0	794.0
기타포괄이익누계액	-19.5	57.5	132.1	132.1	132.1
이익잉여금	1,454.8	2,092.7	2,838.8	3,859.7	4,916.8
비지배주주지분	44.7	52.4	94.3	95.8	97.4
자본총계	2,385.7	3,123.8	3,986.4	5,008.9	6,067.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	83,965	136,020	198,903	242,298	241,019
EPS(지배주주)	-10,321	27,156	33,308	44,810	46,323
CFPS	3,976	33,693	50,564	66,149	68,152
EBITDAPS	2,202	31,952	47,732	65,540	67,549
BPS	98,160	128,783	163,194	206,004	250,327
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.0	1.9	1.9	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	-9.0	3.8	3.1	2.3	2.2
PCR	23.4	3.1	2.1	1.6	1.5
PSR	1.1	0.8	0.5	0.4	0.4
PBR	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
EBITDA	52.5	762.0	1,138.4	1,563.1	1,611.0
EV/EBITDA	62.8	4.3	2.7	1.5	0.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-9.9	23.9	22.8	24.3	20.3
EBITDA 이익률	2.6	23.5	24.0	27.0	28.0
부채비율	86.0	82.6	74.3	60.5	50.1
금융비용부담률	2.4	1.1	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	-1.8	17.4	29.3	40.4	41.4
매출채권회전율(x)	5.6	7.6	7.5	7.6	7.3
재고자산회전율(x)	2.3	2.7	2.5	2.5	2.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

OCI (010060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

