

## OCI(010060/KS)

## 1Q16 review: 관건은 폴리실리콘

매수(유지)

T.P 120,000 원(상향)

## Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

## Company Data

자본금	1,272 억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	25,996 억원

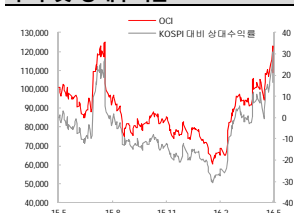
## 주요주주

이수영(외29)	30.12%
국민연금공단	7.20%
외국인지분율	14.10%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/05/07)	109,000 원
KOSPI	1976.71 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	125,000 원
52주 최저가	60,500 원
60일 평균 거래대금	261 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.9%	8.0%
6개월	27.8%	32.7%
12개월	7.9%	16.4%

1Q16 OP 는 738 억원으로 기대를 크게 상회하였음. 폴리실리콘/석탄화학 사업부 개선도 있었지만, 역시 미국 태양광 발전소 Alamo 7 매각이익 660 억원 수준이 **earning surprise** 에 최대요인이었음. 다만 2Q 에는 상기의 1 회성 이익이 소멸되며 감익이 불가피한 것으로 판단함. 차후 주가에 있어서도 최근 반등 중인 폴리실리콘의 방향성이 중요한데, 1st-tier 증설과 기타 태양광 소재 가격 하락세 감안 시 추가상승여력 높지 않은 것으로 판단

## 1Q16 영업이익 738 억원(QoQ 흑전 / YoY 흑전)

SK 증권 리서치센터 추정치 203 억원 및 시장 컨센서스 221 억원을 모두 크게 상회하는 호실적이었음. 전 사업부의 고른 실적 개선이 있었지만 핵심은 역시 미국의 태양광 발전소 Alamo7 의 매각 차익이었음. 소폭적자 수준을 이어오던 에너지 솔루션 사업부는 금번분기 Alamo7 유동화에 의해서 660 억원 수준의 영업이익을 시현하였음. 폴리실리콘 사업부는 판매량 증대와 전력 성수기 요금 해제에 따라서 전분기 대폭 영업 적자를 BEP 수준까지 끌어올렸고, 석탄화학 역시 전분기 비수기 효과를 딛고 180 억원의 영업이익으로 2015 년래 분기 최대 이익을 시현하였음.

## 2Q16 영업이익 338 억원(QoQ -54.2% / YoY 흑전) 추정

다만 2 분기 영업이익은 전분기대비 감익이 불가피할 것으로 판단함. 무엇보다 1 분기 중 발생한 Alamo 7 의 매각대금이 사실상 소멸될 것으로 감안해야 함. 1 분기 영업이익에서도 대다수를 차지했던 만큼 분기 이익모멘텀 희석은 불가피함. 다만 3 월부터 폴리실리콘 가격의 본격적인 반등(PV insights 기준 2 월말 \$13.35/kg → 5/4 \$16.61/kg)이 있었던 만큼 베이직케미칼 사업부의 증익이 예상되고, 석탄화학도 성수기 진입효과로 증익이 기대되기 때문에 전년동기대비의 적자 대비로는 흑자전환을 시현할 수 있을 것으로 판단함.

## 목표주가 100,000 원 → 120,000 원 / 투자의견 매수 유지

예상보다 크게 반영된 Alamo7 의 매각이익과 최근 폴리실리콘 가격 반등세를 감안해 2016 년과 17 년 영업이익을 기존대비 상향 조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 상향함. 동사에게 있어서 가장 중요한 의미를 가지는 부분은 역시 폴리실리콘인 만큼, 최근의 가격 반등추세가 어디까지 이어질 수 있을 지가 주가에 있어서는 핵심임. 다만 다른 태양광 소재 가격반등세는 강하지 않고, Wacker 의 증설완료 및 GCL 의 추가물량 증대 가능성을 감안할 때 큰 기대여력은 높지 않은 것으로 판단함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	2,955.5	2,420.5	2,301.5	2,686.2	2,485.4	2,496.9
yoy	%	(8.2)	(18.1)	(4.9)	16.7	(7.5)	0.5
영업이익	십억원	(106.2)	(76.0)	(144.6)	221.2	303.1	397.7
yoy	%	적전	적지	적지	흑전	37.0	31.2
EBITDA	십억원	422.1	450.2	219.3	474.6	511.5	571.3
세전이익	십억원	(183.0)	(57.2)	(303.1)	215.1	299.8	406.1
순이익(지배주주)	십억원	(327.7)	(19.9)	100.3	338.4	228.3	309.2
영업이익률%	%	(3.6)	(3.1)	(6.3)	8.2	12.2	15.9
EBITDA%	%	14.3	18.6	9.5	17.7	20.6	22.9
순이익률	%	(11.1)	(0.8)	4.4	12.6	9.2	12.4
EPS	원	(13,741)	(835)	4,206	14,190	9,573	12,965
PER	배	(13.9)	(94.1)	24.6	7.7	11.4	8.4
PBR	배	1.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	15.1	9.0	20.9	9.6	8.6	6.3
ROE	%	(10.9)	(0.7)	3.5	10.8	6.7	8.4
순차입금	십억원	1,804	2,170	2,123	1,954	1,782	981
부채비율	%	123.1	127.9	125.1	116.7	110.0	101.4

## 1Q16 실적 review

(단위: % 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	775.5	668.5	333.2	524.3	889.7	14.7	69.7	710.1	551.0	61.5
영업이익	28.9	(15.9)	(93.7)	(64.0)	73.8	155.2	(215.4)	22.1	20.3	264.3
세전이익	1.6	(13.7)	(125.6)	(165.4)	88.5	5,412.7	(153.5)	65.6	34.1	159.6
지배순이익	(9.2)	5.0	(23.7)	128.2	242.0	(2,740.1)	88.8	165.3	26.9	798.5
영업이익률	3.7	(2.4)	(28.1)	(12.2)	8.3	4.6	20.5	3.1	3.7	4.6
세전이익률	0.2	(2.1)	(37.7)	(31.5)	9.9	9.7	41.5	9.2	6.2	3.8
지배주주순이익률	(1.2)	0.7	(7.1)	24.4	27.2	28.4	2.8	23.3	4.9	22.3

자료: SK 증권 Fnguide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	7.4%	3.5%	4.5%	7.1%	8.4%	8.5%
Terminal Growth	2.0%		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	7.4%				
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.99					
1Q17E BPS(지배주주지분)	125,134					
Target Price	123,531					

자료: OCI, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	4,206	6,183	10,596	13,683	15,174
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,465				
1Q17E EPS	6,183				
1Q18E EPS	10,596				

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	85,182	94,647	104,112	113,576	123,041	132,506	141,970	151,435	160,900	170,364
TP by 1Q17E EPS	55,648	61,832	68,015	74,198	80,381	86,564	92,747	98,931	105,114	111,297
TP by 1Q18E EPS	95,362	105,958	116,554	127,150	137,746	148,342	158,937	169,533	180,129	190,725

자료: OCI, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	2,310.6	2,144.8	2,269.6	2,301.5	2,686.2	2,485.4	-0.4%	25.2%	9.5%
YoY, %	-4.5%	-7.2%	5.8%	-4.9%	16.7%	-7.5%			
영업이익	(157.8)	91.4	288.1	(144.6)	221.2	303.1	-8.3%	142.1%	5.2%
YoY, %	적지	흑전	215.2%	적지	흑전	37.0%			
EBITDA	190.1	341.5	504.1	219.3	474.6	511.5	15.4%	39.0%	1.5%
YoY, %	-57.8%	79.7%	47.6%	-51.3%	116.4%	7.8%			
순이익	(122.9)	103.2	212.8	100.3	338.4	228.3	-181.6%	228.1%	7.3%
YoY, %	적지	흑전	106.3%	흑전	237.4%	-32.5%			

자료: OCI, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

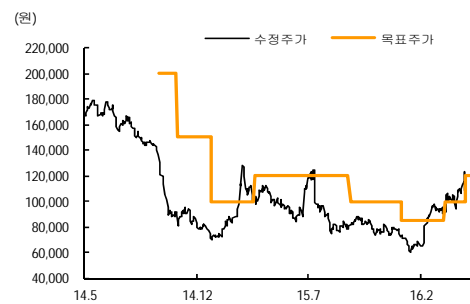
	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	551.0	507.0	525.7	561.2	889.7	575.9	591.1	629.4	61.5%	13.6%	12.4%	12.2%
YoY, %	-29.0%	-24.2%	57.8%	5.2%	14.7%	-13.9%	77.4%	20.0%				
QoQ, %	3.3%	-8.0%	3.7%	6.7%	69.7%	-35.3%	2.6%	6.5%				
영업이익	20.3	8.1	12.7	50.4	73.8	33.8	38.5	75.1	264.3%	318.9%	204.1%	49.1%
YoY, %	-29.9%	흑전	흑전	흑전	155.2%	흑전	흑전	흑전				
QoQ, %	흑전	-60.2%	57.0%	298.1%	흑전	-54.2%	14.0%	95.1%				
EBITDA	82.8	70.6	75.2	112.9	144.8	94.5	99.3	135.9	74.9%	33.9%	32.0%	20.3%
YoY, %	-30.9%	-7.4%	흑전	흑전	20.9%	24.0%	흑전	473.1%				
QoQ, %	흑전	-14.7%	6.5%	50.2%	510.5%	-34.7%	5.0%	36.9%				
순이익	26.9	14.7	15.9	45.6	242.0	19.7	23.7	53.1	798.5%	33.8%	48.7%	16.4%
YoY, %	흑전	196.5%	흑전	흑전	흑전	296.7%	흑전	-58.6%				
QoQ, %	흑전	-45.3%	8.0%	186.8%	88.8%	-91.9%	20.1%	124.4%				

자료: OCI, SK 증권

## 투자의견변경

일시      투자의견      목표주가

2016.05.09	매수	120,000원
2016.03.27	매수	100,000원
2016.01.05	매수	85,000원
2015.10.28	매수	100,000원
2015.09.30	매수	100,000원
2015.06.29	매수	120,000원
2015.04.30	매수	120,000원
2015.03.29	매수	120,000원
2015.02.10	매수	100,000원
2015.01.06	매수	100,000원
2014.11.02	매수	150,000원
2014.09.29	매수	200,000원



## Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 9일 기준)

매수	97.14%	중립	2.86%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,886	2,400	2,829	3,045	3,283
현금및현금성자산	518	477	645	817	1,618
매출채권및기타채권	658	562	678	699	416
재고자산	553	517	644	663	385
<b>비유동자산</b>	5,533	4,899	4,914	4,954	5,030
장기금융자산	15	69	69	69	69
유형자산	4,869	4,259	4,274	4,314	4,390
무형자산	144	47	47	47	47
<b>자산총계</b>	7,419	7,299	7,743	7,999	8,314
<b>유동부채</b>	1,823	1,585	1,699	1,719	1,715
단기금융부채	985	630	630	630	630
매입채무 및 기타채무	737	566	679	700	696
단기충당부채	0	6	6	6	6
<b>비유동부채</b>	2,341	2,471	2,471	2,471	2,471
장기금융부채	1,759	2,000	2,000	2,000	2,000
장기매입채무 및 기타채무	14	24	24	24	24
장기충당부채	7	9	9	9	9
<b>부채총계</b>	4,163	4,057	4,170	4,191	4,186
<b>지배주주지분</b>	2,787	2,955	3,286	3,522	3,841
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	790	797	797	797	797
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,884	2,014	2,363	2,598	2,917
비지배주주지분	469	287	287	287	287
<b>자본총계</b>	3,255	3,242	3,573	3,809	4,128
<b>부채외자본총계</b>	7,419	7,299	7,743	7,999	8,314

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	171	21	811	826	1,469
당기순이익(손실)	42	182	349	235	319
비현금성항목등	632	283	670	625	590
유형자산감가상각비	526	364	253	208	174
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(106)	81	(416)	(416)	(416)
운전자본감소(증가)	(294)	(324)	(208)	(34)	561
매출채권및기타채권의 감소(증가)	38	114	(109)	(20)	284
재고자산감소(증가)	(116)	36	(127)	(19)	278
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	(11)	28	5	(1)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	7	81	324	324	324
<b>투자활동현금흐름</b>	(343)	(197)	(269)	(249)	(250)
금융자산감소(증가)	174	(15)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(685)	(865)	(269)	(249)	(250)
무형자산감소(증가)	(3)	(8)	0	0	0
기타	171	692	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	336	168	0	0	0
단기금융부채증가(감소)	(305)	(259)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	690	460	0	0	0
자본의증가(감소)	13	11	0	0	0
배당금의 지급	59	58	0	0	0
기타	0	(41)	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	166	(41)	168	172	801
기초현금	352	518	477	645	817
기말현금	518	477	645	817	1,618
FCF	(370)	(1,095)	11	175	795

자료 : OCI, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	2,420	2,302	2,686	2,485	2,497
<b>매출원가</b>	2,229	2,216	2,118	1,861	1,777
<b>매출총이익</b>	191	86	568	624	720
매출총이익률 (%)	7.9	3.7	21.2	25.1	28.9
<b>판매비와관리비</b>	267	230	347	321	323
영업이익	(76)	(145)	221	303	398
영업이익률 (%)	(3.1)	(6.3)	8.2	12.2	15.9
비영업손익	19	(158)	(6)	(3)	8
<b>순금융비용</b>	35	23	67	108	117
외환관련손익	(1)	9	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	73	29	24	26	29
세전계속사업이익	(57)	(303)	215	300	406
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	(13.2)	8.0	12.1	16.3
계속사업법인세	(8)	(64)	46	64	87
<b>계속사업이익</b>	(49)	(239)	169	235	319
중단사업이익	92	421	(180)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	42	182	349	235	319
<b>순이익률 (%)</b>	1.7	7.9	13.0	9.5	12.8
지배주주	(20)	100	338	228	309
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	(0.8)	4.4	12.6	9.2	12.4
비지배주주	62	82	10	7	10
<b>총포괄이익</b>	30	252	349	235	319
지배주주	(41)	167	338	228	309
비지배주주	71	85	10	7	10
EBITDA	450	219	475	511	571

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(18.1)	(4.9)	16.7	(7.5)	0.5
영업이익	적지	적지	흑전	37.0	31.2
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	39.4	35.4
EBITDA	6.6	(51.3)	116.4	7.8	11.7
EPS(계속사업)	적지	적지	흑전	(32.5)	35.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(0.7)	3.5	10.8	6.7	8.4
ROA	0.6	2.5	4.6	3.0	3.9
EBITDA마진	18.6	9.5	17.7	20.6	22.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	103.5	151.4	166.5	177.1	191.4
부채비율	127.9	125.1	116.7	110.0	101.4
순차입금/자기자본	66.7	65.5	54.7	46.8	23.8
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.4)	0.9	0.1	0.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(835)	4,206	14,190	9,573	12,965
BPS	97,153	109,042	122,928	132,798	146,164
CFPS	19,321	10,475	17,904	18,713	20,370
주당 현금배당금	200	200	3,000	3,000	3,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(94.1)	24.6	7.7	11.4	8.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.1	9.9	6.1	5.8	5.4
EV/EBITDA(최고)	9.0	20.9	9.6	8.6	6.3
EV/EBITDA(최저)					