

OCI(010060/KS)

하락하는 폴리실리콘 가격

매수(유지)

T.P 110,000 원(하향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

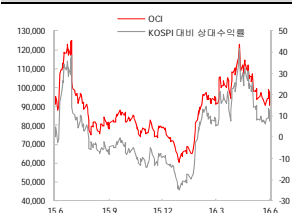
Company Data

자본금	1,272 억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,584 억원
주요주주	
이수영(외29)	30.12%
국민연금공단	7.20%
외국인지분율	12.90%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/06/26)	90,500 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	1.69
52주 최고가	125,000 원
52주 최저가	60,500 원
60일 평균 거래대금	274 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.1%	-11.6%
6개월	14.4%	18.3%
12개월	-0.7%	7.6%

2분기 영업이익은 컨센서스와 크게 다르지 않은 322 억원으로 추정함. 전분기대비 이익이 절반 가까이 하락하는 것은 1분기 중 발생했던 1회성 이익(Alamo 7 매각이익) 소멸효과 때문임. 5월까지 이어진 폴리 가격의 반등세는 실적에 긍정적 요인이었음. 다만 6월부터 가격이 하향반전했고, 중장기적으로는 폴리 업황 회복 기대감 불구 GCL, Wacker와 벌어진 cost, 생산능력 격차가 우려요인임

2Q16 preview: 영업이익 322 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 325 억원과 대동소이한 실적 수준을 추정함. QoQ -56.4%, YoY -2.7%에 해당함. 전분기대비 이익이 급감하는 요인은 1분기 중 발생했던 1회성 이익인 Alamo 7 매각대금 소멸에 따른 기저효과 때문임. 폴리실리콘 가격이 5월까지 상향기조를 이어오며 실적에 기여하였음

폴리실리콘 가격 하락 시작

단기적인 관점에서 동사에게 가장 중요한 것은 역시 폴리실리콘 가격인데, 올 2월부터 5월까지 \$12.9/kg → \$17.1/kg 까지 반등한 이후 6월부터는 다시 하락하고 있음. 성수기 소멸효과 및 역내공급중대 때문인 것으로 판단함. 중장기적으로는 폴리실리콘 시황은 회복세에 들어설 가능성이 높음. 다만 GCL, Wacker와 cost 및 생산능력 격차가 나기 시작한 것은 동사에 부담 요인임

목표주가 120,000 원 → 110,000 원 / 투자의견 매수 유지

석탄화학에 대한 불안감과 폴리실리콘 가격하락을 반영하여 이익추정치를 하향하며, 이에 의거해 목표주가도 소폭 하향 조정함. 단기 모멘텀 상실도 우려스럽지만, 중장기적으로는 global 1st-tier 입지도 불안한 것 또한 감안 요인임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	십억원	2,728	3,322	4,276	3,267	3,615	4,055
yoy	%	-1.7	21.8	28.7	-23.6	10.7	12.2
영업이익	십억원	658	893	1,118	197	523	860
yoy	%	-10.2	35.8	25.2	-82.4	165.8	64.5
EBITDA	십억원	907	1,201	1,574	740	1,071	1,414
세전이익	십억원	527	818	1,043	168	506	913
순이익(지배주주)	십억원	357	608	768	72	382	690
영업이익률%	%	24.1	26.9	26.1	6.0	14.5	21.2
EBITDA%	%	33.2	36.1	36.8	22.6	29.6	34.9
순이익률	%	15.7	20.1	20.2	4.2	11.8	18.9
EPS	원	16,831	26,527	32,621	2,998	16,038	28,928
PER	배	13.0	12.4	6.7	55.2	11.9	2.7
PBR	배	3.5	3.8	1.6	1.2	1.3	0.4
EV/EBITDA	배	7.1	7.5	4.1	7.1	5.0	1.5
ROE	%	27.0	35.5	28.8	2.2	11.1	17.6
순차입금	십억원	1,099	964	654	744	192	-489
부채비율	%	175.6	144.6	93.7	210.5	509.5	699.3

2Q16 preview

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	876.7	333.2	524.3	889.7	610.6	(30.3)	(31.4)	635.4	(3.9)
영업이익	33.1	(93.7)	(64.0)	73.8	32.2	(2.7)	(56.4)	32.5	(1.0)
세전이익	32.4	(125.6)	(165.4)	88.0	30.3	(6.5)	(65.5)	27.2	11.6
지배순이익	5.0	(23.7)	128.2	239.1	23.0	362.6	(90.4)	20.1	14.4
영업이익률	3.8	(28.1)	(12.2)	8.3	5.3	1.5	(3.0)	5.1	0.2
세전이익률	3.7	(37.7)	(31.5)	9.9	5.0	1.3	(4.9)	4.3	0.7
지배주주순이익률	0.6	(7.1)	24.4	26.9	3.8	3.2	(23.1)	3.2	0.6

자료: OCI, SK 증권

연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	2,301.5	2,686.2	2,485.4	2,301.5	2,653.6	2,311.6	0.0%	-1.2%	-7.0%
YoY %	-4.9%	16.7%	-7.5%	-4.9%	15.3%	-12.9%			
영업이익	(144.6)	221.2	303.1	(144.6)	193.7	252.7	0.0%	-12.4%	-16.6%
YoY %	적지	흑전	37.0%	적지	흑전	30.5%			
EBITDA	219.3	474.6	511.5	219.3	484.1	494.1	0.0%	2.0%	-3.4%
YoY %	-51.3%	116.4%	7.8%	-51.3%	120.7%	2.1%			
순이익	100.3	338.4	228.3	100.3	327.1	221.7	0.0%	-3.3%	-2.9%
YoY %	흑전	237.4%	-32.5%	흑전	226.1%	-32.2%			

자료: OCI, SK 증권

분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	575.9	591.1	629.4	621.3	610.6	559.9	593.3	577.9	6.0%	-5.3%	-5.7%	-7.0%
YoY %	-34.3%	77.4%	20.0%	-30.2%	-30.3%	68.0%	13.2%	-35.1%				
QoQ %	-35.3%	2.6%	6.5%	-1.3%	-31.4%	-8.3%	6.0%	-2.6%				
영업이익	33.8	38.5	75.1	70.0	32.2	24.6	63.1	54.6	-4.6%	-36.0%	-16.1%	-22.0%
YoY %	2.0%	흑전	흑전	-5.2%	-2.7%	흑전	흑전	-26.0%				
QoQ %	-54.2%	14.0%	95.1%	-6.9%	-56.4%	-23.5%	156.1%	-13.4%				
EBITDA	94.5	99.3	135.9	130.8	103.2	95.6	134.1	125.6	9.2%	-3.7%	-1.4%	-3.9%
YoY %	-24.5%	흑전	473.1%	-9.7%	-17.6%	흑전	465.3%	-16.9%				
QoQ %	-34.7%	5.0%	36.9%	-3.8%	-31.7%	-7.3%	40.2%	-6.3%				
순이익	19.7	23.7	53.1	51.0	23.0	17.0	48.1	49.0	16.6%	-28.0%	-9.4%	-4.1%
YoY %	296%	흑전	-58.6%	-78.9%	362%	흑전	-62.5%	-79.5%				
QoQ %	-91.9%	20.1%	124.4%	-3.8%	-90.4%	-25.9%	182.3%	1.9%				

자료: OCI, SK 증권

ROE & PBR Valuation

항목		2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
ROE(지배주주지분)	6.8%	ROE(지배주주지분) 3.5%	4.2%	6.8%	7.2%	8.2%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	6.8%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.88					
1Q17E BPS(지배주주지분)	126,485					
Target Price	111,039					

자료: OCI, SK 증권

PER Valuation Sensitivity

	2015	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E						
EPS(지배주주지분)	4,206	5,745	10,088	11,556	14,269						
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10						
Weighted EPS	8,628										
1Q17E EPS	5,745										
1Q18E EPS	10,088										
Multiple	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0	19.0	
TP by weighted EPS	86,281	94,909	103,537	112,165	120,793	129,421	138,049	146,677	155,305	163,933	
TP by 1Q17E EPS	57,448	63,193	68,938	74,683	80,428	86,172	91,917	97,662	103,407	109,152	
TP by 1Q18E EPS	100,875	110,963	121,050	131,138	141,225	151,313	161,400	171,488	181,575	191,663	

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2016.06.27	매수	110,000원
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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 27 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,886	2,400	1,682	1,720	1,741
현금및현금성자산	518	477	921	945	822
매출채권및기타채권	658	562	378	386	389
재고자산	553	517	209	213	353
비유동자산	5,533	4,899	5,057	5,256	5,502
장기금융자산	15	69	42	42	42
유형자산	4,869	4,259	4,486	4,685	4,932
무형자산	144	47	47	47	47
자산총계	7,419	7,299	6,739	6,976	7,243
유동부채	1,823	1,585	1,372	1,379	1,380
단기금융부채	985	630	921	921	921
매입채무 및 기타채무	737	566	342	349	350
단기충당부채	0	6	7	7	7
비유동부채	2,341	2,471	2,004	2,004	2,004
장기금융부채	1,759	2,000	1,556	1,556	1,556
장기매입채무 및 기타채무	14	24	21	21	21
장기충당부채	7	9	9	9	9
부채총계	4,163	4,057	3,376	3,383	3,384
지배주주지분	2,787	2,955	3,266	3,496	3,763
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	790	797	795	795	795
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,884	2,014	2,344	2,574	2,840
비지배주주지분	469	287	97	97	97
자본총계	3,255	3,242	3,363	3,593	3,860
부채외자본총계	7,419	7,299	6,739	6,976	7,243

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	171	21	1,076	866	727
당기순이익(손실)	42	182	339	230	267
비현금성항목등	632	283	421	646	603
유형자산감가상각비	526	364	290	241	199
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(106)	81	(131)	(404)	(404)
운전자본감소(증가)	(294)	(324)	343	(9)	(143)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	38	114	188	(7)	(3)
재고자산감소(증가)	(116)	36	308	(4)	(140)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	(11)	(48)	2	0
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	7	81	375	375	375
투자활동현금흐름	(343)	(197)	(93)	(440)	(445)
금융자산감소(증가)	174	(15)	(38)	0	0
유형자산감소(증가)	(685)	(865)	(505)	(440)	(445)
무형자산감소(증가)	(3)	(8)	(1)	0	0
기타	171	692	452	0	0
재무활동현금흐름	336	168	(147)	0	0
단기금융부채증가(감소)	(305)	(259)	(200)	0	0
장기금융부채증가(감소)	690	460	55	0	0
자본의증가(감소)	13	11	0	0	0
배당금의 지급	59	58	0	0	0
기타	0	(41)	0	0	0
현금의 증가(감소)	166	(41)	444	25	(123)
기초현금	352	518	477	921	945
기말현금	518	477	921	945	822
FCF	(370)	(1,095)	657	(7)	(108)

자료 : OCJ, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,420	2,302	2,654	2,312	2,339
매출원가	2,229	2,216	2,316	1,934	1,854
매출총이익	191	86	337	378	485
매출총이익률 (%)	7.9	3.7	12.7	16.4	20.7
판매비와관리비	267	230	144	125	127
영업이익	(76)	(145)	194	253	358
영업이익률 (%)	(3.1)	(6.3)	7.3	10.9	15.3
비영업손익	19	(158)	11	40	(19)
순금융비용	35	23	111	132	69
외환관련손익	(1)	9	1	0	0
관계기업투자등 관련손익	73	29	36	37	41
세전계속사업이익	(57)	(303)	204	293	340
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	(13.2)	7.7	12.7	14.5
계속사업법인세	(8)	(64)	60	63	73
계속사업이익	(49)	(239)	144	230	267
중단사업이익	92	421	195	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	42	182	339	230	267
순이익률 (%)	1.7	7.9	12.8	9.9	11.4
지배주주	(20)	100	327	222	257
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.8)	4.4	12.3	9.6	11.0
비지배주주	62	82	12	8	9
총포괄이익	30	252	327	230	267
지배주주	(41)	167	315	222	257
비지배주주	71	85	12	8	9
EBITDA	450	219	484	494	557

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(18.1)	(4.9)	15.3	(12.9)	1.2
영업이익	적전	적지	흑전	30.5	41.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	43.3	15.9
EBITDA	6.6	(51.3)	120.7	2.1	12.7
EPS(계속사업)			226.1	(32.2)	15.9
수익성 (%)					
ROE	(0.7)	3.5	10.5	6.6	7.1
ROA	0.6	2.5	4.8	3.4	3.7
EBITDA마진	18.6	9.5	18.2	21.4	23.8
안정성 (%)					
유동비율	103.5	151.4	122.6	124.7	126.2
부채비율	127.9	125.1	100.4	94.1	87.7
순차입금/자기자본	66.7	65.5	43.4	39.9	40.4
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.4)	0.9	0.0	0.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(835)	4,206	13,716	9,298	10,779
BPS	97,153	109,042	124,357	133,997	145,173
CFPS	19,321	10,475	17,988	18,437	20,119
주당 현금배당금	200	n/a	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(94.1)	17.8	6.6	9.7	8.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	4.1	7.2	5.0	4.9	4.5
EV/EBITDA(최고)	9.0	17.8	7.5	7.3	6.7
EV/EBITDA(최저)	5.7	4.2	3.5	6.5	3.7