



## Outperform (Maintain)

목표주가: 110,000원

주가(10/26): 95,800원

시가총액: 22,848억원

## 유틸리티

Analyst 김상구

02) 3787-4764 sangku@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(10/26)		2,013.89pt
시가총액		22,848억원
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	123,000원	60,500원
당락률	-22.11%	58.35%
수익률	절대	상대
	1M	13.4%
	6M	-10.5%
	1Y	15.4%

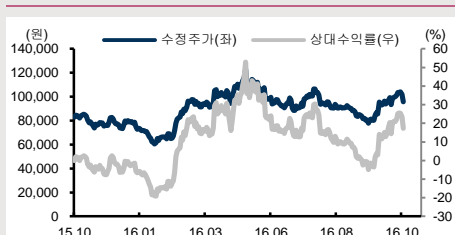
## Company Data

발행주식수	23,849천주
일평균 거래량(3M)	223천주
외국인 지분율	13.44%
배당수익률(16E)	0.00%
BPS(16E)	134,504원
주요 주주	이수영 외 30.49%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015	2016E	2017E
매출액	24,205	23,015	26,163	31,846
보고영업이익	-760	-1,446	1,272	1,590
핵심영업이익	-760	-1,446	1,272	1,590
EBITDA	4,502	2,193	4,621	4,755
세전이익	-572	-3,031	3,692	1,569
순이익	423	1,821	2,806	1,192
지배주주지분순이익	-199	1,003	2,526	1,073
EPS(원)	-835	4,206	10,590	4,499
증감률(%YoY)	N/A	N/A	151.8	-57.5
PER(배)	-94.1	17.8	7.1	16.7
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	-4.1	24.5	8.1	7.7
보고영업이익률(%)	-3.1	-6.3	4.9	5.0
핵심영업이익률(%)	-3.1	-6.3	4.9	5.0
ROE(%)	1.3	5.6	8.3	3.3
순부채비율(%)	66.3	65.3	50.0	46.0

## Price Trend



## 실적 리뷰

## OCI (010060)

## 폴리실리콘 가격 하락과 판매 물량 감소



3분기 폴리실리콘 가격 하락과 판매물량 감소로 베이직 케미칼 부문이 적자전환 하였습니다. 석탄화학 기반의 카본 케미칼 부문도 판매 물량 감소의 영향이 있었습니다. 4분기 예정된 카본 케미칼 유지보수로 일부 생산 감소가 예상되지만 중장기적으로는 폴리실리콘과 석탄화학으로 선택과 집중의 효과가 점진적으로 반영될 것으로 예상합니다.

## &gt;&gt;&gt; 폴리실리콘 가격 하락과 물량 감소

3분기 실적은 매출액 5,355억원(QoQ -19.3%, YoY -10.9%), 영업이익 22억원(QoQ -95.3%, YoY 흑전), 순이익 -1,090억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 시장 기대치를 하회하였다.

실적 둔화의 직접적인 배경은 폴리실리콘 시장 변화다. 판매 물량은 전분기 대비 18% 감소하였고 판매가격은 2분기말 16.9\$/kg 수준에서 3분기말 13.3\$/kg으로 하락하며 매출액이 전분기 대비 28%감소하며 적자 전환하였다. 석탄화학에 기반한 케미칼 부문은 원화강세 영향과 함께 판매물량이 전분기 대비 10% 하락하며 영업이익 폭이 30% 축소되었다.

순이익 적자전환은 1,200억원의 일회성 자산손상을 반영에 기인한다. 미국에서 셀과 모듈 생산을 담당하던 미션솔라에너지 구조조정 비용을 이번 분기에 반영하였다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 개선 제한적이나 점진적인 선택과 집중 효과 기대

글로벌 기후변화 대응 강화 움직임으로 인해 신재생에너지에 대한 우호적인 환경이 구축되고 있으나 4분기 실적 개선은 제한적일 것으로 예상된다. 폴리실리콘 가격이 소폭 반등하였으나 3분기 평균 가격까지는 15% 수준의 반등이 필요하며 중국의 태양광정책 방향에 따라 불확실성이 상존하고 있다. 또한 4분기 카본 케미칼 부문의 정기보수가 예정되어 있기 때문이다.

그러나 중장기적으로 진행 중인 동사의 선택과 집중의 긍정적 효과를 기대한다. 동사는 폴리실리콘과 석탄화학을 중심으로 재정비가 진행 중이다. 중국 카본블랙과 콜타르 정제 공장가동으로 연간 1,600억원의 매출 증가가 예상된다. 2만톤 규모의 도쿠야마 말레이시아 폴리실리콘 공장의 지분투자도 진행 중이다.

중국 공장의 램프업 과정과 도쿠야마 전략적 제휴, 새만금 에너지 매각 등의 과정에서 일회성 요인들이 제거된 이후에는 긍정적인 변화가 있을 것으로 예상된다.

다만 단기적인 폴리실리콘 시장을 반영하여 목표주가를 PB 0.8X, 110,000원으로 조정하나 투자의견은 유지한다.

## OCI 3분기 실적 요약, 폴리실리콘 가격 하락과 판매물량 감소로 적자전환

(단위 십억원)

		1Q 15	2Q 15	3Q 15	4Q 15	1Q 16	2Q 15	3Q 15P	QoQ	YoY
베이직 케미칼	매출	382	379	387	369	405	442	320	-27.6%	-17.3%
	OP	6	5	-16	-51	-4	33	-10	적전	적지
	EBITDA	56	58	36	3	51	87	42	-51.7%	16.7%
카본 케미칼	매출	226	251	235	191	217	218	196	-10.1%	-16.6%
	OP	-7	-4	8	-9	18	26	18	-30.8%	
	EBITDA	1	5	17	0	26	34	26	-23.5%	52.9%
에너지 솔루션	매출	3	26	16	6	305	41	48	17.1%	200.0%
	OP	-10	-13	-13	-6	66	-8	1	흑전	흑전
	EBITDA	-5	-8	-8	1	71	4	12	200.0%	흑전
Total	매출	568	609	601	527	890	664	536	-19.3%	-10.9%
	OP	-20	-19	-31	-75	74	47	2	-95.3%	흑전
	EBITDA	49	52	40	-2	146	125	78	-37.2%	95.5%
	순익	13	22	2	145	248	123	-109	적전	적전

자료: OCI, 키움증권

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	24,205	23,015	26,163	31,846	35,031
매출원가	22,294	22,158	22,273	27,069	29,776
매출총이익	1,910	857	3,890	4,777	5,255
판매비및일반관리비	2,671	2,303	2,618	3,187	3,506
영업이익(보고)	-760	-1,446	1,272	1,590	1,749
영업이익(핵심)	-760	-1,446	1,272	1,590	1,749
영업외손익	188	-1,585	2,420	-21	-11
이자수익	118	74	84	102	112
배당금수익	5	2	2	3	3
외환이익	521	839	400	400	400
이자비용	809	743	526	526	526
외환손실	532	751	0	0	0
관계기업지분손익	730	288	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-16	1	60	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-39	-307	400	0	0
기타	210	-987	2,000	0	0
법인세차감전이익	-572	-3,031	3,692	1,569	1,738
법인세비용	-80	-640	886	377	417
유효법인세율 (%)	14.0%	21.1%	24.0%	24.0%	24.0%
당기순이익	423	1,821	2,806	1,192	1,321
지배주주지분순이익(억원)	-199	1,003	2,526	1,073	1,189
EBITDA	4,502	2,193	4,621	4,755	4,746
현금순이익(Cash Earnings)	5,685	5,460	6,155	4,358	4,318
수정당기순이익	471	2,062	2,457	1,192	1,321
증감율(% YoY)					
매출액	-18.1	-4.9	13.7	21.7	10.0
영업이익(보고)	N/A	N/A	N/A	25.0	10.0
영업이익(핵심)	N/A	N/A	N/A	25.0	10.0
EBITDA	6.6	-51.3	110.7	2.9	-0.2
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	151.8	-57.5	10.8
EPS	N/A	N/A	151.8	-57.5	10.8
수정순이익	N/A	338.2	19.1	-51.5	10.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,711	205	5,701	2,892	3,495
당기순이익	423	1,821	2,806	1,192	1,321
감가상각비	5,226	3,611	3,322	3,141	2,974
무형자산상각비	36	29	27	25	23
외환손익	0	0	-400	-400	-400
자산처분손익	54	43	-60	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-2,936	-3,242	-811	-1,463	-820
기타	-1,092	-2,056	817	397	397
투자활동현금흐름	-3,431	-1,971	-1,601	-2,193	-1,668
투자자산의 처분	3,393	6,353	-81	-255	-143
유형자산의 처분	132	106	0	0	0
유형자산의 취득	-6,978	-8,760	-1,000	-1,000	-1,000
무형자산의 처분	-31	-83	0	0	0
기타	54	-1	-519	-938	-525
재무활동현금흐름	3,361	1,683	-158	68	52
단기차입금의 증가	-3,047	-2,587	0	0	0
장기차입금의 증가	6,899	4,603	0	0	0
자본의 증가	117	366	0	0	0
배당금지급	-592	-584	0	0	0
기타	-17	-115	-158	68	52
현금및현금성자산의순증가	1,662	-414	3,943	767	1,878
기초현금및현금성자산	3,520	5,182	4,768	8,711	9,479
기말현금및현금성자산	5,182	4,768	8,711	9,479	11,357
Gross Cash Flow	4,647	3,447	6,512	4,355	4,315
Op Free Cash Flow	-5,337	-9,587	2,505	1,910	2,506

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	18,861	23,998	30,152	35,668	40,207
현금및현금성자산	5,182	4,768	8,292	9,060	10,938
유동금융자산	616	343	390	475	522
매출채권및유동채권	7,147	6,462	7,346	8,942	9,836
재고자산	5,526	5,169	5,876	7,152	7,868
기타유동비금융자산	390	7,256	8,248	10,040	11,044
비유동자산	55,326	48,989	47,286	46,282	44,938
장기매출채권및기타비유동채권	355	211	239	291	320
투자자산	1,487	1,925	2,022	2,195	2,293
유형자산	48,690	42,588	40,266	38,125	36,151
무형자산	1,444	468	442	417	394
기타비유동자산	3,349	3,797	4,317	5,255	5,780
자산총계	74,187	72,988	77,438	81,950	85,146
유동부채	18,225	15,854	17,155	19,504	20,821
매입채무및기타유동채무	8,264	6,262	7,118	8,664	9,531
단기차입금	3,340	3,012	3,012	3,012	3,012
유동성장기차입금	6,457	3,273	3,273	3,273	3,273
기타유동부채	165	3,308	3,752	4,555	5,004
비유동부채	23,407	24,711	25,054	26,026	26,583
장기매입채무및비유동채무	4,444	3,658	4,159	5,062	5,568
사채및장기차입금	17,586	19,999	19,999	19,999	19,999
기타비유동부채	1,376	1,054	896	965	1,016
부채총계	41,632	40,566	42,209	45,530	47,404
자본금	1,272	1,272	1,272	1,272	1,272
주식발행초과금	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345
이익잉여금	18,837	20,137	22,662	23,736	24,925
기타자본	411	798	798	798	798
지배주주지분자본총계	27,867	29,553	32,078	33,151	34,340
비지배주주지분자본총계	4,688	2,869	3,150	3,269	3,401
자본총계	32,555	32,422	35,228	36,421	37,742
순차입금	21,585	21,173	17,602	16,750	14,824
총차입금	27,383	26,284	26,284	26,284	26,284

## 투자지표

(단위: 원, %, %)

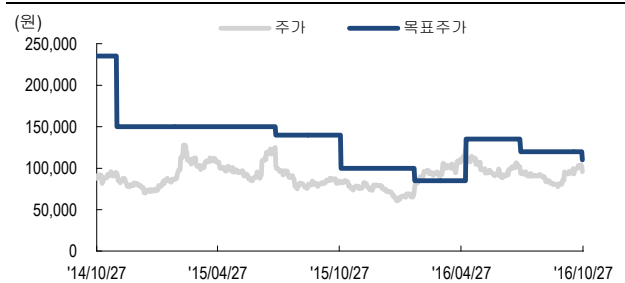
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-835	4,206	10,590	4,499	4,985
BPS	116,845	123,914	134,504	139,003	143,988
주당EBITDA	18,875	9,194	19,374	19,939	19,899
CFPS	23,838	22,893	25,807	18,273	18,105
DPS	200	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-94.1	17.8	7.1	16.7	15.0
PBR	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	-4.1	24.5	8.1	7.7	7.3
PCFR	3.3	3.3	2.9	4.1	4.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-3.1	-6.3	4.9	5.0	5.0
영업이익률(핵심)	-3.1	-6.3	4.9	5.0	5.0
EBITDA margin	18.6	9.5	17.7	14.9	13.5
순이익률	1.7	7.9	10.7	3.7	3.8
자기자본이익률(ROE)	1.3	5.6	8.3	3.3	3.6
투자자본이익률(ROIC)	-1.4	-2.3	2.0	2.6	2.9
안정성(%)					
부채비율	127.9	125.1	119.8	125.0	125.6
순차입금비율	66.3	65.3	50.0	46.0	39.3
이자보상배율(배)	N/A	N/A	2.4	3.0	3.3
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	3.4	3.8	3.9	3.7
재고자산회전율	4.9	4.3	4.7	4.9	4.7
매입채무회전율	3.0	3.2	3.9	4.0	3.9

- 당사는 10월 26일 현재 'OCI' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
OCI(010060)	2014/11/26	BUY(Maintain)	150,000원
	2015/04/30	BUY(Maintain)	150,000원
	2015/07/23	Outperform(Downgrade)	140,000원
	2015/10/29	Outperform(Maintain)	100,000원
	2016/02/17	Outperform(Maintain)	85,000원
	2016/05/04	Outperform(Maintain)	135,000원
	2016/07/25	Outperform(Maintain)	120,000원
	2016/10/27	Outperform(Maintain)	110,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적응기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%