

2022. 2. 18



▲ 정유/화학

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

Buy

적정주가 (12개월) **160,000 원**

현재주가 (2.17) **90,500 원**

상승여력 **76.8%**

KOSPI	2,744.09pt
시가총액	21,584억원
발행주식수	2,385만주
유통주식비율	77.76%
외국인비중	15.31%
52주 최고/최저가	161,000원/86,100원
평균거래대금	293.6억원

주요주주(%)

이화영 외 30 인	22.24
국민연금공단	9.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2	-12.6	-22.6
상대주가	0.9	0.2	-11.7

주가그래프



OCI 010060

2022년 Upstream 의 강세 유지

- ✓ 2022년 연간 영업이익 7,170억원(+14.5% YoY)을 전망: 견고한 베이직케미칼 업황
- ✓ 동사는 지난 1년간의 폴리실리콘 Peak-out 우려를 실적으로 극복 중
- ✓ 22년 연중 폴리실리콘 가격 흐름은 연중 강세 기조를 예상
- ✓ 연중 태양광 소재의 Bargain Power는 Downstream 대비 Upstream 기업에게 달려
- ✓ 현 시점 태양광 업종 내 OCI를 선호, 투자의견 Buy와 적정주가 16만원 유지

2022년 연간 영업이익 7,170억원을 추정

동사는 폴리실리콘 호조 장기화에 힘입어 22년 연간 영업이익 7,170억원을 추정한다. 사업부문별 이익은 베이직케미칼 6,367억원, 카본케미칼 397억원 등이다. 1Q22 영업이익은 2,035억원(OPM 21.2%)을 추정, 베이직케미칼은 1,810억원으로 분기 이익 증가가 예상된다. 지난 1년간 폴리실리콘은 타이트했던 공급여건(중국 경쟁사의 출하량 이슈와 정정보수 진행으로 반사수혜)으로 P 상승을 시현, 분기별 이익을 경신 중이다. 당분기 역대 경쟁사들의 가동 차질에 따른 타이트한 공급과 수요 성수기를 감안한 선제적 재고확보 움직임으로 폴리실리콘은 현 수준의 가격이 유지되겠다.

연중 폴리실리콘 강세 기조 예상, 하반기 경쟁설비 증설 영향력 검증 필요

2022년 글로벌 태양광 설치량은 200Gw 이상, 해당 소재들에 수요 또한 동반 증가되겠다. 당사의 태양광 소재 투자 매력도는 Downstream 셀/모듈 대비 Upstream 폴리실리콘이 높은 점, OCI를 선호한다. 22년 Downstream 수요 증가 대비 Upstream 대응물량 부족으로 폴리실리콘의 P 강세를 예상하기 때문이다.

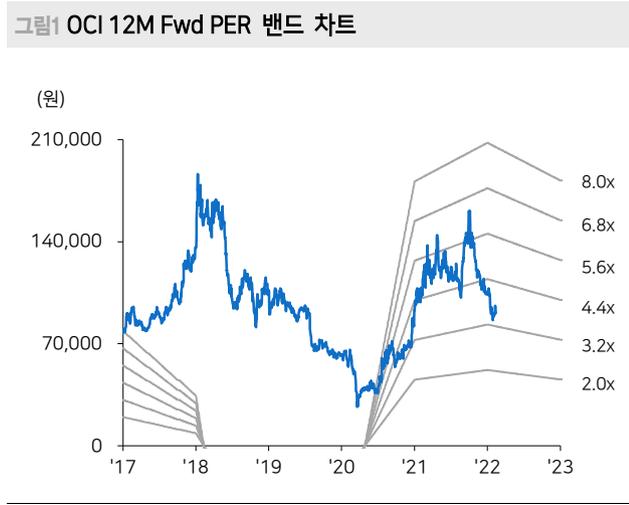
태양광 업종 내 OCI를 선호, 투자의견 Buy와 적정주가 16만원 유지

동사의 현재 주가는 22년 폴리실리콘 Peak-out 우려에 따른 과매도 구간으로 판단한다. 22년 연중 폴리실리콘 업황 강세와 동사의 신규 사업(P&O케미칼을 통한 음극재 소재 사업)을 고려하면 주가 Upside 요인이 클 시점이다. 동사에 대해 기존 투자의견 Buy와 적정주가 16만원(22년 기준 PBR 1.0배, PER 6.3배)을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	2,605.1	-180.6	-794.4	-33,308	-877.7	110,515	-1.9	0.6	18.4	-26.2	79.1
2020	2,002.5	-86.2	-246.2	-10,321	-68.9	98,160	-9.0	0.9	62.8	-9.9	86.0
2021P	3,243.8	626.1	642.3	26,989	-357.2	128,096	3.9	0.8	4.9	23.9	88.7
2022E	4,247.4	717.0	587.7	25,435	-6.2	153,531	3.6	0.6	3.6	18.1	83.5
2023E	4,185.0	631.8	519.1	22,564	-11.3	176,094	4.0	0.5	3.3	13.7	72.3

표1 OCI 분기별 실적 추정											
(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	573.7	767.4	888.7	1,014.0	960.6	1,006.0	1,128.0	1,152.8	3,243.8	4,247.4	4,185.0
베이직케미칼	230.1	330.1	362.2	411.2	470.6	451.8	477.3	470.9	1,333.6	1,870.7	1,766.2
석화/카본	279.2	335.1	346.1	413.9	291.6	287.5	289.8	290.9	1,374.3	1,159.7	1,198.9
에너지솔루션	83.0	81.2	140.2	140.3	83.4	81.6	140.9	141.0	444.7	446.9	449.2
영업이익	47.0	166.3	194.6	218.2	203.5	176.8	173.5	163.2	626.1	717.0	631.8
%OP	8.2%	21.7%	21.9%	21.5%	21.2%	17.6%	15.4%	14.2%	19.3%	16.9%	15.1%
베이직케미칼	31.7	126.6	150.4	177.8	181.0	157.4	151.9	146.5	486.5	636.7	568.6
석화/카본	34.5	43.8	31.1	22.7	16.6	10.5	8.8	3.9	132.1	39.7	18.9
에너지솔루션	0.9	-0.4	10.8	14.3	0.9	0.9	0.9	0.9	25.6	3.6	3.6
세전이익	44.1	160.4	189.4	211.1	195.2	168.7	165.8	155.0	605.1	684.8	602.4
순이익(지배주주)	38.0	144.3	177.8	282.2	164.1	146.0	143.5	134.1	642.3	587.7	519.1
%YoY											
매출액	0.9	91.1	89.9	79.7	67.4	31.1	26.9	13.7	62.0	30.9	-1.5
영업이익	흑전	흑전	976.9	561.7	332.8	6.3	-10.8	-25.2	흑전	14.5	-11.9
세전이익	흑전	흑전	1,824.5	흑전	342.4	5.2	-12.5	-26.6	흑전	13.2	-12.0
순이익(지배주주)	흑전	흑전	2,545.6	흑전	331.8	1.2	-19.3	-52.5	흑전	-8.5	-11.7
%QoQ											
매출액	1.7	33.8	15.8	14.1	-5.3	4.7	12.1	2.2			
영업이익	42.6	253.8	17.0	12.1	-6.7	-13.1	-1.8	-5.9			
세전이익	흑전	263.6	18.0	11.5	-7.5	-13.6	-1.7	-6.5			
순이익(지배주주)	흑전	279.6	23.2	58.7	-41.9	-11.0	-1.7	-6.5			

자료: OCI, 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터

OCI (010060)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,605.1	2,002.5	3,243.8	4,247.4	4,185.0
매출액증가율 (%)	-16.3	-23.1	62.0	30.9	-1.5
매출원가	2,565.1	1,874.0	2,362.3	3,339.2	3,364.9
매출총이익	40.0	128.5	881.5	908.2	820.1
판매관리비	220.6	214.7	255.4	191.1	188.3
영업이익	-180.6	-86.2	626.1	717.0	631.8
영업이익률	-6.9	-4.3	19.3	16.9	15.1
금융손익	-51.5	-5.7	-46.4	-36.1	-32.9
중속/관계기업손익	-2.2	7.4	16.2	14.8	14.6
기타영업외손익	-777.9	-265.7	8.7	11.0	11.0
세전계속사업이익	-1,012.2	-350.1	605.1	684.8	602.4
법인세비용	-206.1	-99.0	-41.6	97.7	83.9
당기순이익	-807.4	-251.2	646.6	587.1	518.6
지배주주지분 순이익	-794.4	-246.2	642.3	587.7	519.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,160.7	2,036.0	3,376.7	4,207.1	4,633.8
현금및현금성자산	487.6	443.6	514.9	953.6	1,493.0
매출채권	392.6	318.6	572.6	651.0	628.5
재고자산	906.3	813.6	1,462.1	1,662.2	1,604.6
비유동자산	2,650.5	2,401.2	2,482.1	2,601.7	2,685.5
유형자산	2,041.9	1,710.2	1,700.0	1,788.4	1,885.6
무형자산	46.1	40.3	37.2	33.5	30.2
투자자산	130.2	162.6	279.5	314.4	304.4
자산총계	4,811.2	4,437.2	5,858.8	6,808.8	7,319.4
유동부채	845.9	859.7	1,136.8	1,315.6	1,292.9
매입채무	145.3	107.8	193.7	220.2	212.6
단기차입금	177.6	157.7	242.1	292.1	292.1
유동성장기부채	238.3	381.7	319.1	369.1	369.1
비유동부채	1,279.6	1,191.8	1,617.6	1,782.8	1,778.5
사채	249.4	229.3	336.3	486.3	486.3
장기차입금	916.7	889.3	1,160.5	1,160.5	1,160.5
부채총계	2,125.5	2,051.5	2,754.4	3,098.4	3,071.4
자본금	127.3	127.3	127.3	127.3	127.3
자본잉여금	785.4	785.5	785.3	785.3	785.3
기타포괄이익누계액	18.9	-19.5	51.5	51.5	51.5
이익잉여금	1,704.1	1,454.8	2,098.2	2,704.8	3,242.9
비지배주주지분	50.0	44.7	49.4	48.8	48.3
자본총계	2,685.7	2,385.7	3,104.4	3,710.4	4,248.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	-39.9	-118.5	-3.4	510.5	775.9
당기순이익(손실)	-807.4	-251.2	646.6	587.1	518.6
유형자산상각비	306.0	133.1	132.8	151.6	162.8
무형자산상각비	5.0	5.5	4.9	3.8	3.3
운전자본의 증감	-169.0	-169.5	-832.9	-250.9	72.1
투자활동 현금흐름	-271.5	6.2	-349.3	-322.9	-236.2
유형자산의증가(CAPEX)	-230.6	-73.3	-99.5	-240.0	-260.0
투자자산의감소(증가)	-6.4	-32.5	-116.9	-35.0	10.1
재무활동 현금흐름	42.7	76.9	400.0	251.2	-0.3
차입금의 증감	87.5	77.9	402.1	251.2	-0.3
자본의 증가	-0.1	0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-256.7	-44.0	71.3	438.7	539.4
기초현금	744.3	487.6	443.6	514.9	953.6
기말현금	487.6	443.6	514.9	953.6	1,493.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	109,233	83,965	136,014	178,092	175,477
EPS(지배주주)	-33,308	-10,321	26,989	25,435	22,564
CFPS	7,512	3,976	32,833	37,666	34,529
EBITDAPS	5,466	2,202	32,028	36,581	33,456
BPS	110,515	98,160	128,096	153,531	176,094
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-1.9	-9.0	3.9	3.6	4.0
PCR	8.3	23.4	3.2	2.4	2.6
PSR	0.6	1.1	0.8	0.5	0.5
PBR	0.6	0.9	0.8	0.6	0.5
EBITDA	130.4	52.5	763.9	872.4	797.9
EV/EBITDA	18.4	62.8	4.9	3.6	3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-26.2	-9.9	23.9	18.1	13.7
EBITDA 이익률	5.0	2.6	23.5	20.5	19.1
부채비율	79.1	86.0	88.7	83.5	72.3
금융비용부담률	2.1	2.4	1.3	1.2	1.2
이자보상배율(x)	-3.3	-1.8	15.1	14.5	12.5
매출채권회전율(x)	6.4	5.6	7.3	6.9	6.5
재고자산회전율(x)	3.6	2.3	2.9	2.7	2.6

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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

OCI (010060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.05.27	산업분석	Buy	160,000	노우호	-	-	