

폴리실리콘 가격의 안정화를 기다리며

매수
(유지)

목표가: 113,000원 ▼
상승여력: 27.3%

이진호 jinho.lee.z@miraeeasset.com

투자 의견

목표주가 11.3만원으로 33.1% 하향. 매수 의견 유지

- 예상보다 빠르게 급락한 폴리실리콘 시황을 반영하여 목표주가 하향
 - 23년 ROE는 14.4% 전망하며, 이를 반영한 적정 PBR은 0.60배로 산출(현 0.45배)
- 증설 물량으로 인한 중국 폴리실리콘 가격 하락세가 멈추고, 바닥을 다지는 것이 중요
- 타 경쟁업체 대비 긍정적인 투자 포인트는
 - 1) 비중국 프리미엄(중국 가격대비 +105%), 2) 친환경 폴리실리콘(수력 발전)

4Q22 Preview

시장 기대치에 부합할 4분기 실적

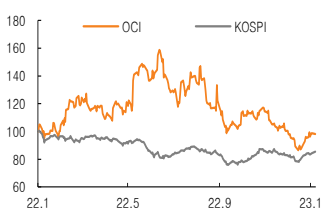
- 영업이익 3,195억원으로 컨센서스(3,218억원)과 유사할 전망(+10.5% QoQ)
 - 태양광 폴리실리콘 및 에너지솔루션 부문의 실적 개선 영향
- 베이직 케미칼: 영업이익 2,160억원 전망(+7.5% QoQ)
 - 태양광 폴리실리콘 출하량 증가(+8%) 및 ASP 보합으로 매출액 및 영업이익 개선
- 에너지솔루션: 영업이익 487억원 전망(+99.7% QoQ)
 - 전력 가격(SMP) +30% QoQ 기록하며 영업이익 약 2배 증가(QoQ) 예상

1Q23 전망

폴리실리콘 가격 하락에 따른 전반적인 실적 전망치 하향 조정

- 1Q22 실적 전망치 하향 조정: 영업이익 2,876억원 → 2,442억원(-15.1%)
23년 실적 전망치 하향 조정: 연 영업이익 1조 800억원 → 7,726억원(-28.5%)
- 요인은 대규모 증설 물량 반영으로 태양광 폴리실리콘 가격 급락(한 달간 -43%) 때문
(23년 폴리실리콘 ASP는 분기별로 Kg당 \$30/25/22/25를 가정)
- 현재 비중국 폴리실리콘으로 발생하는 매출 비중은 약 10%지만, 판가는 \$38 수준으로 중국 가격 대비 +105% 수준. 비중은 작으나 전체 제품 ASP를 개선시켜줄 요소

Key data



현재주가(23/1/25,원)	88,800	시가총액(십억원)	2,118
영업이익(22F,십억원)	952	발행주식수(백만주)	24
Consensus 영업이익(22F,십억원)	942	유동주식비율(%)	76.5
EPS 성장률(22F,%)	18.4	외국인 보유비중(%)	14.7
P/E(22F,x)	2.5	베타(12M) 일간수익률	0.78
MKT P/E(22F,x)	11.3	52주 최저가(원)	78,100
KOSPI	2,428.57	52주 최고가(원)	143,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	-16.6	0.5
상대주가	-2.0	-17.5	12.5

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	2,605	2,003	3,244	4,672	4,203	4,457
영업이익 (십억원)	-181	-86	626	952	773	885
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	19.3	20.4	18.4	19.9
순이익 (십억원)	-794	-246	648	767	608	700
EPS (원)	-33,308	-10,321	27,156	32,165	25,497	29,353
ROE (%)	-26.2	-9.9	23.9	21.8	14.3	14.5
P/E (배)	-	-	3.8	2.5	3.5	3.0
P/B (배)	0.6	0.9	0.8	0.5	0.5	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.9	3.1	2.8	2.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. OCI 분기별 실적 추정

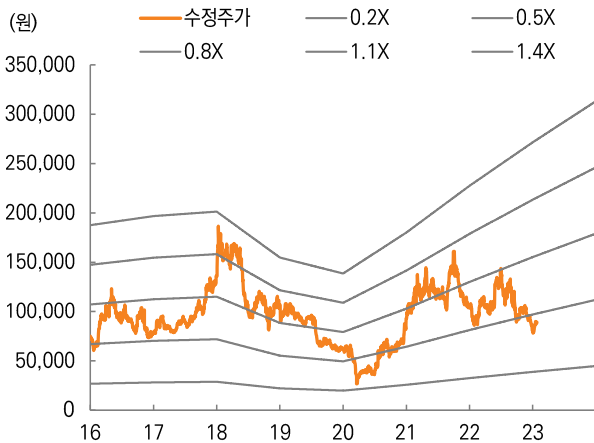
(십억원)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
매출액	전체	1,006.1	1,055.1	1,282.5	1,328.6	1,195.9	1,026.6	1,007.6	972.6	3,244.0	4,672.3	4,202.6
	베이직 케미칼	343.3	387.5	502.4	535.0	405.7	333.7	294.4	320.0	1,333.6	1,768.2	1,353.8
	석유화학/카본 케미칼	416.5	474.0	530.4	522.1	532.7	453.1	470.9	386.6	1,374.5	1,943.0	1,843.2
	에너지 솔루션	153.5	140.1	202.5	209.7	195.7	178.0	160.4	160.4	444.7	705.8	694.5
	도시개발	128.3	105.8	111.8	111.8	111.8	111.8	131.9	155.7	214.4	457.7	511.2
	기타	-35.5	-52.2	-64.6	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0	-123.3	-202.3	-200.0
영업이익	전체	162.0	181.0	289.1	319.5	244.2	197.2	156.5	174.7	625.9	951.6	772.6
	베이직 케미칼	77.2	111.1	200.9	216.0	146.5	113.9	78.5	100.2	486.5	605.2	439.1
	석유화학/카본 케미칼	33.9	34.2	40.4	33.1	35.4	30.1	29.7	22.6	132.3	141.6	117.9
	에너지 솔루션	28.4	5.1	24.4	48.7	40.6	31.4	23.5	23.5	25.6	106.6	119.0
	도시개발	14.3	25.8	16.8	16.8	16.8	16.8	19.8	23.4	-48.4	73.6	76.7
	기타	8.2	4.7	6.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	30.0	24.6	20.0
세전이익	175.7	188.3	320.9	319.1	244.6	198.4	158.8	177.9	612.0	1,003.9	779.6	
순이익(지배)	134.5	146.8	237.0	248.9	190.8	154.7	123.9	138.7	647.6	767.1	608.1	

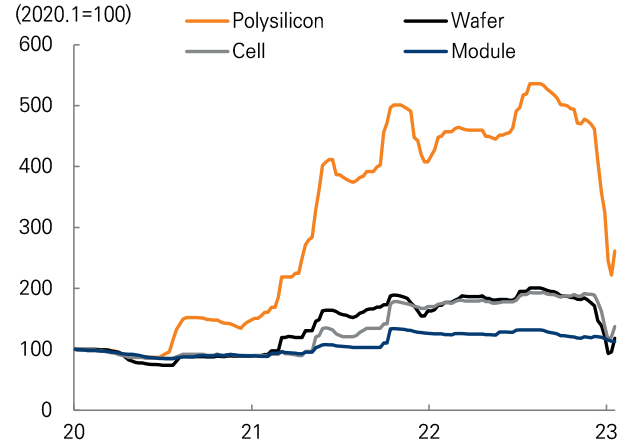
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. OCI 12MF PBR 밴드 차트

그림 2. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터



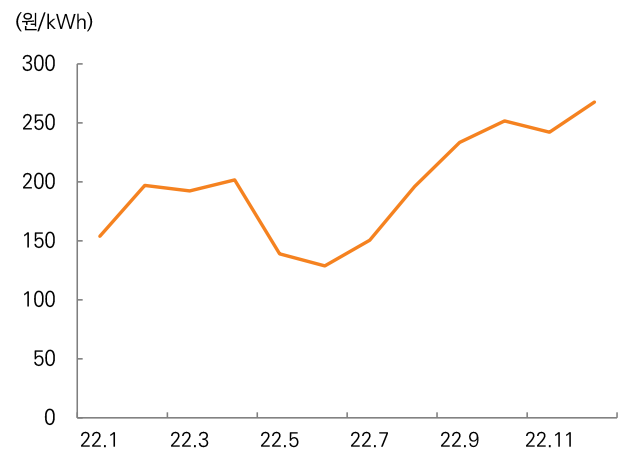
자료: PVInsight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 카본블랙 가격 추이

그림 4. 전력 가격(가중평균 SMP) 추이



자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터



자료: EPSIS, 미래에셋증권 리서치센터

OCI (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	3,244	4,672	4,203	4,457
매출원가	2,338	3,386	3,084	3,226
매출총이익	906	1,286	1,119	1,231
판매비와관리비	280	335	346	346
조정영업이익	626	952	773	885
영업이익	626	952	773	885
비영업손익	-14	52	7	12
금융손익	-27	-12	7	13
관계기업등 투자손익	17	21	0	0
세전계속사업손익	612	1,004	780	897
계속사업법인세비용	-40	236	172	197
계속사업이익	652	768	608	700
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	652	768	608	700
지배주주	648	767	608	700
비지배주주	4	1	0	0
총포괄이익	722	966	608	700
지배주주	715	955	601	692
비지배주주	8	11	7	8
EBITDA	762	1,100	974	1,107
FCF	283	373	700	450
EBITDA 마진율 (%)	23.5	23.5	23.2	24.8
영업이익률 (%)	19.3	20.4	18.4	19.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.0	16.4	14.5	15.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,339	4,336	4,058	4,467
현금 및 현금성자산	699	1,216	1,752	1,835
매출채권 및 기타채권	552	729	533	612
재고자산	1,605	1,908	1,397	1,601
기타유동자산	483	483	376	419
비유동자산	2,365	2,472	2,922	2,955
관계기업투자등	134	134	98	112
유형자산	1,618	1,871	2,362	2,384
무형자산	38	38	34	30
자산총계	5,704	6,808	6,979	7,422
유동부채	1,236	1,577	1,299	1,200
매입채무 및 기타채무	389	477	349	400
단기금융부채	580	833	683	533
기타유동부채	267	267	267	267
비유동부채	1,344	1,148	1,048	948
장기금융부채	1,244	1,048	948	848
기타비유동부채	100	100	100	100
부채총계	2,580	2,725	2,347	2,148
지배주주지분	3,072	3,973	4,522	5,164
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	794	794	794	794
이익잉여금	2,093	2,811	3,360	4,002
비지배주주지분	52	110	110	110
자본총계	3,124	4,083	4,632	5,274

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	378	717	1,388	690
당기순이익	652	768	608	700
비현금수익비용가감	151	376	365	407
유형자산감가상각비	131	144	197	218
무형자산상각비	5	4	4	4
기타	15	228	164	185
영업활동으로인한자산및부채의변동	-402	-335	579	-232
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-177	-76	175	-70
재고자산 감소(증가)	-178	-158	511	-205
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	77	88	-92	37
법인세납부	0	-71	-172	-197
투자활동으로 인한 현금흐름	-284	-458	-579	-284
유형자산처분(취득)	-94	-342	-688	-240
무형자산감소(증가)	-2	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-161	0	109	-44
기타투자활동	-27	-113	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	137	12	-309	-309
장단기금융부채의 증가(감소)	150	57	-250	-250
자본의 증가(감소)	9	0	0	0
배당금의 지급	0	-48	-59	-59
기타재무활동	-22	3	0	0
현금의 증가	255	517	536	83
기초현금	444	699	1,216	1,752
기말현금	699	1,216	1,752	1,835

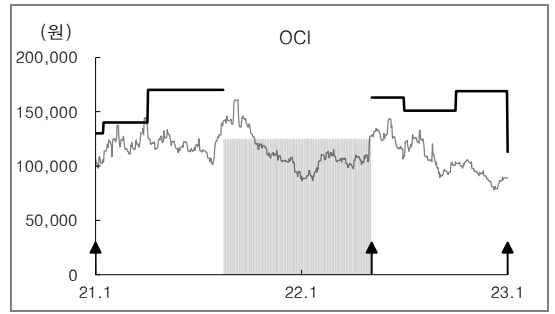
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	3.8	2.5	3.5	3.0
P/CF (x)	3.1	1.7	2.2	1.9
P/B (x)	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (x)	4.3	2.1	1.9	1.3
EPS (원)	27,156	32,165	25,497	29,353
CFPS (원)	33,693	47,961	40,820	46,402
BPS (원)	128,783	166,585	189,614	216,498
DPS (원)	2,000	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	7.3	7.7	9.7	8.4
배당수익률 (%)	1.9	3.1	2.8	2.8
매출액증가율 (%)	62.0	44.0	-10.1	6.1
EBITDA증가율 (%)	1,351.2	44.4	-11.5	13.7
조정영업이익증가율 (%)	-	52.0	-18.8	14.5
EPS증가율 (%)	-	18.4	-20.7	15.1
매출채권 회전을 (회)	7.6	7.9	7.4	8.7
재고자산 회전을 (회)	2.7	2.7	2.5	3.0
매입채무 회전을 (회)	13.3	11.6	10.4	12.0
ROA (%)	12.9	12.3	8.8	9.7
ROE (%)	23.9	21.8	14.3	14.5
ROIC (%)	21.7	24.1	15.6	17.5
부채비율 (%)	82.6	66.7	50.7	40.7
유동비율 (%)	270.0	275.0	312.3	372.1
순차입금/자기자본 (%)	23.1	6.4	-9.0	-15.0
조정영업이익/금융비용 (x)	17.4	28.0	24.3	32.5

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
OCI (010060)				
2023.01.26	매수	113,000	-	-
2022.10.27	매수	169,000	-44.92	-37.28
2022.07.27	매수	151,000	-27.50	-11.92
2022.05.30	매수	163,000	-22.30	-11.96
2021.09.10	분석 대상 제외		-	-
2021.04.29	매수	170,000	-29.66	-17.06
2021.02.09	매수	140,000	-12.30	3.21
2021.01.08	매수	130,000	-19.36	-16.54



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(↔), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

* 2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 OCI 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.