

국내 유일 태양광 폴리실리콘 생산기업

매수
(신규)

목표가: 163,000원
상승여력: 27.8%

이진호 jinho.lee.z@miraeasset.com

투자 의견 및 밸류에이션

투자 의견 매수 및 목표주가 16.3만원 커버리지 개시

- 2Q23 BPS 17.6만원에 12MF ROE 22% 수준 고려한 적정 PBR 0.92배 적용 후 산출
- 과거 PBR 밴드를 고려해보면, 저평가는 아니지만 충분한 상승여력 존재
- 말레이시아 1Q 정기보수 완료 및 5월 5천톤 추가 생산 시작하며 2Q 실적 개선 예상

투자 포인트

높아지는 폴리실리콘 수요에 값싼 전력 비용까지

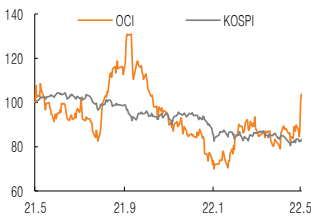
- 1) 결정질 폴리실리콘 가격 상승 수혜 + 저렴한 말레이시아 수력 발전 비용
- 2) 군산 P1 공장의 반도체용 폴리실리콘 생산량 점차 확대('21 2천톤, '22F 3천톤)
- 3) 카본케미칼의 안정적인 실적과 도시개발 매출 반영으로 이익 안정화 기대

22년 실적 전망

22년 영업이익 1조원 전망(+19.7% 컨센대비, +59.8% YoY)

- 당사 전망치가 컨센을 상회하는 이유는 베이직 케미칼 부문의 보다 높은 수익성
- 증설 이후 정상화 기간과 수요 증가분을 고려하면, 하반기 폴리실리콘 가격 견조 예상
- 도시개발 사업 22년 영업이익이 약 800억원 가까이 잡히기 시작하는 부분도 호재

Key data



현재주가(22/5/27, 원)	127,500	시가총액(십억원)	3,041
영업이익(22F, 십억원)	1,000	발행주식수(백만주)	24
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	836	유동주식비율(%)	77.8
EPS 성장률(22F, %)	20.7	외국인 보유비중(%)	16.7
P/E(22F, x)	3.9	베타(12M) 일간수익률	0.83
MKT P/E(22F, x)	10.1	52주 최저가(원)	86,100
KOSPI	2,638.05	52주 최고가(원)	161,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.7	15.4	-3.8
상대주가	29.8	28.4	15.5

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	2,605	2,003	3,244	4,386	4,307	4,307
영업이익 (십억원)	-181	-86	626	1,000	1,163	1,691
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	19.3	22.8	27.0	39.3
순이익 (십억원)	-794	-246	648	782	906	1,328
EPS (원)	-33,308	-10,321	27,156	32,788	37,982	55,696
ROE (%)	-26.2	-9.9	23.9	22.7	21.3	25.0
P/E (배)	-	-	3.8	3.9	3.4	2.3
P/B (배)	0.6	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	1.9	2.0	2.0	2.0

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

기업 개요

OCI는 베이직케미칼(화학 및 폴리실리콘), 카본케미칼, 에너지솔루션(발전소), 도시개발(도시개발사업)의 사업 부문이 있다. 베이직케미칼 부문의 주요 제품은 폴리실리콘, 과산화수소, 황드실리카 등이며, 주요 제품인 폴리실리콘 공장은 군산과 말레이시아에 있다. 군산은 반도체용 폴리실리콘 생산 공장으로서, 말레이시아는 태양광용 폴리실리콘 생산 공장으로서 투트랙 전략을 사용하고 있다.

카본케미칼의 대표적인 제품은 TDI, 카본블랙, 핏치, 벤젠 등이며 카본블랙과 핏치는 콜타르를 증류하여 만드는 제품이다. 에너지솔루션은 태양광 발전소와 함께 개발하여 수익성에 따라 운영을 하거나 매각하기도 하며 태양광 발전소 프로젝트를 진행한다. 대표적인 프로젝트는 Alamo 프로젝트가 있다. 도시개발 사업은 DCRE가 진행하는 CITY O CIEL 프로젝트를 진행하고 있으며 인천에 13,000 세대 규모의 아파트를 공급하고 있다.

이 외에도 유망 제약/바이오 벤처기업에 투자하기 위해 OCI Investments를 설립했으며, 부광약품에도 지분 투자하며 높은 가능성을 가진 파이프라인 발굴을 위해 노력하고 있다.

그림 44. OCI 부문별 매출 비중(2021)

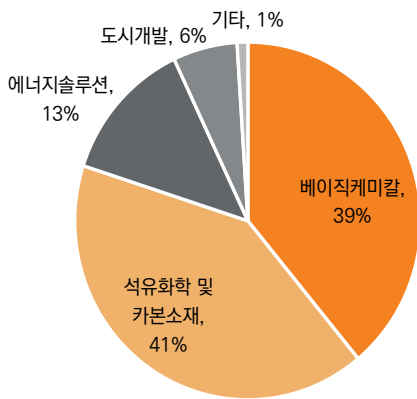
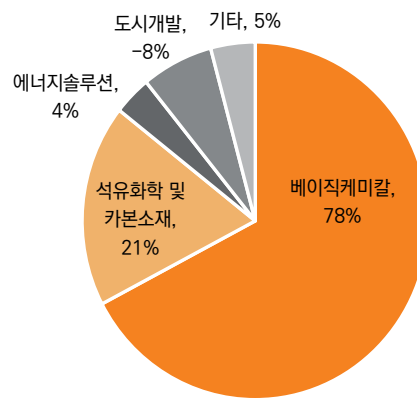


그림 45. OCI 부문별 영업이익 비중(2021)



자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. OCI 분기별 실적 추정

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	전체	573.7	767.4	888.7	1,014.2	1,006.1	1,135.4	1,145.6	1,099.5	3,244.0	4,386.5	4,307.0
	베이직 케미칼	230.1	330.1	362.2	411.2	343.3	476.6	516.6	523.3	1,333.6	1,859.8	2,092.2
	석유화학/카본 케미칼	279.2	335.1	346.1	414.1	416.5	416.9	359.8	286.6	1,374.5	1,479.8	1,198.8
	에너지 솔루션	83.0	81.2	140.2	140.3	153.5	120.5	120.5	108.7	444.7	503.3	376.0
	도시개발	0.1	46.7	68.5	99.1	128.3	151.4	178.6	210.8	214.4	669.1	760.0
	기타	-18.8	-25.7	-28.3	-50.5	-35.5	-30.0	-30.0	-30.0	-123.3	-125.5	-120.0
영업이익	전체	47.0	166.3	194.6	218.0	162.0	266.1	286.8	285.4	625.9	1,000.3	1,162.8
	베이직 케미칼	31.7	126.6	150.4	177.8	77.2	196.0	220.8	227.6	486.5	721.6	955.8
	석유화학/카본 케미칼	34.5	43.8	31.1	22.9	33.9	38.0	30.6	22.5	132.3	125.0	92.2
	에너지 솔루션	0.9	-0.4	10.8	14.3	28.4	19.0	19.0	15.0	25.6	81.3	43.5
	도시개발	-17.8	-6.1	-0.4	-24.1	14.3	18.2	21.4	25.3	-48.4	79.2	91.2
	기타	-2.3	2.5	2.6	27.2	8.2	-5.0	-5.0	-5.0	30.0	-6.8	-20.0
세전이익		44.1	160.4	189.4	218.0	175.7	262.8	284.0	283.4	612.0	1,005.8	1,161.4
순이익(지배)		38.0	144.3	177.8	287.6	134.5	205.0	221.5	221.0	647.6	782.0	905.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

OCI에 대해 투자이견 매수 및 목표주가 16.3만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 밸류에이션 방식은 PBR 방식으로 산출했다. 12개월 후인 2Q23F BPS 17.6만원에 ROE 23.6%를 기록했던 21년 PBR인 0.99배를 차용했으며, 12MF ROE 22% 수준을 고려해 멀티플을 8% 디스카운트한 적정 PBR 0.92배를 적용해 산출했다. 상승 여력은 27.8%이다.

과거 PBR 밴드를 고려해보면, 저평가라고 말하기에는 어려운 구간이지만, 현재 다소 상승한 폴리실리콘 가격의 보합을 가정해도 현재까지 상승분에 대한 수혜를 받아 추가 상승 여력이 충분하다고 판단한다. 또한 군산 반도체용 폴리실리콘 생산량이 점차 회복하고 있고, 2분기 실적 역시 말레이시아 1Q 정기보수 완료 및 5월 5천톤 추가 생산 시작하며 실적 개선을 기대해 볼 수 있다.

22년 실적 전망

- 22년 매출액 전망치는 4조 3,865억원(-2.3% 컨센대비, +35.2% YoY)
- 22년 영업이익 전망치는 1조 3억원(+19.7% 컨센대비, +59.8% YoY)

영업이익 전망치가 컨센서스를 상회할 것으로 판단하는 이유는 베이직 케미칼 내 **폴리실리콘의 예상보다 높은 수익성 때문**이다. 폴리실리콘 가격은 꾸준히 상승해왔지만, 22년 하반기 증설이 예상되며 가격이 안정화될 것으로 예상된다. 기존에는 이번 하반기부터 폴리실리콘 가격 하락 전망이 우세했으나, 러시아-우크라이나 사태 이후 늘어나는 태양광 수요와 폴리실리콘 증설 공장들의 안정화 기간이 있어 22년까지 폴리실리콘 가격이 지지될 것으로 기대한다.

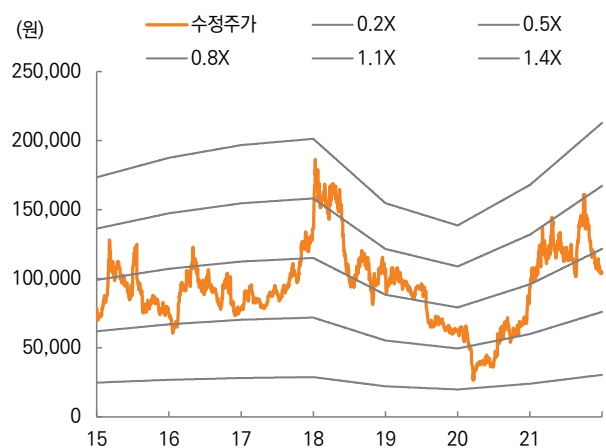
카본케미칼 부문에서는 카본 블랙이 주로 타이어 업체들로 판매되는데, 신규 자동차 수요보다는 교체 자동차 수요가 더 큰 부분을 차지하기에, 자동차용 반도체 수급 이슈와는 상관없이 꾸준한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 도시개발 사업에서 꾸준히 인식되는 연간 약 8~900억원의 영업이익도 이익 안정화에 도움을 줄 것으로 전망한다.

그림 46. 한국 태양광 기업 상대주가 추이



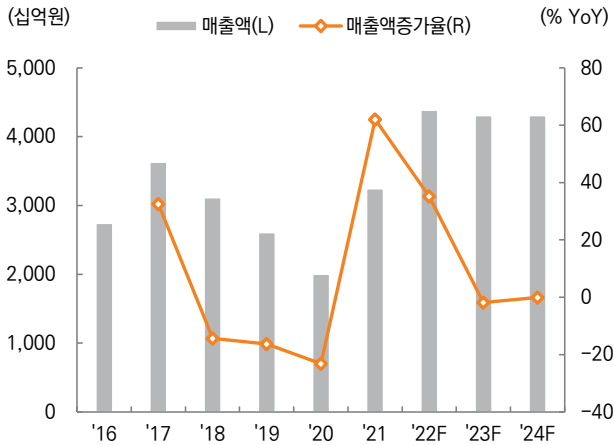
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 12MF PBR 밴드 차트



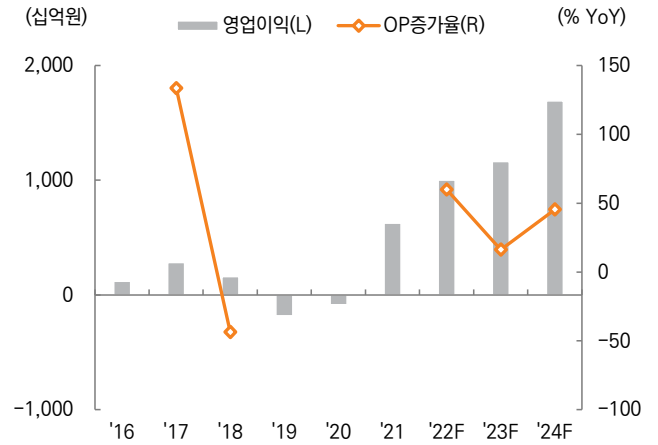
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 연간 매출액 및 성장률 전망 추이



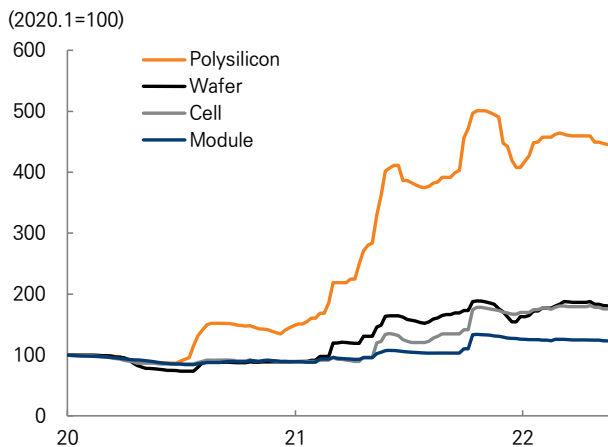
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 연간 영업이익 및 성장률 전망 추이



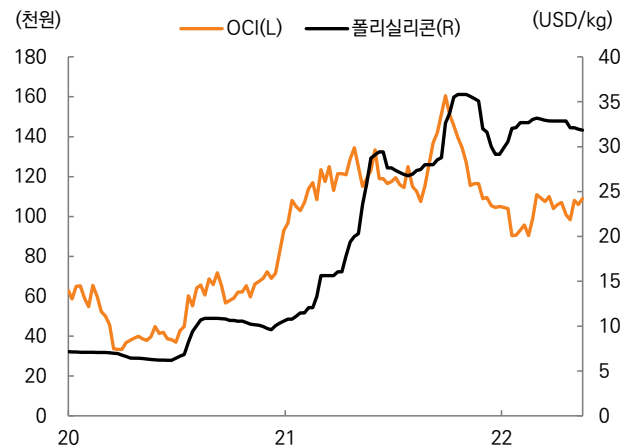
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 태양광 밸류체인 상대가격 추이



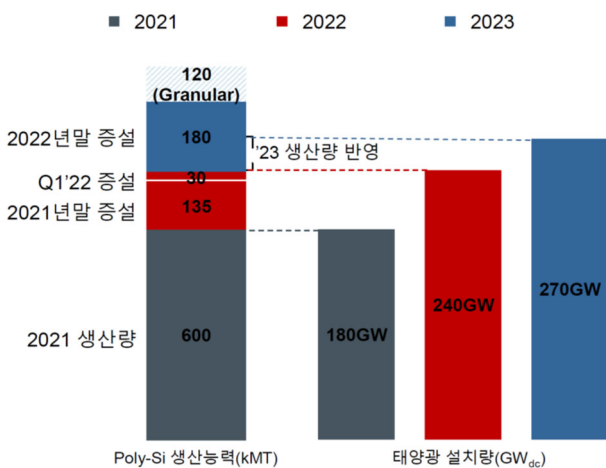
자료: PVInsight, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. OCI vs. 폴리실리콘 가격



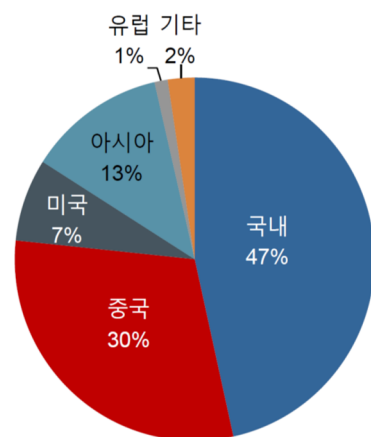
자료: PVInsight, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 폴리실리콘 수요-공급 밸런스



자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 지역별 매출 구성(2021)



자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

OCI (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	3,244	4,386	4,307	4,307
매출원가	2,338	3,048	2,806	2,278
매출총이익	906	1,338	1,501	2,029
판매비와관리비	280	339	339	339
조정영업이익	626	1,000	1,163	1,691
영업이익	626	1,000	1,163	1,691
비영업손익	-14	6	-2	12
금융손익	-27	-19	-8	5
관계기업등 투자손익	17	6	0	0
세전계속사업손익	612	1,006	1,161	1,703
계속사업법인세비용	-40	224	255	375
계속사업이익	652	782	906	1,328
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	652	782	906	1,328
지배주주	648	782	906	1,328
비지배주주	4	0	0	0
총포괄이익	722	805	906	1,328
지배주주	715	798	898	1,317
비지배주주	8	7	8	12
EBITDA	762	1,140	1,312	1,850
FCF	283	474	921	1,220
EBITDA 마진율 (%)	23.5	26.0	30.5	43.0
영업이익률 (%)	19.3	22.8	27.0	39.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.0	17.8	21.0	30.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	3,339	3,841	4,331	5,272
현금 및 현금성자산	699	947	1,587	2,490
매출채권 및 기타채권	552	635	601	609
재고자산	1,605	1,776	1,681	1,705
기타유동자산	483	483	462	468
비유동자산	2,365	2,428	2,511	2,594
관계기업투자등	134	134	126	128
유형자산	1,618	1,714	1,807	1,892
무형자산	38	35	31	28
자산총계	5,704	6,268	6,841	7,866
유동부채	1,236	1,269	1,095	951
매입채무 및 기타채무	389	436	412	418
단기금융부채	580	566	416	266
기타유동부채	267	267	267	267
비유동부채	1,344	1,122	1,022	922
장기금융부채	1,244	1,022	922	822
기타비유동부채	100	100	100	100
부채총계	2,580	2,390	2,117	1,873
지배주주지분	3,072	3,824	4,670	5,939
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	794	794	794	794
이익잉여금	2,093	2,827	3,673	4,942
비지배주주지분	52	54	54	54
자본총계	3,124	3,878	4,724	5,993

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	378	700	1,161	1,460
당기순이익	652	782	906	1,328
비현금수익비용가감	151	375	413	528
유형자산감가상각비	131	135	146	156
무형자산상각비	5	4	3	3
기타	15	236	264	369
영업활동으로인한자산및부채의변동	-402	-249	106	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-177	-79	33	-9
재고자산 감소(증가)	-178	-158	95	-25
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	77	43	-15	4
법인세납부	0	-184	-255	-375
투자활동으로 인한 현금흐름	-284	-372	-218	-246
유형자산처분(취득)	-94	-225	-240	-240
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-161	0	22	-6
기타투자활동	-27	-147	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	137	-243	-310	-310
장단기금융부채의 증가(감소)	150	-237	-250	-250
자본의 증가(감소)	9	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-60	-60
기타재무활동	-22	-6	0	0
현금의 증가	255	248	641	903
기초현금	444	699	947	1,587
기말현금	699	947	1,587	2,490

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	3.8	3.9	3.4	2.3
P/CF (x)	3.1	2.6	2.3	1.6
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.5
EV/EBITDA (x)	4.3	2.9	1.9	0.7
EPS (원)	27,156	32,788	37,982	55,696
CFPS (원)	33,693	48,514	55,316	77,852
BPS (원)	128,783	160,343	195,825	249,021
DPS (원)	2,000	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	7.3	7.6	6.6	4.5
배당수익률 (%)	1.9	2.0	2.0	2.0
매출액증가율 (%)	62.0	35.2	-1.8	0.0
EBITDA증가율 (%)	1,337.7	49.6	15.1	41.0
조정영업이익증가율 (%)	-	59.7	16.3	45.4
EPS증가율 (%)	-	20.7	15.8	46.6
매출채권 회전을 (회)	7.6	7.6	7.2	7.3
재고자산 회전을 (회)	2.7	2.6	2.5	2.5
매입채무 회전을 (회)	13.3	11.6	10.2	8.4
ROA (%)	12.9	13.1	13.8	18.1
ROE (%)	23.9	22.7	21.3	25.0
ROIC (%)	21.7	23.7	25.5	36.6
부채비율 (%)	82.6	61.6	44.8	31.3
유동비율 (%)	270.0	302.8	395.4	554.2
순차입금/자기자본 (%)	23.1	6.1	-13.4	-29.9
조정영업이익/금융비용 (x)	17.4	32.9	44.9	79.2

- 2022.5.30 [태양광: 어두운 유럽에 햇볕이 내리쬐다]에서 분리된 자료입니다.
- 각 조사분석자료에 해당하는 컴플라이언스 관련 고지사항은 당사 홈페이지에 게재된 원문에서 확인할 수 있습니다.

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.