

OCI
(010060)3분기 영업실적 크게 부진, 2014년
1분기 이후 실적개선 예상안상희 769.3095
sanghee@daishin.com

BUY

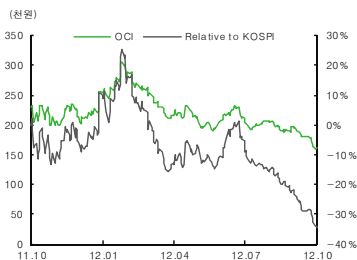
[매수, 유지]
화학업종

현재가 162,000

목표주가
(하향) 210,000

KOSPI	1955.15
시가총액	3,864 십억원
시가총액비중	0.3%
자본금(보통주)	127 십억원
52주 최고/최저	304,500 원 / 159,500 원
120일 평균거래대금	403 억원
외국인지분율	22.9%
주요주주	이수영 외 19 인 31.2%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-6.1	-17.8	-20.8	-29.7
상대수익률	-6.4	-15.8	-26.2	-33.0



투자포인트

- 3분기 추정 영업이익 330억원으로 당사 및 시장 컨센서스 대비 크게 하회
- 실적부진은 3분기 폴리실리콘 가격약세와 재고증가에 따른 재고평가손(147억원) 확대 때문
- 폴리실리콘 가격이 15달러로 추가 하락하면 업계 추가 구조조정에 따른 바닥권 진입 예상

Comment

투자의견 매수(Buy), 목표주가 21만원 하향

동사에 대한 투자의견 매수(Buy) 유지와 목표주가 21만원(-25%)으로 하향 조정한다. 목표주가 하향은 폴리실리콘 부문 실적하향(-17%)과 순차입금 증가 등 Valuation 조정 때문이다. 투자의견 매수를 유지하는 것은 폴리실리콘 시황바닥이 시기적으로 4분기내지 2013년 1분기 중으로 판단되는 점과 동사 최근 주가 15만원은 Valuation 대비 낙폭이 과대하기 때문이다.

3분기 영업이익 330억원(-65% qoq, -86.9% yoy) 크게 부진

동사 3분기 매출액 및 영업이익은 각각 7,576억원(-12.6% qoq, -29.0% yoy), 영업이익 330억원(-65.0%, -86.9%)을 기록하였다. 이번 실적은 당사 추정치(497억원)와 시장 컨센서스(740억원)를 크게 하회하였다. 예상과 실적부진은 폴리실리콘(PCS) 판매량 부진과 재고평가손(147억원)이 확대된 점이 주된 배경이다. 유가하락, 비수기 등 영향으로 석유화학 3분기 영업이익도 648억원으로 전분기(818억원) 대비 감소(-20.8%)하였다. 연결자회사 OCI 모노실란 비즈니스도 국내 공급과잉 영향으로 실적부진이 겹쳤다.

2012년 3분기 실적 비교

(단위: 십억원, %)

구분	확정치		잠정치			직전추정치		컨센서스		대신증권 추정치		
	3Q11	2Q12	3Q12(A)	YoY	QoQ	3Q12	3Q12	3Q12	3Q12	4Q12	YoY	QoQ
매출액	1,067	867	757	-29.0	-12.7	875	868	779	-11.2	2.8		
영업이익	252	94	33	-86.9	-65.0	50	74	35	-60.3	6.1		
순이익	151	48	12	-91.8	-74.1	22	55	39	8.1	216.7		

주: 연결인 경우 순이익은 지배주주지분순이익을 의미

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	3,322	4,276	3,293	3,514	3,951
영업이익	860	1,114	263	291	324
세전순이익	818	1,043	221	272	351
총당기순이익	669	865	183	225	291
지배지분순이익	608	768	148	192	235
EPS	26,527	32,617	6,186	8,041	9,839
PER	12.4	6.7	26.2	20.1	16.5
BPS	86,601	139,821	142,037	150,081	154,979
PBR	3.8	1.6	1.1	1.1	1.0
ROE	35.5	28.8	4.4	5.5	6.5

주: 영업이익은 회계실표 기준, EPS와 BPS, ROE는 지배주주 지분 수치 기준, 자료: OCI, 대신증권 리서치센터

표 1. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2012F	2013F	2012F	2013F	2012F	2013F
매출액	3,494	3,831	3,293	3,514	-5.74	-8.28
영업이익	298	342	263	291	-11.56	-15.91
영업이익률	8.5	10.0	8.0	8.3	-0.53	-17.00
지배지분순이익	170	234	148	192	-13.47	-17.24
EPS(지배지분순이익)	7,149	9,824	6,186	8,041	-13.47	-18.15

자료: OCI, 대신증권 리서치센터

4분기 추정 영업이익도 약 350억원으로 전분기 수준으로 전망된다. 이는 최근 중국 모듈업체들의 극심한 공장가동률(50%) 하락이 9~10월까지 이어지고 있는 상황이다. 때문에 동사의 폴리실리콘 4분기 판매량도 지난 3분기 수준인 약 7,400톤으로 예상된다. 현재 19달러/Kg 수준인 폴리실리콘 현물 가격이 15달러로 재차 하락할 경우 후발주자(MEMC, REC, LDK)들의 추가 구조조정 가능성이 높을 것으로 전망된다. 따라서 2012년 4분기말 내지 2013년초에 폴리실리콘 제품시황의 바닥권을 확인할 수 있을 것으로 전망된다. 3분기 재고평가손(-147억원) 확대로 대규모 적자(-318억원)를 기록한 폴리실리콘은 4분기 -85억원, 2013년 1분기 -10억원 등으로 적자 폭이 축소될 것으로 전망된다.

부문별 영업실적 전망

(단위: 억원)

	2012				2013F				Annual		
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F
매출액	8,906	8,669	7,571	7,785	8,257	8,568	8,956	9,354	42,758	32,931	35,135
- 폴리실리콘	2,804	2,469	1,793	1,842	2,254	2,698	3,540	3,758	19,135	8,908	12,250
- 석유화학	6,102	6,200	5,778	5,943	6,003	5,870	5,416	5,596	14,194	23,623	24,023
영업이익	1,009	944	330	350	550	634	932	790	11,140	2,633	2,906
- 폴리실리콘	168	126	-318	-85	-10	85	285	255	7,949	-109	615
- 석유화학	841	818	648	435	560	549	647	535	3,191	2,742	2,291

자료: OCI, 대신증권 리서치센터 전망, 주: 매출 및 영업이익 세부항목은 대신증권 리서치센터 추정

표 2. OCI Valuation 변동

(단위: 십억원, 원)

	수정 전	수정 후	비고
폴리실리콘사업(a)	3,840	2,660	
- 영업이익	185	85	
- 감가상각비	295	295	2013~2014년 폴리실리콘 ASP 평균 23 달러에서 18 달러 하향
- EBITDA	480	380	
- EV/EBITDA(배)	8	7	
석유화학사업(b)	3,598	3,318	
- 영업이익	356	395	
- 감가상각비	158	158	
- EBITDA	514	553	
- EV/EBITDA(배)	7	6	
투자지분가치(c)	580	580	
- 관계사 지분가치	105	105	
- 부동산(인천)	475	475	
비지배주주지분(d)	365	365	
기업가치(e=a+b+c+d)	7,653	6,193	
순차입금(f)	857	1,107	순차입금 증가
적정시가총액(g=e-f)	6,796	5,086	
발행주식수(천주)	24,249	24,249	
적정주가	280,259	209,741	

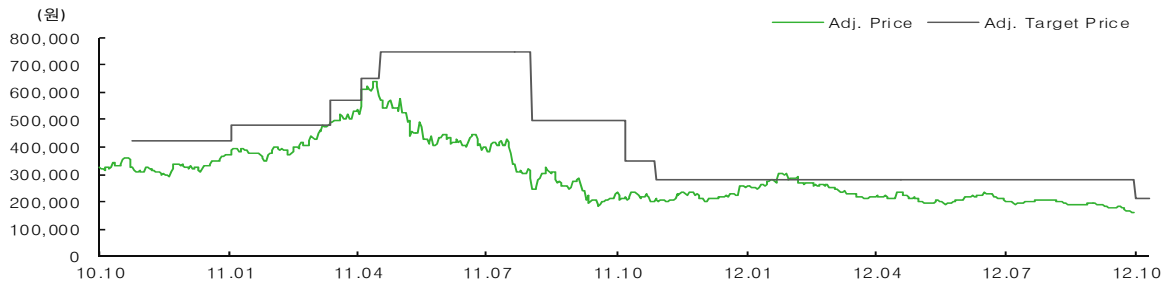
자료: OCI, 대신증권 리서치센터

► Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다(담당자: 안상희)

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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

► 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	12.10.18	12.08.11	12.07.24	12.07.04	12.06.22	12.04.18	12.02.08	11.11.21	11.11.14	11.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	210,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	350,000
제시일자	11.08.19	11.07.14	11.05.18	11.05.04	11.04.21	11.03.30	11.01.19	10.12.08	10.12.05	10.11.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	495,000	750,000	750,000	750,000	650,000	570,000	480,000	420,000	420,000	420,000
제시일자	10.11.10									
투자의견	Buy									
목표주가	420,000									

► 투자등급관련사항

- 산업 투자의견**
- Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견**
- Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상