

Company visit

Korea / Materials

15 November 2012

BUY

목표주가

260,000 원

현재주가 (14 Nov 12)

153,500 원

Upside/downside (%)

69.4

KOSPI

1894.04

시가총액 (십억원)

3,661

52 주 최저/최고

151,000 - 318,500

일평균거래대금 (십억원)

36.6

외국인 지분율 (%)

23.1

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending

Dec-11

Dec-12

Dec-13

Dec-14

매출액 (십억원)

4,276

3,280

3,618

4,548

영업이익 (십억원)

1,114.0

274.7

638.8

1,052.8

당기순이익 (십억원)

864.7

182.7

492.7

834.4

수정순이익 (십억원)

768.1

119.1

461.3

802.7

EPS (원)

32,351

4,993

19,343

33,656

EPS 성장률 (%)

26.8

(84.6)

287.4

74.0

P/E (x)

6.8

30.7

7.9

4.6

EV/EBITDA (x)

3.8

5.7

3.6

2.7

배당수익률 (%)

1.0

1.4

0.5

1.3

P/B (x)

1.6

1.1

1.0

0.8

ROE (%)

28.9

3.5

12.7

18.8

순차입금/자기자본 (%)

17.6

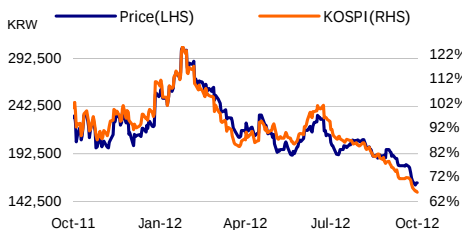
28.7

21.4

18.1

Performance

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(6.1)	(25.9)	(27.9)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(4.1)	(22.6)	(27.5)

이학무, Analyst

3774 1785 hmlee@miraeasset.com

정윤미

3774 1915 yoonmi.jung@miraeasset.com

OCI (010060 KS)

희망의 빛 찾기

2013년 초에 태양전지 산업의 회복세 진입에 대한 기대를 가질 수 있는 시점이 도래하고 있음을 주지해야 할 것임. 그 이유는 1) 폴리실리콘 평균 가격이 모든 폴리실리콘 업체의 현금 원가 이하로 내려감에 따라 선두 업체들조차도 가동률 조정에 들어감에 따라 공급량이 빠르게 축소되는 상황이고 2) 셀 및 모듈 업체 역시 유럽의 관세 부과 등의 시장의 불확실성을 피하고 연말에 재무 건전성을 높이기 위해 원재료 재고 수준을 극한으로 낮추고 있는 것으로 파악되고 있는 상황에서 3) 태양전지의 가격 매력력이 높아짐에 따라 수요는 꾸준한 증가세를 보이고 있기 때문임. 최근 중국에서 농촌에 설치하는 오프그리드 태양전지 시스템에 W 당 3~4 달러 (18~25 위안)를 지급하는 기존 보조금 정책의 확장을 준비하는 것으로 알려지는 등 새로운 수요 견인을 기대할 수 있는 시기가 도래하고 있는 것을 주지해야 할 것임. OCI의 목표주가 26만원을 유지하고 투자의견 BUY를 유지함.

중국의 신규 태양전지 발전 시장 확대 정책은 충분히 유효할 것임

중국은 이미 골든썬 프로그램 및 FIT 제도를 바탕으로 2015년까지 최소 21GW 설치를 목표로 하고 있었음. 이에 추가적으로 농촌 지역의 태양전지 발전 시스템에는 W 당 4 달러(25 위안)를 지급하고 가정용의 경우에는 W 당 2.9 달러(18 위안)의 보조금을 지급하는 안을 제안할 것으로 알려짐. 중국은 전력 사용이 급격하게 증가하고 있는 상황이기 때문에 전력 부족이 심각한 뿐 아니라 불안정한 태양전지 발전이 기존 전력망에 연결되는 것에 대한 부담도 높을 수 밖에 없다고 판단함. 또한 상당히 낙후된 농촌 지역에는 전력을 신규로 공급해야 함에 따르는 송배전 시설의 신규 설치로 인한 비용 부담 등이 있는 상황임. 이를 일시에 해결할 수 있는 대안이 농촌지역에 태양전지를 설치하여 사용하는 것이 될 것이고 이를 활성화 하기 위한 정책으로 기존 골든썬 프로그램을 확대하려는 것으로 판단함. 물론 독립전원 시스템을 온전하게 갖추려면 ESS와 같은 저장 시스템이 필수적이긴 하지만 2013년 6월까지 한시적으로 지급하는 것을 감안하면 단기적으로라도 태양전지 시장의 수급을 개선할 수 있는 요인이 될 수 있다고 판단함.

극심한 가격 하락으로 공급 축소 불가피한 상황에서 꾸준한 설치 수요 기대

폴리실리콘 평균 가격이 선두 폴리실리콘 업체의 현금 원가 수준인 20 달러/kg 이하로 진입한 이후 1개월 이상이 이미 지난 상황임으로 OCI 및 바커 등 선두업체조차도 가동률 조정이 불가피한 상황이라고 판단함. 3/4 분기에 이미 대부분의 업체가 영업적자를 기록한 것으로 파악하고 있으며, 4/4 분기에 추가적으로 가격이 하락한 것을 감안하면 장기공급 계약 등으로 인해서 일부 프리미엄을 받을 수 있는 물량을 제외하고는 현금 원가 이하에 공급해야 하기 때문에 가동률 조정이 불가피 할 것으로 판단함. 셀 및 모듈 업체는 유럽의 반덤핑 관세 부과 움직임 등으로 인한 불확실성이 높아지고 있고 연말 재무건전성을 높이려는 의지로 인해서 원재료 재고를 더욱 극소화 하고 있는 상황임으로 밸류체인상의 재고도 4/4 분기가 지나면서 낮은 수준으로 진입할 것으로 전망함.

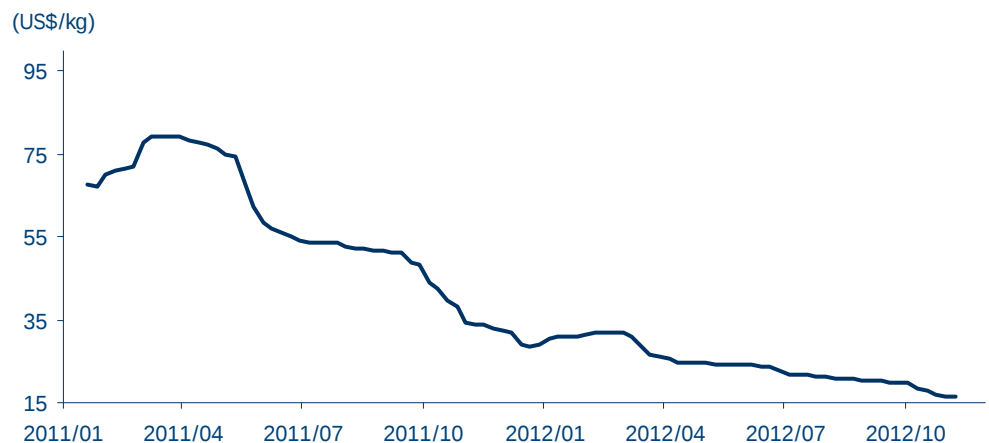
반면에, 수요는 꾸준히 유지되고 있다고 판단하여 2013년 초에는 단기적으로라도 수급 균형 또는 공급 부족을 기대할 수 있을 것임. 지난 7월부터 42 엔/kwh 라는 높은 FIT 제도를 시행한 일본의 경우에 7월 및 8월에 월간 400~500MW의 신청일 있었던 것으로 알려지고 있어 빠르면 연말부터 이들 물량의 주문을 기대할 수 있을 것으로 예상함. 독일의 경우에도 이미 9월까지 7.4GW 이상의 누적설치가 있었던 것으로 확인됨. 인도, 터키 및 이스라엘 등도 낮아진 태양전지 가격 매력을 바탕으로 설치를 가속화 하고 있어 태양전지 수요를 꾸준히 유지시키는 것에 일조할 것으로 기대할 수 있을 것임.

목표주가 26만원 및 투자 의견 BUY 유지

4/4분기에 폴리실리콘 가격이 반등세로 진입할 수 있는 가능성이 낮고 추가적인 가동을 조정 및 가격 하락으로 인한 수익성 악화 가능성도 있음. 그러나 3/4 분기에 자동차 업체 파업으로 가격 및 출하가 좋지 않았던 카본블랙의 출하 및 가격이 회복될 수 있을 것으로 기대함에 따라 폴리실리콘 사업부의 추가적인 악화를 상쇄해 줄 수 있을 것으로 기대함. 또한 원가 경쟁력이 높은 북미의 셰일가스로부터 에틸렌 공급이 확대되는 영향으로 석유화학 업체의 가동을 조정으로 공급이 부족한 벤젠의 가격이 3/4 분기보다 높은 수준으로 상승하고 있어 석탄화학 산업 부문의 수익성 개선에 추가적으로 기여할 수도 있을 것으로 기대함. 이와 같은 것을 종합적으로 감안할 때 4/4 분기 전사 영업이익은 전분기 수준을 유지할 수 있을 것으로 판단함.

폴리실리콘 가격도 현금원가 이하의 가격에 진입한지 1개월 이상 지나고 있는 상황 등을 고려하면 반등을 기대하지 못하더라도 추가적인 하락은 멈출 수 밖에 없는 것을 감안할 때 주가에 부정적인 영향을 줄 요인은 제한적이라고 판단함. 2013년 상반기에는 회복 가능성이 높은 것을 감안하면 PBR 0.9배인 현 주가는 매수 매력이 있는 가격대라고 판단함. 따라서 목표주가 26만원 및 투자 의견 BUY를 유지함. 목표주가는 PBR 1.6배를 적용 것인데 이는 가장 최근의 회복 사이클(2010년 3월부터 2011년 2월)의 평균 PBR 2.86배에서 45% 할인한 수준임. 2013년 예상 ROE가 12.7%이고 당시 평균 ROE가 27.4%인 것을 감안하면 적절한 할인이라고 판단함.

Figure 1 폴리실리콘 가격 추이



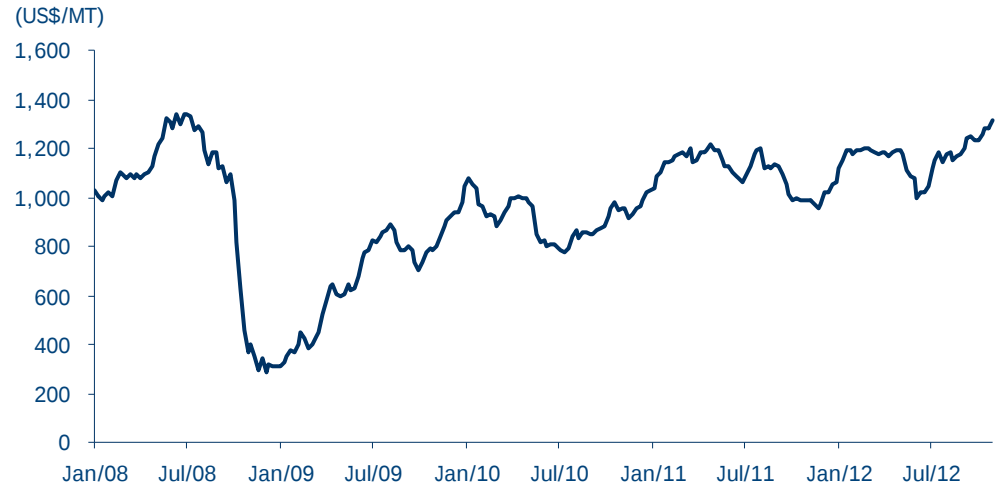
자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 카본블랙 가격 추이



자료: KITA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 벤젠 가격 추이



자료: Datastream, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 분기별 수익 추정 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %, ppt)	1Q11	2Q11E	3Q11E	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12E	4Q12E
매출액	1,160.9	1,171.0	1,066.8	877.1	890.6	866.9	757.7	765.2
신재생에너지	564.4	570.0	495.0	298.0	280.6	247.0	179.3	181.1
석유석탄화학	284.9	294.0	279.0	256.0	295.0	302.7	284.6	290.3
무기화학	308.5	311.0	310.0	323.0	316.0	317.3	293.7	293.9
영업이익	411.0	362.4	252.4	88.2	100.9	94.4	33.3	46.1
신재생에너지	312.0	283.0	179.0	19.0	17.0	12.6	(31.8)	(24.6)
석유석탄화학	37.7	21.0	22.4	15.0	34.0	40.1	32.8	36.1
무기화학	64.7	58.0	51.6	54.0	51.0	41.3	32.0	34.5
EBITDA	516.3	471.9	362.2	219.8	233.6	231.7	180.0	197.0
순이익	330.9	296.4	172.2	65.2	72.5	71.0	10.6	29.9
영업이익률	35.4	30.9	23.7	10.1	11.3	10.9	4.4	6.0
EBITDA마진	44.5	40.3	34.0	25.1	26.2	26.7	23.8	25.7
순이익률	28.5	25.3	16.1	7.4	8.1	8.2	1.4	3.9

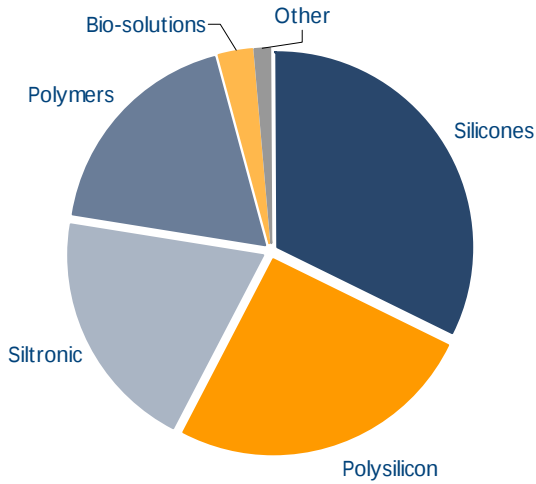
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 글로벌 피어 업체 3분기 잠정 실적

	GCL-Poly	Wacker	REC	Tokuyama
매출액	11,781.9	1,200.9	1,510.0	62,093.0
매출액 증가율 (%)	-22.4	-6.2	-49.7	-12.4
총이익	1,689.2	208.3	424.0	14,974.0
총이익 성장률 (%)	-71.0	-30.8	-34.8	-25.5
매출총이익률 (%)	14.3	17.3	28.1	24.1
영업이익	616.0	26.7	-455.0	71.0
영업이익 성장률(%)	-87.9	-79.0	-279.8	-98.1
영업이익률 (%)	5.2	2.2	-30.1	0.1
순이익	-330.2	24.9	-452.0	-753.0
순이익 성장률 (%)	-109.3	-80.0	40.4	-216.2
순이익률 (%)	-2.8	2.1	-29.9	-1.2

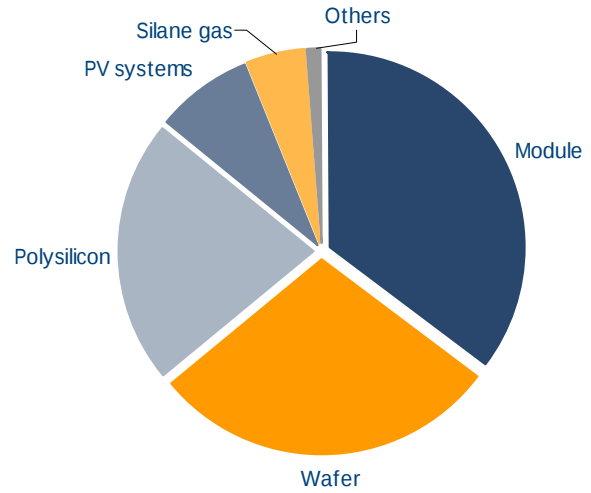
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 (각 사 실적은 해당통화 기준이며, GCL poly의 실적은 올해 상반기 기준)

Figure 6 Wacker 매출 구성



자료: Wacker, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 REC 매출 구성



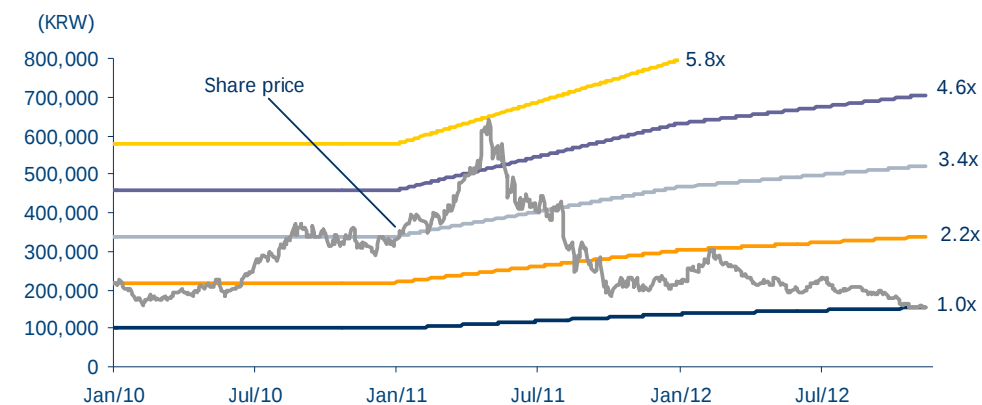
자료: REC, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 태양전지 신규설치 최근 뉴스

날짜	지역	계획	용량
10/20	인도	- 인도의 Tamil Nadu 주정부는 태양전지 발전만으로 3000MW급 이상을 생산하는 새로운 태양전지 에너지 정책을 소개함 (Tamil Nadu Solar Energy Policy 2012)	3,000MW -1,000MW/year
10/21	일본	- 일본 교도통신에 따르면, 일본 오이타시에 81.5MW 규모의 태양광 발전소를 건설할 예정 - 2014년 3월 완공예정이며, 발전되는 모든 전력은 규슈전력에 공급될 것	81.5MW
10/23	스페인	- 2년간의 공사 후, 50MW 규모의 Guzman plant를 스페인 남부의 Parma de Rio에 완공할 예정임 - 프로젝트는 3억유로가 소요될 전망이며 이 중 2.3유로는 이미 작년에 파이낸싱 완료	50MW
10/24	미국	- SolarCity가 LA의 26개 학교에 7.4MW의 패널을 설치할 예정 - 동사는 미국 전역의 200개 이상의 학교에 태양광 발전 시설을 설치 완료 혹은 설치 중임	7.4MW
10/24	아부다비	- Masdar는 Mauritania주의 Nouakchott시에 15MW 태양전지 발전소 설립 예정 - 동사는 영국, 아부다비, 스페인, 아프가니스탄 등에서 신재생에너지 프로젝트를 진행중에 있음	15MW
10/29	일본	- 미쓰이 부동산은 일본 북부에 23MW 규모의 태양광 발전소를 건설할 예정 - 11월에 홋카이도 토마코마이에서 공사를 시작하여 2014년 3월 가동을 목표로 하고 있음	23MW
10/31	독일	- JinkoSolar는 독일의 페랑부지에 5.7MW의 태양전지 모듈을 공급하기로 결정 - 총 발전소 규모는 11.6MW 될 것	11.6MW
10/31	이스라엘	- 2012년 초, 이스라엘 전력청은 한달만에 9개의 사업허가를 승인하여 태양광 발전소 총 385MW와 50여 개의 소규모 태양전지 116MW 설치 예상됨	501MW
11/03	푸에토리코	- 푸에토리코에서 캐리비안 지역 최대 태양광 에너지공원 건설이 시작됨 - 공원에는 27만개의 태양전지 패널과 1.3만 가정에 공급가능한 전력을 생산할 것으로 기대	43MW (est)
11/09	터키	- Izmir Airport 지역의 태양광 공원은 공항지역 내 첫 태양광 발전이며 지상설치형 450kW와 오프그리드 시스템 90kW가 설치 될 것 - 정부 주치 태양광발전 프로젝트는 2012년 9월에 최종 확정됨	540kW 96kW
11/14	남아프리카	- Solar Reserve는 약 6억달러를 조달하여 남아프리카에 두 개의 프로젝트에 참여할 것 - 2014년 중순부터 가동될 것으로 예상되는 본 프로젝트는 생산 전력을 남아프리카 정부 전력회사인 Eskom Holdings에 20년간 공급할 예정 - 75MW 규모의 태양전지 발전소는 한화솔라원의 패널을 사용할 예정	75MW

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 OCI P/B band chart



자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	4,276	3,280	3,618	4,548
매출원가	(2,798)	(2,717)	(2,725)	(3,184)
매출총이익	1,478	563	893	1,364
판매비와관리비	(360)	(293)	(260)	(321)
영업이익 (조정)	1,118	270	633	1,043
영업이익	1,114	275	639	1,053
순이자손익	(36)	(37)	(24)	(26)
지분법손익	11	8	8	8
세전계속사업손익	1,043	229	595	1,007
법인세비용	(179)	(47)	(102)	(172)
당기순이익	865	183	493	834
당기순이익 (지배주주지분)	768	119	461	803
EPS (지배주주지분, 원)	32,351	4,993	19,343	33,656

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	29.1	(23.3)	10.3	25.7
매출총이익 증가율	22.7	(61.9)	58.6	52.7
영업이익 증가율	32.6	(75.3)	132.5	64.8
당기순이익 증가율	31.4	(84.5)	287.4	74.0
EPS 증가율	26.8	(84.6)	287.4	74.0
매출총이익율	34.6	17.2	24.7	30.0
영업이익률	26.1	8.4	17.7	23.1
당기순이익률	18.0	3.6	12.8	17.6

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	1,374	826	1,238	1,515
당기순이익	865	183	493	834
유무형자산상각비	456	568	638	678
운전자본증감	(20)	141	36	(73)
투자현금	(1,911)	(1,203)	(999)	(1,527)
자본적지출	(1,622)	(1,209)	(1,000)	(1,500)
기타	(289)	6	1	(27)
재무현금	505	116	(202)	(19)
배당금	(106)	(71)	(52)	(19)
자본의증가 (감소)	600	2	0	0
부채의증가 (감소)	(85)	176	(150)	0
기초현금	421	390	127	163
기말현금	390	127	163	131

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,986	1,472	1,636	1,784
현금및현금성자산	390	127	163	131
단기금융자산	460	450	443	464
매출채권	606	352	497	581
재고자산	441	453	442	517
기타유동자산	88	89	90	91
비유동자산	5,219	5,708	6,085	6,922
유형자산	4,807	5,301	5,669	6,496
투자자산	149	140	146	152
기타비유동자산	263	266	270	274
자산총계	7,205	7,179	7,720	8,705
유동부채	1,452	904	1,025	1,111
매입채무	588	329	497	581
단기금융부채	644	353	303	303
기타유동부채	220	222	225	227
비유동부채	2,032	2,432	2,376	2,421
장기금융부채	861	1,327	1,227	1,227
기타비유동부채	1,171	1,105	1,149	1,194
부채총계	3,485	3,336	3,400	3,532
지배주주지분	3,335	3,412	3,852	4,667
비지배주주지분	385	432	468	506
자본총계	3,720	3,844	4,320	5,173
BVPS (원)	133,731	137,120	155,631	189,864

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	28.9	3.5	12.7	18.8
총자산이익률 (%)	13.6	2.5	6.6	10.2
재고자산 보유기간 (일)	46.7	60.0	59.9	55.0
매출채권 회수기간 (일)	45.3	53.3	42.9	43.3
매입채무 결제기간 (일)	80.2	61.6	55.3	61.8
순차입금/자기자본 (%)	17.6	28.7	21.4	18.1
이자보상배율 (x)	30.7	7.4	26.6	40.5

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자 의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 Reduce : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자 의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
 Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 Underweight : 현 업종지수 대비 10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관 투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.

작 성 자: 이학무, 정윤미

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수	수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권	계열사	자사주
								종목	담당자	종류

REMARK: Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.

Target Price and Recommendation Chart

Stock Price & Target Price Trend ■ Stock Price ■ Target Price

■ B - Buy ■ H - Hold ■ R - Reduce



OCI (010060 KS)

Date	Recommendation	12m target price (KRW)
2011-07-21	BUY (Initiate)	580,000
2011-08-19	BUY	580,000
2011-11-02	BUY	450,000 (Down)
2012-02-08	BUY	450,000
2012-03-20	BUY	380,000 (Down)
2012-04-16	BUY	320,000 (Down)
2012-04-19	BUY	320,000
2012-05-30	BUY	320,000
2012-07-12	BUY	320,000
2012-10-05	BUY	260,000 (Down)
2012-10-18	BUY	260,000
2012-11-15	BUY	260,000