

Target Price lowered / Earnings review

Korea / Materials

7 February 2013

BUY

목표주가

220,000 원

현재주가 (6 Feb 13)

162,000 원

Upside/downside (%)

35.8

KOSPI

1936.19

시가총액 (십억원)

3,864

52 주 최저/최고

144,500 - 318,500

일평균거래대금 (십억원)

37.7

외국인 지분율 (%)

25.3

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending

Dec-11

Dec-12

Dec-13

Dec-14

매출액 (십억원)

4,276

3,218

3,472

4,197

영업이익 (십억원)

1,114.0

166.2

506.8

625.0

당기순이익 (십억원)

864.7

153.2

387.7

485.8

수정순이익 (십억원)

768.1

78.3

351.8

447.6

EPS (원)

32,351

3,281

14,753

18,766

EPS 성장률 (%)

26.8

(89.9)

349.6

27.2

P/E (x)

6.8

50.4

11.0

8.6

EV/EBITDA (x)

3.8

7.0

3.7

3.0

배당수익률 (%)

1.0

0.5

1.2

1.2

P/B (x)

1.6

1.2

1.1

1.0

ROE (%)

28.9

2.3

10.0

11.4

순차입금/자기자본 (%)

17.6

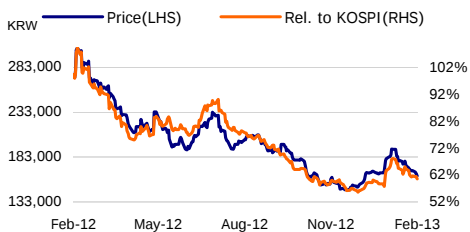
29.4

9.4

0.9

Performance

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(10.5)	2.2	(41.0)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(6.7)	1.8	(39.1)

이학무, Analyst

3774 1785 hmlee@miraeasset.com

정윤미

3774 1915 yoonmi.jung@miraeasset.com

OCI (010060 KS)

더 이상 나빠질 것 없다

Event

OCI 기대치 하회하는 4Q12 실적

전일 발표된 OCI의 4Q12 연결기준 매출액은 7,036 억원 (-19.8% YoY, -23.3 QoQ), 영업손실은 622 억원 (전년 및 전분기 대비 적자전환)을 실현함. 매출액 기준 당사 추정치를 2.0% 상회하였고 시장 컨센서스를 8.5% 하회하였으며, 영업이익은 당사 추정치와 시장 컨센서스를 큰 폭으로 하회하였음.

Figure 1 4Q12 실적 요약 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	4Q review			QoQ		YoY	
	OCI	Mirae (% ,ppt)	Market (% ,ppt)	3Q12 (% ,ppt)	4Q11 (% ,ppt)		
매출액	703.6	690.0	2.0	768.9	(8.5)	917.7	(23.3)
영업이익	(62.2)	(2.7)	-	16.9	적자전환	106.1	전자전환
순이익	(3.9)	(10.5)	62.3	16.3	적자전환	80.2	적자전환
영업이익률	(8.8)	(0.4)	(8.5)	2.2	(11.0)	11.6	(20.4)
순이익률	(0.6)	(1.5)	1.0	2.1	(2.7)	8.7	(9.3)

자료: OCI, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Impact

1/4분기 점진적인 회복세 진입 전망

예상을 크게 하회하는 영업손실을 시현한 주요 이유는 1) 큰 폭의 가동률 하락 (50% 수준으로 낮아짐) 등으로 인한 원가 상승 및 15~20%의 ASP 하락과 2) 석유석탄화학 부문에서 카본블랙을 제외한 주요 제품의 출하량 감소 및 3) 무기화학 부문에서의 모노실란 및 소다회 가격 약세에 기인함. 폴리실리콘 사업부문에서는 200 억원의 재고 평가 손실 영향까지 있어 천억원 수준의 영업적자를 시현하였음.

OCI조차도 4/4 분기에 50% 수준으로 가동률을 낮춘 것을 고려하면 4/4 분기 글로벌 폴리실리콘 생산은 3만톤 (모듈 환산 기준 5GW)을 넘지 못한 것으로 추정함. 4/4 분기에 8.5GW의 설치가 있었고 최근에 폴리실리콘 가격이 안정세를 보이는 것을 감안하면 시장의 악성 재고는 대부분 해소된 것으로 판단할 수 있을 것임. 현금 원가가 USD 20/kg 이하인 업체가 거의 없는 것을 감안하면 USD 20/kg까지의 가격 상승은 빠르게 진행될 수 있을 것으로 기대함. 중국의 해외 폴리실리콘 업체에 대한 반덤핑 관세 부과 움직임 및 모듈 업체의 춘절 가동 중단 등을 앞두고 있어 가격 상승세가 일시적으로 둔화되고 있으나 춘절 이후 폴리실리콘 가격 강세를 기대할 수 있다고 판단함.

Action and recommendation

목표주가 22만원으로 하향, 투자 의견 BUY 유지

폴리실리콘 가격이 춘절 이후에 USD 20/kg까지는 빠르게 상승할 수 있을 것으로 기대되고 있고 석탄화학사업 부문의 주요 제품인 벤젠 및 TDI의 가격이 높은 수준에서 유지하고 있는 것 등을 감안하면 1/4 분기부터 점진적으로 수익성 개선을 기대할 수 있을 것임. 4/4 분기의 대규모 적자에 대한 우려가 주가에 반영될 때를 매수 기회로 활용할 것을 추천함. 투자 의견 BUY를 유지하지만 목표주가는 기존 26만원에서 22만원으로 하향 조정함. 무기화학부문에서 소다회 등의 수익성이 낮아지고 폴리실리콘 가격 반등이 예상보다 지연되어 2013년 예상 ROE가 기존 11.8%에서 10.0%로 낮아질 것을 반영한 것임.

Figure 2 연간 수익추정의 변경 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)	변경전		변경후		차이(% , ppt)	
	2012	2013E	2012	2013E	2012	2013E
매출액	3,204.9	3,511.3	3,218.5	3,472.0	0.4	(1.1)
영업이익	225.7	584.4	166.2	506.8	(26.4)	(13.3)
EBITDA	784.8	1,222.1	725.3	1,144.6	(7.6)	(6.3)
순이익	146.6	452.1	153.2	387.7	4.5	(14.2)
영업이익률	7.0	16.6	5.2	14.6	(1.9)	(2.0)
EBITDA마진	24.5	34.8	22.5	33.0	(2.0)	(1.8)
순이익률	4.6	12.9	4.8	11.2	0.2	(1.7)

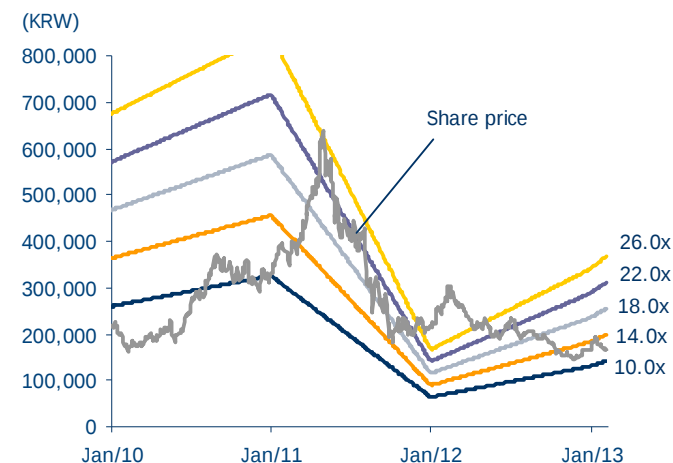
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 분기별 수익 추정 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %, ppt)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E
매출액	890.6	866.9	757.4	703.6	717.6	798.6	948.0	1,007.8
신재생에너지	280.6	247.0	179.3	153.8	146.2	210.4	351.0	417.4
석유석탄화학	295.0	302.7	284.6	254.2	274.5	288.3	294.0	288.1
무기화학	316.0	317.3	293.7	295.6	296.9	299.9	303.0	302.3
영업이익	100.9	94.4	33.1	(62.2)	11.1	84.5	182.2	229.1
신재생에너지	17.0	12.6	(31.8)	(98.2)	(50.8)	2.8	88.1	137.1
석유석탄화학	34.0	40.1	32.8	12.5	28.5	37.6	43.1	41.8
무기화학	51.0	41.3	32.0	23.5	33.4	44.1	51.0	50.3
EBITDA	233.6	231.7	171.3	88.7	165.7	242.5	343.3	393.0
순이익	72.5	71.0	13.5	(3.9)	0.9	61.9	143.0	181.9
영업이익률	11.3	10.9	4.4	(8.8)	1.5	10.6	19.2	22.7
EBITDA마진	26.2	26.7	22.6	12.6	23.1	30.4	36.2	39.0
순이익률	8.1	8.2	1.8	(0.6)	0.1	7.7	15.1	18.1

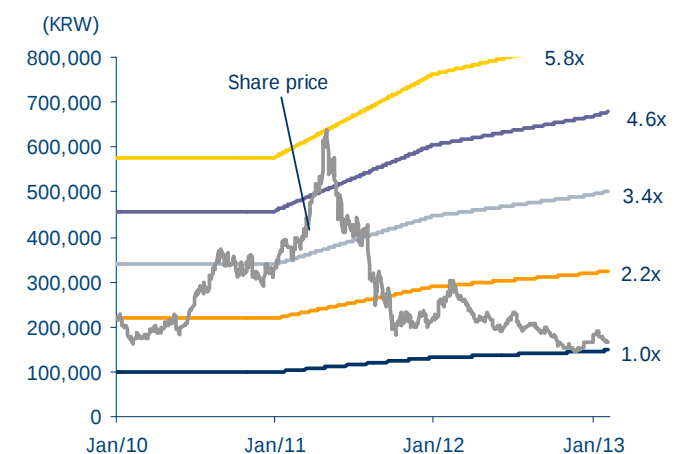
자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 P/E band chart (12M forward)



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 P/B band chart (12M forward)



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액	4,276	3,218	3,472	4,197
매출원가	(2,798)	(2,731)	(2,714)	(3,283)
매출총이익	1,478	488	758	915
판매비와관리비	(360)	(332)	(252)	(299)
영업이익 (조정)	1,118	156	505	615
영업이익	1,114	166	507	625
순이자손익	(36)	(46)	(24)	(26)
지분법손익	11	10	11	11
세전계속사업손익	1,043	190	467	585
법인세비용	(179)	(37)	(79)	(99)
당기순이익	865	153	388	486
당기순이익 (지배주주지분)	768	78	352	448
EPS (지배주주지분, 원)	32,351	3,281	14,753	18,766

증가율 & 마진 (%)	2011A	2012E	2013E	2014E
매출액 증가율	29.1	(24.7)	7.9	20.9
매출총이익 증가율	22.7	(67.0)	55.4	20.7
영업이익 증가율	32.6	(85.1)	205.0	23.3
당기순이익 증가율	31.4	(89.8)	349.6	27.2
EPS 증가율	26.8	(89.9)	349.6	27.2
매출총이익율	34.6	15.1	21.8	21.8
영업이익률	26.1	5.2	14.6	14.9
당기순이익률	18.0	2.4	10.1	10.7

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,986	1,858	2,123	2,038
현금및현금성자산	390	482	651	482
단기금융자산	460	450	443	464
매출채권	606	324	497	530
재고자산	441	513	442	471
기타유동자산	88	89	90	91
비유동자산	5,219	5,554	5,333	5,473
유형자산	4,807	5,084	4,851	4,978
투자자산	149	138	144	150
기타비유동자산	263	331	338	345
자산총계	7,205	7,411	7,457	7,511
유동부채	1,452	951	1,050	1,086
매입채무	588	350	497	530
단기금융부채	644	379	329	329
기타유동부채	220	222	225	227
비유동부채	2,032	2,706	2,247	1,790
장기금융부채	861	1,657	1,157	657
기타비유동부채	1,171	1,049	1,090	1,133
부채총계	3,485	3,657	3,298	2,876
지배주주지분	3,335	3,327	3,695	4,133
비지배주주지분	385	428	464	502
자본총계	3,720	3,755	4,159	4,635
BVPS (원)	133,731	133,751	149,250	167,660

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2011A	2012E	2013E	2014E
영업현금	1,374	594	1,138	1,206
당기순이익	865	153	388	486
유무형자산상각비	456	559	638	678
운전자본증감	(20)	(38)	46	(28)
투자현금	(1,911)	(946)	(399)	(827)
자본적지출	(1,622)	(956)	(400)	(800)
기타	(289)	9	1	(27)
재무현금	505	448	(569)	(548)
배당금	(106)	(84)	(19)	(48)
자본의증가 (감소)	600	16	0	0
부채의증가 (감소)	(85)	538	(550)	(500)
기초현금	421	390	482	651
기말현금	390	482	651	482

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2011A	2012E	2013E	2014E
자기자본이익률 (%)	28.9	2.3	10.0	11.4
총자산이익률 (%)	13.6	2.1	5.2	6.5
재고자산 보유기간 (일)	46.7	63.7	64.2	50.8
매출채권 회수기간 (일)	45.3	52.7	43.1	44.7
매입채무 결제기간 (일)	80.2	62.7	56.9	57.1
순차입금/자기자본 (%)	17.6	29.4	9.4	0.9
이자보상배율 (x)	30.7	3.6	21.1	24.0

자료: OCI, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

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

업종별 투자의견

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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
작성 자: 이학무, 정윤미

종목	담당자	종류	담당자 보유주식수 수량	취득가	취득일	1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
REMARK:Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.									

Target Price and Recommendation Chart

