



Outperform(Maintain)

목표주가: 200,000원
주가(3/13): 176,500원

시가총액: 42,094억원

화학/정유

Analyst **민경혁**

02) 3787-5158

21keynes@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (3/13)		1999.73pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	262,500원	146,500원
등락률	-32.76%	20.48%
수익률	절대	상대
1M	4.1%	2.9%
6M	-6.4%	-8.7%
1Y	-32.4%	-31.5%

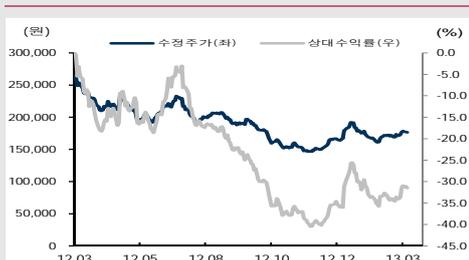
Company Data

발행주식수		23,849천주
일평균 거래량(3M)		239천주
외국인 지분율		24.64%
배당수익률(12E)		1.33%
BPS(12E)		141,508원
주요 주주	이수영외	31.15%
	The Capital Group Companies, Inc.	5.13%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	42,759	32,185	32,465	38,189
보고영업이익	11,140	1,548	2,068	5,154
핵심영업이익	11,179	1,548	2,068	5,154
EBITDA	15,740	6,962	7,538	10,731
세전이익	10,433	188	1,760	4,929
순이익	8,647	127	1,360	3,820
자배주주지분순이익	7,681	127	1,224	3,438
EPS(원)	32,621	533	5,131	14,414
증감률(%YoY)	23.0	-98.4	886.7	180.9
PER(배)	6.7	45.2	34.4	12.2
PBR(배)	1.6	331.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.2	11.2	7.2	4.3
보고영업이익률(%)	26.1	5.2	6.4	13.5
핵심영업이익률(%)	26.1	4.7	6.4	13.5
ROE(%)	28.8	0.4	3.5	9.4
순부채비율(%)	17.5	39.5	18.4	-1.5

Price Trend



이슈분석

OCI (010060)

반덤핑 예비판정 영향은 제한적일 것으로 예상



11주 연속 폴리실리콘 가격 상승에도 불구하고 주가 상승이 제한적인 이유는 3월말 ~ 4월초 발표될 중국의 한국, 미국, 유럽산 폴리실리콘 반덤핑 예비판정 때문으로 추측됩니다. 그러나 반덤핑 판정이 나더라도 그에 따른 영향은 제한적일 것으로 판단합니다. 태양광 셀/모듈 수출을 목적으로 사전 등록할 경우 원재료인 폴리실리콘 수입의 관세 면제 또는 환급 가능성이 높으며, 또 다른 방법으로 웨이퍼 형태로 우회수출이 가능할 것으로 예상되기 때문입니다.

>>> 중국의 한국산 폴리실리콘 반덤핑 예비판정에 따른 영향은?

3월말 ~ 4월초 중국의 한국, 미국, 유럽산 폴리실리콘 반덤핑에 대한 예비판정이 이루어질 예정. 폴리실리콘 매출 중 중국 비중이 약 40~50%에 달해 단기적 영향 불가피 하나 중장기 부정적 영향은 제한적일 것. 근거는 1) 현행 중국 관세법상 태양광 셀/모듈 수출을 목적으로 사전 등록하는 경우 원재료인 폴리실리콘 수입 관세 면제 또는 환급 가능성 높은 것으로 판단.(관세법상 정해진 규정 및 절차는 준수해야함) 중국 관세제도를 분석한 한국조세연구원의 보고서에 따르면 '중국은 가공무역을 수출을 확대하고 외화를 획득하는 주요 수단으로 삼아왔으며 이를 촉진하기 위해, 가공무역 수입원재료에 대하여 소수제품을 제외하고는 수입 원재료에 대해 보세정책을 실시한다'고함. 또한 중국은 자체 생산만으로는 폴리실리콘 수요를 감당하기 힘든 상황. 25\$/Kg 이하의 가격에서 생산 가능한 중국 생산능력은 7~9만톤인 반면, 2012년 명목수요는 19만톤으로 폴리실리콘 수입 불가피. 2012년 수입량은 8.2만톤에 달함. 2) 한국, 대만 웨이퍼 업체를 통해 웨이퍼 형태로 폴리실리콘의 우회 수출도 가능할 것으로 전망. 물류비용을 고려할 때 한국 웨이퍼 업체를 통한 톨링 비중 높을 것으로 판단.

>>> 태양광 산업은 구조조정 진행 중

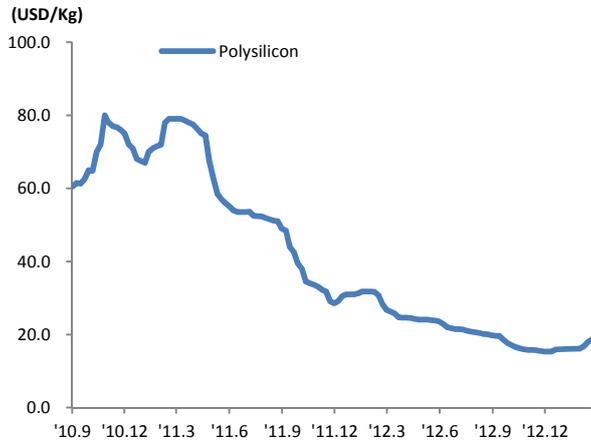
태양광 밸류체인 전반적으로 구조조정 진행 중. 중국의 웨이퍼, 셀/모듈 업체인 선택은 약 50MW 규모의 미국 애리조나 설비 폐쇄 계획, 향후 생산 설비 구조조정을 통해 2013년 전체 비용의 20%를 절감할 계획. 중국 중소형 태양광 업체인 Shanghai Charoi(2012년 생산능력 웨이퍼 220MW, 모듈 800MW)도 채권 상환 만기 도래로 도산 가능성 높음.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 200,000원 제시

투자의견 Outperform, 목표주가 20만원 제시. 2013년 기준 밸류에이션은 PBR 1.2배 수준(지난 5개년 평균 2.7배)

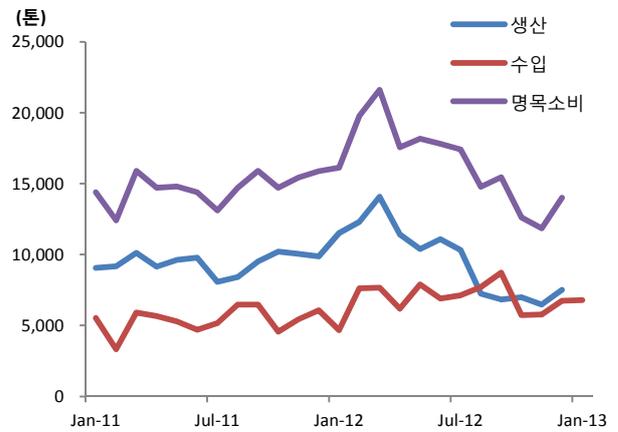
이번주 폴리실리콘 가격은 18.58\$/Kg으로 전주대비 +3.2% 기록. 반덤핑 이슈로 단기 폴리실리콘 가격 상승세가 이어질 것으로 예상. 중장기 Top tier업체들의 All in Cost 수준인 23~25\$/Kg 수준으로 수렴할 것으로 전망. 수요 측면 이슈로는 일본 정부가 기존 FIT rate 대비 11%의 보조금 삭감안을 제시. 예상보다 크지 않은 삭감폭으로 일본 태양광 발전 설치량은 2012년 2.5GW 수준에서 2013년 3~4GW 수준으로 확대 예상. 2013년 전세계 태양광 발전 설치량은 보수적으로 전년대비 13% 성장한 35GW 수준 예상

폴리실리콘 가격 추이



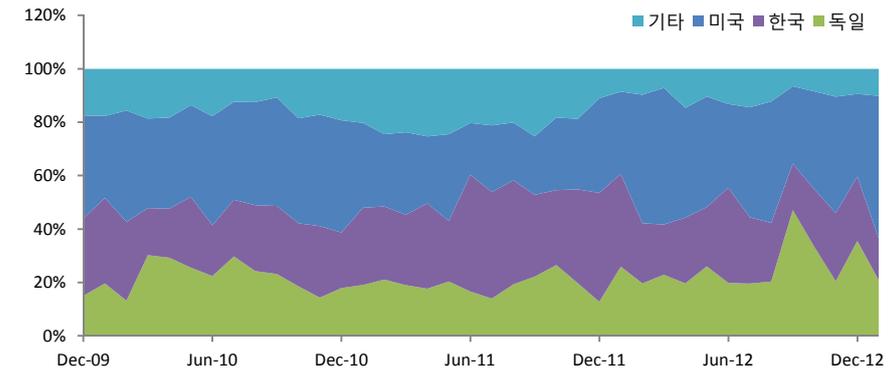
자료: PV Insights, 키움증권

중국의 폴리실리콘 생산, 수입, 명목소비 추이



자료: CEIC, 키움증권

중국 폴리실리콘 국가별 수입 비중



자료: CEIC, 키움증권

OCI 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E
매출액	1,161	1,171	1,067	877	891	867	757	704	730.0	794.1	821.2	901.1
폴리실리콘	564	570	495	298	280	247	179	154	148.6	206.5	229.4	300.6
석유석탄화학	285	294	279	256	295	303	285	254	277.4	277.6	277.8	275.5
무기화학 및 기타	309	311	310	323	316	318	293	296	304.0	310.0	314.0	325.0
영업이익	411	362	252	88	97	91	29	-62	6	39	62	100
폴리실리콘	311	283	179	20	17	4	-33	-98	-57	-29	-11	30
석유석탄화학	38	21	22	15	34	40	32	13	35	35	34	33
무기화학 및 기타	61	58	52	53	46	47	31	24	27	33	38	37
영업이익률	35.4%	30.9%	23.6%	10.0%	10.9%	10.5%	3.9%	-8.8%	0.8%	4.9%	7.5%	11.1%
폴리실리콘	55.2%	49.6%	36.2%	6.7%	6.0%	1.7%	-18.5%	-63.8%	-38.2%	-13.8%	-4.6%	9.9%
석유석탄화학	13.2%	7.1%	7.9%	5.9%	11.5%	13.2%	11.2%	4.9%	12.8%	12.6%	12.4%	12.0%
무기화학 및 기타	19.7%	18.6%	16.8%	16.4%	14.5%	14.7%	10.5%	7.9%	8.9%	10.5%	12.1%	11.5%
주요가정(폴리실리콘)												
ASP(\$/Kg)	68.6	67.8	51.4	29.3	29.5	25.0	22.0	19.8	20.5	22.8	24.8	25.2
All in Cost(\$/Kg)	30.7	34.1	32.7	27.5	27.7	25.2	25.9	32.5	28.3	26.0	26.0	22.7
Cash Cost(\$/Kg)	22.3	25.8	25.2	18.9	18.9	16.7	16.0	16.2	15.4	15.6	15.8	14.6

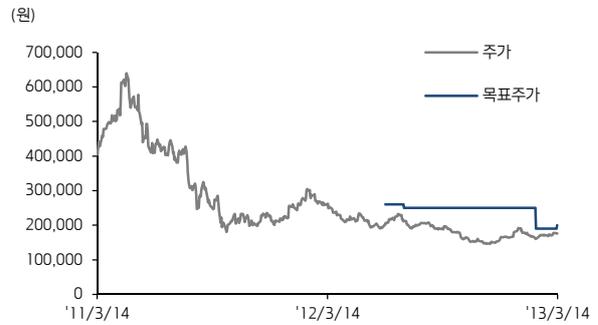
자료: 키움증권 추정

- 당사는 3월 13일 현재 'OCI' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
OCI (010060)	2012/06/13	BUY(Initiate)	260,000원
담당자변경	2012/07/13	Outperform(Reinitiate)	250,000원
	2013/02/07	Outperform(Maintain)	190,000원
	2013/03/14	Outperform(Maintain)	200,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상