

8월 유럽-중국 반덤핑 판정에 주목

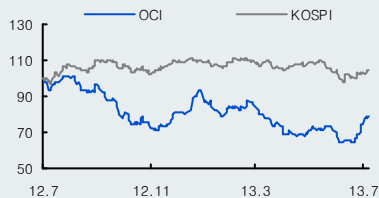
화학

Results Comment
2013. 7. 25

(Maintain)	중립
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/07/24, 원)	162,000
상승여력	-

영업이익(13F, 십억원)	87
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	80
EPS 성장률(13F, %)	적지
MKT EPS 성장률(13F, %)	18.6
P/E(13F, x)	-
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSPI	1,912.08
시가총액(십억원)	3,864
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	68.8
외국인 보유비중(%)	24.0
베타(12M, 일간수익률)	0.85
52주 최저가(원)	129,500
52주 최고가(원)	211,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.7	-9.2	-15.6
상대주가	16.4	-6.6	-22.2



정유/화학

박연주

02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com

배영지

02-768-4123
youngjee.bae@dwsec.com

8월 유럽-중국간 반덤핑 판정에 주목

향후 폴리 가격은 유럽-중국 간 반덤핑 판정에 달려 있을 것으로 전망된다. 유럽은 지난 6월 중국산 모듈에 대해 11.8%의 수입 관세를 부과하면서 2개월 후인 8월 6일부터는 관세율을 47.6%로 올리겠다고 발표했다. 이후 유럽과 중국은 중국산 모듈의 판매 가격의 하한을 정하는 등 구체적인 협상을 진행 중이다.

중국은 이와 관련 자국이 수입하는 폴리실리콘에 대해 관세를 부과하기로 결정했는데 미국산 폴리에 대해서는 최대 57%, OCI에 대해서는 2% 수준의 낮은 관세를 부과한다고 발표하였다. 이는 OCI의 가동률이 상승할 수 있는 등 긍정적인데, 이로 인해 폴리 가격이 어느 정도 상승할 수 있을지는 유럽에 대한 관세 부과 여부가 중요할 전망이다.

12년 기준 중국의 폴리실리콘 수입량은 약 10만톤 수준으로 추정되는데 이중 2.4만톤을 미국으로부터 가져온 것으로 추정된다. 미국 물량만 감소할 경우 중국 내 업체들의 가동률 상승(GCL 폴리, Renesolar 등)과 OCI의 가동률 상승으로 어느 정도 대응이 가능한 규모이다. 반면 유럽의 Wacker에 대해서도 관세가 부과된다면, 관세에 미치는 영향은 더 클 것으로 예상된다. 그 가능성은 낮다고 판단하는데, 이 경우 중국 모듈 업체들의 유럽 수출이 타격을 받게 되어 모듈 업체 가동률이 하락할 수 있고, 중국 정부 입장에서 폴리실리콘 가격이 상승할 경우 원가 부담이 확대되기 때문이다. 유럽과 중국 정부가 적절한 선에서 협의할 가능성이 높다고 판단되며 이 경우 폴리 가격 상승 폭은 제한적일 전망이다.

2Q review: 가동률 상승으로 폴리실리콘 부문 적자 축소

OCI의 2분기 영업이익은 177억원으로 전분기대비 개선되었다. 폴리실리콘 부문의 가동률 상승으로 원가가 하락하면서 폴리실리콘 부문 적자가 축소되었다. 석탄화학 및 무기화학 부문은 전분기와 유사한 실적을 기록하였다. 3분기 실적은 폴리실리콘 가격의 향방에 따라 좌우될 전망이다. 현재 폴리 가격은 현금 원가 수준으로 매우 낮아 반등할 가능성은 있으나 공급 과잉 상태가 지속되고 있어 큰 폭의 반등은 어려울 것으로 전망한다.

투자의견 중립 유지, 구조적인 수급 변화를 기다려야 할 때

OCI에 대해 투자의견 중립을 유지한다. 최근 상대적으로 중국 관세가 낮게 맺어짐에 따라 출하량 증가 등 수혜는 예상되나 결국 폴리실리콘 가격이 25달러 이상으로 회복되어야 의미 있는 실적 개선이 가능하기 때문이다. 단기적으로 유럽 폴리 업체에 대한 관세 부과 여부가 폴리 가격 반등 폭을 결정할 전망이다, 추세적인 상승은 제한적일 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	3,322	4,276	3,219	3,174	3,774	4,037
영업이익(십억원)	860	1,118	155	87	418	616
영업이익률 (%)	25.9	26.1	4.8	2.7	11.1	15.3
순이익(십억원)	608	768	-68	-195	329	533
EPS (원)	26,527	32,621	-2,866	-8,192	13,773	22,354
ROE (%)	35.5	28.8	-2.1	-6.4	10.6	15.5
P/E (배)	12.4	6.7	-	-	11.8	7.3
P/B (배)	3.9	1.6	1.3	1.4	1.3	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 중국 폴리실리콘 소요량 추정

(GW, %, g/watt, 천톤)

	2012	2013
모듈 Capa	31.5	31.5
가동률	80.0	90.0
와트당 폴리 사용량	5.8	5.8
폴리 수요	146.2	164.4
중국 폴리 생산량	48.0	82.0
GCL(13년 2분기부터 가동률 상승)	37.0	67.0
Renesolar(12년 11월 가동 중단, 13년 7월 재가동)	8.0	10.0
Daqo(13년 현재 가동 중)	3.0	5.0
중국 수입량	98.2	82.4
독일	33.4	33.4
한국	24.5	31.5
미국	24.5	-
기타	15.7	17.6

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 폴리실리콘 수급 전망

(톤)

CAPACITY(톤)	09	10	11	12	13F	14F
tier 1 Hemlock(미국)	19,000	27,500	37,500	45,000	35,000	45,000
Wacker(유럽)	19,150	27,000	35,800	52,000	52,000	52,000
OCI(한국)	17,000	20,063	34,450	42,000	45,000	52,000
GCL(중국)	7,454	17,302	29,413	60,985	67,000	67,000
tier 2 MEMC(미국)	8,500	12,500	8,000	8,000	8,000	8,000
REC(유럽)	11,500	13,500	16,900	22,400	20,000	20,000
Tokuyama(일본)	8,000	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200
Mitsubishi(일본)	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450
Sumitomo(일본)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
tier 3 LDK(중국)		11,000	11,000	11,000		
Renesolar(중국)		3,000	3,500	3,500	10,000	10,000
Daqu(중국)			3,000	3,000	5,000	5,000
Hankook Silicon(한국)			3,000	8,250		
Woongjin Polysilicon(한국)			3,000	3,000		
Samsung fine chem-MEMC(한국)						10,000
Hanhwa Chemical(한국)						10,000
Others(기타)			50,000	30,000		
Total	95,354	144,815	248,513	302,085	254,950	291,950
Tier 1 capacity	62,604	91,865	137,163	199,985	199,000	216,000
Tier 2 capacity	32,750	38,950	37,850	43,350	40,950	40,950
For semiconductor	27,550	29,000	30,450	31,973	33,571	35,250
usage per watt (g/w)	8.0	7.2	6.3	6.0	5.8	5.8
Available PV production - tier 1 (MW)	4,382	8,731	17,074	28,002	28,522	31,164
Available PV production - tier 1&2 (MW)	8,476	14,141	23,130	35,227	35,583	38,224
Available PV production - total (MW)	8,476	16,085	34,890	45,019	38,169	44,259
PV demand (MW)	6,000	15,997	27,496	28,250	33,300	36,350
PV demand: thin film(MW)	1,036	1,502	2,254	2,879	3,500	4,000
PV demand: bulk type(MW)	4,964	14,495	25,242	25,371	29,800	32,350
Oversupply(MW)	3,512	1,590	9,648	19,648	8,369	11,909

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. 분기별 실적 추정

(십억원, %, 천톤, 달러/Kg, 달러/톤)

		2013F				2014F				2012	2013F	2014F
		1Q13	2Q13P	3Q13F	4Q13F	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F			
매출액	Total	780	716	803	875	902	929	962	981	3,219	3,174	3,774
	폴리실리콘	221	154	234	288	320	320	364	364	860	898	1,367
	석유석탄화학	290	284	277	295	290	302	277	295	1,136	1,146	1,165
	무기화학 및 기타	269	278	292	292	292	306	322	322	1,222	1,130	1,241
영업이익	Total	-24	18	21	72	91	93	116	119	155	87	418
	폴리실리콘	-67	-29	-26	22	46	46	70	70	-110	-100	232
	석유석탄화학	32	35	33	35	29	30	28	30	118	135	117
	무기화학 및 기타	11	13	14	14	15	17	18	19	147	52	69
세전이익		-27	-29	-3	43	105	49	92	94	19	-16	340
당기순이익		-42	-187	-3	37	94	49	92	94	-68	-195	329
세전이익률		-3.5	-4.1	-0.4	5.0	11.6	5.3	9.5	9.6	0.6	-0.5	9.0
당기순이익률		-5.4	-26.1	-0.4	4.2	10.4	5.3	9.5	9.6	-2.1	-6.1	8.7
주요 가정	Polysilicon 판매량	9,875	8,650	10,650	11,900	12,650	12,650	14,375	14,375	33,813	41,075	54,050
	Polysilicon 평가	18	18	20	22	23	23	23	23	24	20	23
	Polysilicon 원가	24	22	22	20	20	20	19	19	24	21	19
	원/달러 환율	1,080	1,120	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,126	1,100	1,100

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. 수익 예상 변경 내역 요약

(십억원, %, %p)

	변경 전		변경 후		변경률	
	13F	14F	13F	14F	13F	14F
매출액	3,142	3,774	3,174	3,774	1.0	0.0
영업이익	85	418	87	418	2.0	0.0
당기순이익	-46	329	-195	329	적지	0.0
영업이익률	2.7	11.1	2.7	11.1	0	0
당기순이익률	-1.5	8.7	-6.1	8.7	-4.6	0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. 컨센서스와의 비교

(십억원, %, %p)

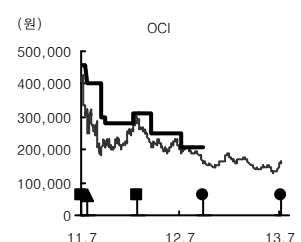
	2Q12	1Q13	2Q13P			성장률	
			실제치	대우증권 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	887	780	716	777	789	-19.3	-8.3
영업이익	91	-24	18	7.1	6	-80.5	흑전
영업이익률	10.2	-3.0	2.5	0.9	0.8	-7.8	5.5
세전이익	84	-27	-29	-40	-12	적전	적지
당기순이익	71	-31	-187	-40	-10	적전	적지

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- OCI: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. OCI: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자자의 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



OCI (010060)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	3,219	3,174	3,774	4,037
매출원가	2,701	2,725	2,994	3,059
매출총이익	517	449	780	978
판매비와관리비	363	362	362	362
조정영업이익	155	87	418	616
영업이익	155	87	418	616
비영업손익	-136	-103	-79	-72
순금융비용	59	70	64	56
관계기업등 투자손익	8	2	0	0
세전계속사업손익	19	-16	340	544
계속사업법인세비용	6	168	0	0
계속사업이익	13	-184	340	544
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	13	-184	340	544
지배주주	-68	-195	329	533
비지배주주	81	11	11	11
총포괄이익	-16	-188	336	541
지배주주	-85	-197	327	532
비지배주주	69	9	9	9
EBITDA	699	489	835	1,043
FCF	-708	475	383	527
EBITDA마진율 (%)	21.7	15.4	22.1	25.8
영업이익률 (%)	4.8	2.7	11.1	15.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.1	-6.2	8.7	13.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,977	2,472	2,996	3,513
현금 및 현금성자산	446	693	935	1,328
매출채권 및 기타채권	622	774	920	984
재고자산	540	671	798	854
기타유동자산	40	50	59	63
비유동자산	5,306	5,012	5,125	5,210
관계기업투자등	86	81	81	81
유형자산	4,818	4,507	4,598	4,678
무형자산	136	137	136	134
자산총계	7,283	7,484	8,121	8,723
유동부채	949	1,408	1,537	1,593
매입채무 및 기타채무	471	585	696	744
단기금융부채	402	728	728	728
기타유동부채	76	95	113	121
비유동부채	2,743	2,698	2,948	3,030
장기금융부채	1,797	1,472	1,472	1,472
기타비유동부채	829	1,098	1,347	1,429
부채총계	3,691	4,106	4,484	4,623
지배주주지분	3,174	2,967	3,217	3,671
자본금	127	127	127	127
자본잉여금	801	801	801	801
이익잉여금	2,244	2,040	2,291	2,747
비지배주주지분	418	411	420	430
자본총계	3,592	3,378	3,637	4,100

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	96	383	888	1,032
당기순이익	13	-184	340	544
비현금수익비용가감	812	683	495	498
유형자산감가상각비	537	396	409	420
무형자산상각비	7	7	7	7
기타	-270	-35	-4	-4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-556	54	53	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-48	-151	-146	-64
재고자산 감소(증가)	-112	-102	-127	-56
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	143	111	49
법인세납부	-173	-170	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	-559	-23	-476	-469
유형자산처분(취득)	-725	-104	-500	-500
무형자산감소(증가)	-6	-5	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	130	46	0	0
기타투자활동	42	41	29	37
재무활동으로 인한 현금흐름	531	-117	-170	-170
장단기금융부채의 증가(감소)	711	-13	0	0
자본의 증가(감소)	20	0	0	0
배당금의 지급	-96	-10	-78	-78
기타재무활동	-104	-104	-93	-93
현금의증가	56	247	242	393
기초현금	390	446	693	935
기말현금	446	693	935	1,328

자료: OCI, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	-	-	11.8	7.3
P/CF (x)	8.3	18.7	5.2	4.0
P/B (x)	1.3	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	8.5	11.6	6.5	4.8
EPS (원)	-2,866	-8,192	13,773	22,354
CFPS (원)	19,936	8,683	31,229	40,247
BPS (원)	127,362	118,653	129,184	148,291
DPS (원)	400	3,250	3,250	3,250
배당성향 (%)	-14.0	-39.7	23.6	14.5
배당수익률 (%)	0.2	2.0	2.0	2.0
매출액증가율 (%)	-24.7	-1.4	18.9	7.0
EBITDA증가율 (%)	-55.6	-30.0	70.6	24.9
영업이익증가율 (%)	-86.2	-43.8	381.3	47.2
EPS증가율 (%)	적전	적지	흑전	62.3
매출채권 회전율 (회)	5.8	5.0	4.9	4.6
재고자산 회전율 (회)	6.6	5.2	5.1	4.9
매입채무 회전율 (회)	20.2	17.9	17.5	16.6
ROA (%)	0.2	-2.5	4.4	6.5
ROE (%)	-2.1	-6.4	10.6	15.5
ROIC (%)	2.3	3.6	9.1	13.2
부채비율 (%)	102.8	121.6	123.3	112.8
유동비율 (%)	208.4	175.5	195.0	220.5
순차입금/자기자본 (%)	39.6	36.2	27.0	14.3
영업이익/금융비용 (x)	1.9	0.9	4.5	6.6