

OCI (010060)

Buy

[3Q13 review] 실망하기에는 빛이 밝다

목표주가 : 260,000원
현재주가 : 200,500원

2013. 10. 24

정유/화학
Analyst 한승재
02. 3779-8993
sjhan@etrade.co.kr

영업이익 -570억 시현(예상치 26억 큰 폭 하회), 하지만 기대할 것이 많다.

OCI 3Q13 연결기준 실적은 하절기 전력peak에 따른 가동률 감소로 적자 폭이 확대된 폴리실리콘 사업 영향으로 매출액 7,282억(YoY -3.9%/QoQ 1.7%), 영업이익 -570억(YoY 적전/QoQ 적전)의 부진한 실적을 시현했다.

4Q13E 영업이익 120억 추정: 본격적인 개선의 시작

하절기 전력 peak에 따른 전기료 부담, 공장별 정기보수 증첩 등으로 폴리실리콘 사업부는 943억원의 큰 폭의 적자를 시현한 것으로 추정된다. 2Q 평균 가동률 90%에서 3Q 60%로 하락하면서 제조원가가 급등할 수밖에 없었다. 소다회 역시 20일간의 공장 가동 중단으로 실적이 악화되었다. 향후 7~8월/1~2월 전력 peak시기에는 공장 가동에 따른 최적화/효율화 진행으로 실적의 변동 risk가 감소할 수 있다는 것은 고무적이다.

4Q 영업이익은 120억(YoY 흑전/QoQ 흑전)으로 본격적인 개선세가 나타날 것으로 예상된다. 폴리실리콘은 가동률 저하에 따른 재고 소진으로 적정재고인 4~6주에 못 미치는 2주치를 보유하고 있어 4Q13~1Q14 가동률/출하량의 동반 상승으로 제조원가 하락이 예상된다. 단기적으로는 4Q13 중국의 보조금 삭감에 따른 수요 급증/중기적으로는 글로벌 14~15년 설치 수요 증가 예상으로 14년말에는 수급 balance도 기대할 수 있다.

14E BPS 128,681원에 target PBR 2.0을 적용하여 목표주가를 26만원으로 상향한다. 상향의 근거는 1)14년 이후 폴리실리콘 수급 balance에 의한 ROE의 회복이 예상되고, 2)CPS project는 초기 가속 상각으로 실적에는 (-)영향을 미치겠지만 매각을 통한 자산가치의 상승을 기대케 한다는 점, 3)태양광 발전 대규모 project를 수행한 업체로서 추가 수주가능성이 높다는 점이다. 따라서 발전부문을 보유하지 못한 1st-tier인 Wacker의 PBR 1.5x대비 premium을, 중국 시장 수혜가 예상되는 GCL 2.3x대비 할인한 2.0x를 적용하였다.

Stock Data

종가	10/23	200,500
	1주일	209,000
	1개월전	175,000
	12연말	165,500
시가총액(억원)	10/23	47,818
	1주일	49,845
	1개월전	41,736
	12연말	39,471
외국인지분율(%)	10/23	27.1
	1주일	27.4
	1개월전	25.7
	12연말	22.0
자본금(십억원)		3,320
총자산(십억원)		7,327
총부채(십억원)		4,007

[주주] 이수영외 24인 31.2%

Financial Data

(십억원)	2012	2013	2014	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q
매출액	3,218	2,959	3,323	891	867	757	704	780	716	728	735
매출액 성장률 (%)	-24.7	-8.0	12.3	-23.3	-26.0	-29.0	-19.8	-12.4	-17.4	-3.9	4.5
영업이익	155	-51	262	97	88	33	-63	-24	18	-57	12
영업이익 성장률 (%)	-86.2	적전	흑전	-76.5	-75.8	-86.9	적전	적전	-79.8	적전	흑전
영업이익률(%)	4.8	-1.7	7.9	10.9	10.1	4.4	-8.9	-3.0	2.5	-7.8	1.6
Basic Chemical	102	-109	212	77	69	10	-54	-41	1	-75	6
- Polysilicon	-111	-203	72	17	4	-33	-98	-63	-29	-95	-16
Carbon Chemical	119	122	123	34	40	30	14	34	35	33	21
순이익	13	-265	211	73	71	14	-144	-31	-187	-61	14
순이익(지배주주)	-68	-296	207	48	48	-5	-159	-42	-195	-73	13
순이익률(%)	0.4	-8.9	6.4	8.1	8.2	1.8	-20.5	-4.0	-26.1	-8.3	1.9
EPS(원)	-2,866	-12,423	8,674	현금성자산		776		697	612		
PER(배)	-57.7	-16.1	23.1	총차입금		2,199		2,200	2,265		
PBR(배)	1.2	1.7	1.6	순차입금		1,422		1,504	1,653		

자료: 이트레이드증권 리서치본부 주: IFRS 연결 기준

[표1] OCI 목표주가 산정내역

구분	단위	비고
Target PBR	X	2.0 GCL 2.3 대비 discount/Wacker 1.5 대비 premium
14E BPS (지배주주)	원	128,681
Target Price	원	257,362
	원	260,000
현재가 (10/23)	원	200,500
Upside	%	29.7

자료: OCI, 이트레이드증권 리서치본부

[표2] OCI 부문별 실적 추정내역

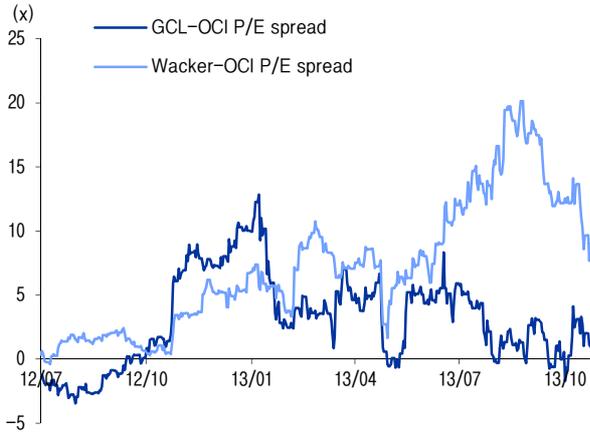
(단위: 십억원)

	2012	2013E	2014E	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E
매출액	3,218.4	2,959.4	3,323.1	890.6	866.9	757.3	703.6	780.4	715.7	728.2	735.1
<i>YoY</i>		-8.0%	12.3%					-12.4%	-17.4%	-3.8%	4.5%
<i>QoQ</i>					-2.7%	-12.6%	-7.1%	10.9%	-8.3%	1.7%	0.9%
Basic Chemical	2,247.6	1,988.4	2,324.9	631.9	610.1	527.9	477.8	531.3	465.1	479.9	512.1
- Polysilicon	860.4	745.3	1,027.4	280.4	246.8	179.3	153.9	221.0	154.4	168.5	201.4
Carbon Chemical	1,088.0	1,088.4	1,120.6	281.9	276.0	265.4	264.7	274.0	275.5	285.3	253.6
영업이익	153.8	-50.9	261.7	95.7	90.9	29.4	-62.2	-23.6	17.7	-57.0	12.0
<i>YoY</i>		적전	흑전					적전	-80.5%	적전	흑전
<i>QoQ</i>					-5.0%	-67.7%	적전	적지	흑전	적전	흑전
Basic Chemical	102.4	-109.1	212.3	77.0	69.2	10.2	-54.0	-40.5	1.1	-75.3	5.6
- Polysilicon	-110.5	-203.5	72.5	16.8	4.2	-33.2	-98.3	-63.4	-29.4	-94.6	-16.0
Carbon Chemical	118.6	121.8	122.7	34.0	40.0	30.3	14.3	33.6	34.7	32.7	20.8
영업이익률	4.8%	-1.7%	7.9%	10.7%	10.5%	3.9%	-8.8%	-3.0%	2.5%	-7.8%	1.6%
Basic Chemical	4.6%	-5.5%	9.1%	12.2%	11.3%	1.9%	-11.3%	-7.6%	0.2%	-15.7%	1.1%
- Polysilicon	-12.8%	-27.3%	7.1%	6.0%	1.7%	-18.5%	-63.9%	-28.7%	-19.0%	-56.2%	-8.0%
Carbon Chemical	10.9%	11.2%	11.0%	12.1%	14.5%	11.4%	5.4%	12.3%	12.6%	11.5%	8.2%

주: 1Q12/2Q12는 기존 영업부문 실적을 바탕으로 추정

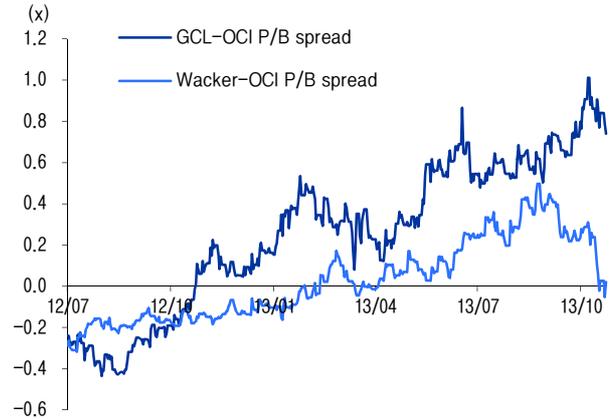
자료: OCI, 이트레이드증권 리서치본부

[그림1] OCI와 Global peer간 14E fwd PER 축소 중



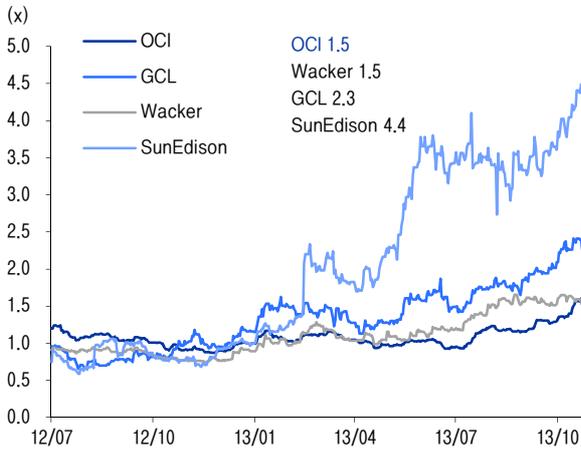
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림2] Wacker와 OCI 14E fwd PBR 역전



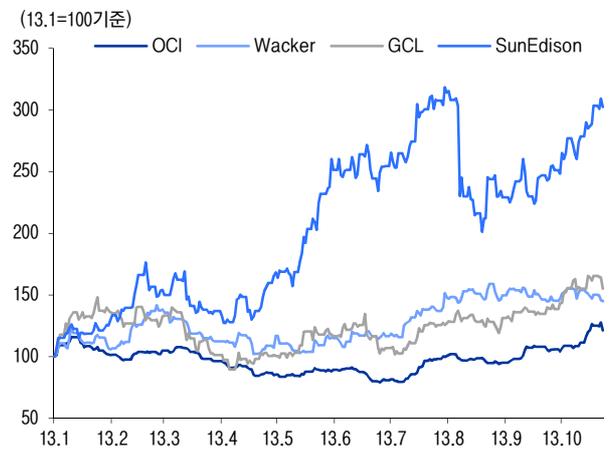
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림3] Global peer 14E fwd PBR 추이



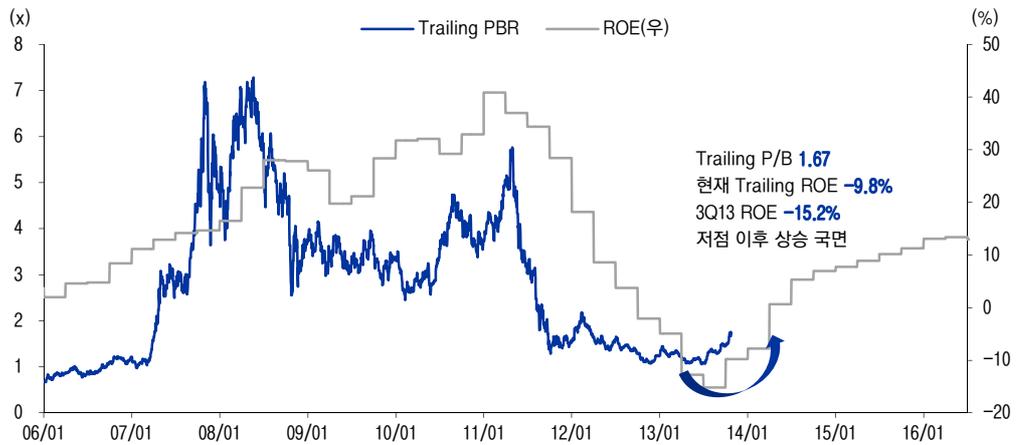
자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림4] 태양광 발전에 대한 기대치 증가 추세



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림5] OCI trailing PBR&ROE 추이: ROE 3Q13 -15.2% 저점 이후 상승 국면



자료: OCI, 이트레이드증권 리서치본부



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 한승재)
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
 업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
 2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급부류