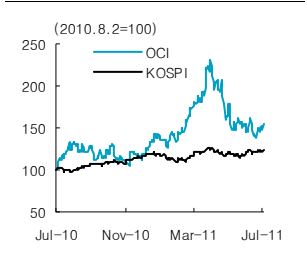


OCI(010060)

매수(신규) / TP: 620,000원(신규)

| | |
|----------------|-------------------|
| • 주가(8/1) | 427,000원 |
| • 시가총액 | 10,354십억원 |
| • 자본금 | 122십억원 |
| • 52주 최고/최저가 | 640,000원/277,000원 |
| • 6개월 일평균 거래대금 | 180,098백만원 |
| • 외국인지분율 | 23.8% |

| | 매출액 (십억원) | 영업이익 (십억원) | 세전이익 (십억원) | 순이익 (십억원) | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA (십억원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|-------|--------------|---------------|---------------|--------------|------------|------------|-----------------|------------|------------------|------------|------------|
| 2009A | 2,102 | 538 | 465 | 385 | 18,530 | 18.8 | 695 | 11.8 | 7.6 | 3.2 | 28.4 |
| 2010A | 2,606 | 717 | 719 | 617 | 27,400 | 47.9 | 936 | 12.0 | 8.3 | 3.5 | 34.9 |
| 2011F | 3,889 | 1,264 | 1,293 | 1,108 | 46,863 | 71.0 | 1,613 | 9.1 | 6.4 | 2.8 | 38.7 |
| 2012F | 4,040 | 1,179 | 1,209 | 1,037 | 43,412 | (7.4) | 1,628 | 9.8 | 6.6 | 2.2 | 25.0 |
| 2013F | 4,375 | 1,154 | 1,184 | 1,015 | 42,481 | (2.1) | 1,753 | 10.1 | 5.8 | 1.8 | 19.9 |



규모, 원가, 고순도의 3박자를 다 갖춘 OCI

‘매수’ 투자이견과 목표주가 620,000원 제시: 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했다. 우선 #5 공장까지 증설을 기 계획한 OCI 폴리실리콘 사업부의 가치를 중/장기적 관점에서 제 5공장 증설 이후 기대되는 수익을 현가 할인하여 산정하였다. 제 5공장이 상업 생산을 시작하는 2014년 기준(2013년 말 완공 계획), 수익 추정을 위한 가정은 폴리실리콘 가격 40달러/kg, cash cost(감가상각비를 포함하지 않은 현금 비용) 15달러/kg이다(참고로 이 때 감가상각비를 포함한 all-in-cost는 21달러/kg 가정). EBITDA 배수는 현재 KOSPI 시장 평균인 8.0배를 적용하였다. 한편 OCI의 또 다른 사업부인 화합물제조는 11년 예상 EBITDA에 시장 평균 8.0배를 적용하였고, 그 외 OCI머티리얼즈 등의 자회사 가치를 합산하였다.

〈표 20〉 밸류에이션

(단위: 십억원, 원, 배)

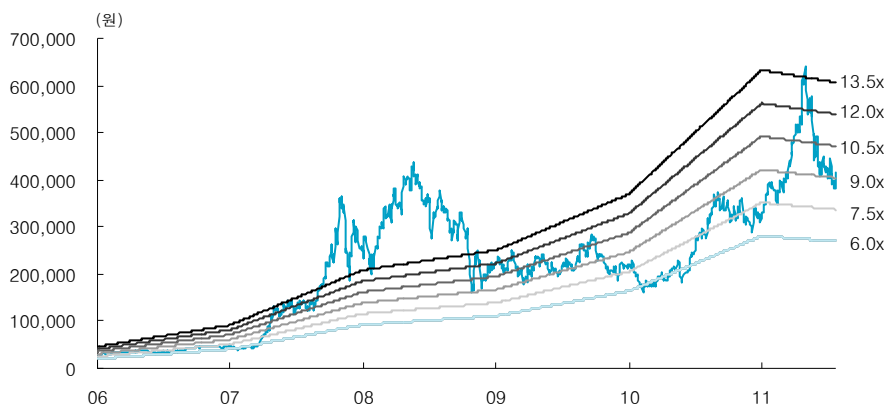
| | 증설 완료 기준 | 산식 | 비고 |
|------------------|----------|---------------------|--------------------------|
| 증설 완료 후 Capacity | 86,000 | a | ton |
| 폴리실리콘 가격 전망치 | 40 | b | USD/kg |
| All-in cost 전망치 | 21 | c | USD/kg |
| Cash cost 전망치 | 15 | d | USD/kg |
| 폴리실리콘 사업 | 13,326 | E = C x D | 2014년 (#5 공장 가동 후) 기준 |
| EBITDA (USD/kg) | 25 | A = b - d | USD/kg |
| EBITDA (십억원) | 2,150 | B = A x (a x 1,000) | 환율 1,000원 가정해 십억원 단위로 환산 |
| EBITDA의 현재가치 | 1,666 | C = PV of B | |
| Multiple | 8.0 | D | |
| 기타 화학 사업 | 1,430 | H = F x G | 2011년 기준 |
| OP | 146 | | |
| EBITDA | 179 | F | |
| Multiple | 8.0 | G | |
| 영업가치 | 14,756 | I = E + H | |
| 보유 지분 가치 | 881 | J = e + f | |
| OCI머티리얼즈 | 672 | e | OCI머티리얼즈 시총 x 49.1% |
| 기타 | 209 | f | 1Q11 기준 장부가 |
| 기업가치 | 15,637 | K = I + J | |
| 순차입금 | 504 | L | |
| 적정 시가총액 | 15,133 | M = K - L | |
| 목표주가 | 620,000 | | |

자료: 한국투자증권

최지혜 3276-6166
jihye.choi@truefriend.com

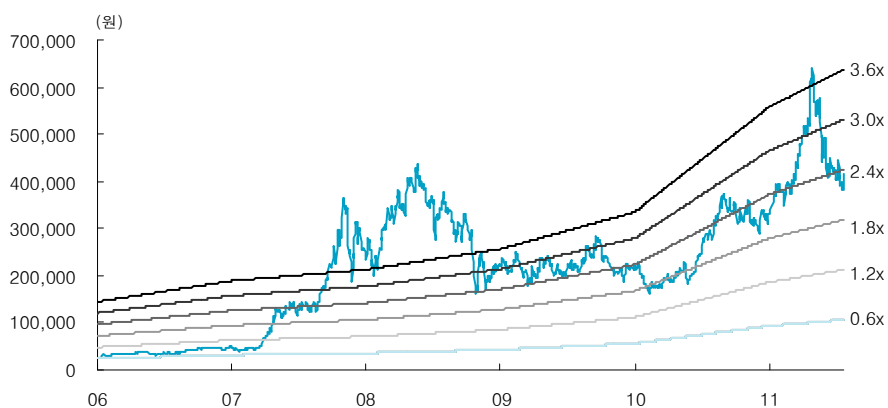
이나경 3276-6241
nkleee@truefriend.com

[그림 54] OCI 12MF PER 밴드 차트



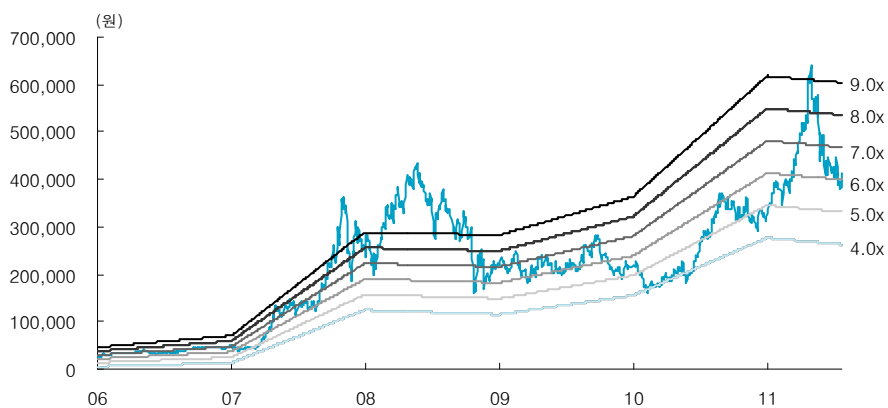
자료: 한국투자증권

[그림 55] OCI 12MF PBR 밴드 차트



자료: 한국투자증권

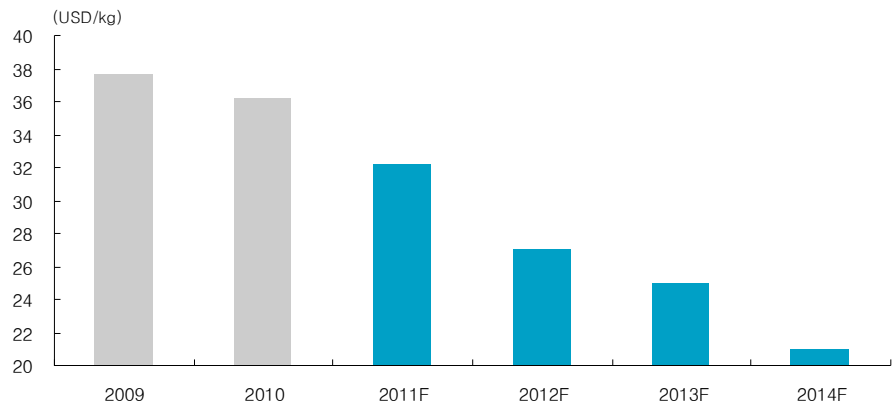
[그림 56] OCI 12MF EV/EBITDA 밴드 차트



자료: 한국투자증권

중/장기적 폴리실리콘 가격 하락 시기에 원가를 절감해 매력적: OCI는 최근 폴리실리콘 가격 하락으로 주가가 고점 대비 30% 가량 떨어졌지만, 폴리실리콘 가격 하락은 태양광 시장이 열리기 위한 필수불가결한 조건으로 해석된다. 예상보다 급하게 떨어졌던 폴리실리콘 가격이 OCI에 부정적인 영향을 미쳤지만, 중/장기적으로 태양광 시장이 열린다는 점에서 오히려 긍정적일 수 있다. 이렇게 폴리실리콘 가격이 하락할 때 공격적인 증설로 원가를 절감하는 OCI의 경쟁력은 상대적으로 강화될 것이다. 또한 단기적으로 올해 하반기 수요 증가가 예상되어 폴리실리콘 가격 안정화를 전망할 수 있다는 점도 모멘텀이 될 것이다.

[그림 57] OCI 폴리실리콘 all-in-cost 추정



자료: 한국투자증권

공격적인 설비 확장으로 시장 지배력 강화: OCI는 시장 지배력 강화 및 원가 절감을 위해 공격적인 증설을 감행하고 있다. 2008년 5,000톤을 시작으로 현재 27,000톤에 이르기까지 꾸준히 증설을 추진해왔다. 지금부터는 보다 공격적으로 증설을 추진해 2013년 말까지 생산 규모가 86,000톤으로 크게 늘어나 글로벌 1위 업체가 된다. OCI를 포함한 세계 폴리실리콘 생산 업체들의 공격적인 증설 계획으로 공급 과잉이 우려될 수 있으나 1) 폴리실리콘 가격 하락과 함께 태양광 수요가 증가할 것이라는 점, 2) OCI는 이미 안정적으로 고순도 폴리실리콘을 생산, 판매할 수 있는 글로벌 top-tier라는 점, 3) 중국에서 무분별하게 지어진 폴리실리콘 생산업체의 구조조정이 시작된다는 점, 4) 공격적인 증설과 함께 폴리실리콘 생산 원가를 낮추면서 향후 폴리실리콘 가격 하락시에도 35~40%의 영업이익률 달성이 가능하다는 점 등을 근거로 OCI는 향후에도 충분한 경쟁력을 갖추고 있다고 판단된다.

<표 21> OCI 증설 계획

(단위: 톤/년, 십억원, USD/kg)

| 세대 | 공장 | 생산능력 | 투자금액 | 원공시기 | 투자금액/생산능력 |
|-----|--------------------------|--------|-------|------|-----------|
| 1세대 | #1 plant | 5,000 | 417 | 1Q08 | |
| | #1 plant debottlenecking | 1,500 | 98 | 3Q09 | 84 |
| 2세대 | #2 plant | 10,500 | 1,010 | 3Q09 | 85 |
| | #3 plant | 10,000 | 880 | 4Q10 | 76 |
| | #3 plant debottlenecking | 8,000 | 340 | 3Q11 | 40 |
| | #3 plant debottlenecking | 7,000 | 280 | 4Q11 | 35 |
| | #4 plant | 20,000 | 1,600 | 4Q12 | 70 |
| | #5 plant | 24,000 | 1,800 | 4Q13 | 69 |
| 총계 | | 86,000 | 6,425 | | 68 |

자료: OCI, 한국투자증권

〈표 22〉 전세계 폴리실리콘 증설 계획

(단위: 톤/년)

| | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| OCI | 17,000 | 27,000 | 42,000 | 62,000 | 86,000 | 86,000 |
| Hemlock | 26,000 | 26,000 | 43,000 | 43,000 | 60,000 | 60,000 |
| Wacker | 25,000 | 32,000 | 52,000 | 52,000 | 67,000 | 67,000 |
| GCL | 18,000 | 21,000 | 46,000 | 65,000 | 65,000 | 65,000 |
| LDK | 6,000 | 11,000 | 25,000 | 25,000 | 25,000 | 25,000 |
| REC | 13,500 | 17,500 | 17,500 | 17,500 | 17,500 | 17,500 |
| MEMC | 10,000 | 12,500 | 15,000 | 15,000 | 15,000 | 15,000 |
| Tokuyama | 8,200 | 8,200 | 8,200 | 8,200 | 14,400 | 14,400 |
| Others | 37,300 | 87,800 | 126,300 | 146,300 | 172,100 | 176,100 |
| Total | 161,000 | 243,000 | 375,000 | 434,000 | 522,000 | 526,000 |

자료: OCI, 한국투자증권

폴리실리콘 가격 하락에도 불구하고, 설비 확장 및 원가 절감 통해 견고한 이익 유지 전망: 최근 폴리실리콘 가격 급락 및 2분기의 실망스러웠던 실적 때문에 향후 OCI 실적 전망에 대한 우려가 있지만 공격적인 증설, 원가 경쟁력 확보 등으로 향후에도 견고한 실적 흐름이 지속될 것으로 예상된다. 폴리실리콘 가격은 향후에도 하락할 것으로 가정하지만, 규모 확대에 의한 물량 증대 그리고 원가 절감에 힘입어 인해 연간 1조 2천억원 수준의 영업이익 규모가 유지될 전망이다

〈표 23〉 OCI 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %, USD/kg)

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011F | 2012F | 2013F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출 | 2,120 | 2,102 | 2,606 | 3,889 | 4,040 | 4,375 |
| 영업이익 | 592 | 538 | 717 | 1,264 | 1,179 | 1,154 |
| 영업이익률(%) | 27.9 | 25.6 | 27.5 | 32.5 | 29.2 | 26.4 |
| 세전이익 | 407 | 465 | 719 | 1,293 | 1,209 | 1,184 |
| 순이익 | 317 | 385 | 617 | 1,108 | 1,037 | 1,015 |
| 폴리실리콘 스팟가격 | 389 | 80 | 60 | 62 | 47 | 40 |

주: K-GAAP 기준

자료: OCI, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2009A | 2010A | 2011F | 2012F | 2013F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 928 | 1,080 | 1,660 | 1,102 | 1,722 |
| 현금성자산 | 355 | 314 | 559 | 46 | 595 |
| 매출채권 | 262 | 333 | 506 | 525 | 569 |
| 재고자산 | 203 | 204 | 350 | 283 | 306 |
| 비유동자산 | 2,436 | 3,183 | 4,526 | 6,145 | 6,618 |
| 투자자산 | 391 | 442 | 504 | 571 | 642 |
| 유형자산 | 2,020 | 2,705 | 3,998 | 5,550 | 5,952 |
| 무형자산 | 7 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자산총계 | 3,364 | 4,264 | 6,186 | 7,246 | 8,340 |
| 유동부채 | 574 | 834 | 994 | 1,214 | 1,345 |
| 매입채무 | 93 | 105 | 117 | 121 | 131 |
| 단기차입금및단기사채 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 유동성장기부채 | 271 | 149 | 297 | 512 | 633 |
| 비유동부채 | 1,312 | 1,370 | 1,524 | 1,405 | 1,431 |
| 사채 | 10 | 199 | 189 | 189 | 68 |
| 장기차입금및리스부채 | 533 | 396 | 258 | 43 | 43 |
| 부채총계 | 1,886 | 2,204 | 2,518 | 2,619 | 2,775 |
| 자본금 | 120 | 122 | 127 | 127 | 127 |
| 자본잉여금 | 609 | 619 | 1,191 | 1,191 | 1,191 |
| 자본조정 | (216) | (208) | (208) | (208) | (208) |
| 이익잉여금 | 909 | 1,481 | 2,512 | 3,471 | 4,408 |
| 자본총계 | 1,478 | 2,060 | 3,668 | 4,628 | 5,565 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2009A | 2010A | 2011F | 2012F | 2013F |
|-------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 507 | 865 | 1,100 | 1,498 | 1,515 |
| 당기순이익 | 385 | 617 | 1,108 | 1,037 | 1,015 |
| 유형자산감가상각비 | 156 | 218 | 347 | 448 | 598 |
| 무형자산상각비 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 자산부채변동 | (98) | 11 | (324) | 50 | (61) |
| 기타 | 62 | 18 | (32) | (39) | (38) |
| 투자활동현금흐름 | (846) | (803) | (1,650) | (2,028) | (1,033) |
| 유형자산투자 | (830) | (661) | (1,639) | (2,000) | (1,000) |
| 유형자산매각 | 44 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 유동자산순증 | (35) | (120) | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | (25) | (19) | (21) | (27) | (31) |
| 기타 | 0 | (8) | 10 | (1) | (1) |
| 재무활동현금흐름 | 345 | (103) | 795 | 17 | 67 |
| 자본금및자본잉여금증가 | 62 | 7 | 578 | 0 | 0 |
| 차입금의순증 | 302 | (71) | (0) | (0) | (0) |
| 배당금지급 | (30) | (47) | (74) | (78) | (78) |
| 기타 | 11 | 7 | 291 | 95 | 144 |
| 현금의증가 | 6 | (41) | 245 | (513) | 549 |

주: K-GAAP (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2009A | 2010A | 2011F | 2012F | 2013F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,102 | 2,606 | 3,889 | 4,040 | 4,375 |
| 매출총이익 | 684 | 870 | 1,443 | 1,414 | 1,449 |
| 판매비 | 146 | 153 | 179 | 235 | 295 |
| 영업이익 | 538 | 717 | 1,264 | 1,179 | 1,154 |
| 영업외수익 | 136 | 136 | 136 | 138 | 137 |
| 이자수익 | 11 | 19 | 20 | 22 | 21 |
| 외환관련이익 | 53 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 지분법이익 | 30 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 영업외비용 | 209 | 133 | 107 | 107 | 107 |
| 이자비용 | 34 | 35 | 34 | 34 | 34 |
| 외환관련손실 | 64 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 지분법손실 | 39 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 세전계속사업이익 | 465 | 719 | 1,293 | 1,209 | 1,184 |
| 법인세비용 | 80 | 103 | 184 | 172 | 169 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 385 | 617 | 1,108 | 1,037 | 1,015 |
| EBITDA | 695 | 936 | 1,613 | 1,628 | 1,753 |

주요 투자지표

| | 2009A | 2010A | 2011F | 2012F | 2013F |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 18,530 | 27,400 | 46,863 | 43,412 | 42,481 |
| BPS | 68,717 | 92,984 | 154,990 | 194,554 | 233,202 |
| DPS | 2,000 | 3,250 | 3,250 | 3,250 | 3,250 |
| SPS | 101,067 | 115,793 | 164,429 | 169,138 | 183,155 |
| 성장성(% YoY) | | | | | |
| 매출증가율 | (0.8) | 24.0 | 49.2 | 3.9 | 8.3 |
| 영업이익증가율 | (9.2) | 33.2 | 76.5 | (6.8) | (2.1) |
| 순이익증가율 | 21.4 | 60.0 | 79.7 | (6.4) | (2.1) |
| EPS증가율 | 18.8 | 47.9 | 71.0 | (7.4) | (2.1) |
| EBITDA증가율 | 3.2 | 34.7 | 72.3 | 1.0 | 7.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 25.6 | 27.5 | 32.5 | 29.2 | 26.4 |
| 순이익률 | 18.3 | 23.7 | 28.5 | 25.7 | 23.2 |
| EBITDA Margin | 33.0 | 35.9 | 41.5 | 40.3 | 40.1 |
| ROA | 11.9 | 16.2 | 21.2 | 15.4 | 13.0 |
| ROE | 28.4 | 34.9 | 38.7 | 25.0 | 19.9 |
| 배당수익률 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | 384 | 235 | (9) | 504 | (45) |
| 영업이익이자보상배율(배) | 15.7 | 20.4 | 37.6 | 35.0 | 34.3 |
| 차입금/자본총계비율(%) | 55.2 | 36.2 | 20.3 | 16.1 | 13.4 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | 11.8 | 12.0 | 9.1 | 9.8 | 10.1 |
| PBR | 3.2 | 3.5 | 2.8 | 2.2 | 1.8 |
| PSR | 2.2 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 7.6 | 8.3 | 6.4 | 6.6 | 5.8 |

■ Compliance notice

- 당사는 2011년 8월 2일 현재 OCI, SDN, 웅진에너지 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 OCI와 기타 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 OCI 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.