

First Glance

Regional / Solar Power

25 March 2013

NEUTRAL



Stocks under coverage

Company	Rating	Price	Target price
OCI (010060 KS)	BUY	KRW162,500	KRW220,000
GCL-Poly(3800 HK)	Hold	HK\$1.66	HK\$1.70

(Prices as of March 25)

Performance

OCI (010060 KS)



GCL-Poly (3800 HK)



이학무, Analyst

3774 1785 hmlee@miraeasset.com

정윤미

3774 1915 yoonmi.jung@miraeasset.com

태양전지

폴리실리콘 가격 상승세 지속 전망

2013년 세계 태양전지 설치 수요는 35GW로 전년대비 10% 이상의 성장을 보일 것으로 기대함. 독일 및 이탈리아 등 기존 수요의 중심이었던 곳의 수요가 감소하지만, 중국을 중심으로 일본 등 아시아 시장이 감소를 충분히 상쇄해 주고 추가 성장을 이끌어 줄 것이기 때문임. 주요 태양전지의 원재료가 되는 폴리실리콘 가격은 현재 19달러/kg에서 20달러 중반까지 상승할 수 있을 것임. 이는 전세계 태양전지 설치 시장이 앞에 언급한 것과 같이 성장을 보이고 있는 반면, 폴리실리콘 공급은 현금원가 이하로 낮아진 가격 상황으로 인해 공급이 제한적이기 때문임. 현재 시장 가격 이하의 현금원가를 가지고 있는 1위군 업체는 가동률을 높여 수익성을 점진적으로 개선해 나갈 것이지만, 20달러 중반대의 현금원가를 가진 2위군 이하 업체는 추가적으로 가격이 상승할 때까지 가동률을 높일 수 없어 공급은 당분간 제한적일 것이므로 폴리실리콘 가격의 추가 상승을 기대할 수 있음. 이와 같은 긍정적인 요인이 주가에 반영되지 않은 OCI (TP: 220,000 원/share)는 BUY 투자 의견을 유지하고 중국의 반덤핑 관세 부과 수혜에 대한 기대로 주가가 크게 상승한 GCL-Poly (TP: HK\$1.70/share)에 대해서는 HOLD를 유지함.

폴리실리콘 재고는 적정 수준 이하로 낮아진 것으로 추정.

2012년 4/4 분기에 폴리실리콘 평균 가격이 OCI를 포함한 1위군 업체의 현금원가 이하로 급격하게 하락하면서 1위군 업체도 50% 이하로 가동률을 크게 낮춤. 이에 따라 폴리실리콘 재고는 2012년 4/4 분기에 40일 수준으로 낮아지고 2013년 1/4분기 적정수준(40~45일) 이하인 34일로 낮아지고 있는 것으로 추정함. 1/4 분기에 가격이 오르고 있던 하지만 현금 원가 이하에서의 가격 상승이기 때문에 1위군 업체도 3월에 가동률을 높이기 시작하였고 2위군 업체는 가동률을 아직 높이고 있지 못하고 있어 재고 수준은 더 낮아지고 있는 것으로 보임. 2013년에 35GW의 설치수요가 기대될 뿐 아니라 낮아진 채널의 재고도 높여야 하는 수요까지 감안할 경우 2위군 업체의 가동률이 상승하지 않으면 수요를 맞추기 어렵게 될 것으로 추정함. 따라서 폴리실리콘 가격은 2위군 업체의 현금 원가인 20달러 중반까지는 상승할 것으로 전망함.

아시아의 수요가 유럽의 수요 부진을 상쇄하고 전세계 성장을 이끌 것임.

2013년 중국은 2012년 3.5GW에서 6.5GW 성장한 10GW에 달할 것이고 일본도 2.5GW로 2012년 1.5GW에서 1GW 성장할 수 있을 것임. 이를 바탕으로 전세계 태양전지 설치 시장은 독일 및 이탈리아에서 3.8GW의 설치 수요가 감소함에도 불구하고 10%이상의 성장이 가능할 것으로 기대함. 따라서 2013년 전세계 태양전지 시장은 35GW에 달할 수 있을 것으로 전망함. 최근 중국정부가 보조금을 삭감하였지만 태양전지 모듈 가격이 하락한 것을 감안할 경우 13%의 높은 자기자본 수익률(equity IRR)을 기대할 수 있을 것이고 정부가 10GW로 시장을 키우려는 의지를 가지고 있어 중국 시장이 10GW로 커질 수 있는 것은 충분히 기대 가능할 것임. 현재 42 엔 (0.5달러)/kWh인 FIT를 제공하고 있는 일본은 올해 3월 또는 6월에 36 엔/kWh 또는 32 엔/kWh로 인하할 가능성이 있음. 그러나 FIT 인하 후에도 태양광 프로젝트의 자기자본 수익률이 25%에 달할 것으로 추정되어 2012년 대비 1GW의 추가성장은 기대할 수 있을 것임.

중국이 비 중국산 폴리실리콘에 대해서 반덤핑 관세를 부과를 검토하고 있어 이와 같은 긍정적인 요인이 OCI (TP: 220,000 원/share)의 주가에는 반영되어 있지 않은 것으로 판단하여 OCI에 대해서 BUY 투자 의견을 유지함. 반면에, GCL-Poly (TP: HK\$1.70/share)은 반덤핑 관세 부과 수혜로 주가가 상승하여 시장 상황 회복이 주가에 충분히 반영되었다고 판단하여 HOLD를 유지함.

글로벌 수요: 중국의 지배적 비중 예상

중국

중국의 2012년 태양전지 신규 설치용량은 3.5GW로, 전세계 신규 설치용량의 12%를 차지 (Figure1 참조). 이는 독일(7.6GW) 다음으로 가장 큰 규모였음. 2013년에는 10GW 규모의 신규 설비를 설치할 것으로 예상되며 이는 글로벌 수요의 28%를 차지해 태양전지 신규 설치용량 기준 세계 1위로 올라설 것으로 전망(Figure2 참조).

최근 중국이 FIT 요율을 인하하고 분산형 태양광 프로젝트(distributed solar project)에 0.35 위안/kWh 규모의 보조금을 지급할 수 있다는 보도가 나오고 있음. 분산형 태양광 프로젝트 관련 예상되는 0.35 위안/kWh 규모의 보조금은 시장 기대에 미치지 못하는 수준이며, 이로 인해 골든썬 프로그램 보조금(5.5 위안/W의 일회성 보조금 등)이 취소될 가능성도 제기되고 있음. 한편, 중국은 전력판매 보조금을 네가지로 지역별로 상이하게 지정할 것으로 보임 (0.75-1 위안/kWh).

당사는 골든썬 보조금이 삭감되더라도 모듈 가격 인하로 중국의 태양광 프로젝트에서 약 13%의 높은 자기자본 수익률(equity IRR)을 기대할 수 있을 것으로 봄(Figure3 참조). 이를 감안할 때, 중국의 10GW 신규 설치 목표는 달성 가능한 것으로 판단. 또한 태양광 및 풍력 부문의 과거 경험을 볼 때, 중국정부는 항상 신규 에너지 개발 목표를 달성했는데, 이는 중국의 IPP 또는 유틸리티업체 대부분이 국유기업이기 때문.

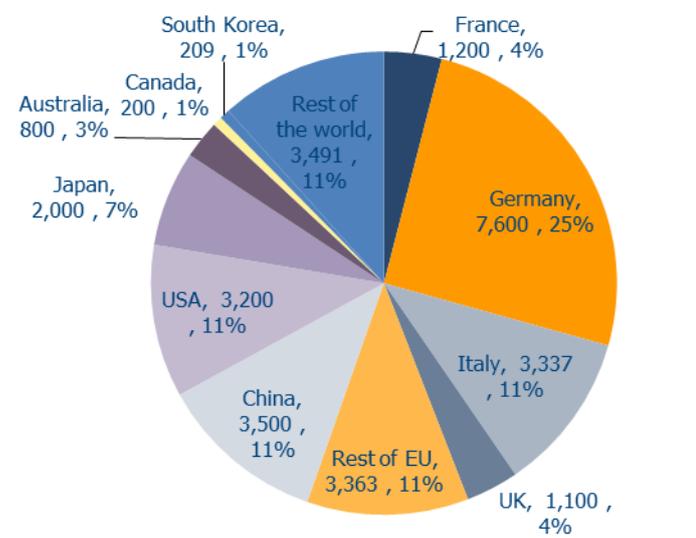
독일

독일의 2012년 태양전지 신규 설치용량은 7.6GW로 여전히 견조한 수준임. 그러나 독일 정부는 그리드 과부하를 막고 태양광 부문의 보다 안정적 성장을 도모하기 위해 FIT 인하를 통해 신규 설치를 통제할 것으로 예상됨. 이처럼 독일 정부가 그리드 부담으로 인해 태양광 발전 속도를 늦춤에 따라, 독일의 2013년 태양전지 신규 설치용량은 4.5GW로 축소될 전망.

일본

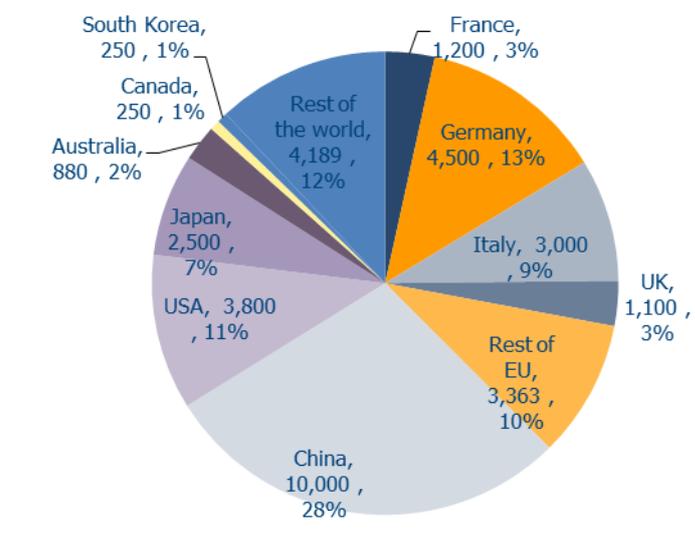
언론 보도에 따르면 일본 정부는 PV 시스템 설치에 대해 현재 42 엔 (0.5 달러)/kWh 인 FIT 를 올해 3월 또는 6월에 36 엔/kWh 또는 32 엔/kWh로 인하할 가능성이 있음. 그러나, FIT 인하 후에도 낮은 패널 가격으로 태양광 프로젝트의 자기자본 수익률은 매력적 수준(당사 추정은 약 25%)을 유지할 것으로 보임. 일본의 2013년 태양전지 신규 설치용량은 2.5GW로 예상됨.

Figure 1 2012년 국가별 태양전지 신규 설치 (MW, %)



자료: Bloomberg, EPIA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 2013년 국가별 태양전지 신규 설치 전망 (MW, %)



자료: Bloomberg, EPIA, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 중국 태양전지 발전 사업의 IRR 추정

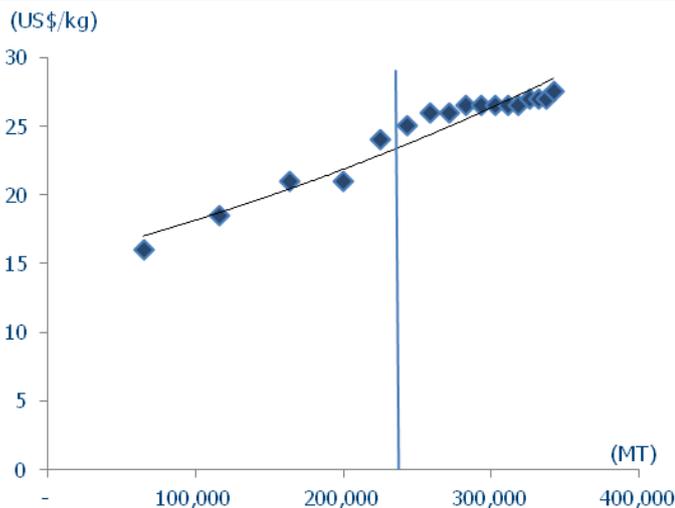
	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	
CNY/USD	6.22																						
Module costs (US\$/W)	0.67																						
Other costs (US\$/W) (including system installation cost)	0.80																						
Total Investment cost (US\$/W)	1.5																						
Proportion financed by debt	75%																						
Proportion financed by equity	25%																						
Equity Investment by equity (US\$/W)	0.37																						
% y-y decrease in feed-in tariff																							
Feed in tariff (RMB/kWh)	0.75																						
Sunshine hours	1500																						
Generation (kWh): assuming 1 W capacity	1.5																						
Revenue by generation (RMB)	1.1																						
Operating margin	85%																						
Interest cost	6%																						
Tax rate	25%																						
Net profit for 1W investment (in RMB)	0.39																						
Net profit for 1W investment (in USD)	0.06																						
Debt repayment	(1.10)																						
Cash inflow/(outflow)	(0.37)	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	0.063	(1.04)
Equity IRR (%)	12.7%																						

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2013년 상반기 폴리실리콘 가격 지속 상승 예상

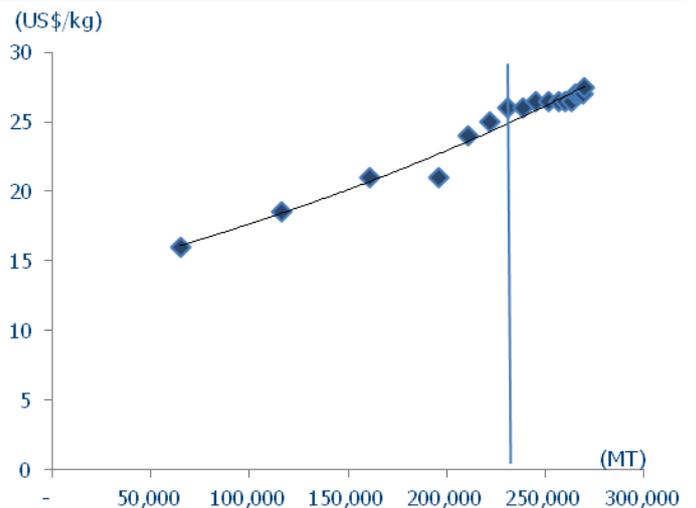
2013년 전세계 태양전지 신규 설치용량이 35GW로 예상됨에 따라, 폴리실리콘-모듈 제조단계간 변환손실 (conversion loss)을 포함한 폴리실리콘 수요는 올해 230,000MT에 달할 것으로 전망된다. 당사의 현금원가곡선 분석(생산능력 및 가동률 가정에 기반) 결과, 올해 폴리실리콘 현물가격은 kg당 20달러대 중반까지 상승할 것으로 예상된다.

Figure 4 가동률 100% 가정 시의 예상 현금원가 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 예상 가동률 가정시의 예상 현금원가 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

2013년 상반기중에 재고 재 확충 수요 기대 가능

폴리실리콘은 지난 3년간(2010~2012년) 81.5GW(61.5만톤)이 생산되었고 태양전지 설치가 77.9GW였던 것을 감안하면 지난 3년간 채널에 증가한 폴리실리콘, 웨이퍼 및 모듈 재고는 3.6GW에 불과하고 2010년 초에 있던 재고 4.2GW를 포함하면 현재 밸류체인에 있는 폴리실리콘 재고는 7.8GW 수준인 것으로 추정됨. 이와 같이 재고를 폴리실리콘 기준으로 단순화 하면 태양전지 전체 시장의 적정재고 수준을 판단하기에 용이할 것임. 7.8GW는 올해 예상되는 태양전지 설치 시장 35GW를 기준으로 약 80일에 해당하는 재고 수준임. 각 단계별로 필요한 재고일수를 계산해 보면 115일 이상이고 현재의 채널에 있는 재고는 적정수준 이하이기 때문에 채널 전체적으로 재고 확충이 필요한 상황이라고 판단하여 폴리실리콘 가격 강세가 최소한 2/4분기까지는 지속될 수 있을 것으로 전망함.

115일의 적정재고는 다음과 같이 추정해 볼 수 있다.

- 폴리실리콘 업체가 고객에게 문제 없이 폴리실리콘을 공급하기 위해서 보유하고 있어야 할 재고가 15일은 될 것임.
- 웨이퍼 업체는 원활한 생산을 위해서 확보하고 있어야 할 원재료인 폴리실리콘 재고가 20일, 생산라인에 투입된 폴리실리콘이 15일, 그리고 고객에게 원활하게 웨이퍼를 제공하기 위해서 보유하고 있어야 할 웨이퍼 재고가 15일은 필요할 것임.
- 셀 및 모듈업체는 원재료 웨이퍼를 보유하고 있어야 할 재고일수가 15일, 생산되고 있는 재고와 완제품 재고가 15일은 있어야 할 것으로 추정함.

여기에 추가적으로 필요한 재고가 물류로 이동하고 있는 재고가 될 것임. 대륙내에서 이동하는 물량도 있고 원거리로 이동하는 물량도 있는 것을 종합적으로 볼 때 물류로 이동하고 있는 물량이 최소한 20일은 필요할 것으로 추정함. 현재 80일의 재고는 각 단계별로 원재료 재고 및 제품 재고를 평균적으로 7일로 낮춰서 가지고 있는 수준을 의미하는 것으로 최소로 재고를 낮추고 있는 상황으로 판단함.

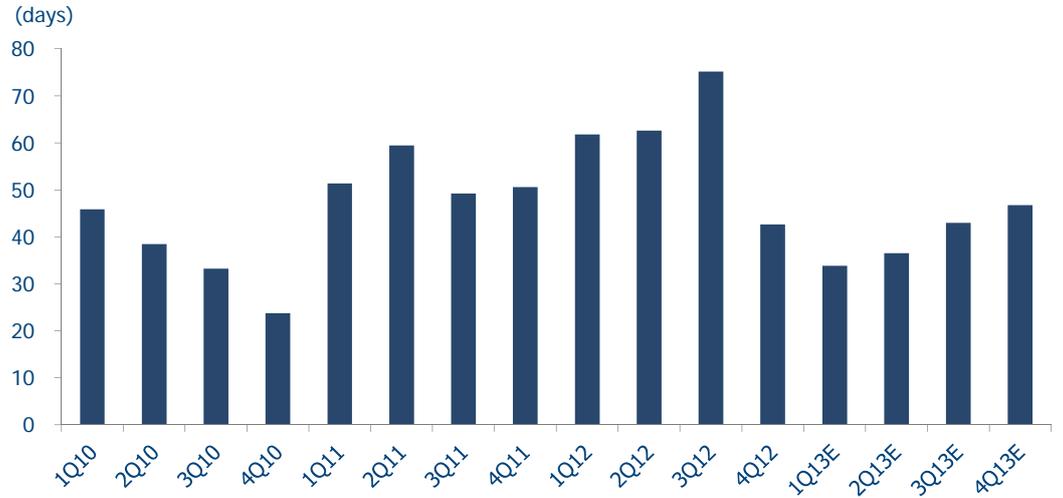
공급 단계에서 과잉재고가 가장 높았던 단계는 폴리실리콘에서 웨이퍼 단계였음. 폴리실리콘 과잉 생산시설 및 과잉 공급으로 인해서 폴리실리콘 재고는 2012년 3/4분기에 적정재고의 2배에 가까운 75일에 달했던 것으로 추산함. 이로 인해 폴리실리콘 가격은 1위군 업체의 현금원가 수준인 18달러/kg 이하로 크게 하락하였고 폴리실리콘 업체는 원가 부담으로 인해서 2012년 4/4분기에 생산을 대폭 축소하며 재고는 40일 수준으로 적정수준으로 낮아진 것으로 보임. 2013년 1/4분기에도 가격이 크게 회복되지 못함에 따라 생산은 크게 회복되지 못한 반면 수요는 전분기 대비 크게 축소되지 않기 때문에 재고일수는 34일로 적정수준 이하로 내려가고 있는 것으로 판단함. 최근 폴리실리콘 가격이 상당히 상승했음에도 불구하고 2위군 업체의 현금원가인 kg 당 20달러 중반에는 미치지 못하고 있어 kg 당 20달러 중반 수준까지는 상승할 수 있을 것으로 전망함. 3/4분기에 폴리실리콘 수요는 10GW에 달할 것으로 전망하는 반면에 1위군 폴리실리콘 업체의 생산능력은 8GW 수준에 불과하기 때문임. 10GW의 수요를 충당하기 위해서는 1위군 업체뿐 아니라 2위군 업체까지 생산을 재개해야만 하는 것을 고려할 때 2위군 업체의 현금원가까지 상승은 충분히 기대할 수 있다고 판단함.

Figure 6 태양전지 밸류 체인별 재고일수

Inventory days		Raw materials	In-line operation	products
Polysilicon	Optimal			15
	Actual			8
Wafer	Optimal	20	15	15
	Actual	9	15	9
Cell & module	Optimal	15	8	7
	Actual	7	8	4

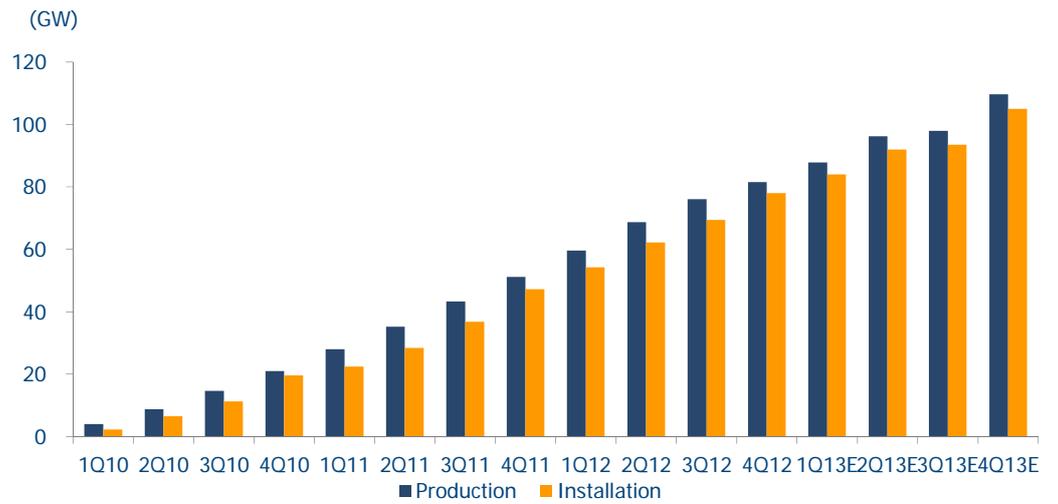
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 폴리실리콘 재고일수 추이



자료: Solarbuzz, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 태양전지 누적 설치량 및 폴리실리콘 생산량



자료: Solarbuzz, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 9 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insights, 미래에셋증권 리서치센터

업계 구조조정 진행 중

생산비용이 낮은 1위권 업체들의 가동률은 올해 상반기 상승할 것으로 전망한다. 대조적으로 생산비가 높은 기업들의 가동률은 50%미만의 낮은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 2-3위권 업체들의 경우, 현금원가가 현물 가격을 상회함에 따라 노후설비의 가동을 중단할 것으로 보인다. 당사는 유휴 설비의 대규모 재가동 가능성은 우려하지 않는데, 이는 현물 컴포넌트 가격 상승세가 완만하며, 급상승하더라도 노후설비의 현금원가를 하회할 것이기 때문이다. 그 결과, 생산비용이 높은 노후설비는 영구 유휴화될 것으로 예상된다.

최근 태양전지부문 주요 기업 파산은 업계 통합 조짐으로 보인다. Suntech (STP US, N/R)의주요 자회사 Wuxi Suntech 이 중국에서 파산절차에 들어갔다. 중국 8개 은행으로 구성된 채권단은 동사의 채무불이행에 따라 우시 소재 중급 인민법원에 파산 및 구조조정을 신청했다. 모기업 Suntech는 이에 대한 이의신청은 하지 않겠다고 밝혔다. Wuxi Suntech은 지난 15일 만기인 5억 4100만 달러의 전환사채를 상환하지 못해 디폴트 상태에 놓였다. Suntech의 총 생산능력은 2,400MW 수준이며 이 중 4분의 3을 Wuxi Suntech이 담당했다. 동사의 파산은 Yingli, Trina 등 경쟁기업에 수해를 줄 것으로 예상된다.

OCI는 BUY, GCL은 HOLD 유지

당사는 OCI와 GCL 모두 폴리실리콘 제조업체 중 비용절감 측면에서 선두기업이라 판단한다. 두 기업의 가동률이 반등하고 고비용 기업의 시장 점유율을 가져올 수 있을 것으로 기대한다.

폴리실리콘 가격이 단시일 내에 kg 당 20 달러대 중반까지 상승할 것으로 보임에 따라 OCI(010060KS, 3/25 종가: 162,500 원/share)에 대한 투자 의견 BUY 및 목표주가 220,000 원을 유지한다. 폴리실리콘 가격 상승에 더해, 벤젠 및 TD(석유화학부문 주요 제품) 가격이 높은 수준을 유지함에 따라, OCI의 영업이익률도 올해 1분기부터 점차 개선될 것으로 예상된다.

GCL(3800 HK, 3/25 종가: HK\$1.66/share)에 대해선 투자 의견 HOLD 및 목표주가 HK\$1.70(2013년 예상 P/B 1.5x)을 유지한다. PV 관련 제품의 현물가격이 개선되고 있지만, 동사의 2012년 실적 부진 및 지난 6개월간 약 33%의 주가 급등을 감안해, HOLD를 유지한다. 동사의 현재 주가는 적절한 수준으로 판단된다. 향후 GCL은 태양전지 수요 증가로 가동률이 상승, 단위생산비용이 하락할 것으로 예상된다. 또한 GCL의 태양발전단지 사업이 발전함에 따라 제품 가격 변동 리스크를 헷지하는데 기여할 것으로 판단된다.

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.
 작 성 자: 이학무, 정윤미

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