

2013. 4. 4

화학

태양광 포럼 참관기

<태양광 이슈와 장기 전망 점검>

정유/화학 담당 **곽진희**

Tel. 368-6170

jhkwak@eugenefn.com

Summary

4월 3일 태양광 그린 포럼에 참석해 현 태양광 산업의 주요 이슈와 장기 전망을 점검하였음

포럼 참가업체는 태양광 산업 수요의 핵심 국가 조사기관 및 협회(참가국은 중국, 일본, 미국, 독일)와 블룸버그 솔라 연구소, 한화 큐셀, 한국 정부 관계자가 참석했음. 한편, 태양광 전시회는 폴리실리콘, 잉곳/웨이퍼 업체는 거의 없었으며 모듈, 시스템 업체가 대부분이었음

포럼을 통해 확인한 연사들의 공통된 의견은 1) 2013년 태양광 설치량은 전년대비 성장을 지속할 것으로 예상하나(2012년 30.2GW → 2013년 36.7GW), 2) 커머리티(commodity)화 된 태양광 제품의 특성을 기업들이 직시하며 구조조정이 연중 지속되고, 3) 미국과 중국간 분쟁은 연중 이어질 것으로 예상하였음

포럼과 업체들과의 미팅을 통한 태양광 산업의 결론은 1) 한계업체 구조조정과 국가간 관세 분쟁에 따라 **2013년 연간 폴리실리콘 가격은 현재 kg당 \$18에서 \$20~\$25 수준내에서 등락을 보일 것으로 예상하며, 중국의 미국/한국산 폴리실리콘 반덤핑 조사 결과 발표 이후는 \$25 수준에서 유지될 것으로 예상**

2) 시장 구조조정의 가속화 사이에서 사업 수익성은 기존의 예상과는 다른 지역, 밸류체인에서 발생할 것으로 예상함. 태양광 시장 성장 초기 높은 수익성, 시장성을 예상했던 폴리실리콘(업스트림), 유럽지역보다는 시스템(다운스트림), 태양광 장비, 일본 등 신규 시장의 성장성에 주목 필요

이에 따라 2013년 OCI는 의미있는 실적과 영업환경 개선은 어려울 것으로 예상. OCI는 셀 업체 구조조정, 국가간 관세 부과가 폴리실리콘을 생산하는 동시에 간접적으로 부정적인 것으로 판단. 한화케미칼은 상대적으로 양호할 것으로 예상. 2013년 태양광 모듈 설치가 중국, 일본에서 전년대비 큰 폭으로 증가할 것으로 예상하는데, 중국/말레이시아/독일 공장으로 다변화되어 있어 판매량 증가에 따라 전년대비 적자 폭이 축소될 전망. 그 외 태양광 시스템 설치 및 발전업체들은 양호한 시황을 보일 것으로 예상. 태양광주에 대한 본격적인 투자는 중국, 유럽 관세 발표가 각각 5월, 6월 예정이고, 상반기 중 한계업체 구조조정 뉴스 지속되기 때문에 2013년 하반기 이후로 추천함

정유/화학 담당 **곽진희**
Tel. 368-6170
jhkwak@eugenefn.com



태양광 그린 포럼 참관기

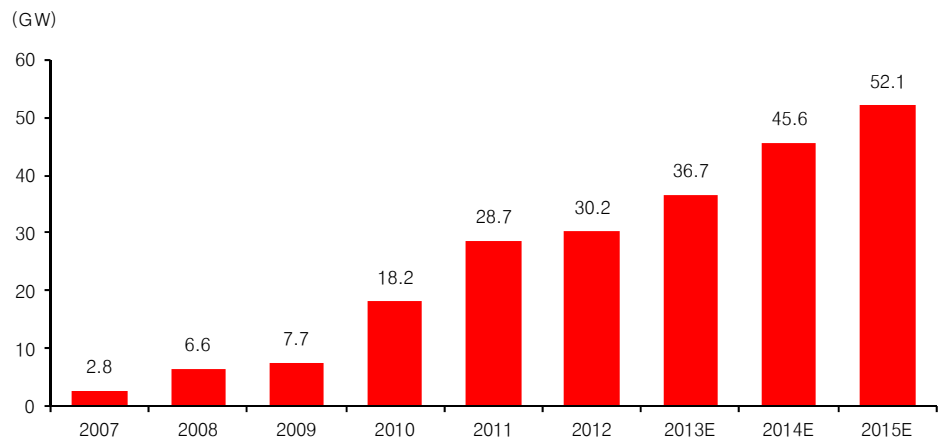
4월 3일 태양광 그린 포럼에 참석해 현 태양광 산업의 주요 이슈와 장기 전망을 점검하였다

포럼 참가업체는 태양광 산업 수요의 핵심 국가 조사기관 및 협회(참가국은 중국, 일본, 미국, 독일)와 블룸버그 솔라 연구소, 한화 큐셀, 한국 정부 관계자가 참석했다. 한편, 태양광 전산화는 폴리실리콘, 잉곳/웨이퍼 업체는 거의 없었으며 모듈, 시스템 업체가 대부분이었다. 업스트림업체들의 수익성 악화, 다운스트림업체들의 개선된 실적 추이를 반영하는 참가업체 동향이었다.

포럼을 통해 확인한 연사들의 공통된 의견은 1) 2013년 태양광 설치량은 전년대비 성장을 지속할 것으로 예상하고 있으며(2012년 30.2GW → 2013년 36.7GW), 이슈 사항은 2) 커머디티(commodity)화 된 태양광 제품의 특성을 기업들이 직시하며 구조조정이 지속될 것이라는 점, 3) 미국과 중국간 분쟁은 연중 이어질 것이라는 점이다.

1) 2013년 태양광 설치량 전년대비 성장 지속할 것으로 예상

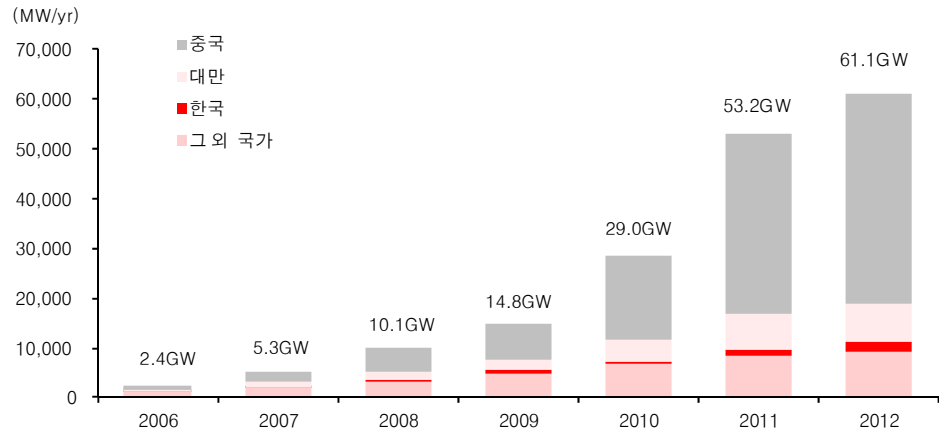
도표 1 태양광 시장 전망: 2012년 30.2GW에서 2013년 36.7GW로 성장은 지속



자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권



도표 2 글로벌 결정질 태양광 셀 생산능력: 2012년 기준 61GW 캐파였으며 2013년 구조조정에도 공급과잉은 지속 예상. 중국/대만의 셀 생산능력이 전세계 중 81% 차지



자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권

도표 3 국가별 설치량 전망: 2013년은 중국과 일본 설치량 성장 두드러질 전망

	2012	2013E	2014E
China	3,630	8,357	10,339
Japan	2,464	7,732	9,791
USA	3,150	3,605	4,265
Germany	7,604	2,550	2,400
Italy	3,383	2,500	750
India	961	1,057	3,041
Romania	45	1,015	508
France	1,075	1,000	1,000
Greece	912	1,000	630
UK	830	960	617

자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권



2) 미국과 중국 등 국가간 관세 분쟁은 연중 지속 예상

미국과 중국, 유럽과 중국간의 무역 분쟁 지속에 따라 연중 태양광용 제품 가격은 \$20~\$25 수준에서 큰 변동 없이 유지될 것으로 예상된다. 당장 2013년 3월 5일부터 중국 내에서 생산되는 태양광 제품에 대해 유럽은 관세를 부과할 수 있는 상황이며, 2013년 6월 내지는 8월에 확정 예정인데, 3월 이후에 대해서는 소급 적용 예정이기 때문에 유럽 업체들이 조심스럽게 물건을 구매하는 양상을 보일 것으로 예상하기 때문이다.

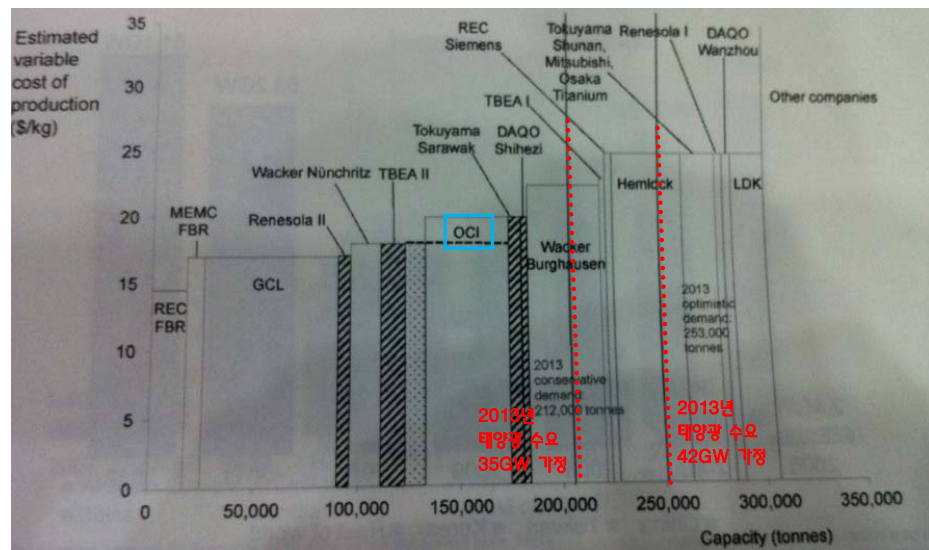
도표 4 중국 태양광 제품에 반대하는 유럽 국가들의 규제 Timeline

날짜	내용
2013년 3월 5일	중국 내에서 생산되는 태양광 제품을 등록 시작 시기이며, 소급 의무가 적용될 수 있는 가장 빠른 날짜
2013년 6월 6일	임의의 반덤핑 관세 부과 기한. 은행 보증(혹은 현금)으로 결제 가능하고 12월에 확정 관세 조정이 이루어짐
2013년 8월 8일	임의의 반보조세 부과 기한. 결제 조항은 반덤핑 관세와 동일
2013년 12월 5일	시행될 시에 확정적 반덤핑 관세 기한
2013년 12월 7일	시행될 시에 확정적 반보조세 기한

자료: 2013년 태양광 그린포럼(GEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권

또 한가지 주요 분쟁 사항은 중국의 미국, 한국산 폴리실리콘에 대한 반덤핑 관세 부과이다. 당초 3월말에서 4월초로 예정되어 있었으나, 포럼 연사들 전반적으로 5월에 발표될 것으로 예상하고 있는 상황이었다. 반덤핑 관세 부과 여부에 따라 폴리실리콘 공급 곡선의 업체별 다이내믹스의 변화가 예상된다. 아래의 도표 5번과 6번을 통해서 확인 가능한데, 반덤핑 관세 부과시 OCI는 연간 태양광 수요 상황에 따라 판매 물량 영향이 불가피할 것으로 예상된다.

도표 5 2013년 폴리실리콘 공급 곡선: 2013년 태양광 수요를 보수적으로 35GW 가정 하더라도 현 시점에서는 OCI의 물량 소화의 영향 없음

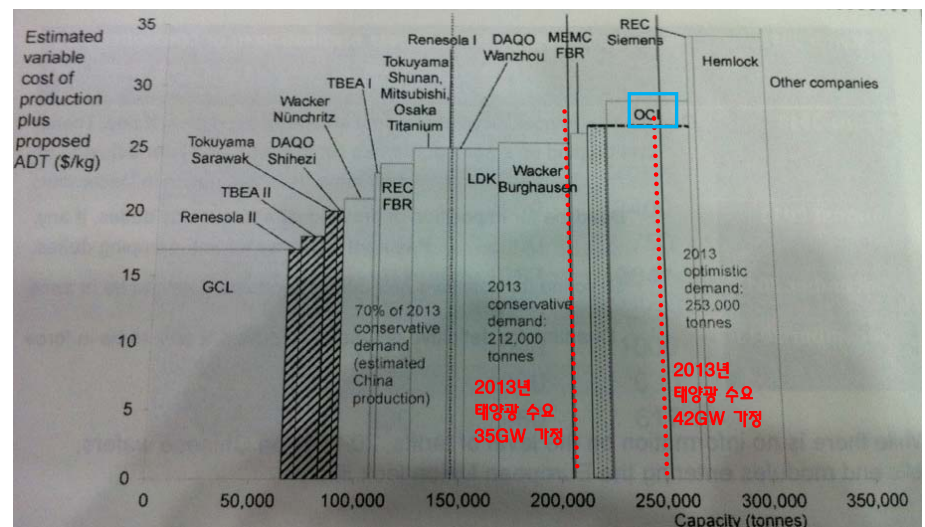


자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권

주: 색칠된 영역은 아직 시장 소화되고 있는 양은 설비이나 2013년 중 시장 소화 예정

주2: 위의 폴리실리콘 공급 곡선은 태양광용과 반도체용 합산임

도표 6 중국 반덤핑 관세를 포함한 폴리실리콘 공급 곡선 가정시 OCI 영향 불가피

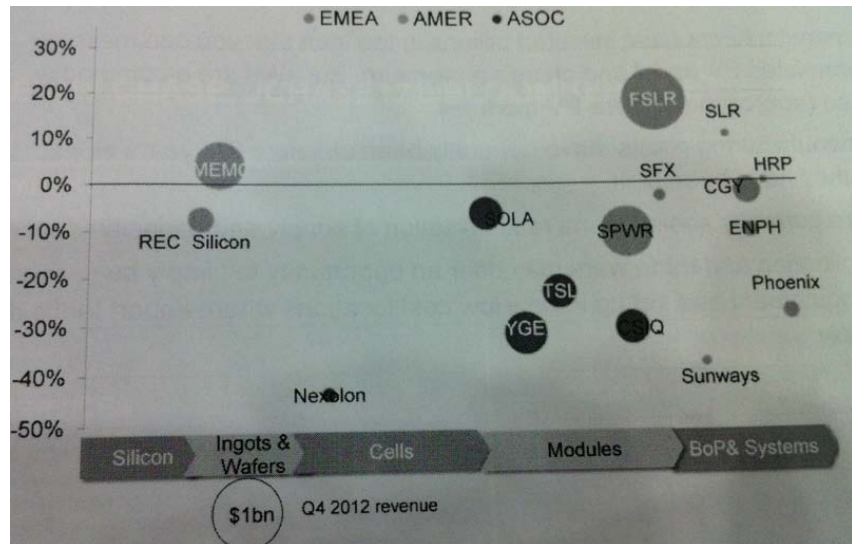


자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권

주: 색칠된 영역은 아직 시장 소화되고 있는 양은 설비이나 2013년 중 시장 소화 예정

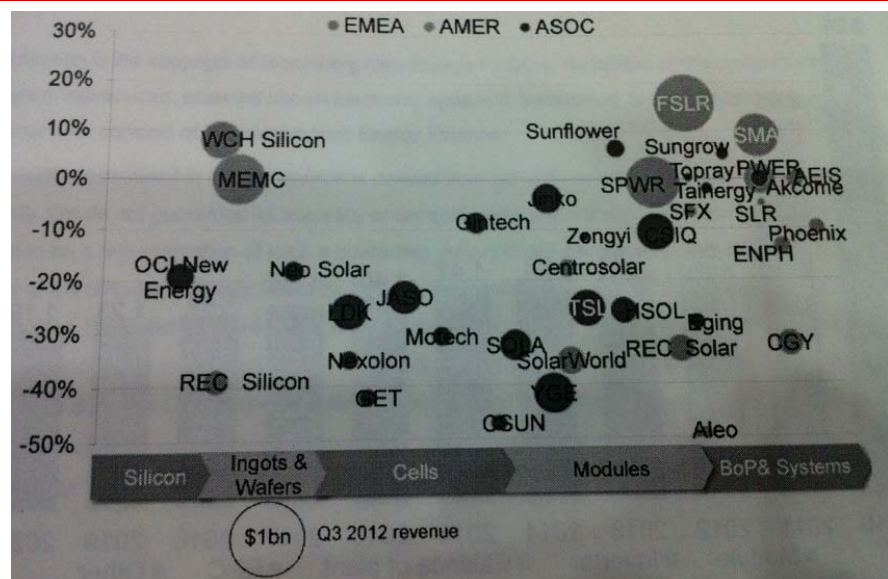


도표 7 태양광 체인 제조업체들의 영업이익률 (4Q12 기준): 대부분 적자 기록하고 있어 구조조정은 지속될 수 밖에 없음



자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권
주: 레이블은 티커명 혹은 축약형을 사용

도표 8 태양광 체인 제조업체들의 영업이익률 (3Q12)

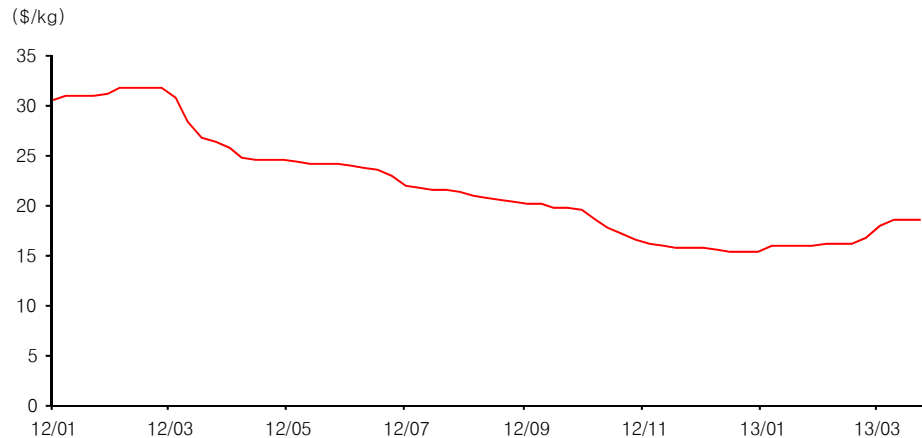


자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권
주: 레이블은 티커명 혹은 축약형을 사용



포럼과 업체들과의 미팅을 통한 태양광 산업의 결론은 1) 한계업체 구조조정과 국가간 관세 분쟁에 따라 2013년 연간 폴리실리콘 가격은 현재 kg당 \$18에서 \$20~\$25 수준내에서 등락을 보일 것으로 예상하며, 중국의 미국/한국산 폴리실리콘 반덤핑 조사 결과 발표 이후는 \$25 수준에서 유지될 것으로 예상된다.

도표 9 폴리실리콘 가격 추이



자료: PV Insight, 유진투자증권

2) 시장 구조조정의 가속화 사이에서 사업 수익성은 기존의 예상과는 다른 지역, 밸류체인에서 발생할 것으로 예상된다. 태양광 시장 성장 초기에는 업스트림(폴리실리콘)일수록 높은 수익성이 달성 가능하고 유지될 것으로 예상했으나 현 시점에는 중국, 일본이 국가 차원의 FTT 지원을 하고 있어 다운스트림(시스템)의 수익성이 양호한 상태이다. 또한, 태양광 제조 장비의 사용 기한을 7~10년으로 예상했었으나 예상보다 빠르게 노후화되고 있어, 시장이 성장하기 시작한 지 5년이 된 지금 시점에서 이미 설비들이 노후화되고 있는 것으로 확인되어 태양광 장비업체에 향후 성장의 기회가 있을 것으로 예상하며, 신규 설비를 보유한 셀, 모듈업체일수록 오히려 설비 효율이 높아 수익성이 좋을 것으로 예상된다. 이에 따라 노후화된 설비를 보유한 업체들의 구조조정은 효율성 차이에 따라서도 구조조정이 가속화될 전망이다. 둘째로, 중국과 미국간의 무역 분쟁에 따른 관세 부과로 중국 내 업체들도 중국 외 지역으로 설비 이전의 가능성이 존재하며, 기존의 주요 생산국이 아닌 향후 신규 생산 시장이 만들어질 것으로 예상된다.

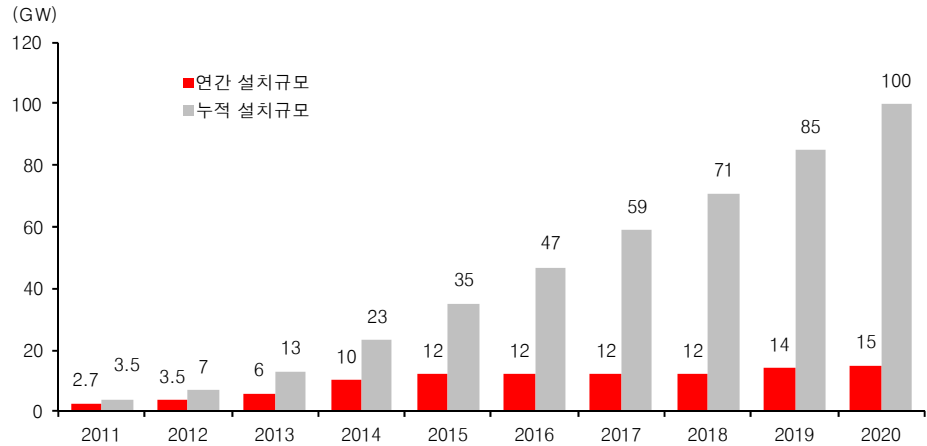
이에 따른 국내 태양광 업체의 영향은 다음과 같다. OCI는 셀 업체 구조조정, 국가간 관세 부과가 폴리실리콘을 생산하는 동시에 간접적으로 부정적으로 판단되어 2013년 의미있는 실적 개선은 어려울 것으로 예상된다. 한화케미칼은 상대적으로 양호할 것으로 예상된다. 2013년 태양광 모듈 설치가 중국, 일본에서 전년 대비 큰 폭으로 증가할 것으로 예상하는데, 중국/말레이시아/독일 공장으로 다변화되어 있어 판매량 증가에 따라 전년대비 적자폭이 축소될 것으로 예상된다. 그 외 태양광 시스템 설치 및 발전업체들은 양호한 상황을 보일 것으로 예상된다.

태양광주에 대한 본격적인 투자는 중국, 유럽 관세 발표가 각각 5월, 6월 예정이고, 상반기 중 한계업체 구조조정 뉴스 지속되기 때문에 2013년 하반기 이후로 추천한다.



중국과 일본 태양광 시장 전망 및 보조금 현황

도표 10 중국 태양광 시장 규모 추이 및 전망



자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), 유진투자증권

도표 11 중국 태양광 프로그램 목표

Targets for cumulative installation of solar power (GW)				
Market sectors		2012	2015	2020
Distributed PV	Rural electrification	0.102	3.0	10.0
	Communication and industry	0.058	1.0	4.0
	PV buildings	2.390	14.0	40.0
LS-PV and others	PV products	0.058	1.0	4.0
	Large Scale PV (LS-PV)	4.392	15.0	40.0
	Solar Thermal Power (CSP)	0.000	1.0	2.0
Total		7.0	35.0	100.0
Share of Distributed PV (%)		36.4	51.4	54.0

자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), 유진투자증권

도표 12 중국 폴리실리콘 생산량 및 수입 폴리실리콘 비중 추이

(톤, %)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Production	300	1,100	4,729	20,357	45,000	85,000	65,000
Demand	4,000	10,000	25,000	40,000	89,000	145,000	145,000
Shortage	3,700	8,900	20,271	19,643	44,000	60,000	80,000
Share of import	92.5	89.0	81.1	49.1	49.4	41.4	55.2

자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), 유진투자증권

도표 13 일본 FIT 현황(FY2013)

Category	10kW more	< 10kW
Sold power	100% (surplus power is also possible)	Surplus power
FIT	36 JPY/kWh + consumption tax =37.8 JPY/kWh (5%)	38 JPY/kWh (including tax)
Term	20 years	10 years

자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), 유진투자증권

주: 2013년 4월부터 2014년 3월까지



EUGENE

your best
partner.



기업분석

OCI (010060.KS)

HOLD(유지) / TP 170,000원(하향)

OCI 앞에 놓인 불확실성 요소들의 해소 확인 필요

* 한화케미칼은 2013. 3. 26일자 프리뷰 자료 참고

your best
partner

유진투자증권





OCI(010060.KS)

화학/에너지 담당 박진희

Tel. 368-6170/jhkwak@eugenefn.com

OCI 앞에 놓인 불확실성 요소들의 해소 확인 필요

- 1Q13 Preview: 폴리실리콘 부문 적자 지속에 따라 영업이익 시장 예상치 하회 예상
 - OCI 1분기 매출액은 7,768억원(-12.8% yoy, +10.4% qoq), 영업이익은 -175억원으로 전분기대비 적자폭 축소 예상되나 폴리실리콘 적자는 지속되어 흑자 전환은 어려울 것으로 예상
 - 동사는 전분기 폴리실리콘 가동률 55% 수준으로 가동하며 2013년 1월~2월까지 그러한 추세를 이어왔으나 시장 재고가 소진되고 있어 3월부터는 동사도 풀가동하기 시작할 것으로 확인됨. 또한, PV인사이트 기준 가격은 폴리실리콘이 연초부터 반등해 kg당 \$18까지 현재 상승해 영업환경은 최악은 지난 것으로 확인됨. 다만, 동사의 판가에는 크게 영향이 없는 것으로 예상되어 시장 예상치를 하회하는 영업이익 기록 예상
- 현 시점은 그 어느 때보다 동사 영업환경의 불확실성이 큰 것으로 판단, TP 17만원으로 하향
 - 2013년 4월~5월 발표 예정인 중국의 미국, 한국산 폴리실리콘 반덤핑 관세 조사 결과에 따라 동사의 향후 판가와 판매 물량이 크게 달라질 것으로 예상
 - 2012년 4분기 최악 실적에서 점진적으로 개선되고 있고, 관세 부과시 폴리실리콘 가격이 상승하면서 시장 분위기가 반전될 수 있는 가능성도 존재하나, 중국의 선택을 비롯한 메이저 업체의 구조조정이 동시에 이뤄지고 있는 현 시점에서는 폴리실리콘 가격이 크게 반등하기도 어려울 것으로 예상함
 - 이에 따라 현 시점은 과거 그 어느 때 보다 동사 영업환경에 있어 불확실성이 큰 것으로 판단해 불확실성 해소 여부를 확인하는 것이 필요함에 따라 투자 의견 HOLD를 유지하며, 목표주가를 17만원으로 하향함. 2013년 기준 BPS에 폴리실리콘 환경이 태양광 사업 시작 이후 중 현재와 영업환경 가장 유사한 2012년의 PBR 1.3배를 적용하여 산출

시장 Consensus 대비

Above

In-line

Below

0

HOLD(유지)

목표주가(12M, 하향) 170,000원
현재주가(4/3) 156,500원

Key Data

(기준일: 2013. 4. 3)

KOSPI(pt)	1,983.2
KOSDAQ(pt)	558.0
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,732.4
52주 최고/최저(원)	241,500 / 144,500
52주 일간 Beta	1.20
발행주식수(천주)	23,849
평균거래량(3M, 천주)	198
평균거래대금(3M, 백만원)	34,442
배당수익률(12F, %)	0.2
외국인 지분율(%)	23.3
주요주주 지분율(%)	
이수영외 21인	31.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.8	-12.6	-13.1	-31.1
KOSPI 대비 상대수익률	-7.7	-10.8	-12.4	-27.8

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q13E			시장 전망치	2Q13E			2012	2013E			2014E	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)
매출액	776.8	10.4	-12.8	758.6	828.4	6.6	-4.4	3,218.5	3,395.1	5.5		3,870.0	14.0
영업이익	-17.5	적지	적전	14.7	2.1	흑전	-97.8	154.8	55.9	-63.9		173.2	209.6
세전이익	-25.2	적지	적전	11.8	-5.7	적지	적전	18.8	31.0	64.6		153.5	395.1
순이익	-17.0	적지	적전	1.3	-3.8	적지	적전	12.7	18.4	44.6		103.6	463.5
OP Margin	-2.3	8.2	-13.6	1.9	0.3	2.5	-10.6	4.8	1.6	-3.2		4.5	2.8
NP Margin	-2.2	18.3	-10.3	0.2	-0.5	1.7	-8.7	0.4	0.5	0.1		2.7	2.1
EPS(원)	-1,897			145	-429	적지		-2,872	512	흑전		2,887	463.5
BPS(원)	126,143	-1.0	-5.5	150,651	125,878	-0.2	-7.0	125,261	127,320	1.6		130,273	2.3
ROE(%)	-1.5			0.1	-0.3	1.2		0.4	0.6	0.2		3.2	2.6
PER(X)	na	-	-	1,121.3	na	-	-	na	308.5	-		54.2	-
PBR(X)	1.3	-	-	1.1	1.3	-	-	1.3	1.2	-		1.2	-

자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준



도표 14 OCI 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
매출액	890.6	866.9	757.4	703.6	776.8	828.4	876.9	913.1	3,218.5	3,395.1
영업이익	100.9	94.4	33.1	-73.6	-17.5	2.1	34.2	37.1	154.8	55.9
영업이익률	11.3	10.9	4.4	-10.5	-2.3	0.3	3.9	4.1	4.8	1.6
순이익	72.5	71.0	13.5	-144.4	-17.0	-3.8	19.0	20.3	12.7	18.4
순이익률	8.1	8.2	1.8	-20.5	-2.2	-0.5	2.2	2.2	0.4	0.5

자료: 유진투자증권

도표 15 OCI 1Q13 프리뷰

(십억원)	1Q12	4Q12	1Q13F	%qoq	%yoy	Consensus	Consensus 대비 %
매출액	890.6	703.6	776.8	10.4	-12.8	758.6	2.4
영업이익	100.9	-73.6	-17.5	-76.2	-117.4	14.7	-219.1
세전이익	91.0	-175.1	-25.2	-85.6	-127.7	11.8	-313.8
순이익	72.5	-144.4	-17.0	-88.2	-123.5	1.3	-1,409.1

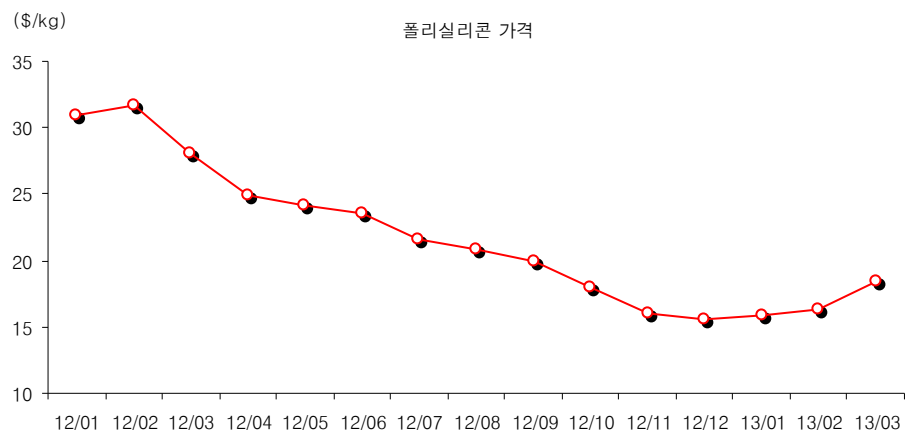
자료: Fnguide, 유진투자증권

도표 16 OCI 실적 변경 요약

(단위:십억원, %, %p)	변경 전		변경 후		차이	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
매출액	3,433.4	3,864.6	3,395.1	3,870.0	(1.1)	0.1
영업이익	121.6	186.4	55.9	173.2	(54.0)	(7.1)
영업이익률	3.5	4.8	1.6	4.5	(1.9)	(0.3)
EBITDA	621.1	649.4	611.3	716.4	(1.6)	10.3
EBITDA이익률	18.1	16.8	18.0	18.5	(0.1)	1.7
순이익	73.3	131.3	18.4	103.6	(74.9)	(21.1)

자료: 유진투자증권

도표 17 폴리실리콘 가격 추이

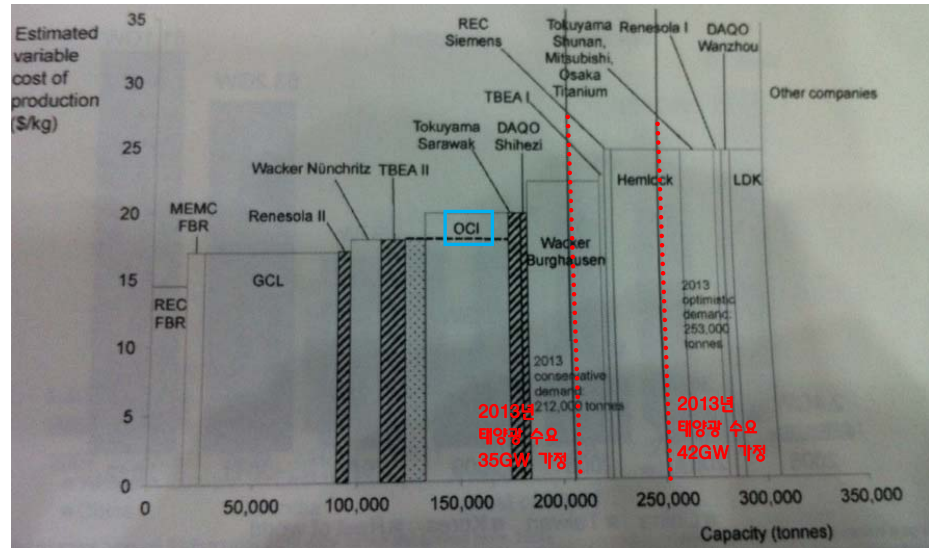


자료: PV 인사이트, 유진투자증권



중국의 미국, 한국산 폴리실리콘에 대한 반덤핑 관세 부과 결정이 당초 3월말에서 4월초로 예정되어 있었으나, 5월경이 될 것으로 예상된다. 반덤핑 관세 부과 여부에 따라 폴리실리콘 공급 곡선의 업체별 다이내믹스의 변화가 예상된다. 아래의 도표를 통해서 확인 가능하네, 반덤핑 관세 부과시 OCI는 연간 태양광 수요 상황에 따라 판매 물량 영향이 불가피할 것으로 예상된다.

도표 18 2013년 폴리실리콘 공급 곡선: 2013년 태양광 수요를 보수적으로 35GW 가정 하더라도 현 시점에서는 OCI의 물량 소화의 영향 없음

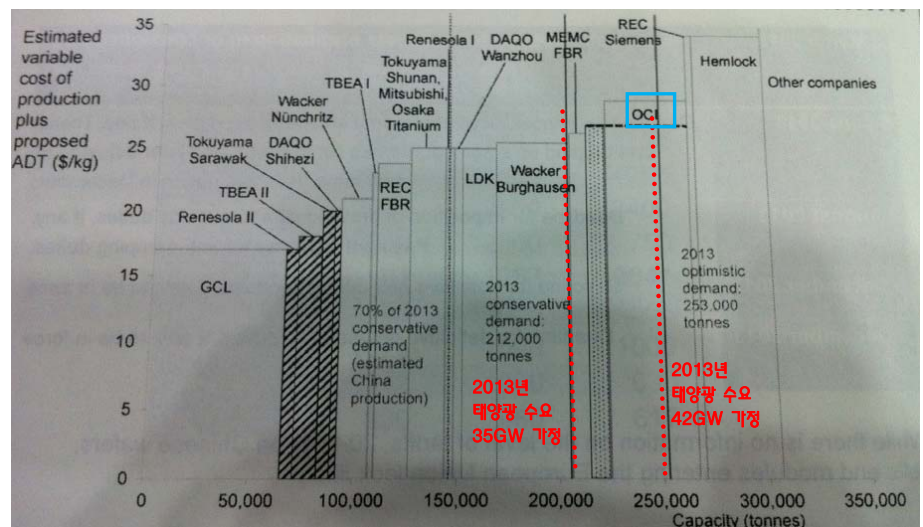


자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권

주: 색칠된 영역은 아직 시장 소화되고 있는 많은 설비이나 2013년 중 시장 소화 예정

주2: 위의 폴리실리콘 공급 곡선은 태양광용과 반도체용 합산임

도표 19 중국 반덤핑 관세를 포함한 폴리실리콘 공급 곡선 가정시 OCI 영향 불가피

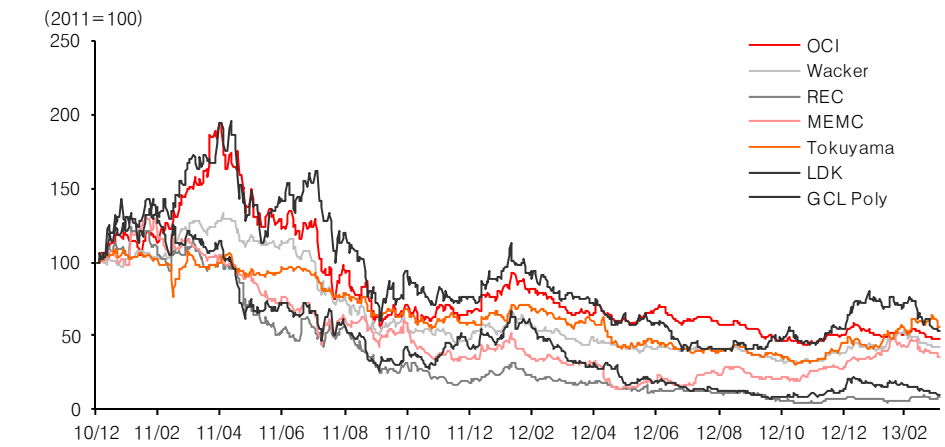


자료: 2013년 태양광 그린포럼(IGEEC), Bloomberg New Energy Finance 재인용, 유진투자증권

주: 색칠된 영역은 아직 시장 소화되고 있는 많은 설비이나 2013년 중 시장 소화 예정

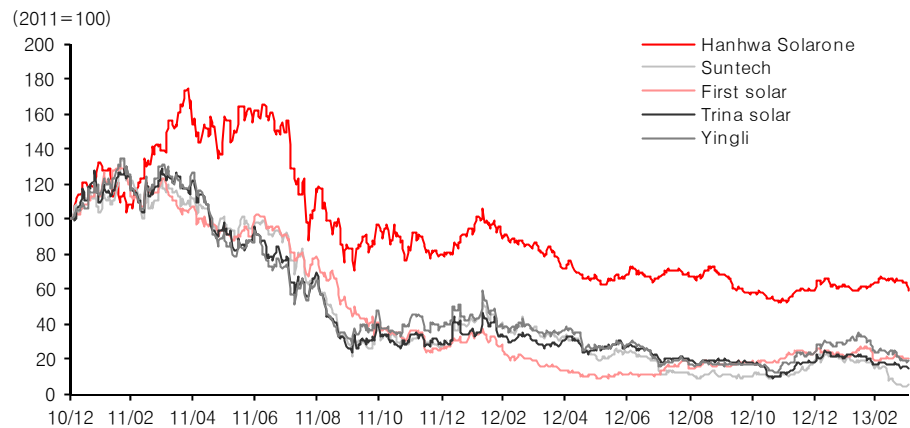


도표 20 글로벌 폴리실리콘 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 21 글로벌 셀 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권



OCI(010060.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	7,205.0	7,283.0	7,427.4	7,586.2	7,757.6
유동자산	1,985.7	1,977.4	2,165.2	2,434.8	2,702.5
현금성자산	850.2	776.3	598.1	762.6	1,010.7
매출채권	606.2	621.8	809.1	864.5	874.7
재고자산	440.9	539.5	717.9	767.1	776.1
비유동자산	5,219.3	5,305.6	5,262.1	5,151.4	5,055.1
투자자산	266.8	351.2	365.5	380.3	395.7
유형자산	4,807.2	4,818.2	4,750.6	4,615.7	4,495.2
기타	145.2	136.2	146.1	155.4	164.2
부채총계	3,484.9	3,691.4	3,826.9	3,906.0	3,954.9
유동부채	1,452.5	948.8	1,046.5	1,086.2	1,094.1
매입채무	588.4	470.5	567.4	606.3	613.4
유동성외부채	643.8	401.9	401.9	401.9	401.9
기타	220.3	76.4	77.2	77.9	78.7
비유동부채	2,032.4	2,742.6	2,780.4	2,819.8	2,860.8
비유동외부채	860.9	1,796.7	1,796.7	1,796.7	1,796.7
기타	1,171.5	945.9	983.8	1,023.1	1,064.1
자본총계	3,720.1	3,591.6	3,600.5	3,680.2	3,802.7
지배지분	3,334.6	3,173.7	3,182.6	3,262.3	3,384.8
자본금	127.2	127.2	127.2	127.2	127.2
자본잉여금	824.4	800.9	800.9	800.9	800.9
이익잉여금	2,364.2	2,244.2	2,253.1	2,332.8	2,455.3
기타	18.8	1.3	1.3	1.3	1.3
비지배지분	385.5	417.9	417.9	417.9	417.9
자본총계	3,720.1	3,591.6	3,600.5	3,680.2	3,802.7
총차입금	1,504.7	2,198.6	2,198.6	2,198.6	2,198.6
순차입금	654.5	1,422.3	1,600.5	1,436.0	1,187.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	1,374.0	55.3	337.2	614.8	699.0
당기순이익	864.7	12.7	18.4	103.6	146.4
자산상각비	456.1	543.8	555.3	543.2	529.3
기타비현금성손익	(5.3)	(10.0)	31.9	33.4	35.0
운전자본증감	(21.1)	(555.6)	(268.4)	(65.4)	(11.7)
매출채권감소(증가)	(166.2)	(48.2)	(187.2)	(55.5)	(10.2)
재고자산감소(증가)	(140.7)	(111.9)	(178.4)	(49.2)	(9.0)
매입채무증가(감소)	54.5	(6.3)	96.9	38.9	7.1
기타	231.4	(389.2)	0.4	0.4	0.4
투자현금	(1,910.6)	(601.0)	(519.3)	(440.4)	(441.6)
단기투자자산감소	(260.3)	132.8	(13.4)	(13.9)	(14.5)
장기투자증권감소	4.4	(2.0)	0.0	(0.2)	(0.5)
설비투자	(1,622.8)	(744.4)	(480.0)	(400.0)	(400.0)
유형자산처분	1.2	19.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(27.6)	(5.9)	(17.6)	(17.6)	(17.6)
재무현금	505.2	613.5	(9.5)	(23.8)	(23.8)
차입금증가	(85.2)	711.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	673.6	(75.7)	(9.5)	(23.8)	(23.8)
배당금지급	106.0	96.0	9.5	23.8	23.8
현금 증감	(31.1)	56.1	(191.6)	150.5	233.6
기초현금	421.3	390.2	446.3	254.7	405.2
기말현금	390.2	446.3	254.7	405.2	638.7
Gross Cash flow	1,608.6	824.5	605.6	680.2	710.7
Gross Investment	1,671.5	1,289.4	774.3	491.9	438.7
Free Cash Flow	(62.9)	(464.9)	(168.7)	188.3	271.9

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,275.9	3,218.5	3,395.1	3,870.0	3,932.3
증가율(%)	29.1	(24.7)	5.5	14.0	1.6
매출원가	2,797.6	2,701.2	3,080.0	3,401.7	3,396.5
매출총이익	1,478.2	517.2	315.1	468.3	535.8
판매 및 일반관리비	360.3	362.5	259.2	295.1	299.9
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	1,117.9	154.8	55.9	173.2	235.9
증가율(%)	33.1	(86.2)	(63.9)	209.6	36.2
EBITDA	1,574.0	698.6	611.3	716.4	765.2
증가율(%)	34.3	(55.6)	(12.5)	17.2	6.8
영업외손익	(74.6)	(135.9)	(24.9)	(19.7)	(18.9)
이자수익	36.8	25.6	22.3	29.2	29.8
이자비용	73.1	83.3	61.6	61.6	61.6
지분법손익	11.3	8.4	6.0	6.0	6.0
기타영업외손익	(49.7)	(86.6)	8.3	6.8	6.8
세전순이익	1,043.3	18.8	31.0	153.5	217.0
증가율(%)	33.4	(98.2)	64.6	395.1	41.3
법인세비용	178.6	6.1	12.6	50.0	70.6
당기순이익	864.7	12.7	18.4	103.6	146.4
증가율(%)	33.0	(98.5)	44.6	463.5	41.3
지배주주지분	768.1	(68.4)	12.2	68.8	97.3
증가율(%)	31.4	적전	흑전	463.5	41.3
비지배지분	96.7	81.1	6.2	34.7	49.1
EPS	32,274	(2,872)	512	2,887	4,079
증가율(%)	26.6	적전	흑전	463.5	41.3
수정 EPS	32,274	(2,872)	512	2,887	4,079
증가율(%)	26.6	적전	흑전	463.5	41.3

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	32,274	(2,872)	512	2,887	4,079
BPS	131,525	125,261	127,320	130,273	135,040
DPS	2,200	400	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	6.8	n/a	305.5	54.2	38.4
PBR	1.7	1.3	1.2	1.2	1.2
EV/ EBITDA	4.0	8.3	9.4	7.8	7.0
배당수익률	1.0	0.2	0.6	0.6	0.6
PCR	3.2	4.8	6.2	5.5	5.3
수익성(%)					
영업이익율	26.1	4.8	1.6	4.5	6.0
EBITDA이익율	36.8	21.7	18.0	18.5	19.5
순이익율	20.2	0.4	0.5	2.7	3.7
ROE	32.6	0.4	0.6	3.2	4.4
ROIC	25.0	2.3	0.7	2.3	3.3
안정성(%)					
순차입금/자기자본	17.6	39.6	44.5	39.0	31.2
유동비율	136.7	208.4	206.9	224.2	247.0
이자보상배율	30.8	2.7	1.4	5.3	7.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	8.1	5.2	4.7	4.6	4.5
재고자산회전율	11.9	6.6	5.4	5.2	5.1
매입채무회전율	7.0	6.1	6.5	6.6	6.4



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

