KDB대우증권
리서치센터

화학/태양광

(중립)

[탐방메모] 태양광 바닥 통과 중, 반등 조건은?

- OCI: 점진적 실적 개선 중, 하반기 중국 수요에 주목
- 태양광 수요는 예상보다 견조, 단 수요 가시성 낮고 14년 공급 늘어 확인 후 대응 권유
- 휴켐스: 단기 실적 부진하나 중장기 성장성 유효, 밸류에이션 매력 확대

Issue Comment
2013. 6. 19

화학/태양광

박연주
02-768-3061
yeonju.park@dwsec.com
배영지
02-768-4123
youngjee.bae@dwsec.com

1. [탐방메모] OCI: 점진적 실적 개선 중, 하반기 중국 수요에 주목

OCI(010060/중립) 주가에 있어 향후 변수는 1) 폴리실리콘 가격 반등 여부와 2) 반덤핑 관련 수입 관세 부과 여부로 판단된다.

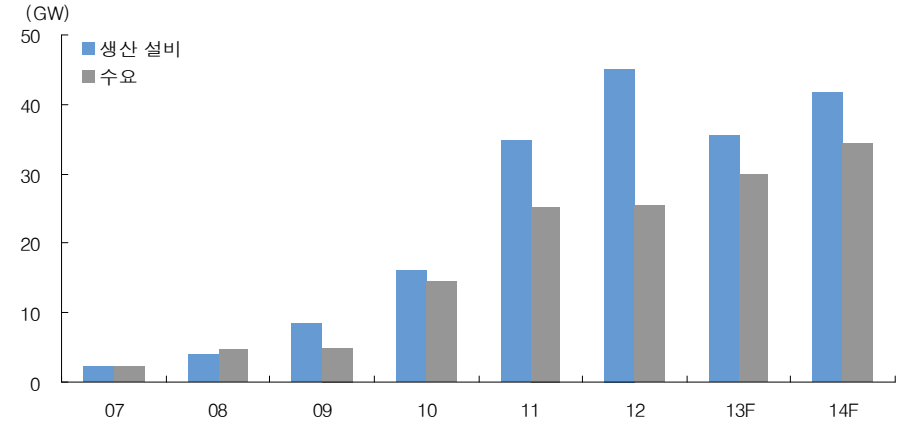
폴리실리콘 수급 상황은 전년대비 개선되고 있으나 아직은 공급 과잉 상태가 지속되고 있다. 13년 1분기 태양광 수요는 6GW로 1~2nd tier 업체들의 생산 설비(9GW로 추정) 대비 적었다. 이에 따라 폴리실리콘 가격은 반덤핑 판정 우려로 소폭 반등했다가 다시 하락했다.

하반기에 태양광 수요가 분기당 9~10GW로 올라설 경우 일시적으로 수급 밸런스가 맞으며 폴리실리콘 가격이 반등할 수 있다. 다만 태양광 수요는 정책 변화에 따라 **수요의 예측 가능성이 낮고 14년에는 폴리실리콘 공급도 늘어나 하반기 수요를 보고 대응**하는 전략을 추천한다.

하반기 수요에 있어 **관건은 중국 수요**로 판단된다. 일본은 1분기 1.5GW, 2분기 2.5GW로 수요가 빠르게 성장하고 있다. 4월 보조금 인하 이후에도 IRR(내부 수익률)이 높아 하반기에도 수요 성장세가 지속될 전망이다. 유럽은 1분기 독일, 이탈리아, 영국에서 2GW 설치되었고 그리스, 프랑스 등 기타 지역의 성장으로 분기당 1~2GW 설치가 예상된다. 미국은 1분기 0.7GW 설치에 이어 2분기 1GW로 수요가 성장할 것으로 추정되며 하반기 분기당 1~2GW 수준의 수요가 예상된다. 여기에 중국 수요가 얼마나 더해질 지가 관건이다.

중국은 당초 올해 설치량이 10GW까지 증가할 것으로 예상되었으나, 1분기 1GW로 예상보다 저조했다. 정책 불확실성과 Grid 연결 문제 때문으로 향후 정책에 따라 하반기 수요가 얼마나 회복될 지가 수급 전망에 관건이 될 전망이다. 최근 리커창 총리가 태양광 산업을 부양하겠다고 밝혔는데 구체적인 정책에 나올지 지켜볼 필요가 있다.

그림 1. 폴리실리콘 수급 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

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 배포할 수 없습니다.

14년에는 Wacker의 1만톤 설비, OCI의 1만톤 디보틀넥킹 설비(13년 4분기 가동 예정), 한화케미칼, 삼성정밀화학의 각 1만톤 설비 가동이 예정되어 있어 공급도 늘어난다. 14년 수급 밸런스가 맞기 위해서는 태양광 수요가 42GW 수준으로 증가해야 할 것으로 보인다.

표 1. 태양광 수요 전망 (MW)

	07	08	09	10	11	12	13F	14F
Japan	230	226	450	700	1,100	1,500	6,000	4,000
Germany	1,328	1,531	3,300	7,000	7,500	5,500	2,500	2,500
Italy	87	340	450	4,500	9,000	3,000	500	1,000
Spain	428	2,281	150	400	500	500	500	500
France	16	95	250	500	1,500	1,000	1,000	1,000
USA	220	350	500	900	1,600	4,000	5,000	5,000
China	32	69	200	569	2,000	3,500	6,000	10,000
India	17	32	50	105	100	1,000	1,500	2,000
Korea	42	280	170	123	196	250	300	350
Others	285	316	480	1,200	4,000	8,000	10,000	12,000
World	2,685	5,520	6,000	15,997	27,496	28,250	33,300	38,350

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. 폴리실리콘 수급 전망(유효 설비 기준) (톤)

CAPACITY(톤)		08	09	10	11	12	13F	14F
tier 1	Hemlock	13,000	19,000	27,500	37,500	45,000	35,000	45,000
	Wacker	14,500	19,150	27,000	35,800	52,000	52,000	52,000
	OCI	5,000	17,000	20,063	34,450	42,000	45,000	52,000
	GCL	1,850	7,454	17,302	29,413	60,985	67,000	67,000
tier 2	MEMC	8,000	8,500	12,500	8,000	8,000	8,000	8,000
	REC	6,500	11,500	13,500	16,900	22,400	20,000	20,000
	Tokuyama	5,800	8,000	8,200	8,200	8,200	8,200	8,200
	Mitsubishi	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450	3,450
	Sumitomo	1,050	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
tier 3	LDK			11,000	11,000	11,000		
	Renesolar			3,000	3,500	3,500		
	Daqu				3,000	3,000		
	Hankook Silicon				3,000	8,250		
	Woongjin Polysilicon				3,000	3,000		
	Samsung fine chem-MEMC							10,000
	Hanhwa Chemical							10,000
	Others				50,000	30,000		
Total		59,150	95,354	144,815	248,513	302,085	239,950	276,950
	Tier 1 capacity	34,350	62,604	91,865	137,163	199,985	199,000	216,000
	Tier 2 capacity	24,800	32,750	38,950	37,850	43,350	40,950	40,950
	For semiconductor	26,173	27,550	29,000	30,450	31,973	33,571	35,250
	usage per watt (g/w)	8.0	8.0	7.2	6.3	6.0	5.8	5.8
	Available production – tier 1 (MW)	1,022	4,382	8,731	17,074	28,002	28,522	31,164
	Available production – tier 1&2 (MW)	4,122	8,476	14,141	23,130	35,227	35,583	38,224
	Available production – total (MW)	4,122	8,476	16,085	34,890	45,019	35,583	41,672
	PV demand (MW)	5,520	6,000	15,997	27,496	28,250	33,300	38,350
	PV demand: thin film(MW)	828	1,036	1,502	2,254	2,879	3,500	4,000
	PV demand: bulk type(MW)	4,692	4,964	14,495	25,242	25,371	29,800	34,350

자료: KDB대우증권 리서치센터

중국의 외국산 폴리실리콘에 대한 관세 부과 여부는 6월 30일까지 결정될 예정이다. 유럽은 중국산 모듈에 대해 11%의 관세를 부과하고 2개월 후 다시 높일 수 있다고 발표했다. 중국과 유럽의 협상 결과에 따라 폴리실리콘에 대한 관세가 결정될 전망이다. 다만 유럽 내부적으로도 중국 모듈에 대한 관세 부과를 우려하고 있어 원만하게 해결될 가능성도 높아 보인다.

만약 한국산 폴리실리콘에 대해 높은 수준의 수입 관세가 부과된다면 중국 모듈 업체들이 중국에서 생산되는 폴리실리콘을 사용하고자 할 가능성이 높아, 한국 폴리실리콘 업체의 가동률이 떨어지거나 판가를 올리기 어려울 수 있다. 반면 수입 관세가 원만한 수준에서 결정될 경우 글로벌 폴리실리콘 수급 상황에 따라 주가가 움직일 전망이다.

OCI에 대해 투자의견 중립을 유지한다. 폴리실리콘 공급 과잉이 완화되고 있고 하반기 수요 상황에 따라 일시적으로 수급 균형이 맞을 가능성은 존재한다. 그러나 수요의 가시성이 낮고 14년 공급이 확대되는 점은 부담 요인이다. 긴 그림에서 바닥을 지나고 있을 수 있으나, 분기별로 실적이 계속 부진할 수 있고 폴리 가격 소폭 반등하더라도 실적이 크게 개선되기 어려워 밸류에이션 논란이 이어질 수 있다. 하반기 수요를 확인하고 대응하는 전략을 추천한다.

2분기 영업이익은 70억원 수준으로 전분기대비 개선되나 폭은 크지 않을 전망이다. 3월부터 가동률이 80~90%로 상승해 단위당 원가가 떨어졌기 때문에 폴리 부문 적자 폭은 전분기대비 축소될 전망이다. 다만 폴리실리콘 가격도 하락해 적자 상태는 유지될 것으로 예상된다. 석탄화학 및 무기화학 부문은 전분기와 유사할 전망이다.

표 3. OCI 분기별 실적 추정

(십억원, %, %p)

		2013F				2014F				2Q13 성장률		2012	2013F	2014F
		1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ			
매출액	Total	780	777	818	907	908	934	970	988	-10.4	-0.4	3,219	3,282	3,801
	폴리실리콘	221	193	245	315	332	332	377	377	-21.9	-12.8	860	973	1,419
	석유석탄화학	290	302	277	295	279	291	266	284	-0.3	4.0	1,136	1,164	1,120
	무기화학 및 기타	269	282	296	296	296	311	327	327	-11.1	5.0	1,222	1,144	1,261
영업이익	Total	-24	7	35	87	102	105	143	145	-92.2	흑전	155	106	495
	폴리실리콘	-67	-43	-13	36	58	58	96	96	적전	적지	-110	-86	308
	석유석탄화학	32	36	33	35	28	29	27	28	-9.5	13.2	118	137	112
	무기화학 및 기타	11	13	15	16	16	18	20	21	-71.2	20.0	147	55	75
영업이익률	Total	-3.0	0.9	4.3	9.6	11.3	11.2	14.7	14.7	-9.6	3.9	4.8	3.2	13.0
	폴리실리콘	-30.2	-22.1	-5.2	11.4	17.5	17.5	25.5	25.5	-23.8	8.2	-12.8	-8.9	21.7
	석유석탄화학	11.0	12.0	12.0	12.0	10.0	10.0	10.0	10.0	-1.2	1.0	10.4	11.8	10.0
	무기화학 및 기타	4.2	4.8	5.0	5.2	5.5	5.8	6.0	6.3	-9.9	0.6	12.0	4.8	5.9
세전이익		-27	-34	21	50	112	56	63	73	적전	적지	19	10	305
당기순이익		-42	-47	8	35	52	19	23	26	적전	적지	-68	-46	120
세전이익률		-3.5	-4.4	2.6	5.5	12.3	6.0	6.5	7.4	-14.1	-1.0	0.6	0.3	8.0
당기순이익률		-5.4	-6.1	1.0	3.9	5.8	2.0	2.4	2.7	-11.6	-0.7	-2.1	-1.4	3.2
주요 가정	Polysilicon sales ('000 tons)	9,875	9,650	11,125	13,000	13,750	13,750	14,375	14,375	-	-	33,813	43,650	56,250
	Polysilicon ASP($/Kg)	20	18	20	22	23	23	25	25	-	-	24	20	24
	Polysilicon cost($/Kg)	20	22	21	19	19	19	19	19	-	-	24	21	19
	W/$	1,080	1,110	1,100	1,100	1,050	1,050	1,050	1,050	-	-	1,126	1,098	1,050

자료: KDB대우증권 리서치센터

■ 탐방노트

2분기 폴리실리콘 업황은 1분기대비 크게 변동은 없음. 가동률 1~2월 50% 수준에서 3월 이후 80~90%로 상승해 유지 중. 2분기 판매량은 약간 감소했으나 가동률 올라 원가 하락. 전분기대비는 적자 폭이 줄어들 전망. 판가는 소폭 하락할 가능성. 기타 부문은 전분기와 유사할 전망.

태양광 수요는 13년 35GW로 전망하고 있음. 분기별로는 1~2분기보다 3~4분기 수요가 개선될 것으로 예상하는데 예상대로 수요가 개선될 경우 하반기로 갈수록 공급 과잉이 완화될 전망. 중국은 1분기 1GW 설치되었는데 부진했던 이유는 정책 불확실성과 Grid 문제 때문으로 보임.

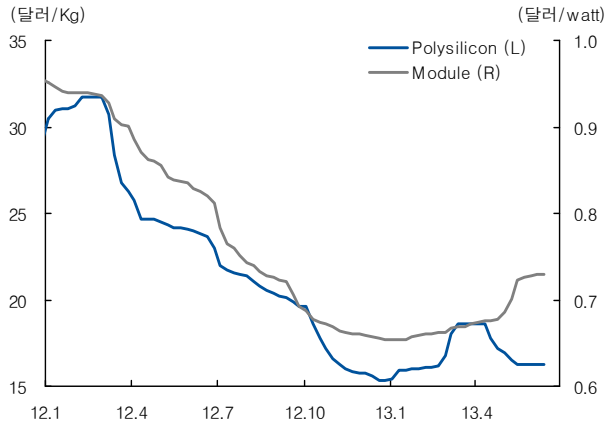
어제 리커창 총리가 태양광 부문 부양할 것이라고 발표해 하반기 수요 개선 전망됨. 일본은 1분기 1.5GW, 2분기 2.5GW 설치되어 수요가 빠르게 개선. 4월에 FiT 깎았는데 모듈 가격도 떨어져서 IRR 여전히 높음. 하반기에는 FiT 축소 계획이 없어 수요 개선 지속될 것으로 전망함. 유럽은 독일, 이탈리아가 부진하지만 그리스 등 신규 시장 늘어 13년 10GW 수요 예상됨.

전체적으로 1분기 6GW이고 하반기로 갈수록 수요 개선이 기대됨. 최근 일각에서는 하반기에 수급 밸런스가 가능할 것이라는 전망도 나오고 있음. 14년에는 한화케미칼, 삼성정밀화학 등이 폴리실리콘 증설 예정. 15년 Hemlock, Wacker 등이 각 2만톤 규모의 증설이 예정되어 있음.

반덤핑 규제 관련 유럽에서 중국산 모듈에 대해 11% 수준의 관세를 매기고 2개월 정도 지켜보기로 결정. 이와 관련 중국에서 외국산 폴리실리콘에 대한 반덤핑 규제를 6월 30일까지 결정하기로 했음. 그전에 재고를 축적하려는 움직임은 현재로서는 강하지 않음. 지켜봐야 하는 상황.

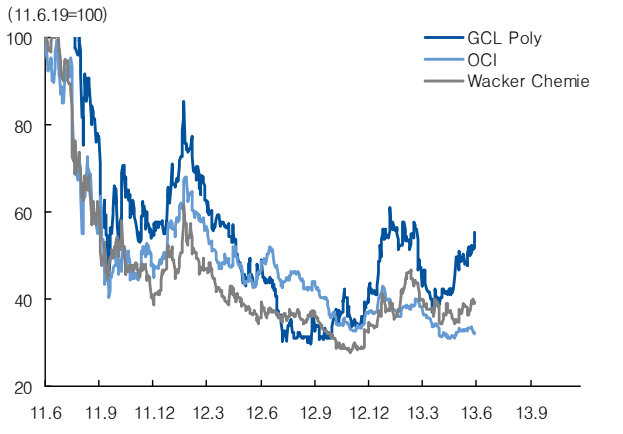
DCRE 분할 관련 세금 추징 문제는 지방세 1,700억원 관련해서는 당시 적법하게 세금 혜택을 받은 것이기 때문에 행정 소송 등으로 대응할 예정. 국세는 아직 정확히 통보 받은 바 없음. 관련 비용은 이미 충당금으로 상당 부분 회계적으로 인식되어 있는 상황. Suntech 관련해서는 선수금과 매출채권을 비슷한 규모로 가져가고 있어 손실이 크지 않을 것으로 전망됨.

그림 2. 폴리실리콘 및 모듈 가격 추이: 모듈은 상승, 폴리는 하락



자료: PV 인사이츠

그림 3. 폴리실리콘 업체 주가 추이: 지역별 차별화



자료: 블룸버그

2. [탐방메모] 휴켐스 - 업황 개선 지연되고 있으나 중장기 성장 잠재력 여전

휴켐스의 2분기 영업이익은 150억원으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 이는 TDI 공급 과잉이 지속됨에 따라 고객사인 KPX화인케미칼이 설비를 정상 가동하지 못하고 있기 때문이다. TDI 업체들에 납품하는 DNT 공장 가동률이 2분기에도 60% 이하에서 유지되고 있어 2분기 실적도 1분기와 유사할 전망이다. MNB(MDI원료)의 경우 MDI 업황이 견조하게 유지되고 있어 90% 중반의 높은 가동률을 유지하고 있다.

향후 변수는 TDI 업황이 언제 돌아설 수 있을 것인가로 판단된다. DNT 가동률이 100%로 올라갈 경우 질산 공장 가동률도 100%로 올라가기 때문에 분기 영업이익이 현재 대비 2배 수준으로 급증할 수 있다. TDI는 2011년 중국에서 약 15%의 신규 증설이 있어 공급 과잉 상태가 되었다. 정상적인 경기 상황에서 TDI 수요가 연 4% 내외 성장함을 감안하면 13년 말~14년에는 잉여 설비가 소화되어 이후 업황이 개선될 가능성이 높아 보인다.

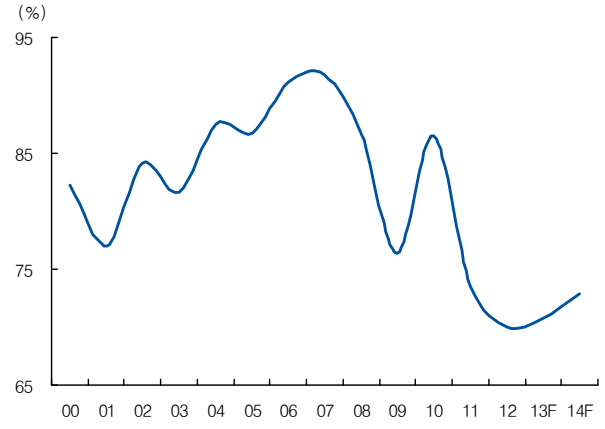
탄소배출권 가격은 계속되는 유럽 경기 부진으로 수요가 감소하며 약세를 보이고 있다. 특히 지난 4월 유럽 의회가 가격인상을 위해 제안된 일부 탄소 배출권의 공급 연기안을 부결시키면서 CER 가격은 역대 가장 낮은 수준까지 하락하였다. 공급 연기안에 대한 2차 투표는 7월 초로 예정되어 있으며, 통과될 경우 CER 가격은 상승세로 전환될 것으로 전망된다.

중장기 성장 잠재력은 높다. 말레이시아에 추진하고 있는 가스 기반 암모니아/질산 공장의 경우 현지 가스 공급 업체와 가격 협상이 진행 중이다. 3분기 중 가격 협상을 마무리하고 파트너사 선정, 펀딩 등을 진행할 계획이다. 가스를 원료로 암모니아를 생산할 경우 이익률이 현재 사업보다 크게 높을 것으로 전망된다.

휴켐스의 목표주가를 28,000원으로 20% 하향 조정한다. TDI 업황 부진이 지속됨에 따라 수익 예상을 하향 조정한데 따른 것이다. 그러나 이미 저조한 실적을 반영해 주가가 하락했고 TDI 업황만 개선되면 실적 개선의 가시성이 높으며 이는 시간의 문제로 판단된다. 높은 배당수익률과 중장기 사업 가치로 주가의 하방 경직성을 높여줄 것으로 판단한다.

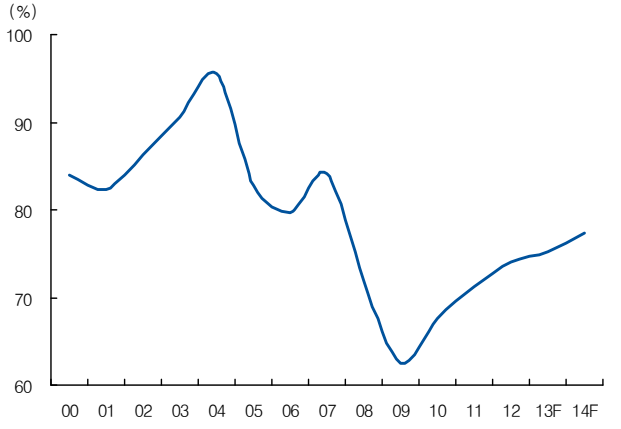
본격적인 주가 상승은 TDI 업황이 개선되는 시기일 것으로 판단되나, 최근 주가 하락으로 밸류에이션 매력은 이미 높아졌다. 투자의견 매수를 유지한다.

그림 4. 글로벌 TDI 가동률 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 MDI 가동률 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

■ 탐방 노트

2분기 영업상황은 1분기 대비 약간 개선된 정도. DNT 가동률은 1분기 60% 이하였는데 2분기도 유사한 상황. TDI 업황 부진이 지속됨에 따라 고객사인 TDI 업체의 가동률이 정상화되지 못하고 있음. 전년과 달리 중국 업체들의 가동률 조절도 본격화되지 않아 부진한 업황이 지속.

MNB는 1분기 90% 중반 가동률이었는데 2분기에도 고객사 정기보수 때문에 유사한 수준. MDI 업황은 좋음. 3분기에는 100% 가동률 예상됨. 초안, 질산 등은 전분기대비 약간 개선.

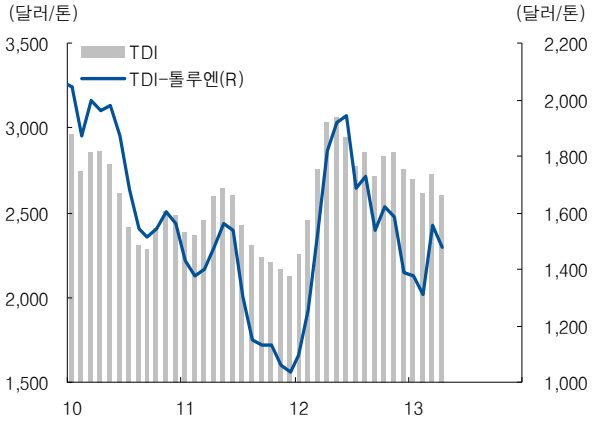
CDM 사업은 2분기부터는 판가가 스팟 가격에 연동되어 1분기대비 판가가 떨어질 수 있음. 말레이시아 프로젝트는 예정대로 진행 중. 원재료인 가스 가격 협상이 핵심인데 3분기 중 완료하는 것이 목표임.

표 4. 휴켐스 분기별 실적 추정 (십억원, %, 달러/톤)

		2013F				2014F				2Q13 성장률		12	13F	14F
		1Q	2QF	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	YoY	QoQ			
매출액	계	209	214	216	212	216	223	239	239	34.8	2.3	706	850	917
	DNT	41	41	43	43	46	52	65	65	-38.0	0.8	215	167	229
	MNB	107	112	111	108	108	107	107	107	212.0	5.2	243	437	428
	질산	37	35	36	36	36	38	40	40	53.4	-6.7	126	144	154
	초안	10	10	10	10	10	10	10	10	-25.5	6.3	52	39	39
	CDM	1	0	0	1	1	1	2	2	-68.9	-53.7	4	2	5
	기타	14	16	16	16	16	16	16	16	-20.0	8.2	67	61	62
영업이익		13	15	15	15	16	18	22	22	-34.5	12.5	64	57	79
세전이익		19	14	14	4	22	17	22	13	N/A	-29.2	64	51	74
당기순이익		16	10	11	3	18	13	17	10	N/A	-33.7	53	40	57
주요 가정	원/달러 환율	1,085	1,116	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	-	-	1,126	1,100	1,100
가격	암모니아	589	534	500	500	500	500	500	500	-	-	548	531	600
	벤젠	1,366	1,382	1,299	1,237	1,237	1,220	1,220	1,220	-	-	1,210	1,289	1,220
	톨루엔	1,281	1,258	1,136	1,137	1,137	1,120	1,120	1,120	-	-	1,179	1,167	1,120
가동률	DNT	57	57	65	65	70	80	100	100	-	-	67	61	88
	MNB	94	94	100	100	100	100	100	100	-	-	100	97	100
	질산	80	80	90	90	90	95	100	100	-	-	94	85	96

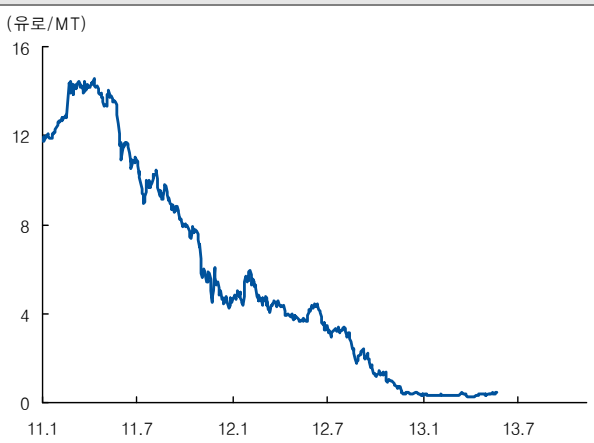
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. TDI 가격 및 스프레드 추이

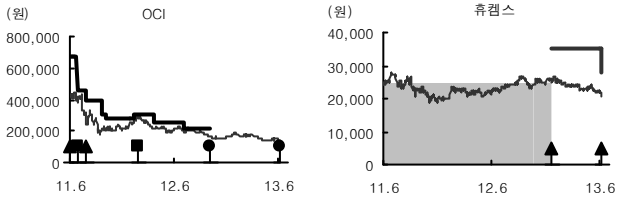


자료: 시스켐, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 13년 말 만기 탄소배출권(CER) 가격 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- OCI: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. OCI: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 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.
- 투자의견 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)