

태양광 산업

2013년말 제품 가격 상승으로부터 확인될 태양광 산업의 회복



화학에너지 담당 객진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

■ 태양광 산업에 대한 비중 확대 추천, OCI 투자의견 상향, 한화케미칼 목표주가 상향

- 태양광 산업에 대한 비중 확대를 추천하며, OCI에 대한 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표 주가를 23만원으로 상향함. 한화케미칼에 대해서는 화학 부문과 태양광 부문의 실적 개선세를 감안해 목표주가를 25,000원으로 상향하나 주가 상승여력이 적어 투자의견 HOLD를 유지함
- 태양광 산업의 불확실성은 지난 3년 중 최저 수준으로 축소되고 있음. 주요 업체로의 재편이 진행 중이고, 2013년말~2014년초 중 예상되는 중국의 미국/한국산 폴리실리콘 반덤핑 확정 판정 이후 태양광 제품 가격 상승이 예상됨 (kg당 \$23로 폴리실리콘 가격 상승 예상)
- 또한, 수요 관점에서는 일본, 미국의 설치가 견조한 가운데, 중국의 태양광 설치량 증가가 분기별로 이어지고 있고, 연중 중국 정부의 정책을 통해 태양광 산업에 대한 의지를 지속적으로 확인할 수 있음

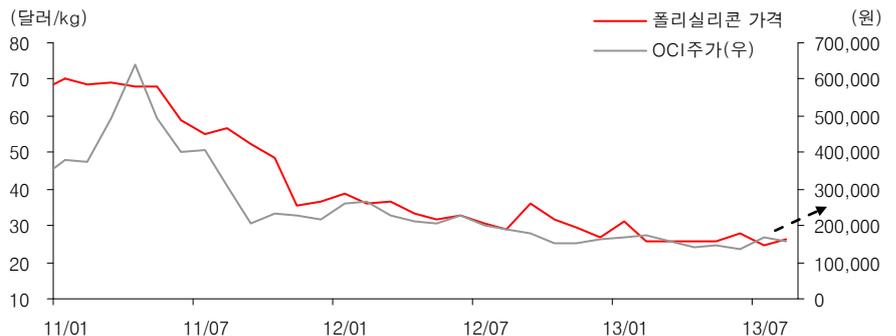
■ 태양광 산업의 낮은 IRR은 신규 업체들에게 진입 장벽을 높이며, 메이저 업체를 중심으로 실적 회복 예상

- 현재의 태양광 산업은 과거 초기 반도체 D램 산업의 구조조정 국면과 유사한 것으로 판단함. 기존에는 반도체 산업의 기술적 진입 장벽이 태양광 산업의 그것보다 높아 두 산업의 비교 가능성이 떨어진다고 보았음. 기술 개발 속도와 효율 측면에서는 여전히 태양광 산업이 반도체 산업보다 열위에 있으나, 현 시점에서는 태양광 산업에도 진입 장벽이 발생하고 있다고 판단함
- 그것은 바로 제품 가격의 급속한 하락에 따른 낮은 IRR이며, 이는 태양광 산업으로의 진입 요인을 저해하는 핵심 요인이 될 전망. 즉, 향후 제품가격은 폴리실리콘 기준으로 과거와 같이 kg당 \$30 이상을 기대하기는 어려움. 다만, 이러한 구조로 인해 신규 진입자가 제한된 상태에서 기존 플레이어 중 규모의 경제화를 갖춘 업체들 중심으로, 그 업체들 내에서도 무역 분쟁에서 자유로운 업체들 중심으로 산업이 폐쇄화될 것으로 예상
- 이러한 구조 내에서 글로벌 태양광 시장 성장과 더불어 2013년말부터 2014년 상반기까지 태양광 산업의 제품 가격 회복에 따라 메이저 업체를 중심으로 실적 턴어라운드, 기업 가치 상승이 예상됨

■ 업체별 투자의견: OCI 최선호 추천, 에스에너지는 중장기 관점에서 접근 필요

- OCI (BUY(상향), TP 230,000원(상향)): 중국 반덤핑 확정 관세 이후 폴리실리콘 가격 상승 예상
- 한화케미칼 (HOLD, TP 25,000원(상향)): 큐셀의 턴어라운드, 케미칼 부문 개선 긍정적, 2014년 폴리실리콘 신규 물량 소화 여부 확인 필요
- 에스에너지(NR): 중장기 관점에서 가장 매력적인 밸류체인에 존재. 다만 수주에 기반한 시스템 사업 확대에 따라 분기 실적 변동성 커 중장기 관점에서 접근 필요

폴리실리콘 가격 및 OCI 주가 추이



자료: 유진투자증권



태양광 산업에 대한 비중 확대 추천

태양광 산업에 대한 비중 확대를 추천하며, OCI에 대한 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가를 23만원으로 상향한다. 한화케미칼에 대해서는 화학 부문과 태양광 부문의 실적 개선세를 감안해 목표주가를 25,000원으로 상향하나 추가 상승여력이 적어 투자의견 HOLD를 유지한다.

태양광 산업의 불확실성은 지난 3년 중 최저 수준으로 축소되고 있다. 주요 업체로의 재편이 진행 중이고, 2013년말~2014년초 중 예상되는 중국의 미국/한국산 폴리실리콘 반덤핑 확정 판정 이후 태양광 제품 가격 상승이 예상된다. 이 중 대표적인 것은 2013년 7월 중국의 장기 설치량 계획에 대한 것으로 이는 연간 10GW씩, 향후 2015년까지 이어지도록 하겠다는 것이 그 핵심 내용이다. 또한 7월중 FIT 개정에 따라 분산형 발전 지원에 대한 내용이 발표되었다. 9월에는 태양광 생산업체에 대해 증치세 지원 실시안을 발표하였다. 현재 태양광 산업의 참여자 내에서 흑자를 기록하고 있는 업체가 제한적이기 때문에 이 지원안의 실제적인 효과는 제한적일 것으로 예상되나, 시장 우호적인 중국 정부 정책의 방향성을 확인할 수 있다.

도표 1 2013년 연초 이후 중국 정부 정책 관련 뉴스 정리: 무역 분쟁 등의 불확실성은 축소되고 있고, 중국 정부의 태양광 수요 촉진 의지는 지속적으로 확인되었음

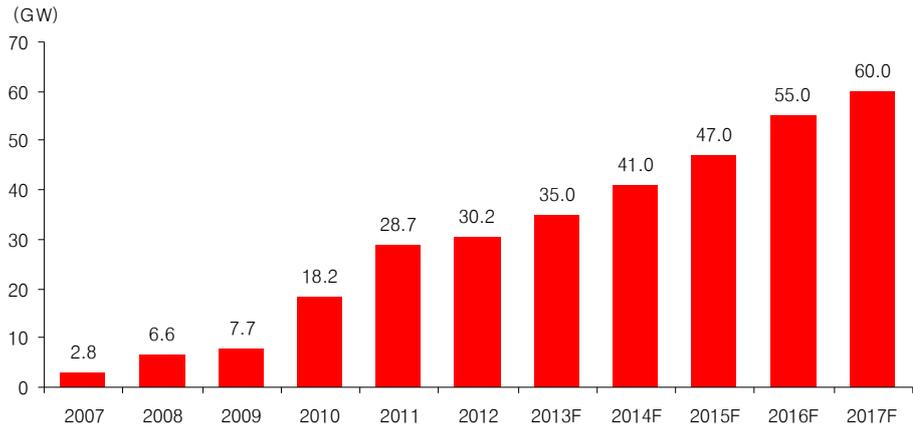
날짜	내용
2013. 2. 19	국가에너지기본계획에서 신재생에너지 비중 확대될 수 있도록 노력 태양광 쿼터 확대 및 중소규모 발전용량에 대한 FIT 병행 등 정책개선
2013. 7. 9	EU산 폴리실리콘에 반덤핑 관세 부과하지 않기로 결정 당일 Wacker는 주가 7.9% 폭등 EU는 지난달 중국산 태양광 패널에 평균 11.8%의 반덤핑 잠정관세를 부과
2013. 7. 18	한국 및 미국에서 수입되는 태양전지급 폴리실리콘 제품에 반덤핑 관세 부과 관세율은 한국산 2.4~48.7%, 미국산 53.3~57% 적용 OCI는 가장 낮은 2.4% 부과
2013. 7. 15	태양광발전용량 연간 10GW씩 확대해 2015년이면 35GW가 넘도록 할 계획 중국은 2012년 태양광발전용량 8.3GW로 독일, 이탈리아에 이은 세계 3위
2013. 7. 31	2011년부터 실시해온 FIT(발전차액지원제도) 개정 이는 기존 태양광 발전특별압찰 프로젝트와 지방정부의 FIT 통합한 것 기존 kWh당 1위안 지원 올해부터 지역에 따라 4등급(0.75~1위안) 차등 지급 전력매입 대신 kWh당 0.35위안씩 분산형 발전 지원 시행 중
2013. 9. 17	태양광 폴리실리콘, 셀 모듈 등의 생산규모, 에너지 소모와 사용 수명 규정 부합하지 않을 경우 태양광 제조업 신축 또는 개조 프로젝트가 엄격히 통제 또한, 전체 매출의 최소 3% 혹은 1.65mm달러를 R&D에 투자할 것을 요구
2013. 9. 17	미국에서 수입되는 태양전지급 폴리실리콘 제품에 대해 반보조금 조치 시행 이번 조치로 미국산 수입업체는 보조금에 상응하는 보증금 지불해야 함
2013. 9. 29	2015년 12월 31일까지 태양광 생산 및 전력 업체에 대해 증치세 지원 실시 증치세(부가가치세)의 50% 환급 현재 증치세는 17%이며, 이번 조치로 1kWh당 0.2~0.4위안(약 72원)의 혜택

자료: Bloomberg, 유진투자증권



또한, 수요 관점에서는 일본, 미국의 설치가 견조한 가운데, 중국의 태양광 설치량 증가가 분기별로 이어지고 있고, 연중 중국 정부의 정책을 통해 태양광 산업에 대한 의지를 지속적으로 확인할 수 있었다. 2013년 태양광 설치량은 35GW로 작년대비 19% 성장할 것으로 예상된다. 2014년 시장에 대해서도 최근 시장 조사기관들의 예측치가 제시되고 있는데, 41GW에서 많게는 45GW까지 전망되고 있다.

도표 2 2013년 태양광 시장 35GW 예상, 2014년 전망지도 상향 중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3 과거로부터 보면 태양광 시장은 예측치보다 실제치가 더 큰 것을 알 수 있음. 즉, 태양광 수요는 시장 예상보다 더 빠르게 증가해왔음

추정 시점	전망 기관	향후 4년간 CAGR (%)	연도별 성장률 (%)												
			2004	2005	2006F	2007F	2008F	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	
2006년	KISTI	32.3	1.2	1.5	2.0	2.6	3.5	4.6	6.0						
2009년	EPIA	33.0	1.1	1.3	1.6	2.4	5.6	6.8	10.8	13.8	17.4	22.3			
2010년 5월	EPIA	35.9	1.1	1.4	1.6	2.6	6.1	7.2	15.5	15.4	19.1	24.6	30.0		
2011년 10월	OCI, EPIA, IEA, Solarbuzz 자료	19.6	1.1	1.4	1.6	2.6	6.1	7.6	16.6	19.0	23.0	28.0	34.0	41.0	
2012년 1월	Photon Consulting, KDB산업은행 재인용	16.6	1.1	1.4	1.6	2.7	6.1	8.4	19.2	24.9	25.5	29.9	36.4	46	
2012년 10월	Solar & Energy	20.2	1.1	1.4	1.6	2.5	6.2	7.3	17.5	23.2	26.8	31.3	39.6	48.4	
2013년 4월	Photon	15.7	1.1	1.4	1.6	2.5	6.2	7.3	17.5	23.2	30.0	33.6	43.2	51.7	53.7

자료: 시장자료, 유진투자증권



태양광 산업의 낮은 IRR은 신규 업체들에게 진입 장벽을 높이며, 메이저 업체를 중심으로 실적 회복 예상

현재의 태양광 산업은 과거 초기 반도체 D램 산업의 구조조정 국면과 유사한 것으로 판단한다. 기존에는 반도체 산업의 기술적 진입 장벽이 태양광 산업의 그것보다 높아 두 산업의 비교 가능성이 떨어진다고 판단해 왔다. 그러한 측면에서는 여전히 태양광 산업의 기술 개발 속도와 효율이 반도체 산업보다 열위에 있으나, 현 시점에서는 태양광 산업에도 진입 장벽이 발생하고 있다고 판단한다.

그것은 바로 제품 가격의 급속한 하락에 따른 낮은 IRR이며, 이는 태양광 산업으로의 진입 요인을 저해하는 핵심 요인이 될 전망이다. 즉, 향후 제품가격은 폴리실리콘 기준으로 과거와 같이 kg당 \$30 이상을 기대하기는 어렵다. 다만, 이러한 구조로 인해 신규 진입자가 제한된 상태에서 기존 플레이어 중 규모의 경제화를 갖춘 업체들 중심으로, 그 업체들 내에서도 무역 분쟁에서 자유로운 업체들 중심으로 산업이 폐쇄화될 것으로 예상된다.

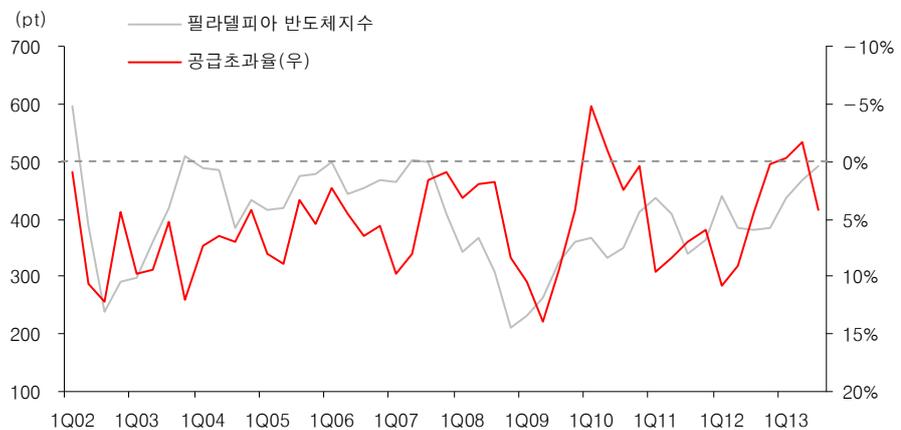
이러한 구조 내에서 글로벌 태양광 시장 성장에 따라 2013년말부터 2014년 상반기까지 태양광 산업의 제품 가격 회복에 따라 메이저 업체를 중심으로 기업 가치 상승과 실적 턴어라운드 예상된다.

도표 4 반도체 산업의 초기 국면을 따라가고 있는 태양광 산업: tier2 이하는 지속적으로 구조조정 예상되고, tier1 중심으로 재편 전망

	태양광 폴리실리콘 산업 참여자	반도체 산업 참여자
Tier 1	Wacker	삼성전자
	Hamlock	SK하이닉스
	OCI	마이크론
	GCL	
그 외	REC	엘피다 파산
	Tokuyama	키몬다 파산
	MEMC	프로모스 사실상 파산
	Daqo 등	TI DRAM 생산 중단

자료: 산업자료, 유진투자증권

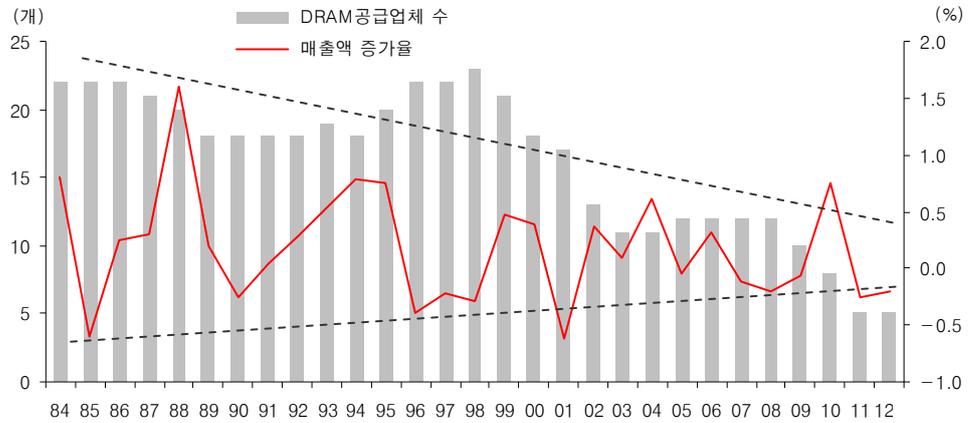
도표 5 실제로 2009년까지 반도체 산업은 지속적으로 공급 초과 국면에 있었으나, 시장 수요와 업체 구조조정 현황에 따라 제품 가격과 지수가 변동을 보여줌. 태양광 산업도 2014년말까지 공급 과잉 국면이나, 현 시점에서는 중국을 중심으로 한 수요 기대와 재고 조정에 따라 제품 가격 상승 예상



자료: Bloomberg, 유진투자증권

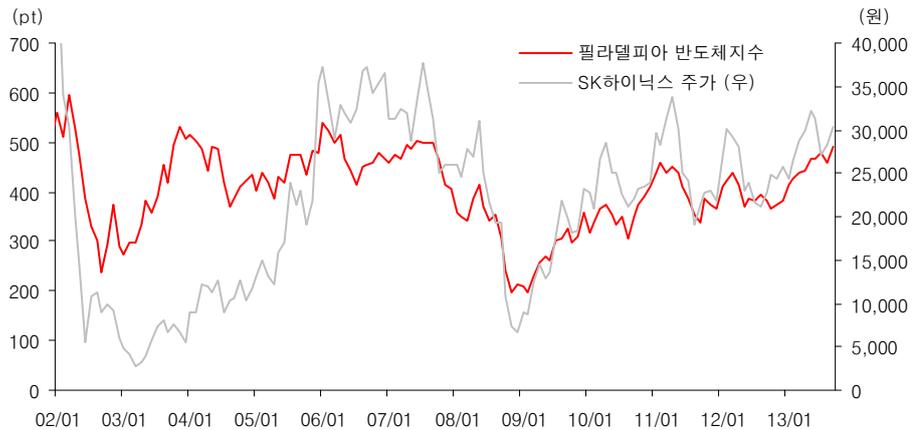


도표 6 반도체 산업의 초기 국면을 따라가고 있는 태양광 산업: 2000년대 초반의 D램의 모습과 유사한 것으로 판단



자료: 산업자료, 유진투자증권

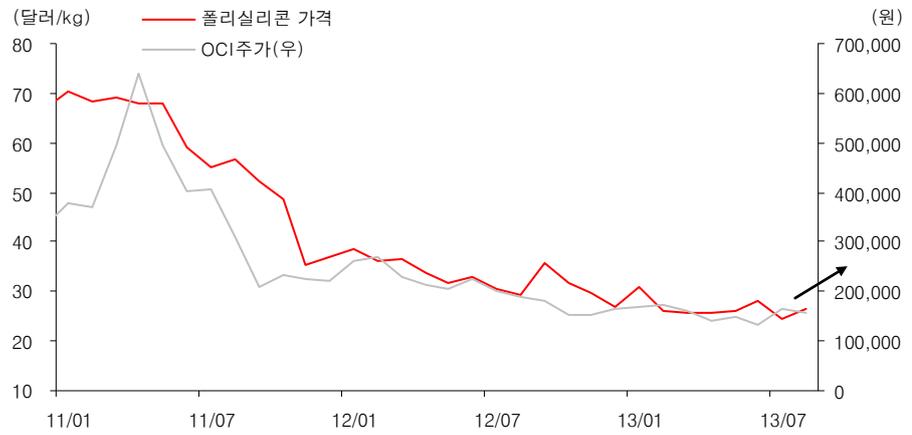
도표 7 SK하이닉스 주가와 반도체 지수의 상관계수는 2001년 이후 0.63, 2009년 이후 0.87임. 시장 구조조정 이뤄짐에 따라 제품 가격이 주가에 크게 영향을 주고 있음



자료: Bloomberg, 유진투자증권



도표 8 폴리실리콘이 공급과잉으로 진입한 2011년부터 OCI 주가와 폴리실리콘 가격의 상관계수는 0.90이였음. 2014년 상반기 폴리실리콘 가격이 kg당 \$23로 상승 예상되어 OCI 주가도 이와 같은 흐름을 보일 전망



자료: Bloomberg, PV인사이드, 유진투자증권



도표 9 반도체 산업 재편 내용 정리

날짜	내용
2001. 9	일본 히다치, D램 사업에서 철수
2003. 5	대만 모젤비텔릭, D램 사업부문 철수
2003. 10	모토로라, 반도체사업부 분사
2004	삼성전자, '반도체 중장기 전략' 선포 2010년까지 25조원 투자해 최소 6개 라인 추가 건설
2005	삼성전자, 투자기간 2년 늘리고 2개 라인 추가 2012년까지 총 34조원 투자해 8개 반도체 라인 건설 계획
2009. 1	D램 시장 5위 업체 키몬다 파산 선언
2011 하반기	엘피다 및 대만 업체들 감산 돌입
2011. 11	SK텔레콤, 하이닉스 인수
2012. 2	엘피다 파산보호 신청
2012. 3	프로모스 상장폐지. 사실상 파산
2012. 7	마이크론, 엘피다 메모리 부문 인수 결정 D램 시장 점유율 24%로 삼성전자에 이어 업계 2위로 부상
2013. 2	마이크론, 엘피다 메모리 부문 인수 마무리

자료: 유진투자증권

도표 10 태양광 산업 구조조정 내용 정리

날짜	내용
2008. 2	KCC, 현대중공업과 연간 3000톤 규모의 폴리실리콘 JV 설립
2008. 6	Hamlock, 미국 미시간주에 연산 9000톤 규모의 신규 폴리실리콘 공장 가동
2008. 6	OCI, 총 1만 5천톤 규모의 폴리실리콘 공장 신증설
2011. 4	Wacker, 1만 5천톤 규모의 폴리실리콘 공장 건설 착수
2011. 4	OCI, 2만 4천톤 규모의 폴리실리콘 공장 건설 착수
2011. 8	태양광 1세대 미 모듈업체 에버그린솔라 파산보호 신청
2011. 9	미 패널업체 솔린드라 파산
2011. 11	GCL, 1만 5천톤 규모의 폴리실리콘 공장 완공
2011. 12	LG화학, 폴리실리콘 사업 잠정 보류
2012. 4	미 발전업체 솔라트러스트오브아메리카 파산
2012. 4	독일 태양전지 제조업체 큐셀 파산
2012. 6	OCI, 1만톤 규모의 폴리실리콘 설비 증설 발표
2012. 7	웅진폴리실리콘 공장 가동 중단
2012. 11	한국실리콘 법정관리 착수
2013. 3	중국 패널업체 선택 파산
2013. 5	현대중공업, 폴리실리콘 사업 전면 철수 KCC와의 합작사 KAM, KCC그룹의 100% 자회사로 편입
2013. 7	독일 패널업체 코너지 파산

자료: 유진투자증권



현재는 업종의 top down 관점에서 회복되는 구간으로 판단하며, 아직 메이저업체라고 하더라도 본격적으로 이익 창출 구간에 진입하기는 어려운 것으로 판단한다. 현재 태양광 밸류 체인 상에서 가장 수익성이 높고, 향후에도 유지될 것으로 예상되는 쪽은 가장 다운스트림인 발전 부분이고, 업체들의 발전 체인에 대한 투자와 관심은 지속적으로 확대될 것으로 예상된다.

그러한 관점에서 시스템 발전 쪽으로의 비중이 가장 큰 국내업체는 에스에너지이다. 동사는 모듈 사업과 시스템, 발전 사업을 영위하고 있어 수익성이 전 밸류체인에서 가장 양호하다. 다만, 시스템 사업의 성격상 분기별로 이익 변동성이 크고, 수주 산업 특성과 유사해 이익 불확실성이 크기 때문에 단기 주가 변동성은 클 것으로 예상된다. 2013년 또한 3분기까지의 실적이 당초 가이던스를 못 미칠 것으로 예상됨에 따라 최근 주가 변동성이 컸다. 다만, 중장기 관점에서 글로벌 태양광 설치량이 증가하고 있고, 동사의 수주 잔고 증가를 감안하면 장기 관점의 투자매력은 여전히 유효한 것으로 판단한다.

도표 11 시스템 발전에 대한 업체들의 투자는 지속적으로 확대 예상

글로벌 태양광 업체들의 Value chain

	Polysilicon	Ingot/Wafer	Cell	Module	System
Wacker	■				
GCL	■	■			■
OCI	■				■
REC	■	■			
Tokuyama	■				
SunEdison(MEMC)	■	■	■	■	(SunEdison)
ReneSola	(in-house)	■	■	■	
LDK	■	■	■	■	(Solar Green)
Motech			■		
JA Solar		■	■		
Q-Cells			■		
Suntech			■		
First Solar			■		
Sunpower			■		
Trina Solar		■	■		
Yingli			■		
HSOL			■		

주1) SunEdison 시스템/발전 부문은 SunEdison 사업부, 그외 나머지는 MEMC 사업부

주2) ReneSola 폴리실리콘 부문은 in-house용

주3) ReneSola 시스템/발전 부문은 Solar Green Technology 사업부

주4) 주황색 음영 부분은 잠정 진입 영역

GCL: 중국 500MW 프로젝트, 미국 1.2GW, 기타 327MW/ 태양광 프로젝트 중 300MW는 연내 매출 발생시킬 계획

OCI: Pipeline 프로젝트 총 1.1GW/ 이 중 Alamo는 연말 완공 예정(40.7MW), 암사 프로젝트는 지난 7월 완공(2.5MW)

자료: 유진투자증권



업체별 투자 의견: OCI 최선호 추천, 에스에너지는 중장기 관점 접근 필요

- **OCI (BUY(상향), TP 230,000원(상향)):** 동사는 최근 태양광 시장 회복과 제품 가격 상승에 대한 기대로 한 달 주가가 9% 상승하였음. 실제로 동사 주가는 2011년 이후 폴리실리콘 가격과 상관관계가 0.90으로 제품 가격과 그 흐름을 같이 해 왔음. 2014년 상반기 폴리실리콘 가격이 kg당 \$23로 상승 예상됨에 따라 동사 영업환경 개선 예상되어 목표주가 상향
- 실제 3분기초 중국의 미국, 한국산 폴리실리콘 반덤핑 예비 판정 이후 제품 가격이 본격적으로 상승할 것으로 예상했으나, 2013년말~2014년초 확정 판정을 앞두고 업체들은 조심스러운 판매, 구매 동향을 취해오고 있는 것으로 확인. 이에 따라 7월 판정 이후 폴리실리콘 가격은 \$16.6에서 \$18.0로 8% 상승에 그쳤음. 그러나 중국을 비롯한 수요 증가 국가의 설치 수요가 견조한 상태에서, 2013년 연말 확정 판정 이후 메이저 업체들의 제조원가 수준으로 제품 가격 회복이 예상됨
- **한화케미칼 (HOLD, TP 25,000원(상향)):** 목표주가를 25,000원으로 상향함. 이는 2014년 BPS에 2008년을 제외한 2005년 이후 평균 PBR 0.9배를 적용하였음
- 동사의 주력 사업인 케미칼 부문이 PE 시장 호조에 따라 분기별 실적 회복을 보이고 있고, 태양광 부문의 적자폭도 점진적 축소 예상되어 시장 회복세가 긍정적. 다만 현 주가 대비 상승 여력이 적고, 2014년 2분기 가동 예정인 폴리실리콘 신규 설비에 대한 불확실성 존재해 투자 의견 HOLD를 유지함
- **에스에너지(NR):** 3분기 매출액의 대부분이 모듈에서 발생함에 따라 3분기 영업이익은 2분기대비 29% 감소한 15억원 수준으로 예상됨. 동사 가이던스에 따르면 4분기 영업이익은 80억원 수준으로 증가하며 연간 영업이익이 120억원 수준을 기록할 것으로 예상. 다만, 동사의 시스템 사업이 가지는 수주 베이스와 유사한 매출 인식의 성격상 분기별 실적 변동성은 향후에도 존재할 것으로 예상됨. 이에 따라 최근 동사 주가도 변동성이 컸던 것으로 판단됨. 다만 중장기 관점에서 설치량 증가에 따라 이익 성장 이뤄질 것으로 예상되어 태양광 중소형 업체 내 매력적



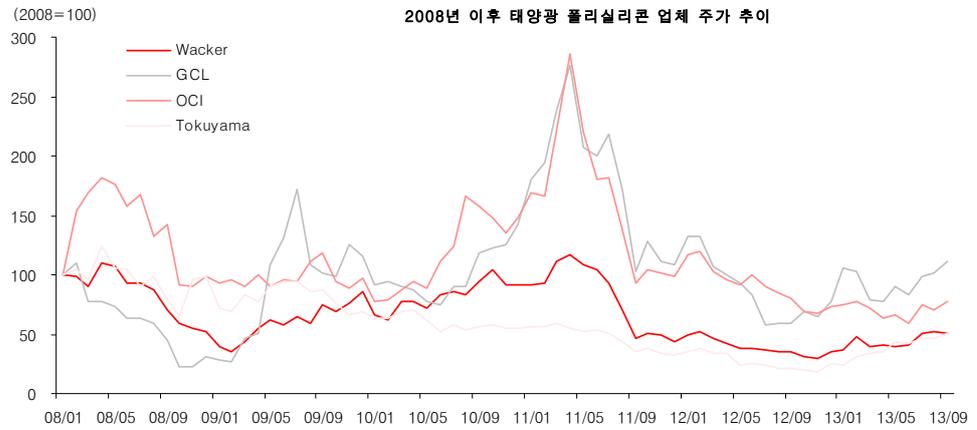
도표 12 태양광 커버리지 의견 종합

(십억원, 원, %, 배)				(십억원, 원, %, 배)			
		OCI	한화케미칼			OCI	한화케미칼
이익 지표				성장성			
매출액	2012	3,218.5	6,962.2	매출액 증가율	2012	(24.7)	(12.3)
	2013F	3,085.1	7,571.8		2013F	(4.1)	8.8
	2014F	3,578.9	7,777.1		2014F	16.0	2.7
영업이익	2012	154.8	5.2	영업이익 증가율	2012	(86.2)	(98.4)
	2013F	(9.3)	119.6		2013F	적전	2,179.0
	2014F	159.2	321.3		2014F	흑전	168.7
순이익	2012	12.7	(112.1)	EPS 증가율	2012	적전	(88.3)
	2013F	(233.3)	22.0		2013F	적지	225.7
	2014F	149.4	245.9		2014F	흑전	242.1
EPS	2012	(2,866)	211	밸류에이션			
	2013F	(10,525)	687	PER	2012	n/a	87.0
	2014F	5,639	2,351		2013F	n/a	33.2
EBITDA	2012	698.6	358.6		2014F	34.1	9.7
	2013F	533.9	490.2	PBR	2012	1.3	0.7
	2014F	714.0	729.0		2013F	1.7	0.9
수익성					2014F	1.6	0.8
영업이익률	2012	4.8	0.1	EV/EBITDA	2012	8.3	20.8
	2013F	(0.3)	1.6		2013F	13.2	16.8
	2014F	4.4	4.1		2014F	9.8	11.4
순이익률	2012	0.4	(1.6)	ROE	2012	0.4	(2.7)
	2013F	(7.6)	0.3		2013F	(7.7)	0.5
	2014F	4.2	3.2		2014F	5.0	5.8

자료: 유진투자증권

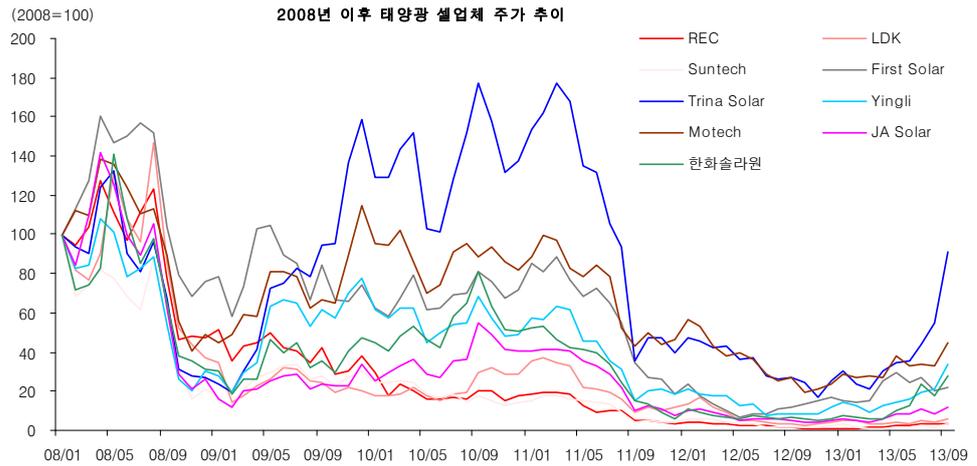


도표 13 폴리실리콘 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14 셀 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권


도표 15 Global peer valuation (1)

		OCI	Wacker	REC	SunEdison	Tokuyama	LDK	First Solar	SunPower
현 주가		179,500	76.9	3.0	8.7	361.0	1.7	43.7	28.6
시가총액		4,281.0	4,011.1	6,862.8	2,318.2	126.2	322.8	4,271.1	3,463.0
회계 단위		KRW	EUR	NOK	USD	JPY	USD	USD	USD
PER (배)	(11A)	6.7	8.8	N/A	N/A	9.6	N/A	11.4	N/A
	(12A)	N/A	21.9	N/A	18.9	N/A	N/A	6.2	N/A
	(13F)	N/A	182.7	N/A	N/A	16.6	N/A	11.2	24.9
	(14F)	27.4	39.9	N/A	17.2	17.5	N/A	13.1	24.3
PBR (배)	(11A)	1.6	1.2	0.3	1.3	0.4	0.9	0.8	0.5
	(12A)	1.2	0.9	0.3	1.3	0.4	N/A	0.7	0.7
	(13F)	1.4	1.7	1.0	5.3	0.6	N/A	0.9	3.5
	(14F)	1.4	1.6	1.0	3.9	0.6	N/A	0.9	3.2
EPS	(11A)	32,588	7	(7)	(7)	27	(5)	(0)	(6)
	(12A)	(2,866)	2	(4)	(1)	(109)	(9)	(1)	(3)
	(13F)	(6,112)	0	(0)	(0)	22	(4)	4	1
	(14F)	6,561	2	(0)	1	21	(3)	3	1
Sales	(11A)	4,275.9	4,909.7	9,500.0	2,715.5	282.4	2,157.8	2,766.2	2,374.4
	(12A)	3,218.5	4,634.9	7,145.0	2,529.9	258.6	862.9	3,368.5	2,417.5
	(13F)	3,115.5	4,563.1	5,966.6	2,706.5	276.1	530.0	3,676.7	2,546.7
	(14F)	3,520.1	4,869.4	6,170.8	3,631.1	286.4	630.0	3,880.9	2,706.0
OP	(11A)	1,117.9	633.6	182.0	(145.4)	13.7	(460.2)	385.1	(162.9)
	(12A)	154.8	334.6	(976.0)	(42.4)	6.8	(599.3)	431.5	(127.3)
	(13F)	47.0	136.7	(245.0)	8.7	14.0	(333.0)	419.4	186.9
	(14F)	295.3	253.1	250.0	244.6	15.2	(203.0)	380.2	192.9
영업이익률 (%)	(11A)	26.1	12.9	1.9	(5.4)	4.9	(21.3)	13.9	(6.9)
	(12A)	4.8	7.2	(13.7)	(1.7)	2.6	(69.5)	12.8	(5.3)
	(13F)	1.5	3.0	(4.1)	0.3	5.1	(62.8)	11.4	7.3
	(14F)	8.4	5.2	4.1	6.7	5.3	(32.2)	9.8	7.1
EV/EBITDA (배)	(11A)	4.0	2.8	0.6	28.6	3.8	N/A	4.5	N/A
	(12A)	8.3	3.8	0.6	13.1	7.8	N/A	3.2	N/A
	(13F)	10.3	7.4	15.8	17.1	9.0	N/A	4.8	13.5
	(14F)	7.5	6.2	10.1	8.9	8.3	N/A	5.2	12.7
ROE (%)	(11A)	28.8	14.0	(58.4)	(102.8)	3.8	(80.5)	(1.1)	(41.9)
	(12A)	(2.1)	4.3	(62.4)	(22.9)	(16.2)	N/A	(2.7)	(31.0)
	(13F)	(4.1)	0.8	(9.2)	(2.8)	3.3	N/A	8.4	9.0
	(14F)	6.0	3.8	(1.3)	19.8	2.6	N/A	6.3	10.2

자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: OCI, Tokuyama는 십억, 그 외는 백만 단위



도표 16 Global peer valuation (2)

		Trina Solar	Yingli	Suntech	Renesola	Sharp	GCL	한화케미칼	한화솔라원
현 주가		16.2	8.1	1.6	5.1	290.0	2.5	21,200.0	5.0
시가총액		1,275.2	1,354.3	290.1	521.4	344.7	39.2	2,974.0	421.5
화폐 단위		USD	USD	USD	USD	JPY	HKD	KRW	USD
PER (배)	(11A)	N/A	N/A	5.3	398.6	N/A	7.9	13.7	N/A
	(12A)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	87.8	N/A
	(13F)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	36.6	N/A
	(14F)	N/A	N/A	N/A	46.6	14.9	29.1	13.4	N/A
PBR (배)	(11A)	0.5	0.7	0.8	0.2	1.1	1.6	0.8	0.1
	(12A)	0.4	1.0	0.4	0.4	2.5	1.5	0.6	0.2
	(13F)	1.5	4.4	N/A	1.6	2.4	2.6	0.7	N/A
	(14F)	1.4	9.4	N/A	1.6	2.3	2.4	0.7	N/A
EPS	(11A)	(1)	(3)	1	0	(342)	0	1,793	(2)
	(12A)	(4)	(3)	(6)	(3)	(490)	(0)	209	(3)
	(13F)	(2)	(1)	N/A	(1)	(2)	(0)	580	N/A
	(14F)	(0)	(1)	(2)	0	20	0	1,578	N/A
Sales	(11A)	2,047.9	2,332.1	2,901.9	985.3	2,455.9	25.5	7,942.6	1,019.5
	(12A)	1,296.7	1,828.5	3,146.6	1,032.8	2,478.6	22.3	6,962.2	590.4
	(13F)	1,572.4	2,077.4	N/A	1,406.7	2,693.0	24.3	7,641.0	N/A
	(14F)	1,787.6	2,301.2	1,650.0	1,534.3	2,716.7	26.5	8,108.2	N/A
OP	(11A)	31.0	(23.3)	251.8	11.5	(37.6)	7.1	325.9	(152.8)
	(12A)	(264.9)	(372.8)	(63.4)	(162.7)	(146.3)	0.2	5.2	(189.5)
	(13F)	(62.2)	(76.4)	N/A	(38.2)	65.8	0.6	141.0	N/A
	(14F)	47.9	60.3	N/A	64.1	83.9	3.1	310.0	N/A
영업이익률 (%)	(11A)	1.5	(1.0)	8.7	1.2	(1.5)	27.9	4.1	(15.0)
	(12A)	(20.4)	(20.4)	(2.0)	(15.8)	(5.9)	0.7	0.1	(32.1)
	(13F)	(4.0)	(3.7)	N/A	(2.7)	2.4	2.5	1.8	N/A
	(14F)	2.7	2.6	N/A	4.2	3.1	11.6	3.8	N/A
EV/EBITDA (배)	(11A)	7.5	21.3	8.0	5.0	7.7	6.8	12.2	N/A
	(12A)	N/A	N/A	28.1	N/A	41.6	18.2	16.6	N/A
	(13F)	84.5	38.2	N/A	19.0	6.8	23.1	15.4	N/A
	(14F)	13.5	16.6	N/A	7.9	6.4	12.5	11.5	N/A
ROE (%)	(11A)	(3.3)	(48.9)	13.7	0.1	(45.5)	23.3	6.2	(20.1)
	(12A)	(26.3)	(82.0)	(72.4)	(50.3)	(145.3)	(19.1)	0.7	(44.6)
	(13F)	(14.1)	(47.0)	N/A	(25.3)	(1.2)	(7.4)	1.8	N/A
	(14F)	2.9	(4.0)	N/A	4.7	37.0	5.9	4.6	N/A

자료: Bloomberg, 유진투자증권

주: HHC, Sharp, GCL은 십억, 그 외는 백만 단위

OCI(010060.KS)

3Q13 Preview: 투자의견을 BUY로 상향, 태양광 시장 회복을 가장 양호하게 이끌 것으로 예상



화학에너지 담당 객진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

시장 Consensus 대비

Above	In-line	Below
		○

BUY(상향)

목표주가(12M, 유지) **230,000원**
 현재주가(10/14) **192,500원**

Key Data (기준일: 2013. 10. 14)

KOSPI(pt)	2,020.3
KOSDAQ(pt)	531.7
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	4,591.0
52주 최고/최저(원)	195,000 / 129,500
52주 일간 Beta	1.47
발행주식수(천주)	23,849
평균거래량(3M, 천주)	212
평균거래대금(3M, 백만원)	35,379
배당수익률(13F, %)	0.2
외국인 지분율(%)	26.4
주요주주 지분율(%)	
이수영외 24인	31.2

Company Performance

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.5	35.6	26.2	17.7
KOSPI대비상대수익률	7.1	27.5	21.2	13.2

Earnings Summary

결산시점(12월) (단위: 십억원)	3Q13F			시장 전망치	4Q13F			2012	2013F		2014F	
	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	795.7	11.2	5.1	772.5	793.3	-0.3	12.8	3,218.5	3,085.1	-4.1	3,578.9	16.0
영업이익	-18.6	적전	적전	9.5	15.2	흑전	흑전	154.8	-9.3	적전	159.2	흑전
세전이익	-26.3	적지	적전	-6.8	7.6	흑전	흑전	18.8	-74.9	적전	180.0	흑전
순이익	-21.8	적지	적전	-3.5	6.3	흑전	흑전	12.7	-233.3	적전	149.4	흑전
OP Margin	-2.3	-4.8	-6.7	1.2	1.9	4.2	10.8	4.8	-0.3	-5.1	4.4	4.8
NP Margin	-2.7	23.3	-4.5	-0.5	0.8	3.5	21.3	0.4	-7.6	-8.0	4.2	11.7
EPS(원)	-3,297	적지	적전	-7,811	956	흑전	흑전	-2,866	-10,525	적지	5,639	흑전
BPS(원)	116,316	-0.8	-26.0	139,199	116,593	0.2	-22.6	127,362	116,593	-8.5	122,501	5.1
ROE(%)	-2.8	25.0	-3.2	na	0.8	3.7	4.7	0.4	-7.7	-8.0	5.0	12.6
PER(X)	na	-	-	na	201.3	-	-	na	na	-	34.1	-
PBR(X)	1.7	-	-	1.3	1.7	-	-	1.3	1.7	-	1.6	-

자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준

■ OCI에 대해 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가를 23만원으로 상향함

- OCI에 대해 투자의견을 BUY로 상향하고, 목표주가를 23만원으로 상향함. 동사는 최근 태양광 시장 회복과 제품 가격 상승에 대한 기대로 한 달 주가가 9% 상승하였음. 실제로 동사 주가는 2011년 이후 폴리실리콘 가격과 상관관계수가 0.90으로 제품 가격과 그 흐름을 같이 해 왔음. 2014년 상반기 폴리실리콘 가격이 kg당 \$23로 상승 예상됨에 따라 동사 영업환경 개선 예상되어 목표주가 상향
- 실제 3분기초 중국의 미국, 한국산 폴리실리콘 반덤핑 예비 판정 이후 제품 가격이 본격적으로 상승할 것으로 예상했으나, 2013년말~2014년초 확정 판정을 앞두고 업체들은 조심스러운 판매, 구매 동향을 취해오고 있는 것으로 확인. 이에 따라 7월 판정 이후 폴리실리콘 가격은 \$16.6에서 \$18.0로 8% 상승에 그쳤음. 그러나 중국을 비롯한 수요 증가 국가의 설치 수요가 견조한 상태에서, 2013년 연말 확정 판정 이후 메이저 업체들의 제조원가 수준으로 제품 가격 회복이 예상됨

■ 3Q13 Preview: 3분기는 가동률 조절에 따라 영업 적자 예상되나, 4분기 재회복 예상

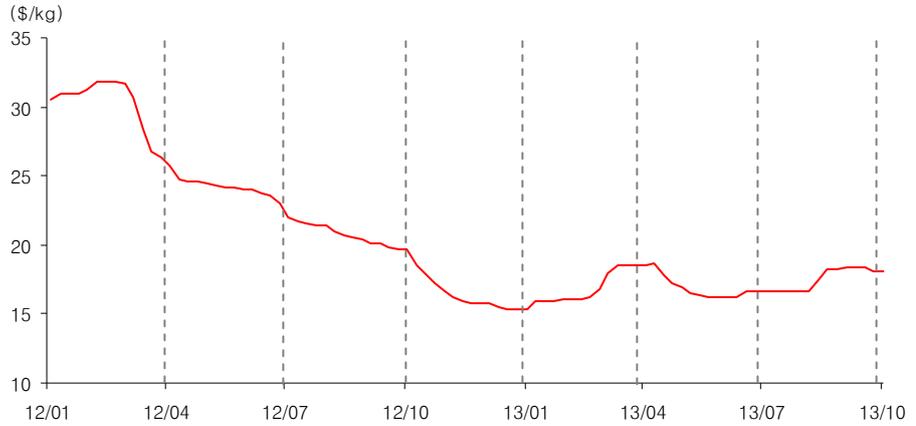
- 3분기 매출액은 7,957억원(+11.2% qoq, +5.1% yoy), 영업이익은 전년과 전분기대비 적자 전환한 186억원 손실 보일 것으로 예상하며 시장 예상치 하회 전망. 3분기 폴리실리콘 부문의 침체는 전분기대비 증가했으나, 하절기 전력 피크제에 따라 가동률을 조절함에 따라 고정비가 상승해 전분기대비 적자 확대가 예상됨. 다만 4분기는 가동률이 재상승할 것으로 예상되어 실적 개선을 보일 전망이다
- 폴리실리콘 가격 회복에 따라 2013년 연간 폴리실리콘 부문의 영업적자 1,893억원 대비 2014년은 223억원 적자가 예상되어 점진적으로 회복세 보일 전망. 글로벌 태양광 업체들 중 흑자를 기록하고 있는 폴리실리콘, 셀 업체는 현재 없는 상황이며, 발전 업체와 박막 모듈 업체 정도인 상황. 따라서 산업 개선의 방향성에 따른 실적의 방향으로 접근이 필요할 전망

■ 태양광 산업 회복 국면을 가장 크게 누릴 수 있는 업체

- 동사의 폴리실리콘 판매량과 판매 가격은 현 시점에서 나빠질 것이 없고, 개선을 앞두고 있는 것으로 판단함. 태양광 업체들의 개선세 내에서도 동사는 최저 관세율 적용으로 태양광 업체 내 회복세를 가장 양호하게 누릴 수 있을 것으로 예상됨
- 산업 회복 국면에서 동사의 사업 경쟁력 높고, 신규 사업인 발전 사업의 추가 가치 반영 예상되어 매수 추천



도표 1 폴리실리콘 가격 추이



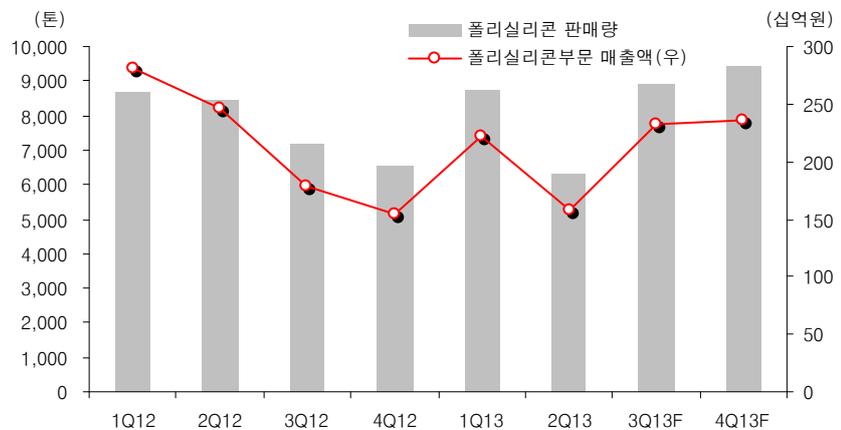
자료: PV 인사이트, 유진투자증권

도표 2 OCI 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %, 톤, \$/kg)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
폴리실리콘 부문										
매출액	280.2	246.9	179.3	153.8	221.2	157.1	233.2	235.4	860.3	846.9
영업이익	16.8	4.2	-33.2	-98.2	-66.9	-29.4	-63.7	-29.2	-110.4	-189.3
영업이익률	6.0	1.7	-18.5	-63.8	-30.3	-18.7	-27.3	-12.4	-12.8	-22.3
판매량	8,694	8,432	7,188	6,552	8,736	6,300	8,925	9,450	30,866	33,411
판매 단가	28.5	25.4	22.0	21.5	23.4	22.2	23.5	23.5	24.4	23.2
합계										
매출액	941.6	866.9	757.7	703.6	781.1	700.1	795.7	793.3	3,218.5	3,085.1
영업이익	102.0	94.0	29.4	-62.2	-23.6	15.7	-18.6	15.2	154.8	-9.3
영업이익률	10.8	10.8	3.9	-8.8	-3.0	2.2	-2.3	1.9	4.8	-0.3

자료: OCI, 유진투자증권

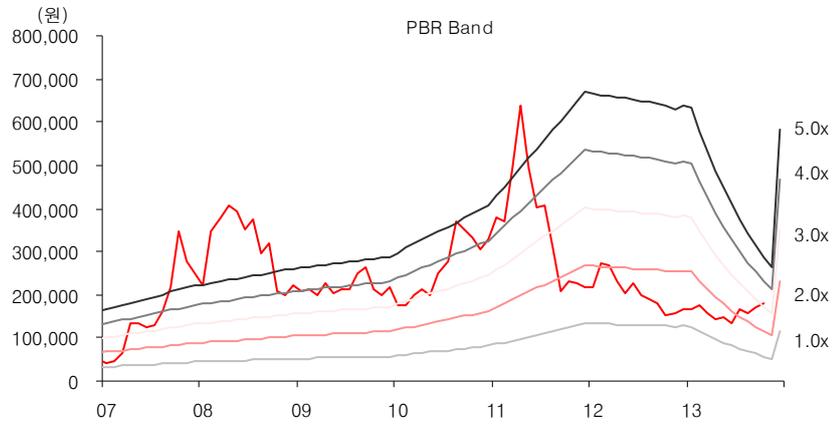
도표 3 폴리실리콘 판매량과 매출액 추이



자료: OCI, 유진투자증권



도표 4 OCI PBR 밴드 추이



자료: 유진투자증권



OCI(010060.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	7,205.0	7,283.0	6,989.7	7,264.6	7,430.1
유동자산	1,985.7	1,977.4	1,543.6	1,893.4	1,984.4
현금성자산	850.2	776.3	164.3	247.6	393.5
매출채권	606.2	621.8	822.7	986.1	952.2
재고자산	440.9	539.5	516.5	619.1	597.8
비유동자산	5,219.3	5,305.6	5,446.0	5,371.2	5,445.6
투자자산	266.8	351.2	573.5	596.8	621.0
유형자산	4,807.2	4,818.2	4,730.1	4,633.1	4,684.2
기타	145.2	136.2	142.4	141.4	140.4
부채총계	3,484.9	3,691.4	3,685.4	3,820.4	3,834.8
유동부채	1,452.5	948.8	1,274.9	1,376.7	1,356.5
매입채무	588.4	470.5	508.3	609.3	588.3
유동성이자부채	643.8	401.9	689.4	689.4	689.4
기타	220.3	76.4	77.2	77.9	78.7
비유동부채	2,032.4	2,742.6	2,410.4	2,443.7	2,478.3
비유동이자부채	860.9	1,796.7	1,575.5	1,575.5	1,575.5
기타	1,171.5	945.9	835.0	868.2	902.8
자본총계	3,720.1	3,591.6	3,304.3	3,444.2	3,595.3
지배지분	3,334.6	3,173.7	2,923.0	3,062.9	3,214.0
자본금	127.2	127.2	127.2	127.2	127.2
자본잉여금	824.4	800.9	783.9	783.9	783.9
이익잉여금	2,364.2	2,244.2	1,982.6	2,122.5	2,273.5
기타	18.8	1.3	29.3	29.3	29.3
비지배지분	385.5	417.9	381.3	381.3	381.3
자본총계	3,720.1	3,591.6	3,304.3	3,444.2	3,595.3
총차입금	1,504.7	2,198.6	2,264.9	2,264.9	2,264.9
순차입금	654.5	1,422.3	2,100.6	2,017.4	1,871.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	1,374.0	55.3	(53.7)	561.3	775.0
당기순이익	864.7	12.7	(233.3)	149.4	160.6
자산상각비	456.1	543.8	543.3	554.8	556.6
기타비현금성손익	(5.3)	(10.0)	231.1	21.8	23.2
운전자본증감	(21.1)	(555.6)	(577.7)	(164.7)	34.7
매출채권감소(증가)	(166.2)	(48.2)	(210.7)	(163.4)	34.0
재고자산감소(증가)	(140.7)	(111.9)	55.3	(102.6)	21.3
매입채무증가(감소)	54.5	(6.3)	66.9	101.0	(21.0)
기타	231.4	(389.2)	(489.3)	0.4	0.4
투자현금	(1,910.6)	(601.0)	(479.8)	(480.9)	(632.4)
단기투자자산감소	(260.3)	132.8	24.3	(12.4)	(12.9)
장기투자증권감소	4.4	(2.0)	3.5	5.6	5.4
설비투자	(1,622.8)	(744.4)	(496.4)	(450.0)	(600.0)
유형자산처분	1.2	19.0	3.5	0.0	0.0
무형자산처분	(27.6)	(5.9)	(5.9)	(6.7)	(6.7)
재무현금	505.2	613.5	(59.7)	(9.5)	(9.5)
차입금증가	(85.2)	711.0	38.0	0.0	0.0
자본증가	673.6	(75.7)	(53.6)	(9.5)	(9.5)
배당금지급	106.0	96.0	55.9	9.5	9.5
현금 증감	(31.1)	56.1	(587.8)	70.8	133.1
기초현금	421.3	390.2	446.3	(141.5)	(70.7)
기말현금	390.2	446.3	(141.5)	(70.7)	62.4
Gross Cash flow	1,608.6	824.5	541.1	726.0	740.3
Gross Investment	1,671.5	1,289.4	1,081.8	633.2	584.8
Free Cash Flow	(62.9)	(464.9)	(540.7)	92.8	155.5

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,275.9	3,218.5	3,085.1	3,578.9	3,698.9
증가율(%)	28.7	(24.7)	(4.1)	16.0	3.4
매출원가	2,797.6	2,701.2	2,795.0	3,146.5	3,246.5
매출총이익	1,478.2	517.2	290.1	432.4	452.4
판매 및 일반관리비	360.3	362.5	299.5	273.2	282.0
기타영업손익	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	1,117.9	154.8	(9.3)	159.2	170.3
증가율(%)	29.9	(86.2)	적전	흑전	7.0
EBITDA	1,574.0	698.6	533.9	714.0	726.9
증가율(%)	34.8	(55.6)	(23.6)	33.7	1.8
영업외손익	(74.6)	(135.9)	(65.6)	20.8	23.1
이자수익	36.8	25.6	23.2	26.6	28.2
이자비용	73.1	83.3	86.4	85.8	85.8
지분법손익	11.3	8.4	10.3	11.5	11.5
기타영업손익	(49.7)	(86.6)	(12.8)	68.5	69.2
세전순이익	1,043.3	18.8	(74.9)	180.0	193.5
증가율(%)	27.6	(98.2)	적전	흑전	7.5
법인세비용	178.6	6.1	158.4	30.6	32.9
당기순이익	864.7	12.7	(233.3)	149.4	160.6
증가율(%)	29.3	(98.5)	적전	흑전	7.5
지배주주지분	768.1	(68.4)	(251.0)	134.5	144.5
증가율(%)	26.3	적전	적지	흑전	7.5
비지배지분	96.7	81.1	17.7	14.9	16.1
EPS	32,617	(2,866)	(10,525)	5,639	6,060
증가율(%)	23.0	적전	적지	흑전	7.5
수정 EPS	32,617	(2,866)	(10,525)	5,639	6,060
증가율(%)	23.0	적전	적지	흑전	7.5

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	32,617	(2,866)	(10,525)	5,639	6,060
BPS	133,731	127,362	116,593	122,501	128,876
DPS	2,200	400	400	400	400
밸류에이션(배, %)					
PER	6.7	n/a	n/a	34.1	31.8
PBR	1.6	1.3	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	4.0	8.3	13.2	9.8	9.4
배당수익률	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.2	4.8	8.5	6.3	6.2
수익성(%)					
영업이익률	26.1	4.8	(0.3)	4.4	4.6
EBITDA이익률	36.8	21.7	17.3	20.0	19.7
순이익률	20.2	0.4	(7.6)	4.2	4.3
ROE	32.4	0.4	(7.7)	5.0	5.1
ROIC	25.2	2.3	(0.1)	2.5	2.7
인정성(%)					
순차입금/자기자본	17.6	39.6	63.6	58.6	52.1
유동비율	136.7	208.4	121.1	137.5	146.3
이자보상배율	30.8	2.7	n/a	2.7	3.0
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	8.1	5.2	4.3	4.0	3.8
재고자산회전율	11.6	6.6	5.8	6.3	6.1
매입채무회전율	6.8	6.1	6.3	6.4	6.2

한화케미칼(009830.KS)

3Q13 Preview: 태양광 회복과 석유화학 개선 모두 긍정적



화학에너지 담당 **곽진희**

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

시장 Consensus 대비

Above	In-line	Below
		○

HOLD(유지)

목표주가(12M, 상향) **25,000원**
 현재주가(10/14) **22,850원**

Key Data (기준일: 2013. 10. 14)

KOSPI(pt)	2,020.3
KOSDAQ(pt)	531.7
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,205.5
52주 최고/최저(원)	22,850 / 15,400
52주 일간 Beta	1.19
발행주식수(천주)	140,284
평균거래량(3M, 천주)	910
평균거래대금(3M, 백만원)	17,747
배당수익률(13F, %)	1.1
외국인 지분율(%)	14.9
주요주주 지분율(%)	
(주한화외 8인)	42.7

Company Performance

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.8	29.8	28.0	22.2
KOSPI 대비 상대수익률	13.5	21.8	23.0	17.7

Earnings Summary

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q13F			시장 전망치	4Q13F			2012	2013F		2014F	
	예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	qoq (%, %p)	yoy (%, %p)		예상치	yoy (%, %p)	예상치	yoy (%, %p)
매출액	1,943.8	-1.9	9.8	2,027.0	1,867.9	-3.9	4.7	6,962.2	7,571.8	8.8	7,777.1	2.7
영업이익	46.3	46.1	14.8	55.4	50.1	8.2	흑전	5.2	119.6	2,179.0	321.3	168.7
세전이익	30.4	흑전	40.2	36.3	61.0	100.6	흑전	-58.2	69.8	흑전	319.3	357.7
순이익	23.4	흑전	163.1	28.0	47.0	100.6	흑전	-112.1	22.0	흑전	245.9	1,016.4
OP Margin	2.4	0.8	0.1	2.7	2.7	0.3	9.0	0.1	1.6	1.5	4.1	2.6
NP Margin	1.2	3.9	0.7	1.4	2.5	1.3	7.7	-1.6	0.3	1.9	3.2	2.9
EPS(원)	1,002	흑전	1,490.5	1,160	2,001	99.6	흑전	211	689	226.8	2,351	241.2
BPS(원)	25,322	0.8	-23.4	32,175	25,890	2.2	-19.8	25,208	25,890	2.7	27,257	5.3
ROE(%)	4.0	7.8	3.8	3.6	7.7	3.8	9.7	-2.7	0.5	3.2	5.8	5.3
PER(X)	22.8	-	-	17.9	11.4	-	-	87.0	33.2	-	9.7	-
PBR(X)	0.9	-	-	0.6	0.9	-	-	0.7	0.9	-	0.8	-

자료: 유진투자증권

주: EPS, ROE는 annualized 기준

■ 케미칼 부문 개선, 태양광 부문 적자폭 축소에 따라 목표주가 25,000원으로 상향

- 한화케미칼에 대해 목표주가를 25,000원으로 상향함. 이는 2014년 BPS에 2008년을 제외한 2005년 이후 평균 PBR 0.9배를 적용하였음
- 동사의 주력 사업인 케미칼 부문이 PE 시황 호조에 따라 분기별 실적 회복을 보이고 있고, 태양광 부문의 적자폭도 점진적 축소 예상되어 시황 회복세가 긍정적. 다만 현 주가 대비 상승 여력이 적고, 2014년 2분기 가동 예정인 폴리실리콘 신규 설비에 대한 불확실성 존재해 투자여건 HOLD를 유지함

■ 3Q13 Preview: 큐셀 실적 개선과 PE 스프레드 개선으로 전분기대비 이익 개선 예상

- 3분기 매출액은 1조 9,438억원(-1.9% qoq, +9.8% yoy), 영업이익은 463억원(+46.1% qoq, +14.8% yoy)으로 이익 개선세 보일 전망. 다만 3분기 태양광 부문의 적자폭이 시장 예상치만큼 빠르게 줄기는 어려울 것으로 예상되어 시장 예상치는 소폭 하회 예상
- 3분기 케미칼 부문의 영업이익은 331억원으로 전분기대비 큰 폭 개선될 것으로 예상. 동사의 3Q 가중평균 스프레드가 PE 시황 호조에 따라 \$417로 전분기대비 16% 개선되었기 때문
- 태양광 부문은 2분기 342억원 적자 대비 개선된 245억원의 적자가 예상됨. 동사는 제품 가격 상승이 제한적인 상황 내에서 큐셀의 ASP가 시장 평균 대비 높고, 원가 개선을 통해 적자폭을 축소하고 있는 것으로 확인됨. 2013년 4분기 큐셀 실적은 BEP 수준으로 회복 예상되어 태양광 부문의 회복세 가시화 전망

■ 단기 주가는 업황 회복세를 따를 것으로 예상되어 트레이딩 관점 접근 가능, 중장기는 확인 과정 필요

- 동사는 현재 태양광 산업에서 잉곳~모듈까지를 영위하고 있고, 다운스트림 체인의 개선세가 양호해 영업환경은 긍정적. 큐셀 인수를 통한 시너지가 한화솔라원에도 이어질 것으로 예상되는 점 또한 긍정적. 다만, 동사는 4조원 규모의 차입금을 보유하고 있어 향후 태양광과 화학 사업 투자에 있어 재무부담 존재하고, 2014년 2분기 가동 예정인 폴리실리콘 부문에 대한 불확실성 존재하는 것으로 판단함. 기존 폴리실리콘 업체들과 달리 낮은 수준의 제품 가격이 이어지는 국면에서 신규 업체들의 물량 소화력 확인이 필요할 것으로 보임
- 태양광 산업 회복세와 석유화학 시황 개선에 따라 트레이딩 관점에서 매수 접근 가능하나, 장기적 관점에서는 점검 요소들에 대해 확인 필요한 것으로 판단함

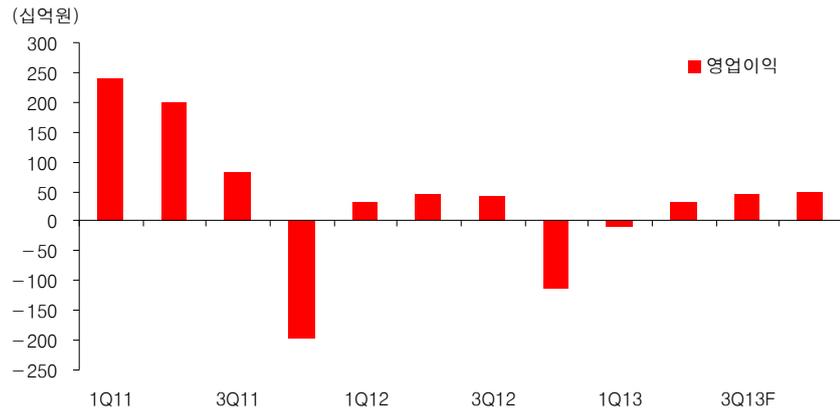


도표 1 한화케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2012	2013F
케미칼 원료										
매출액	985.1	929.9	1,010.9	955.5	906.5	1,005.2	1,049.1	977.3	3,881.4	3,938.1
영업이익	44.6	34.5	57.6	-20.8	2.4	21.9	33.1	24.8	115.9	82.2
영업이익률	4.5	3.7	5.7	-2.2	0.3	2.2	3.2	2.5	3.0	2.1
태양광										
매출액	144.3	194.5	179.4	221.1	376.0	398.6	408.7	398.3	739.3	1,581.7
영업이익	-41.6	-15.0	-45.3	-149.1	-27.6	-34.2	-24.5	-21.5	-251.0	-107.9
영업이익률	-28.8	-7.7	-25.2	-67.4	-7.3	-8.6	-6.0	-5.4	-33.9	-6.8
연결										
매출액	1,694.6	1,712.3	1,771.0	1,784.3	1,779.7	1,980.5	1,943.8	1,867.9	6,962.2	7,571.8
영업이익	32.1	45.1	40.3	-112.3	-8.5	31.7	46.3	50.1	5.2	119.6
영업이익률	1.9	2.6	2.3	-6.3	-0.5	1.6	2.4	2.7	0.1	1.6

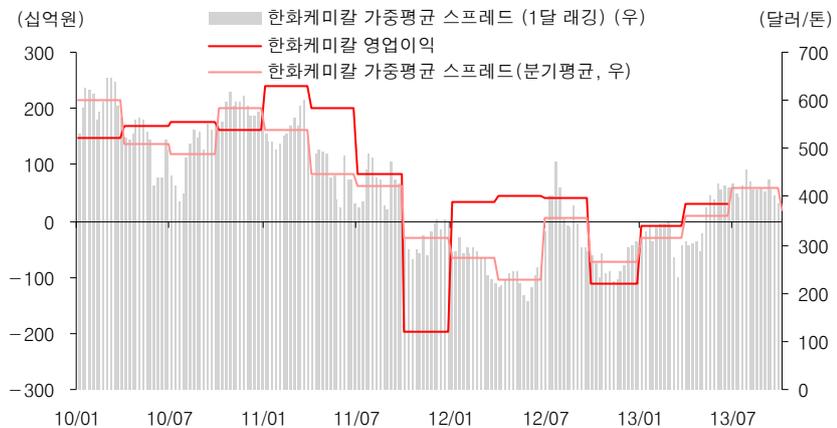
자료: 한화케미칼, 유진투자증권

도표 2 한화케미칼 영업이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

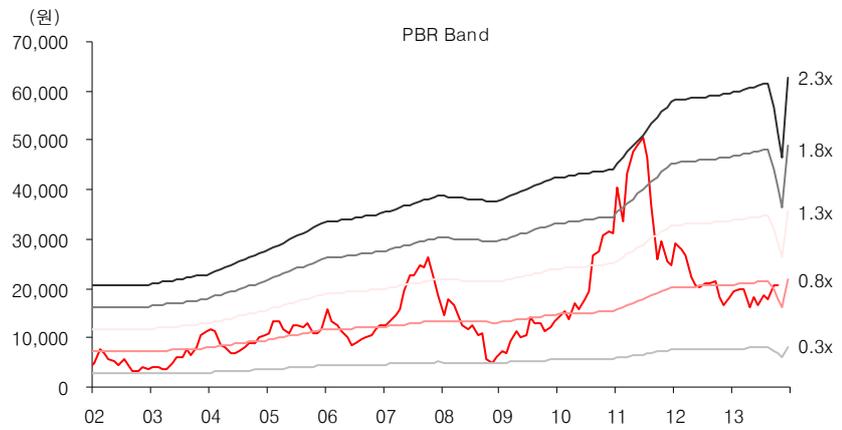
도표 3 한화케미칼 가중평균 스프레드



자료: 유진투자증권



도표 4 한화케미칼 PBR Band



자료: 유진투자증권



한화케미칼(009830.KS) 재무제표(K-IFRS 연결 기준)

대차대조표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	11,853.5	12,406.7	12,688.9	13,087.3	13,379.4
유동자산	3,671.6	3,582.6	3,786.8	4,076.7	4,256.6
현금성자산	1,079.0	713.4	693.1	642.6	791.6
매출채권	1,245.2	1,307.7	1,421.3	1,584.2	1,598.4
재고자산	1,125.8	1,428.3	1,537.9	1,714.0	1,729.4
비유동자산	8,182.0	8,824.1	8,902.1	9,010.6	9,122.9
투자자산	2,403.7	2,387.2	2,346.2	2,441.4	2,540.5
유형자산	5,410.3	5,905.7	6,091.5	6,117.6	6,143.2
기타	368.0	531.2	464.4	451.6	439.1
부채총계	7,055.8	7,841.3	8,102.8	8,320.7	8,373.1
유동부채	4,109.0	4,249.3	4,302.8	4,490.2	4,510.9
매입채무	1,437.3	1,499.9	1,595.5	1,778.3	1,794.2
유동성이자부채	2,269.9	2,291.0	2,244.3	2,244.3	2,244.3
기타	401.8	458.4	463.0	467.6	472.3
비유동부채	2,946.7	3,591.9	3,799.9	3,830.5	3,862.3
비유동이자부채	2,294.6	2,835.5	3,009.2	3,009.2	3,009.2
기타	652.1	756.4	790.8	821.3	853.1
자본총계	4,797.8	4,565.4	4,586.1	4,766.5	5,006.3
지배지분	4,173.3	4,095.7	4,125.5	4,305.9	4,545.7
자본금	707.0	707.0	707.0	707.0	707.0
자본잉여금	489.2	488.8	488.7	488.7	488.7
이익잉여금	2,794.5	2,731.5	2,738.8	2,949.3	3,189.0
기타	182.6	168.4	190.9	160.9	160.9
비지배지분	624.5	469.7	460.6	460.6	460.6
자본총계	4,797.8	4,565.4	4,586.1	4,766.5	5,006.3
총차입금	4,564.5	5,126.5	5,253.5	5,253.5	5,253.5
순차입금	3,485.5	4,413.2	4,560.4	4,610.9	4,461.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	799.2	279.3	240.5	411.4	637.1
당기순이익	281.1	(58.2)	26.3	245.9	275.2
자산상각비	294.7	353.4	370.7	407.7	467.7
기타비현금성손익	(109.3)	(71.1)	(53.9)	(89.2)	(95.5)
운전자본증감	145.7	(67.9)	(97.7)	(152.9)	(10.3)
매출채권감소(증가)	90.5	(111.3)	(145.9)	(162.8)	(14.2)
재고자산감소(증가)	77.0	(149.3)	(60.2)	(176.2)	(15.4)
매입채무증가(감소)	153.9	46.4	165.4	182.8	15.9
기타	(175.7)	146.2	(57.1)	3.3	3.3
투자현금	(683.8)	(698.2)	(291.4)	(430.4)	(456.9)
단기투자자산감소	20.1	168.0	(6.1)	(4.0)	(4.1)
장기투자증권감소	(3.1)	(9.2)	140.5	28.7	63.7
설비투자	(826.5)	(824.9)	(450.5)	(420.0)	(480.0)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(38.0)	(2.4)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
재무현금	293.4	178.9	54.1	(35.4)	(35.4)
차입금증가	545.2	460.9	113.0	0.0	0.0
자본증가	(84.2)	(64.9)	(1.6)	(35.4)	(35.4)
배당금지급	84.2	64.9	1.6	35.4	35.4
현금 증감	390.4	(254.4)	1.3	(54.4)	144.8
기초현금	458.3	848.7	594.3	595.6	541.2
기말현금	848.7	594.3	595.6	541.2	686.0
Gross Cash flow	807.9	452.7	343.0	564.3	647.4
Gross Investment	538.3	934.1	383.1	579.4	463.1
Free Cash Flow	269.6	(481.5)	(40.0)	(15.0)	184.4

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	7,942.6	6,962.2	7,571.8	7,777.1	7,853.5
증가율(%)	10.6	(12.3)	8.8	2.7	1.0
매출원가	6,562.5	5,827.3	6,056.9	6,099.7	6,159.7
매출총이익	1,380.1	1,134.9	1,515.0	1,677.3	1,693.8
판매 및 일반관리비	1,054.3	1,129.7	1,395.4	1,356.0	1,322.6
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	325.9	5.2	119.6	321.3	371.2
증가율(%)	(58.1)	(98.4)	2,179.0	168.7	15.5
EBITDA	620.5	358.6	490.2	729.0	838.9
증가율(%)	(39.4)	(42.2)	36.7	48.7	15.1
영업외손익	(44.8)	(63.5)	(49.8)	(2.0)	(13.8)
이자수익	18.3	24.8	21.7	23.6	24.2
이자비용	191.8	212.9	190.6	191.2	191.2
지분법손익	94.7	37.6	75.3	119.7	127.2
기타영업외손익	34.0	87.0	43.8	45.8	26.0
세전순이익	281.1	(58.2)	69.8	319.3	357.4
증가율(%)	(62.9)	적전	흑전	357.7	11.9
법인세비용	114.4	53.9	35.5	73.4	82.2
당기순이익	166.7	(112.1)	22.0	245.9	275.2
증가율(%)	(59.8)	적전	흑전	1,016.4	11.9
지배주주지분	253.5	29.6	96.7	329.9	357.8
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	226.8	241.2	8.5
비지배지분	(86.9)	(141.6)	(74.6)	(84.0)	(82.6)
EPS	1,807	211	689	2,351	2,550
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	226.8	241.2	8.5
수정 EPS	1,807	211	687	2,349	2,548
증가율(%)	(36.5)	(88.3)	225.7	242.1	8.5

주요투자지표

(단위: 원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	1,807	211	687	2,349	2,548
BPS	26,910	25,208	25,890	27,257	29,041
DPS	450	250	250	250	250
밸류에이션(배, %)					
PER	13.6	87.0	33.2	9.7	9.0
PBR	0.9	0.73	0.88	0.8	0.8
EV/ EBITDA	12.2	20.8	16.8	11.4	9.7
배당수익률	1.8	1.4	1.1	1.1	1.1
PCR	4.3	5.7	9.4	5.7	5.0
수익성(%)					
영업이익률	4.1	0.1	1.6	4.1	4.7
EBITDA이익률	7.8	5.2	6.5	9.4	10.7
순이익률	2.1	(1.6)	0.3	3.2	3.5
ROE	4.6	(2.7)	0.5	5.8	6.2
ROIC	3.2	0.1	0.8	3.2	3.7
인정성(%)					
순차입금/자기자본	72.6	96.7	99.4	96.7	89.1
유동비율	89.4	84.3	88.0	90.8	94.4
이자보상배율	1.9	0.0	0.7	1.9	2.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.5	5.5	5.5	5.2	4.9
재고자산회전율	7.8	5.5	5.1	4.8	4.6
매입채무회전율	6.1	4.7	4.9	4.6	4.4

에스에너지(095910.KQ)

팀방노트: 중장기 방향성은 여전히 매력적



회화에너지 담당 객진희

Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

NR

현재주가(10/14) 10,750원

Key Data	(기준일: 2013. 10. 14)
KOSPI(pt)	2,020.3
KOSDAQ(pt)	531.7
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	112.7
52주 최고/최저(원)	13,550 / 8,700
52주 일간 Beta	0.93
발행주식수(천주)	10,481
평균거래량(3M, 천주)	248
평균거래대금(3M, 백만원)	2,844
배당수익률(12A, %)	1.0
외국인 지분율(%)	0.8
주요주주 지분율(%)	
홍성민의 2인	25.0

Company Performance	1M	3M	6M	12M
주가수익률(%)				
절대수익률	-4.9	6.4	15.3	7.0
KOSPI대비상대수익률	-6.2	-1.6	10.4	2.5

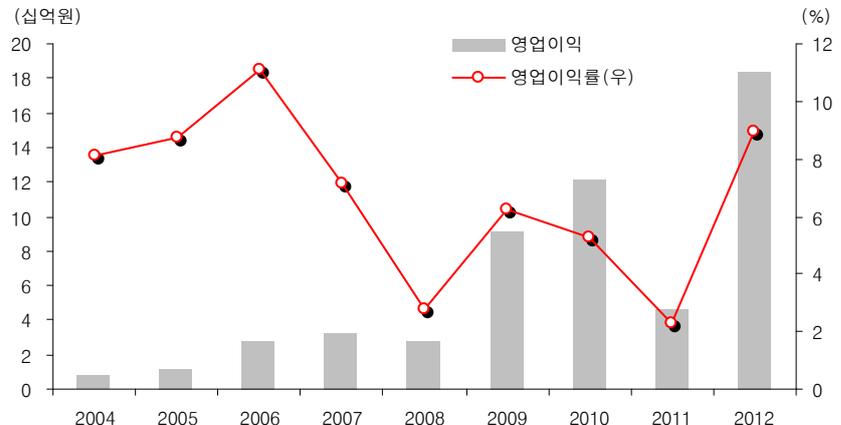
Financial Data	2011	2012	2013F
결산기(12월)			
매출액(십억원)	204.2	204.5	300.0
영업이익(십억원)	4.7	18.4	12.0
당기순이익(십억원)	0.7	10.3	9.6
EPS(원)	65	986	916
PER(배)	7.9	162.7	11.7
ROE(%)	1.1	14.6	21.5
PBR(배)	1.0	1.7	1.5

자료: 유진투자증권
 주: 2011, 2012년은 개별 기준, 2013F는 연결 기준
 주2: 2013년 PER은 가이던스 기준 계산이고, ROE, PBR은 컨센서스 수치임

- 3분기 영업이익은 모듈 위주의 매출 반영에 따라 전분기대비 감소한 15억원 수준 예상
 - 동사는 태양광용 모듈과 시스템 사업을 영위하고 있는데, 2012년 시스템 사업 비중이 2011년 11% 대비 큰 폭 성장한 33%였고, 2013년 목표는 49% 비중이었음. 그러나, 2013년 3분기까지 대부분의 매출이 모듈에서 발생하고, 시스템 사업의 일부 물량을 상반기 중에 진행하지 않는 것으로 결정함에 따라 2012년 수준의 비중이 유지될 것으로 예상
 - 이처럼 3분기에도 매출액의 대부분이 모듈에서 발생함에 따라 3분기 영업이익은 2분기대비 29% 감소한 15억원 수준으로 예상됨. 동사 가이던스에 따르면 4분기 영업이익은 80억원 수준으로 증가하며 연간 영업이익이 120억원 수준을 기록할 것으로 예상. 다만, 동사의 시스템 사업이 가지는 수주 베이스와 유사한 매출 인식의 성격상 분기별 실적 변동성은 향후에도 존재할 것으로 예상됨. 이에 따라 최근 동사 주가도 변동성이 컸던 것으로 판단됨

- 사업 포트폴리오와 산업의 성장성을 고려할 때 중장기 투자매력은 여전히 높은 것으로 판단함
 - 2013년 실적은 당초 예상보다 부진하나, 중장기 관점에서 동사의 투자 매력도는 여전히 높은 것으로 판단함. 태양광 밸류 체인 내 시스템/발전, 모듈 순으로 수익성이 높기 때문. 동사의 프로젝트 예상규모가 2014년은 2013년의 두 배 수준인 60MW이고, 태양광 설치량 증가에 따라 중장기 관점에서의 매력 높음
 - 최근 3개월 동안 동사 주가는 실적 부진의 우려에 따른 급락과 태양광 산업 개선 뉴스에 따라 급등을 반복하면서 전반적으로 주가 하락폭이 컸음. 2013년 3분기와 4분기 실적에 대한 불확실성이 존재하는 것으로 판단되고, 향후에도 분기별 시스템 매출 반영 여부에 따라 분기 수익성 편차가 클 것으로 예상됨. 다만 중장기 관점에서 설치량 증가에 따라 이익 성장 이뤄질 것으로 예상되어 태양광 중소형 업체 내 매수 추천함

2013년 시스템 매출 감소에 따라 전년 대비 이익 감소 예상되나, 2014년 설치량 증가로 회복 예상



자료: 유진투자증권



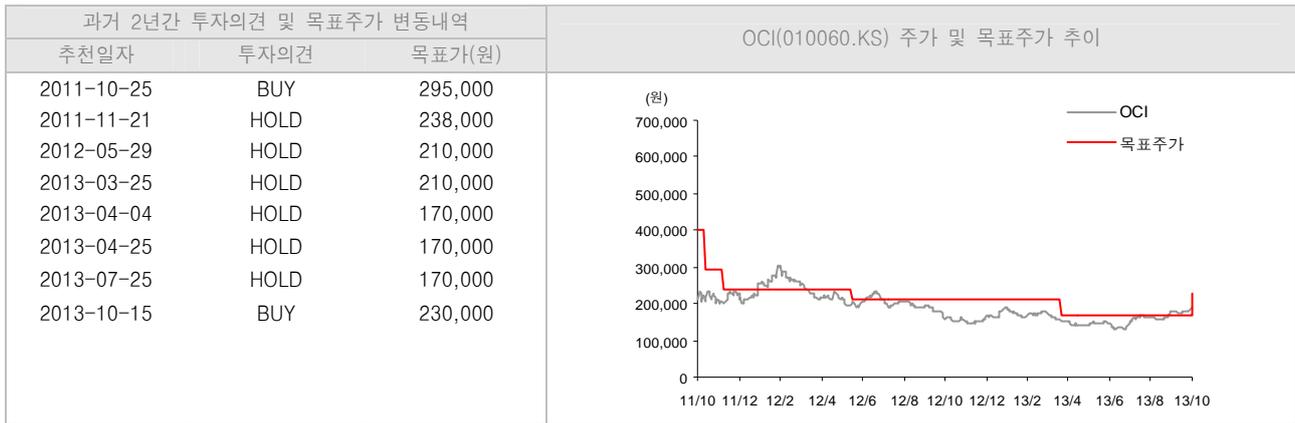
Compliance Notice

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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

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





과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역			에스에너지(095910.KQ) 주가 및 목표주가 추이
추천일자	투자의견	목표가(원)	
2013-10-15	Not rated	N/A	