



태양광 산업

|정유/화학| **손영주** 3771-9337
Potential@iprovest.com

향후 태양광 부가가치는 셀/모듈업체에 집중, 한화케미칼 Toppick 추천

I. 모듈 수급이 아닌 폴리실리콘 수급에 집착하는 것은 시대착오적 대응

당사는 후퇴없는 태양광 업황 상승에 근거하여 올해 5월 이래 태양광업종에 대해 ‘비중 확대’ 의견으로 일관하고 있고, 동시에 태양광 Product Chain중 셀/모듈 업체에 대한 투자를 적극 추천하고 있다. ‘12년 5건(9,000억원)의 계약해지 및 ‘13년 4월 Suntech의 계약해지(1.46조원)에 이어, 지난주 금요일 Swiss Wafers AG(사업청산, 4,796억원)와 HELIO Technology SRL(기업회생절차, 2,124억원)와 OCI간의 폴리실리콘 장기공급계약이 해지되면서, 최근 태양광 업황 턴어라운드에 대한 의구심을 가질 수 있다고 본다. 하지만 이는 과거 ‘태양광산업=폴리실리콘’이었던 시절에 집착하는 시대착오적 의문이라 판단된다. (당사의 직관적인 판단에 따르면,) 국내 태양광 업종에서 폴리실리콘/OCI가 차지하는 비중은 ‘13년 이전 80%이상, ‘13년 이후 30%미만에 그친다고 보는 바, 태양광 수급을 논하면서, Module 수급보다 Upstream인 폴리실리콘 수급을 우선시하는 우(愚)를 범해서는 안 될 것이다. 결과론적인 얘기지만, ‘12년 OCI 추가계약에 제대로 대응 못한 이유는 ‘11년 중국 셀/모듈 증설에 따른 폴리실리콘 수요 호조’에만 집중했기 때문이라 생각한다. 중국 증설 및 유럽 재정위기에 따른 모듈 수급 악화 및 모듈 가격 급락에 따른 폴리실리콘 가격 급락을 보지 못했기 때문일 것이다.

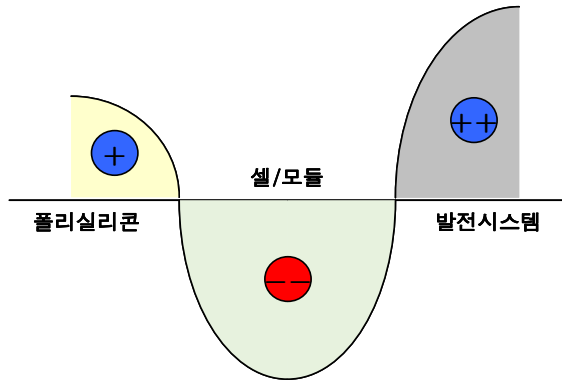
II. ‘14년 모듈 수요 우위 전환, 향후 태양광 부가가치는 셀/모듈 업체에 집중

태양광 모듈 수급을 보면, 중국업체 구조조정 확산 및 신흥국 중심의 수요 호조로 인해 ‘14년 수요우위의 수급(‘14년 수요 41GW, 공급 38GW)이 기대된다. Suntech이나 상기업체들의 폴리실리콘 공급계약 해지도 결국 모듈업체들의 파산에 따른 후유증으로 이해해야 할 것이다. 모듈 수익성을 살펴보면, 과거 3년의 PV Chain별 수익성은 (도표 1.) 같이 폴리실리콘(Upstream) 및 발전시스템(Downstream)에 집중되었지만, 향후에는 셀/모듈(Midstream)에 집중될 것으로 보인다. 중국의 폴리실리콘 반덤핑 관세 부과에 따른 중국 내수 폴리실리콘 업체들의 재가동 및 가동률 상승으로 폴리실리콘 가격 상승은 제한적이겠으나, 신흥국에서 수익사업으로 자리매김하고 있는 태양광 설치 수요 급증으로 인해 모듈가격은 상승세를 지속할 것이기 때문이다. 모듈가격 상승에 따른 태양광 설치수요 감소는 기우(杞憂)에 불과하다는 판단이다. ‘11년 중국의 무분별한 셀/모듈 증설에 따른 공급과잉을 과대평가하여, ‘모듈 가격 정체하의 시스템 수익 호조’만을 믿고서, 발전사업에 뛰어드는 업체들이 증가하고 있는데, 이 또한 모듈 가격 상승 기대감을 키우고 있다. 지금은 시스템 수익 호조보다 중국발 공급과잉 해소에 따른 모듈 가격 상승에 무게를 뒤편하 시점이라 하겠다. 향후 태양광 시장 확대에 따른 부가가치는 중국발 공급과잉으로 가장 힘들었던 셀/모듈업체들에 집중될 것으로 확신한다.

III. 실적 개선 속도 및 강도가 가장 빠르고 클 모듈업체 투자, 한화케미칼 Toppick

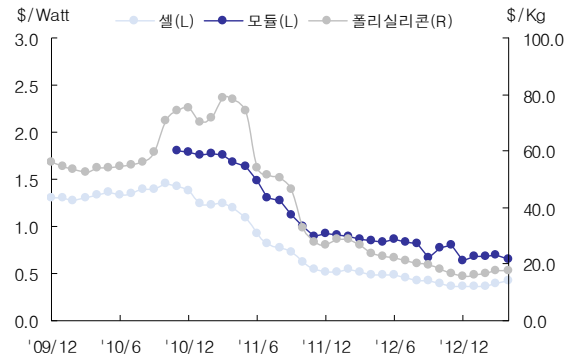
모듈 가격상승에 후행한 폴리실리콘 가격상승은 있어도 폴리실리콘 가격상승에 후행한 모듈 가격상승은 당분간 나오기 어렵다고 판단되는 바, 지금은 태양광 업황 상승시 실적 개선 속도 및 강도가 가장 빠르고 클 모듈업체에 집중투자해야 할 것이다. 한화케미칼만한 최적의 투자처가 있을까?

도표 1. 과거 3년 PV Chain 별 Cash Flow



자료: 교보증권 리서치센터

도표 2. PV 제품별 월별 가격 추이_09년 12월~



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

도표 3. 지역별 PV 설치량 전망

(단위: MW)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유럽연합	983	1,949	5,130	5,619	13,246	22,117	16,672	12,700	14,100	15,750
독일	843	1,271	1,809	3,806	7,408	7,485	7,604	4,000	4,000	4,000
이탈리아	10	70	338	717	2,321	9,454	3,438	3,000	3,000	3,000
프랑스	8	11	46	219	719	1,756	1,079	1,500	2,000	2,500
스페인	102	542	2,708	17	369	472	276	100	200	300
영국	1	4	6	10	45	813	925	750	1,500	2,000
체코		3	61	398	1,490	6	113	200	200	200
벨기에	2	19	71	285	424	996	599	350	400	500
그리스	1	2	11	36	150	426	912	700	700	700
기타 EU	16	27	80	131	320	709	1,726	2,100	2,100	2,550
아시아태평양	333	309	613	997	2,033	5,172	9,769	17,820	20,620	22,400
중국	12	20	45	228	520	2,500	5,000	8,000	11,000	12,000
일본	287	210	230	483	990	1,296	2,000	7,000	6,000	6,000
호주	10	12	18	79	320	837	1,000	900	1,000	1,000
한국	23	45	276	167	131	157	252	220	300	360
대만	1	2	4	10	12	70	104	100	120	240
인도		20	40	30	60	190	980	1,000	1,500	2,000
기타 아태						122	433	600	700	800
북아메리카	149	212	349	539	983	2,164	3,614	5,800	6,900	8,000
미국	145	207	342	477	878	1,867	3,346	5,000	6,000	7,000
캐나다	4	5	7	62	105	297	268	800	900	1,000
기타	118	106	617	222	803	938	1,040	2,500	3,000	3,500
전세계	1,583	2,576	6,709	7,377	17,065	30,391	31,095	38,820	44,620	49,650
증감률		62.7%	160.4%	10.0%	131.3%	78.1%	2.3%	24.8%	14.9%	11.3%

자료: EPIA, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

▶ **업종 투자 의견**
비중확대(Overweight): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
비중축소(Underweight): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

중립(Neutral): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음