

다초 뉴 에너지(DQ.US)



폴리실리콘 시장 부진에도 탄탄한 수익성을 증명한 1분기

일회성 제외 시 시장 부진에도 1Q19 매출/OP QoQ 개선

1Q19 매출은 81,2백만\$(QoQ +7.4%)을 기록하였다. 대규모 신규 폴리실리콘 물량이 시장에 출회되며 ASP는 하락했으나 판매량이 QoQ +20% 증가하며 매출 규모는 성장하였다. 또한 1Q19 생산량은 8,764톤으로 연간 Capa 3만톤 감안 시 100% 이상의 가동률을 유지하고 있는 것으로 추정된다. 영업이익은 9.2백만\$(QoQ -54.7%), OPM은 11.3%를 기록하며 이익 규모는 다소 하락하였다. 그러나 전분기 지방정부로부터 수령한 보조금 명목의 세금 환급액 12.5백만\$ 등 일회성 이익을 제외할 경우 영업이익은 QoQ 기준 오히려 증가하였다. 즉, 제품 가격의 추세적 하락에도 오히려 Daqo의 이익 체력은 상승한 것으로 판단한다. 참고로, EBITDA 마진율은 24.6%를 기록하였다.

보수적인 DAQO의 가이던스, 앞으로도 믿어도 좋다

Daqo는 4Q18 실적 발표를 통해 1Q19 판매량은 8,500~8,700톤, 생산원가(감가상각비 포함)는 7.5\$/톤, 디바틀벡킹 완료 시점은 6월말로 예상한 바 있다. 그런데 이번 실적 발표에 따르면 1분기 판매량은 8,764톤, 생산원가는 7.42\$/톤을 달성하였고, 디바틀벡킹 완료 시점은 6월초로 제시하며 경영 목표를 대부분 상회하여 달성했다. 따라서 이번 분기 발표한 2분기 예상 생산원가 7.5\$/kg은 추가적인 전기요금 인하 계약을 고려할 경우 충분히 달성 가능한 보수적인 수치라고 판단된다. 또한 3.5만톤/년(Phase 4A)의 증설 설비는 가이드라인처럼 1Q20말에 풀 가동에 성공할 가능성이 높다. 다만, Daqo의 2분기 생산량은 디바틀벡킹 영향으로 일시적으로 위축될 것으로 전망한다.

압도적인 원가경쟁력. 하반기 수요 증가의 최대 수혜 예상

하반기 중국의 태양광 설치수요는 상반기 대비 2~3배 큰 폭 증가하며 완전한 시장회복세를 보일 것으로 전망한다. 부진한 2분기 설치 수요가 하반기로 이연되나 연간 기준 35~40GW의 중국 설치 수요 전망은 여전히 유효하기 때문이다. 또한 신규 폴리실리콘 공급은 많으나 대부분 다결정에 집중되어 Daqo의 주력인 단결정 폴리실리콘 수급은 오히려 타이트한 상황이다. 이에 따라 단결정-다결정 폴리실리콘 간 가격차이는 확대되고 있다. 추가적으로 위안화 약세로 한국/독일 등으로부터의 폴리실리콘 수입도 어려워지고 있다. 산업전망, 제품 수급, 매크로 모든 요소가 폴리실리콘 증설 경쟁 최후의 승리자 Daqo에 우호적인 상황이다.

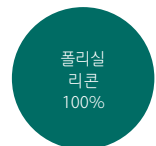
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★ 밸류에이션 ★★★

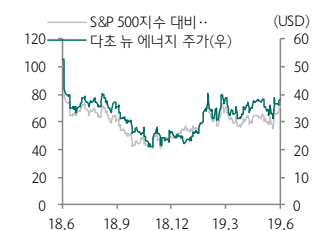
Key Data

국가	CHINA
상장거래소	New York
산업 분류	정보기술
주요 영업	반도체 & 반도체 장비
홈페이지	www.dqsolar.com
시가총액(십억USD)	0.5
시가총액(조원)	0.6
52주최고/최저()	51/20.3505
주요주주 지분율(%)	
Xu Xiang	7.72
BANK OF NEW YORK MELLON CORP/THE	7.53
블룸버그 목표가(USD)	50.85
최근 종가(USD)	38.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	2.3 45.5 (27.9)
상대	8.2 45.8 (28.6)

매출구성



Stock Price



주: 1. 2019.6.2 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

Financial Data

백만 USD	2017	2018	2019F	2020F
매출	323	302	388	664
영업이익	131	81	75	160
지배순이익	93	38	51	115
EPS(USD)	9.1	5.7	3.9	8.8
EPS(YOY, %)	81.8	(37.0)	(32.5)	126.4
ROE(%)	28.1	8.3	7.6	16.3
PER(배)	6.7	4.9	9.4	4.2
PBR(배)	1.6	0.6	0.8	0.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나금융투자

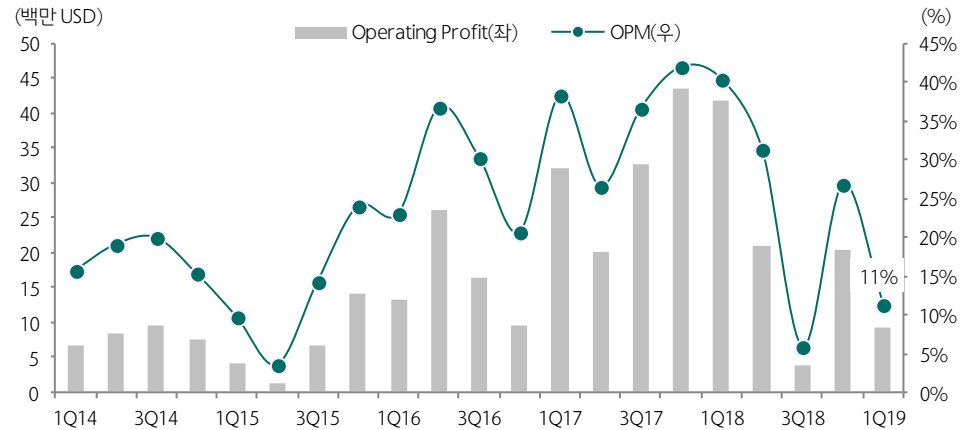


Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

그림 1. Daqo 영업이익 및 영업이익률을 추이

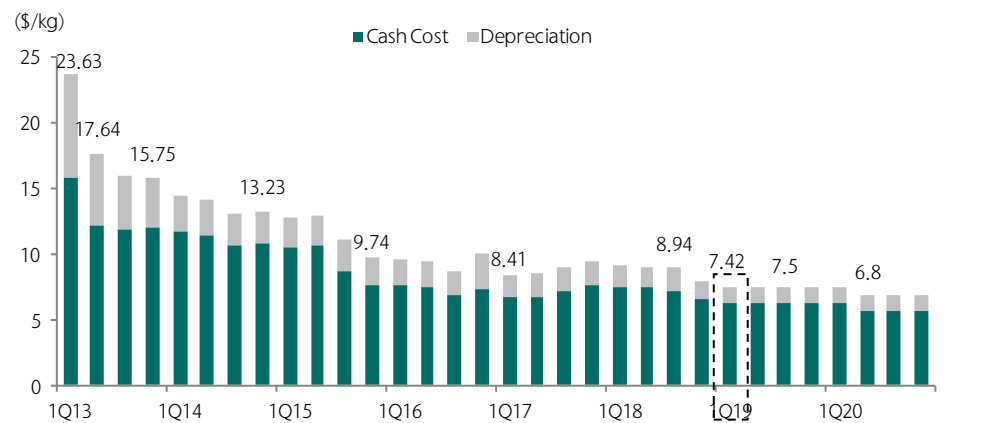
Daqo 1분기 OPM 11.3% 기록



자료: DAQO, 하나금융투자

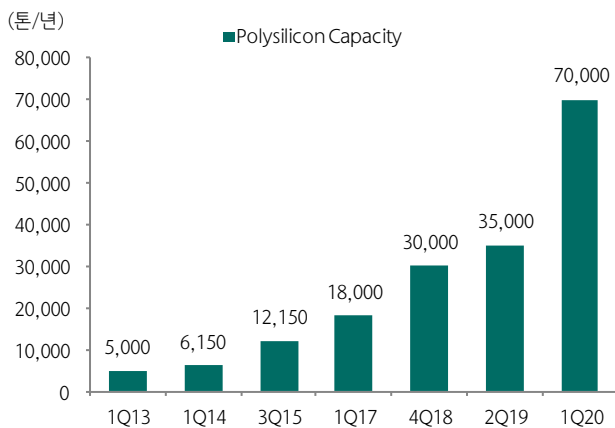
그림 2. Daqo 생산 단위당 원가 그래프

2019년 1분기 생산원가 7.42\$/kg
 20년 6.8\$/kg 까지 하락 예상



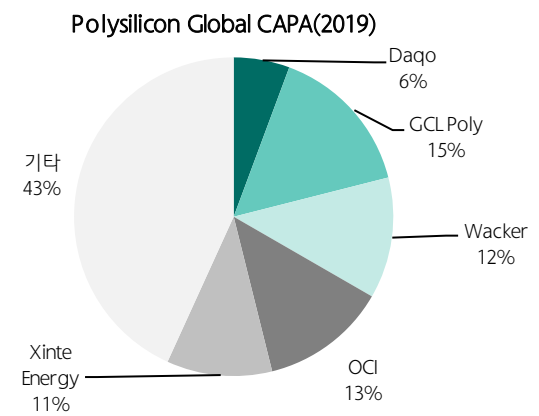
자료: DAQO, 하나금융투자

그림 3. Daqo 폴리실리콘 설비 규모 추이



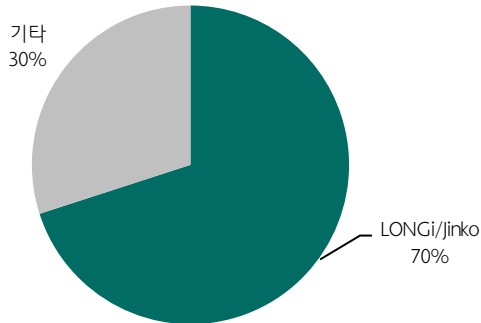
자료: Daqo, 하나금융투자

그림 4. 글로벌 폴리실리콘 M/S(2019년 기준)



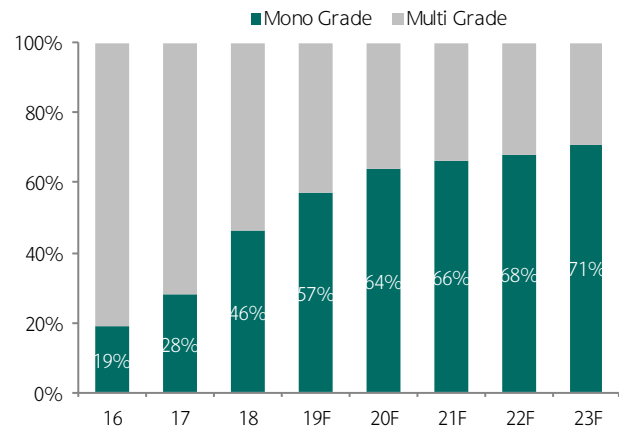
자료: 업계 자료, 하나금융투자

그림 5. DAQO의 고객사 비중



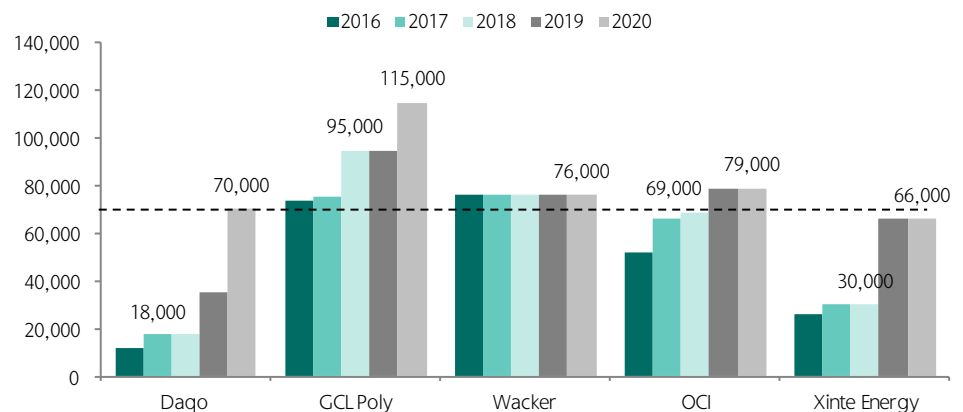
자료: Daqo, 하나금융투자

그림 6. 글로벌 단결정/다결정 제품 비중



자료: PV Info Link, 하나금융투자

그림 7. 글로벌 5개 업체 증설 추이



주: Xinte Energy 증설 물량 36,000톤/년 상입 가동 시기는 2020년 가능
 자료: 하나금융투자

그림 8. Daqo 전기요금 31% 인하 보도(2018년 5월 25일 보도)

Daqo 전기요금
 2018년 0.045\$/kWh
 2019년 0.037\$/kWh
 2020년 0.031\$/kWh
 향후 2년간 31% 인하

Daqo gets government approval and cheaper power for poly production expansion

The Chinese giant wants to increase polysilicon production by 70,000 MT in two phases after construction work began at the start of this month

Daqo says the agreement with the government of the Xinjiang Uygur region also includes a reduction of the energy tariff for the manufacturing facility – from RMB0.29/kWh (\$0.045/kWh) to RMB0.24/kWh – when Phase 3B completes, and to RMB0.20/kWh when Phase 4A completes in the first quarter of 2020. “The reduced electricity rates and the additional capacity will improve our manufacturing efficiency and strengthen our leadership position in terms of cost structure,” the company said in a statement.

자료: PV Magazine, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 백만USD)

	2016	2017	2018	2019F	2020 F
매출	229	323	302	388	664
매출총이익	80	144	98	92	190
판매비	20	13	17		
영업이익	65	131	81	75	160
이자 비용	15	16	11		
기타영업손익	(0)	(0)	(1)		
세전이익	51	115	74		
법인세	7	17	12		
소수주주이익	0	1	1		
특별손실	0	4	23		
당기순이익	43	93	38	51	115
성장율(YoY)					
매출	25.9	41.1	(6.7)	28.6	71.3
영업이익	149.6	100.3	(37.8)	(8.0)	113.3
순이익	235.7	113.5	(58.9)	33.3	126.8
수익성(%)					
매출총이익률	35.1	44.6	32.5	23.8	28.6
영업이익률	28.6	40.6	27.0	19.3	24.1
순이익률	19.0	28.7	12.6	13.1	17.4

자료: Bloomberg, 하나금융투자

대차대조표

(단위: 백만USD)

	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	122	89	73	142	160
현금성자산	7	14	16	61	65
매출채권	31	18	30	9	0
비유동자산	588	572	583	606	695
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	559	544	557	579	612
자산총계	710	661	657	749	855
유동부채	396	275	250	150	150
비유동부채	107	144	135	138	180
부채총계	503	419	385	354	330
자본금	203	236	240	247	369
이익잉여금	4	4	30	145	156
자본총계	207	242	272	395	525

투자지표

	2016	2017	2018	2019F	2020 F
주당지표(USD)					
EPS	5.0	9.1	5.7	4.3	9.5
BPS	25.7	36.1	39.5	44.4	53.9
SPS	21.9	30.5	24.2	2.0	0.4
DPS	0.0	0.0	0.0	N/A	N/A
주가지표(배)					
PER	4.0	6.7	4.9	8.7	4.0
PBR	0.8	1.6	0.6	0.9	0.7
EV/EBITDA	4.4	5.0	3.9	5.6	3.1
PSR	0.9	1.9	1.0	1.3	0.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	17.0	28.1	8.3	7.6	16.3
ROA	6.6	13.2	4.8	4.3	8.9
ROIC	12.7	23.2	12.2	-	-
부채비율	89.7	50.7	38.2	-	-
유동비율	0.3	0.7	1.1	-	-
이자보상배율(배)	4.5	8.1	7.6	-	-

자료: Bloomberg, 하나금융투자

현금흐름표

(단위: 백만USD)

	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	46	66	99	143	96
감가/무형상각비	28	31	34	28	27
비현금자산증감	2	19	19	8	(26)
투자활동	(91)	(74)	(66)	(68)	(165)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(77)	(81)	(67)	(64)	(143)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	44	15	(31)	(34)	92
배당금	0	0	0	0	0
단기부채증감	0	(31)	(22)	0	0
장기부채증감	(10)	16	(9)	(31)	(4)
자본금증감	0	(1)	1	2	1
잉여현금흐름	(31)	(15)	31	79	(48)

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 6월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 6월 3일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.