

2021. 8. 30



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

| | | |
|-------------|-----|----------|
| OCI(010060) | Buy | 160,000원 |
|-------------|-----|----------|

관심종목

| | | |
|---------------|-----|---------|
| 한화솔루션(009830) | Buy | 54,000원 |
|---------------|-----|---------|

태양광

Pricing Power 를 갖춘 기업에 투자: OCI

- ✓ 국내/외 정부/민간 주도의 탄소저감 움직임에서 판가(P) 주도권을 갖춘 기업에 투자를 권고
- ✓ 2021년 친환경 투자 영역에서 태양광 섹터의 저조했던 주가 흐름을 기회 삼아 비중 확대 전략
- ✓ 2021~22년 태양광 소재별 투자매력도는 폴리실리콘 Up, 셀/모듈은 중립
- ✓ 최선호주는 OCI: 이익 구조 개선과 구조적인 성장 스토리를 보유한 현 시점에 매수 전략

[폴리실리콘 Peak-out, not yet: 공급 차질 장기화]

태양광 업종 주요 기업들의 2Q21 실적은 예상대로 희비가 교차했다. P 강세 기반으로 OCI는 예상치를 상회, 반면 C 압박으로 한화솔루션은 예상치를 하회했다. 그럼에도 여타 예상치를 상회했던 화학 기업들의 주가 흐름과 마찬가지로 OCI 역시 P의 고점 우려로 주가 반응은 부정적이었다. OCI의 주가 반응과 별개로 태양광 소재별 수급 변수에 변경사항은 없다. 폴리실리콘은 타이트한 수급 여건에 따른 P 강세, 반면 다운스트림은 C 부담이다. 오히려 8월 들어 타이트한 공급 여건이 재확인 중이다. 7~8월 소재별 가격 흐름은 폴리실리콘은 28달러로 전고점 회복(+16% QTD), 반면 모듈은 +3% QTD 상승했다.

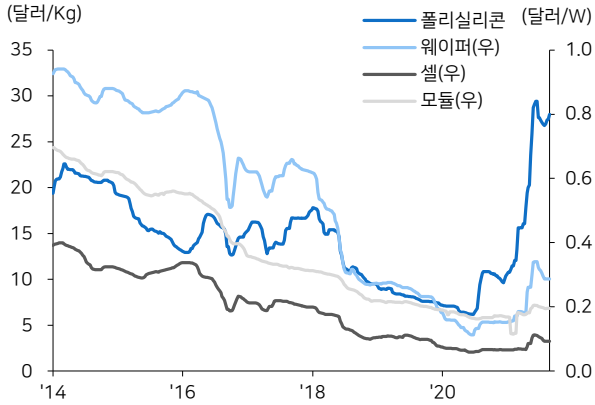
[2021년 태양광 소재별 투자매력도: 폴리실리콘 Up, 셀/모듈 Neutral]

2021년 계획된 글로벌 태양광 설치규모는 170Gw 이상으로 추정, 올 하반기 소재별 가격 흐름은 폴리실리콘 강세, 반면 셀/모듈은 상대적인 약세 흐름을 전망한다. 폴리실리콘의 가격 강세 배경은 공급 차질이며, 해당 내용은 (1) 다운스트림 소재 증설속도 대비 더딘 폴리실리콘 증설속도(2년 소요), (2) ESG 흐름으로 중국산 태양광 소재 사용 규제, (3) 해상 물동량 병목현상의 장기화이다.

[OCI: 견고해진 이익 체력과 신규 사업 진출로 주가 기대감]

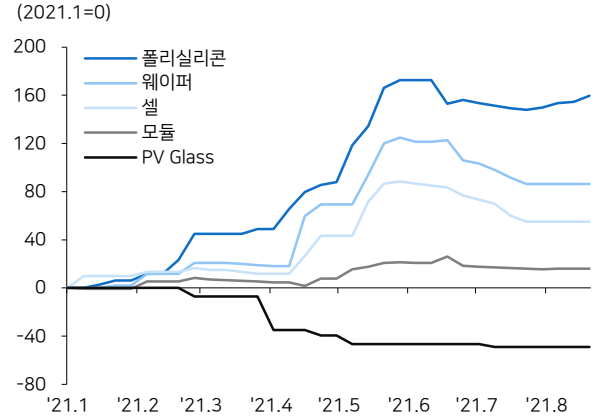
OCI는 정유/화학 섹터 내에서 올 하반기 이익 추정치가 상향될 소수의 기업 중 하나이며, 여전히 하반기 최선호주로 유지한다. OCI가 맞이한 폴리실리콘 Up-Cycle은 ESG 화두(중국산 소재 사용 규제)가 추가되며 과거 전형적인 Cycle 흐름(공급 부족> 증설> 밸런스> 과잉)과 다른 접근법이 필요하다. 말레이시아 소재 생산 기지를 확보한 OCI는 가격 협상력 우위를 기반으로 10년만의 이익 Turn-around 수혜를 전망한다. 또한 전주 포스코케미칼과의 JV '피앤오케미칼(지분율 49% 보유)을 통해 2차전지 음극재 소재 사업 진출을 발표, 기존 태양광 경쟁사 대비 멀티플 re-rating 여건 또한 명확해졌다. 해당 JV는 고연화점 피치를 생산(초기 생산capa 1.5만톤)할 계획, 포스코케미칼의 인조흑연 사용량 증가 예상으로 생산capa의 점진적 확대가 예상된다. OCI는 탄탄해진 본업과 하반기 도시개발 사업 현금유입에 따른 개선된 재무구조와 JV를 통한 2차전지 성장성까지 보유한 점이다. OCI를 커버리지 최선호주로 제시, 기존 투자 의견 Buy와 적정주가 16만원을 유지한다.

그림1 태양광 소재별 가격 추이



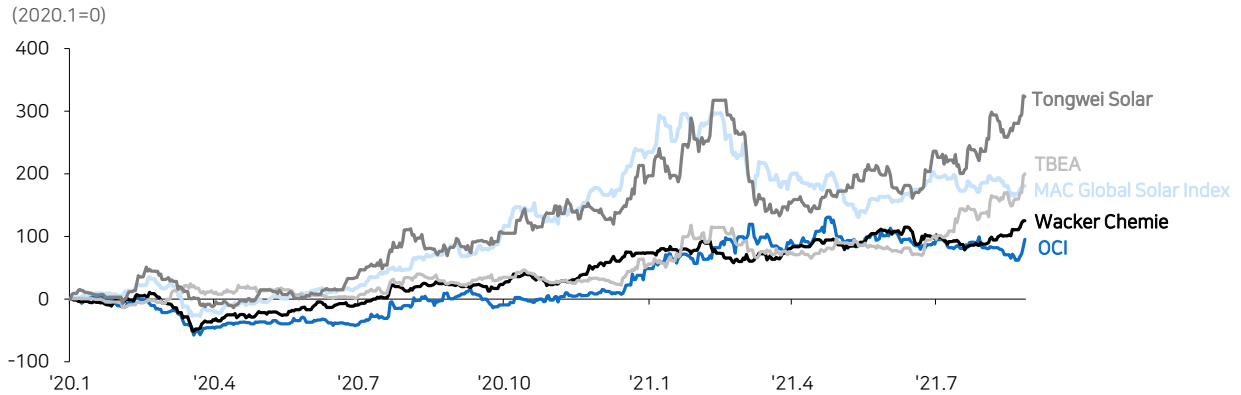
자료: PV insight, 메리츠증권 리서치센터

그림2 태양광 소재별 YTD 가격 변화 추이



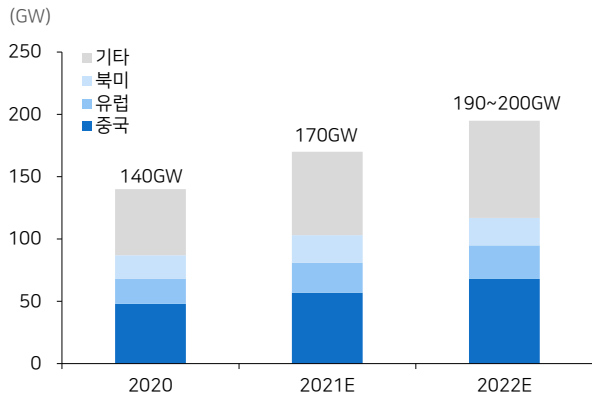
자료: PV insight, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 태양광 인덱스 및 폴리실리콘 기업별 주가 비교



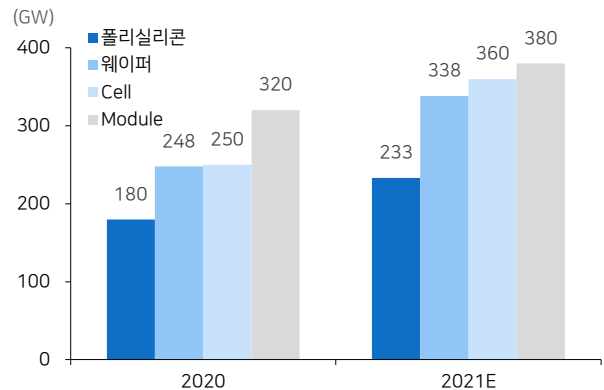
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 태양광 설치 수요 전망



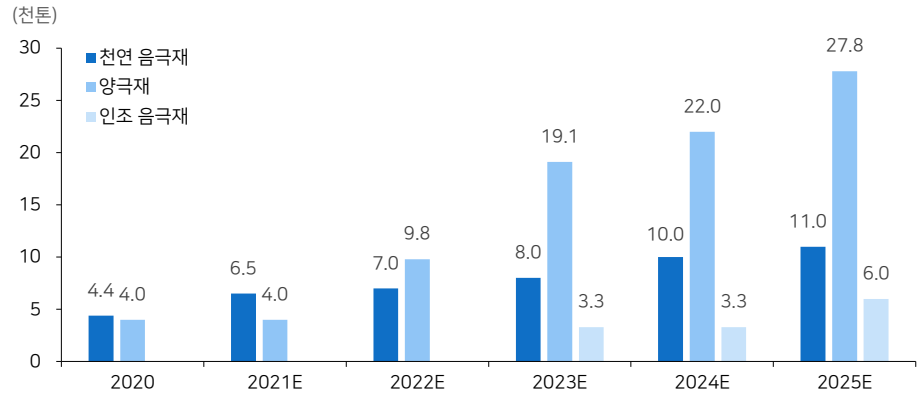
자료: Bloomberg, OCI, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 태양광 소재별 생산 Capa 추이



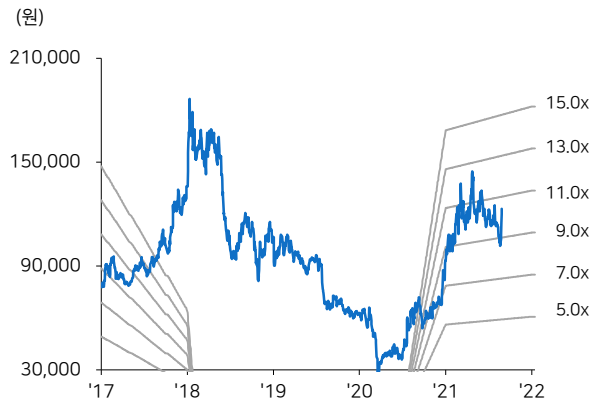
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 포스코케미칼의 2차전지 소재 증설 계획



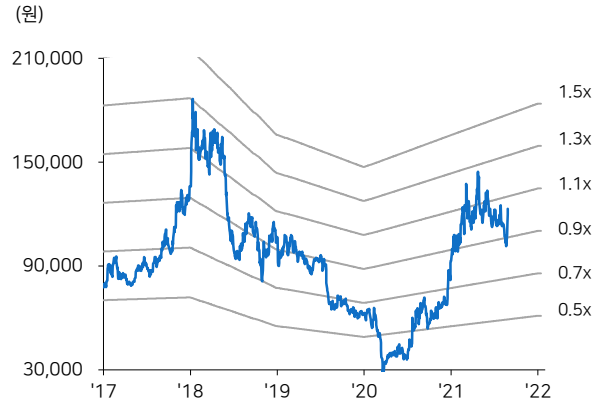
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 OCI 12M Fwd PER 밴드 차트



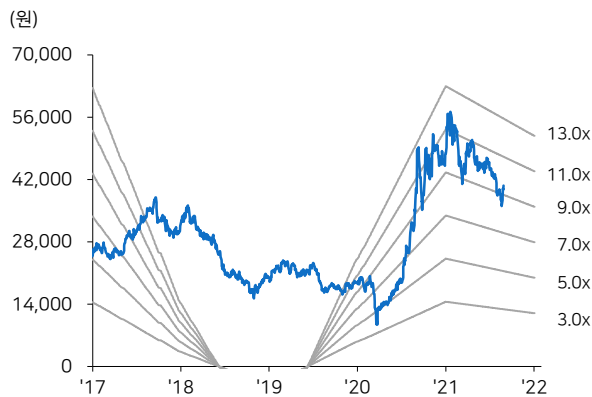
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 OCI 12M Trailing PBR 밴드 차트



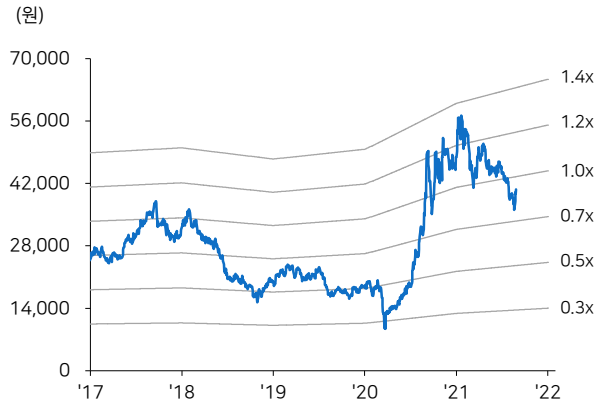
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 한화솔루션 12M Fwd PER 밴드 차트



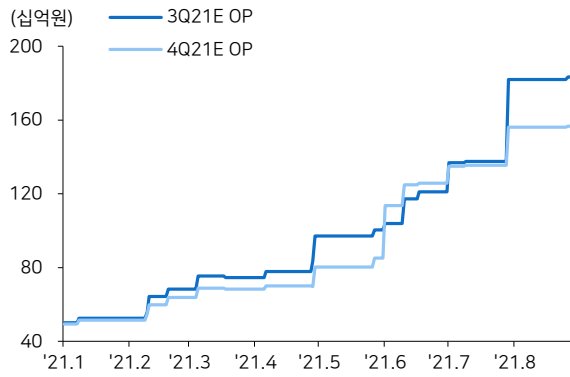
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 한화솔루션 12M Trailing PBR 밴드 차트



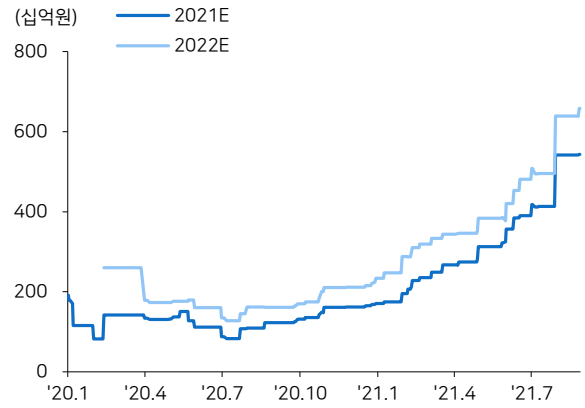
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 OCI 3~4Q21 영업이익 컨센서스



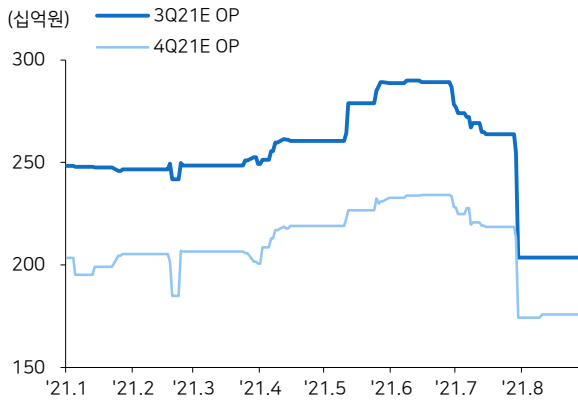
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 OCI 연간 영업이익 컨센서스



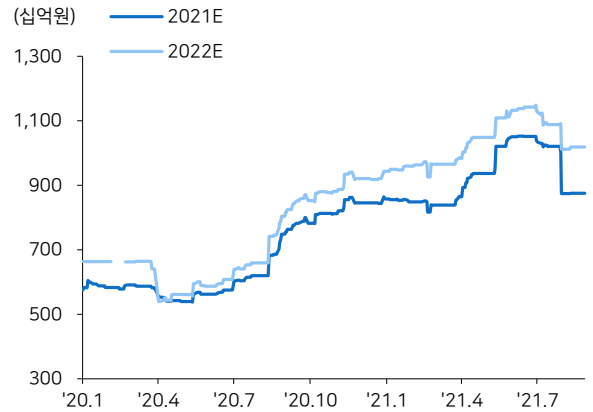
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 한화솔루션 2~3Q21 영업이익 컨센서스



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 한화솔루션 연간 영업이익 컨센서스



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 태양광 기업 Multiple 비교

| 구분 | 기업명 | P/E(배) | | | P/B(배) | | | ROE(%) | | | EV/EBITDA(배) | | |
|-------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|--------------|------------|------------|
| | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E |
| 폴리실리콘 | OCI | 10.2 | 9.4 | 9.3 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 10.8 | 10.4 | 9.5 | 6.9 | 6.1 | 5.6 |
| | GCL-Poly Energy | - | 39.2 | 26.1 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 4.9 | 7.5 | 7.6 | 10.1 | 9.6 | 8.9 |
| | TBEA | 17.1 | 16.5 | 15.6 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 8.3 | 9.9 | 10.9 | 23.1 | 18.3 | 15.4 |
| | Tongwei Solar | 33.0 | 25.8 | 22.6 | 6.6 | 5.4 | 4.5 | 9.0 | 9.8 | 9.8 | 5.0 | 4.5 | 4.0 |
| | Wacker Chemie | 12.3 | 16.3 | 17.5 | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 20.8 | 14.2 | 14.6 | 7.5 | 8.0 | 7.1 |
| | 평균 | 18.1 | 21.4 | 18.2 | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 10.8 | 10.4 | 10.5 | 10.5 | 9.3 | 8.2 |
| 셀 | 한화솔루션 | 8.6 | 10.5 | 10.4 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 12.7 | 8.9 | 8.2 | 8.0 | 8.4 | 8.0 |
| | Tongwei Solar | 33.0 | 25.8 | 22.6 | 6.6 | 5.4 | 4.5 | 9.0 | 9.8 | 9.8 | 5.0 | 4.5 | 4.0 |
| | Canadian Solar | 17.7 | 11.9 | 10.5 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | - | - | - | - | - | - |
| | 평균 | 19.7 | 16.1 | 14.5 | 2.9 | 2.4 | 2.1 | 10.9 | 9.4 | 9.0 | 6.5 | 6.5 | 6.0 |
| 모듈 | 한화솔루션 | 8.6 | 10.5 | 10.4 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 12.7 | 8.9 | 8.2 | 8.0 | 8.4 | 8.0 |
| | Canadian Solar | 17.7 | 11.9 | 10.5 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | - | - | - | - | - | - |
| | First Solar | 22.5 | 33.0 | 29.9 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 8.5 | 7.0 | 9.1 | 47.8 | 38.8 | 30.5 |
| | Sunpower | 66.7 | 38.6 | 27.9 | 7.7 | 6.4 | 5.2 | 17.1 | 21.0 | 24.7 | 45.1 | 29.6 | 20.3 |
| | 평균 | 28.9 | 23.5 | 19.7 | 2.9 | 2.5 | 2.1 | 12.8 | 12.3 | 14.0 | 33.6 | 25.6 | 19.6 |

주: OCI, 한화솔루션은 당사 추정치 사용

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

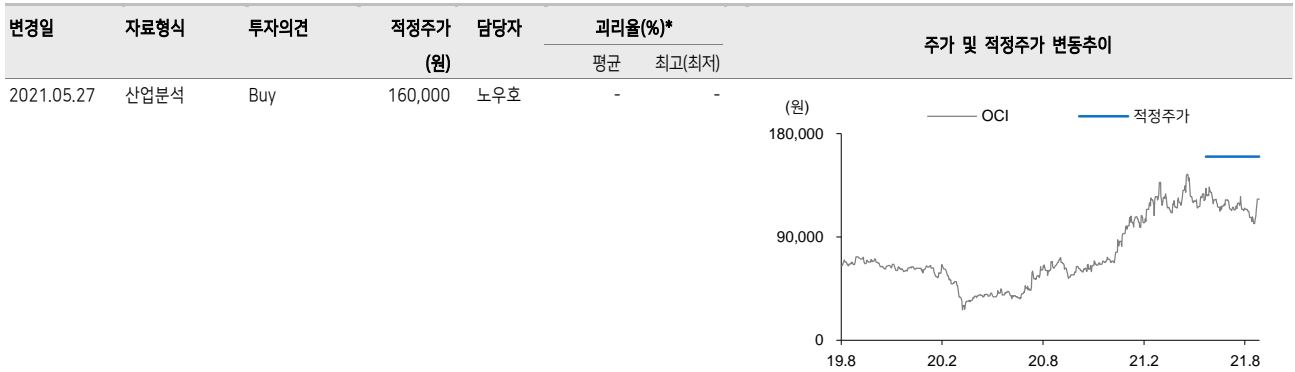
투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율 |
|-------|-------|
| 매수 | 81.8% |
| 중립 | 18.2% |
| 매도 | 0.0% |

2021년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

OCI (010060) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



한화솔루션 (009830) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

