2025년 09월 18일 | Global Equity

다초 뉴 에너지 (DQ.US)

구조조정 과정 속 최후의 생존자

미국

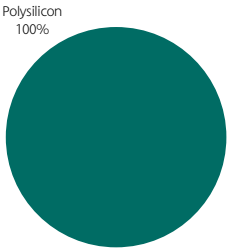
TP(컨센서스)	30.14 USD
CP(09.16)	27.33 USD

Key Data

국가	CHINA
상장거래소	New York
산업 분류	정보기술
주요 영업	반도체 & 반도체 장비
홈페이지	www.dqsolar.com
시총(십억USD)	1.8
시총(조원)	2.5
52주최고/최저	30.85/12.405
주요 주주(%)	
Xu Guangfu	11.63
블랙록	10.42

주가상승률	1M	6M	12M
절대	19.0	43.4	65.3
상대	16.5	26.2	48.1

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	2,308	1,029	651	1,038
영업이익	783	(564)	(375)	(147)
순이익	430	(345)	(221)	(74)
EPS(USD)	7.4	(4.1)	(3.1)	(1.1)
EPS(YOY, %)	(73.6)	(155.7)	(23.6)	(64.3)
ROE(%)	9.0	(7.6)	(4.9)	(1.2)
PER(배)	4.6			
PBR(배)	0.4	0.3	0.4	0.4
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com
RA 김형준 do200508@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2Q25 Re: 자발적 판매 축소로 매출 QoQ -39% 감소

중국 폴리실리콘 No.3 생산업체 Daqo의 2Q25 매출은 75.2mn$(QoQ -39%), 영업손실은 -114.5mn$(QoQ -0.9mn$, OPM -153%)를 기록했다. ASP는 4.19$/kg(QoQ -4%)로 하락폭 제한적이었으나, 판매량이 18,126만 톤 (QoQ -35%)으로 줄어들며 실적 부진을 초래했다. 주목할 부분은, 이번 판매량 축소가 중국 당국의 원가 이하 판매 자제 요청에 따른 자발적 조치라는 점이다. 현재 업계 전반에 걸쳐 Cash Cost 이하의 판매가 확인되고 있으며, Daqo의 ASP - Cash Cost 스프레드 또한 2Q24부터 마이너스로 전환됐다. 이러한 흐름은 2023년부터 본격화된 대규모 신규 설비 가동에 기인한다. 2023~24년 중국의 연간 폴리실리콘 Capa는 각각 YoY +81%, +55% 증가하며 공급 과잉을 유발했고, 이로 인해 중국 폴리실리콘 현물가는 2022년 고점 대비 11% 수준인 4$대까지 하락했다. 중국 내 저가 경쟁이 심화되면서, 폴리실리콘 가격은 올해 8월 중순까지도 5$선을 회복하지 못했다.

3Q25부터 가시화되는 중국 폴리실리콘 구조조정 계획

최근 두 달간 중국 내 공급 과잉을 해소하려는 움직임이 가시화되고 있다. ① 7/24일 중국 발개위는 최저가격법 개정안 초안을 공개하며 원가 이하의 판매/가격 강요 금지 및 이와 관련한 법적 책임을 명시했다. ② 8/1일 중국 상위 업체 중심으로 약 70억$ 규모의 기금을 조성해 인수 기구를 설립한다는 보도가 발표되었다. 해당 기구는 3Q25 출범 후 4Q25부터 최소 100만 톤/년(중국 Capa의 31%)의 감산을 추진할 예정이다. ③ 8/19일에는 산업 규제 강화 및 저가 경쟁 억제를 주제로 한 태양광 산업 심포지엄이 개최되었으며, 원가 이하 판매 규제의 필요성이 재차 강조됐다. ④ 9/16일 업계 2위 GCL Tech는 7억$ 규모의 유상증자를 단행하며, 조달 자금 일부를 구조조정 준비금으로 활용할 계획이라 밝혔다. 요컨대 3Q25를 기점으로 정부 차원의 규제 대응과 업계 내 자구적인 노력이 강화되고 있다. 이를 반영해 중국 폴리실리콘 현물가 또한 8월 마지막 주 Wow +26% 급등 후 강세가 지속되고 있다.

3Q25 영업현금흐름 흑자 전환 가능성. 구조조정 시 이익 흑자 전환 기대

이번 어닝콜의 핵심은 원가 이상에서의 판매 재개가 합리적이라 밝히며, 3Q25 영업현금흐름 흑자 전환 가능성을 시사한 점이다. 현재 중국 현물가는 6.45$로 Daqo의 2Q25 Cash Cost 5.12$를 상회하고 있다. 정책 기조를 감안할 때 유지 가능한 수준으로, ASP 상승 여력은 충분해 보인다. Cash Cost 또한 제조 효율성 향상과 메탈실리콘 비용 하락에 힘입어 5$ 수준에서 안정될 전망이다. 이에 따라 2H25에는 ASP - Cash Cost가 플러스로 전환되며 손실폭이 축소될 개연성이 높다. 향후 구조조정이 본격화될 경우, 가격의 추가 상승은 물론 가동률 개선에 따른 물량 확대가 더해지며 이익 흑자 전환까지 기대할 수 있다. 중국 No.3 업체이자 무차입 구조를 갖춘 Daqo는 구조조정 과정에서 최후의 생존자로 자리매김하며 그 수혜를 온전히 누릴 가능성이 높다. 중장기 투자 관점에서 관심이 유효한 시점이다.

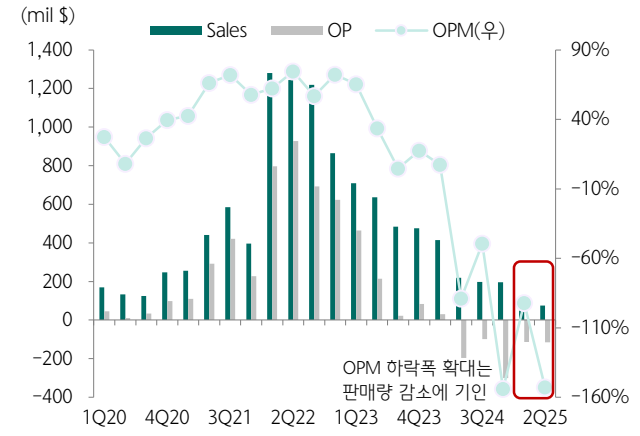
도표 1. Daqo New Energy의 실적추이

(단위: 백만 USD)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	FY2022	FY2023	FY2024
매출액	**709.8**	**636.7**	**484.8**	**476.3**	**415.3**	**219.9**	**198.5**	**195.4**	**123.9**	**75.2**	**4608.4**	**2307.7**	**1029.1**
QoQ(%)	-18%	-10%	-24%	-2%	-13%	-47%	-10%	-2%	-37%	-39%			
YoY(%)	-45%	-49%	-60%	-45%	-41%	-65%	-59%	-59%	-70%	-66%	175%	-50%	-55%
매출총이익	**506.7**	**258.9**	**67.8**	**87.2**	**72.1**	**-159.2**	**-60.6**	**-65.3**	**-81.5**	**-81.4**	**3407.9**	**920.7**	**-212.9**
매출총이익률(%)	71%	41%	14%	18%	17%	-72%	-31%	-33%	-66%	-108%	74%	40%	-21%
QoQ(%)	-24%	-49%	-74%	29%	-17%	적전	적지	적지	적지	적지			
YoY(%)	12%	-47%	-83%	-76%	-76%	적전	적전	적전	적전	적지	211%	-73%	적전
영업이익	**463.8**	**213.9**	**22.5**	**83.3**	**30.5**	**-195.6**	**-98.0**	**-300.9**	**-114.1**	**-115.0**	**3040.6**	**783.4**	**-564.1**
영업이익률(%)	65%	34%	5%	17%	7%	-89%	-49%	-154%	-92%	-153%	66%	34%	-55%
QoQ(%)	-26%	-54%	-89%	271%	-63%	적전	적지	적지	적지	적지			
YoY(%)	5%	-55%	-92%	-76%	-89%	적전	적전	적전	적전	적지	189%	-74%	적전

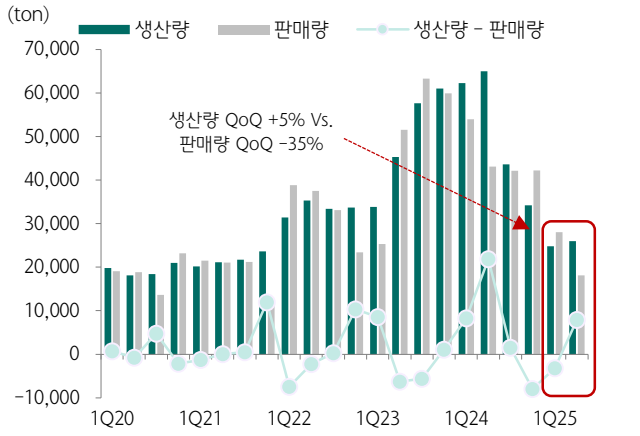
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. Daqo의 매출액 & 영업이익 추이



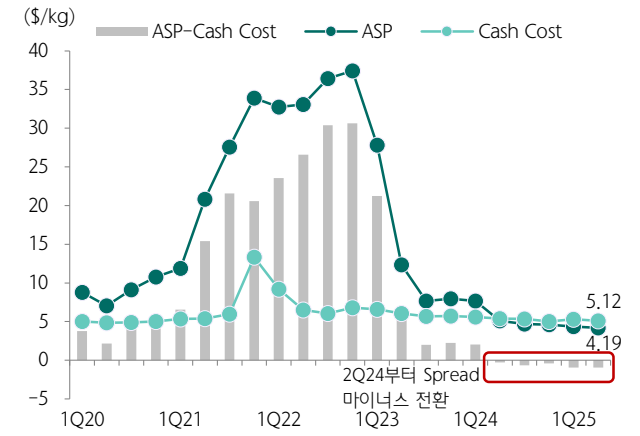
자료: Bloomberg, Daqo New Energy, 하나증권

도표 3. Daqo의 생산량 & 판매량 추이



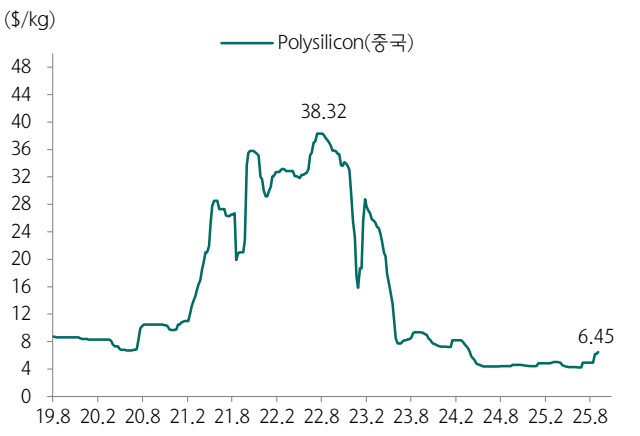
자료: Bloomberg, Daqo New Energy, 하나증권

도표 4. Daqo의 ASP & Cash Cost 추이



자료: Bloomberg, Daqo New Energy, 하나증권

도표 5. 중국 폴리실리콘 가격 추이



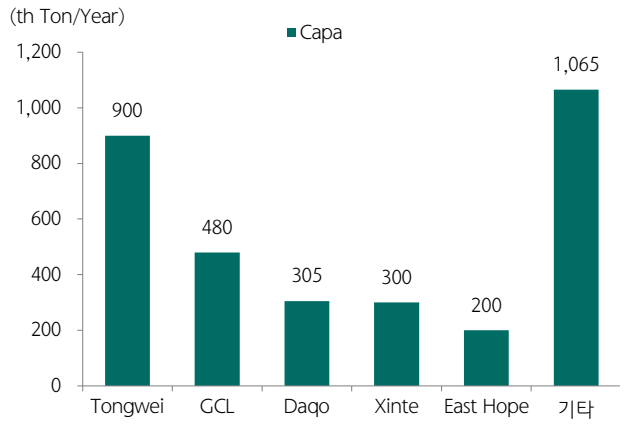
자료: 자료: PV Insight, 하나증권

도표 6. Daqo는 2분기 판매량 축소가 중국 당국의 원가 이하 판매 자제 요청 & 향후 가격 회복에 대한 기대를 반영한 자발적 조치라 언급

"On the operational front, the Company operated at a reduced utilization rate of approximately 34% of its nameplate capacity in response to challenging market conditions and weak selling prices. Total production volume at our two polysilicon facilities for the quarter was 26,012 MT, within our guidance range of 25,000 MT to 28,000 MT. Towards the end of the quarter, as Chinese authorities intensified efforts to curb disorderly competition, we proactively scaled back new sales orders in anticipation of a future price recovery. Accordingly, our sales volume for the quarter decreased to 18,126 MT from 28,008 MT in Q1. Due to lower utilization across our factories, idle facility related cost for the quarter was approximately $1.38/kg, primarily reflecting non-cash depreciation expenses. On a positive note, decline in the cost of silicon metal and reduced energy consumption drove our cash cost lower by 4% to $5.12/kg sequentially, including approximately $0.18/kg related to idle facility maintenance. Overall, polysilicon unit production cost decreased by 4% sequentially to an average of $7.26/kg, with lower unit depreciation costs resulting from higher production."

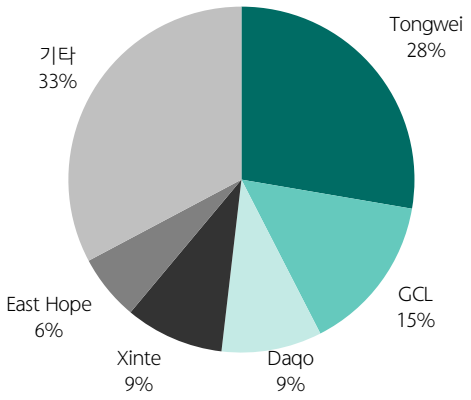
자료: Daqo New Energy, 하나증권

도표 7. 중국 주요 태양광 폴리실리콘 업체의 Capa (2024년 기준)



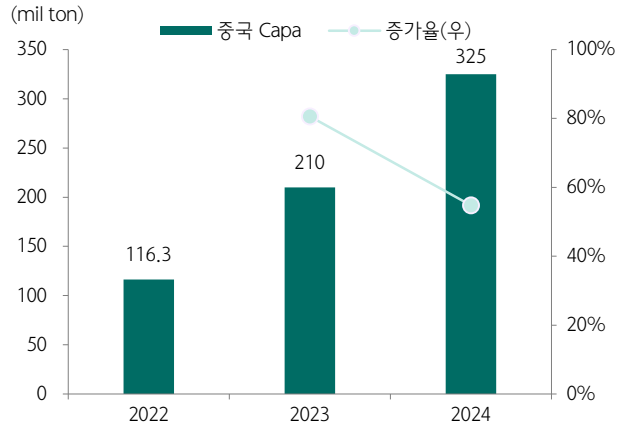
자료: Bermreuter, 하나증권

도표 8. 중국 주요 태양광 폴리실리콘 업체의 Capa 기준 M/S



자료: Bermreuter, 하나증권

도표 9. 중국 태양광 폴리실리콘 Capa 추이

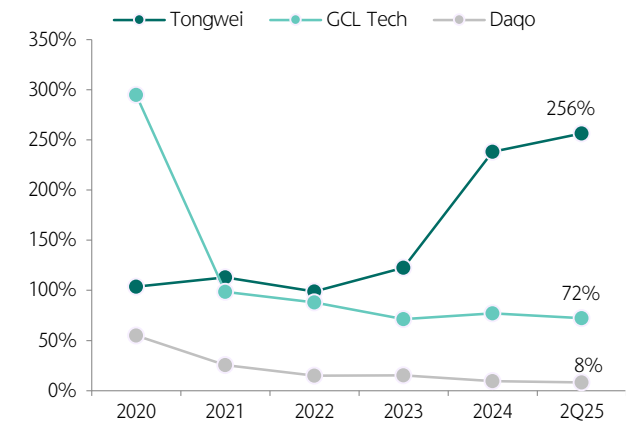


자료: OPIS, Bermreuter, 하나증권

도표 10. Daqo의 순부채 & 영업현금흐름 & 현금 및 현금성 자산 추이

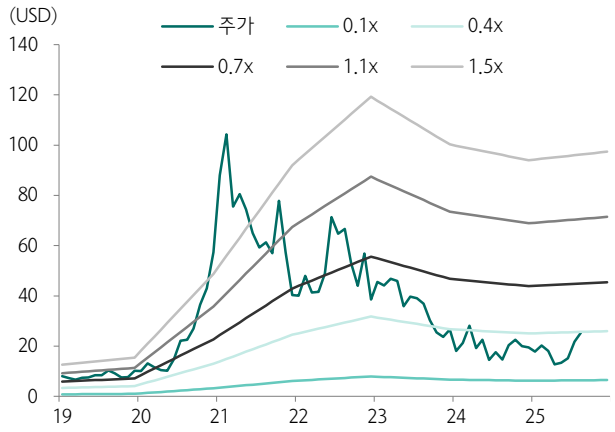
자료: Bloomberg, Daqo New Energy, 하나증권

도표 11. Daqo의 부채비율은 경쟁사 대비 현저히 낮은 편



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. Daqo New Energy 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. Daqo는 2Q25 어닝콜에서 어려운 업황에도 불구하고 금융부채가 전혀 없는 견조한 재무구조를 유지했다고 강조

Management Remarks

Mr. Xiang Xu, Chairman and CEO of the Company, commented, "The solar PV industry faced continued challenges in the second quarter of 2025 with market prices across the solar value chain declining due to industry overcapacity and high inventory levels, remaining below cash cost levels. As a result, Daqo New Energy recorded quarterly operating and net losses. Nevertheless, we maintained a strong and healthy balance sheet with no financial debt. As of June 30, 2025, the Company had a cash balance of $599 million, short-term investments of $419 million, bank notes receivables of $49 million, and total fixed term bank deposit balance of $994 million. In total, our financial bank deposit and investment assets, readily convertible into cash if needed, stood at $2.06 billion, providing us with ample financial liquidity. With no financial debt, our solid financial position brings us confidence and strategic resilience to navigate the current market downturn and remain well positioned for long-term opportunities."

자료: Daqo New Energy, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 백만USD)

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출	4,608	2,308	1,029	651	1,038
매출총이익	3,408	921	(213)	(255)	3
판관비	367	137	351		
영업이익	3,041	783	(564)	(375)	(147)
이자 비용		0	0		
기타영업손익	(16)	(52)	(48)		
세전이익	3,057	818	(518)		
법인세	577	166	(70)		
소수주주이익	660	223	(103)		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	1,820	430	(345)	(221)	(74)
성장율(YoY)					
매출	174.5	(49.9)	(55.4)	(36.8)	59.5
영업이익	189.2	(74.2)	(172.0)	(33.5)	(60.7)
순이익	143.0	(76.4)	(180.4)	(36.0)	(66.6)
수익성(%)					
매출총이익률	74.0	39.9	(20.7)	(39.2)	0.3
영업이익률	66.0	33.9	(54.8)	(57.6)	(14.2)
순이익률	39.5	18.6	(33.5)	(33.9)	(7.1)

대차대조표 (단위: 백만USD)

	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	180	1,743	4,889	3,577	2,632
현금성자산	77	724	3,499	3,039	1,007
매출채권	0	366	1,132	116	55
비유동자산	1,059	1,601	2,705	3,850	3,787
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	1,027	1,559	2,605	3,626	3,499
자산총계	1,239	3,344	7,594	7,427	6,418
유동부채	284	550	737	521	521
비유동부채	156	129	253	142	39
부채총계	440	680	989	979	560
자본금	412	1,017	2,211	2,340	2,409
이익잉여금	355	1,145	2,596	2,422	1,952
자본총계	799	2,664	6,605	6,448	5,858

투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(USD)					
조정 EPS	28.0	7.4	(4.1)	(3.1)	(1.1)
BPS	61.5	72.5	65.3	62.7	64.9
SPS	60.7	30.9	15.6	9.3	15.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주가지표					
PER	1.7	4.6			
PBR	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	0.4	0.4			14.5
PSR	0.6	0.9	1.2	2.8	1.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	52.2	9.0	(7.6)	(4.9)	(1.2)
ROA	33.3	5.7	(5.0)	(4.3)	(1.3)
ROIC	64.5	11.8	(9.1)		
부채비율	0.0	0.0	0.1		
유동비율	6.6	4.3	5.0		
이자보상배율(배)					

현금흐름표 (단위: 백만USD)

	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	210	639	2,463	1,616	(435)
감가/무형상각비	69	77	107	149	206
비현금자본증감	(13)	(331)	(512)	732	(461)
투자활동	(118)	(782)	(998)	(1,196)	(1,481)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(118)	(499)	(1,205)	(1,111)	(359)
투자자산증감	0	0	0	(27)	(2,121)
재무활동	(88)	748	1,332	(892)	(93)
배당금	0	0	0	0	0
장기부채증감	0	0	0	0	0
자본금증감	(124)	(201)	0	0	0
잉여현금흐름	1	2	(124)	(486)	(5)

자료: Bloomberg, 하나증권

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 9월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2025년 9월 18일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 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.