

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**

**손지우**

jwshon@sk.com

02-3773-8827

## Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,445 십억원
주요주주	
이수영(와31)	30.04%
국민연금공단	8.22%
외국인지분률	15.30%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(17/09/25)	102,500 원
KOSPI	2,380.4 pt
52주 Beta	1.45
52주 최고가	111,000 원
52주 최저가	73,600 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.0%	6.9%
6개월	21.5%	10.7%
12개월	27.5%	10.0%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(상향))

## 3Q17 preview: 폴리실리콘도 올랐고, 화학도 올랐다

3Q17 영업이익은 724 억원으로 추정되어 컨센서스를 +82.6% 큰 폭 상회할 것으로 예상함. 미국의 태양광 보호무역 이슈로 3 분기 중 폴리실리콘 가격이 급반등하였고, 화학 역시 TDI 와 벤젠계열을 중심으로 개선흐름을 보였기 때문에 예상을 뛰어넘는 호실적 기대됨. 중장기적으로는 글로벌 폴리실리콘 수급이 개선 흐름을 보이고 있고, 동사는 말레이시아 설비까지 인수해 외형확대에 성공했기에 주가 측면에서는 기대요인 상존함

## 3Q17 영업이익 724 억원(QoQ +130.6% / YoY +3,097.1%) 추정

9/24 기준 컨센서스 397 억원을 +82.6% 상회하는 수치임. 폴리실리콘과 화학의 상승세가 기대 이상의 호실적을 견인할 것으로 판단함. 폴리실리콘은 통상적인 여름 비수기임에도 불구하고 가격이 2Q 말 \$13.9/kg에서 9/20 기준 \$16.7/kg으로 급반등하였음. 보호무역 이슈가 커지기 전에 재고를 확보하기 위한 움직임이 커던 것이 주된 요인임. 물론 하절기 원가(전기요금) 상승 이슈 때문에 대규모 증익까지는 기대하기 어렵겠지만 양호한 실적수준 기대됨. 또한 지난 2 분기 인수가 완료된 말레이시아 폴리실리콘 설비의 물량 효과도 감안해야 함. 동사의 화학사업부는 이익 강세의 가장 큰 요인일 것으로 판단함. TDI 와 벤젠(9 월 허리케인 Harvey 효과) 모두 좋은 시황을 유지하고 있음

## 태양광 시황 회복이 관건

금번 분기의 이익에서는 화학의 효과가 클 것으로 예상하지만, 결국 동사의 실적과 주가에 있어서 최대중요요인은 역시 태양광임. 폴리실리콘 가격이 미국의 보호무역 이슈로 급반등을 했지만, 그것보다는 구조적인 수급개선 효과가 필요함. 여전히 공급과잉이라는 큰 틀은 벗어나지 못한 것으로 판단함. 다만 메이저 업체들 위주로 폴리실리콘 사업은 재편이 빠르게 진행되었고, 동사 역시 말레이시아 설비를 인수하는 등 외형확장에서 뒤쳐지지 않았기에 차후 이익개선 여지는 충분히 기대해볼 수 있음

## 목표주가 100,000 원 → 120,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

말레이시아 설비진입에 따른 증익효과 반영하여 목표주가 상향함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2,420.5	2,301.5	2,739.4	3,311.0	2,767.3	2,177.5
yoY	%	(18.1)	(4.9)	19.0	20.9	(16.4)	(21.3)
영업이익	십억원	(76.0)	(144.6)	121.4	213.5	268.8	411.9
yoY	%	적지	적지	흑전	76.0	25.9	53.2
EBITDA	십억원	450.2	219.3	427.2	503.3	547.8	473.5
세전이익	십억원	(57.2)	(303.1)	(195.1)	226.1	248.9	418.6
순이익(지배주주)	십억원	(19.9)	100.3	242.1	187.8	195.5	328.8
영업이익률%	%	(3.1)	(6.3)	4.4	6.4	9.7	18.9
EBITDA%	%	18.6	9.5	15.6	15.2	19.8	21.7
순이익률	%	(0.8)	4.4	8.8	5.7	7.1	15.1
EPS	원	(835)	4,206	10,151	7,875	8,197	13,786
PER	배	(94.1)	17.8	7.8	13.5	13.0	7.7
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	9.0	17.8	8.5	6.4	4.8	4.8
ROE	%	(0.7)	3.5	7.9	5.7	5.7	8.9
순차입금	십억원	2,170	2,123	1,749	684	108	(287)
부채비율	%	127.9	125.1	91.4	80.3	75.8	67.7

## 3Q17 preview

	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17A	3Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위 % 십억원) 차이(a/b)
매출액	535.5	650.5	1,138.4	699.4	756.9	41.4	8.2	779.4	(2.9)
영업이익	2.3	(1.9)	69.4	31.4	72.4	3,097.1	130.6	39.7	82.6
세전이익	(150.5)	(92.4)	54.2	90.5	56.2	(137.4)	(37.9)	28.3	98.6
지배순이익	(96.6)	(50.3)	34.0	90.0	44.2	(145.7)	(50.9)	19.2	129.9
영업이익률	0.4	(0.3)	6.1	4.5	9.6	9.1	5.1	5.1	4.5
세전이익률	(28.1)	(14.2)	4.8	12.9	7.4	35.5	(5.5)	3.6	3.8
지배주주순이익률	(18.0)	(7.7)	3.0	12.9	5.8	23.9	(7.0)	2.5	3.4

자료: SK 증권 Fnguide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목		2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
ROE(지배주주지분)	6.4%	ROE(지배주주지분)	7.9%	4.8%	7.9%	8.3%
Terminal Growth	2.0%	weight	0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.4%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
<b>Target P/B</b>	<b>0.88</b>					
3Q18E EPS(지배주주지분)	136,698					
<b>Target Price</b>	<b>120,872</b>					

자료: OCI, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2016	3Q18E	3Q19E	3Q20E	3Q21E
EPS(지배주주지분)	4,206	6,931	12,327	14,120	14,563
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	10,211				
4Q17E EPS		6,931			
4Q18E EPS		12,327			

Multiple	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0	18.0
TP by weighted EPS	91,898	102,109	112,320	122,531	132,742	142,952	153,163	163,374	173,585	183,796
TP by 3Q17E EPS	62,375	69,306	76,237	83,167	90,098	97,028	103,959	110,889	117,820	124,751
TP by 3Q18E EPS	110,943	123,270	135,597	147,924	160,251	172,578	184,905	197,232	209,559	221,886

자료: OCI, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

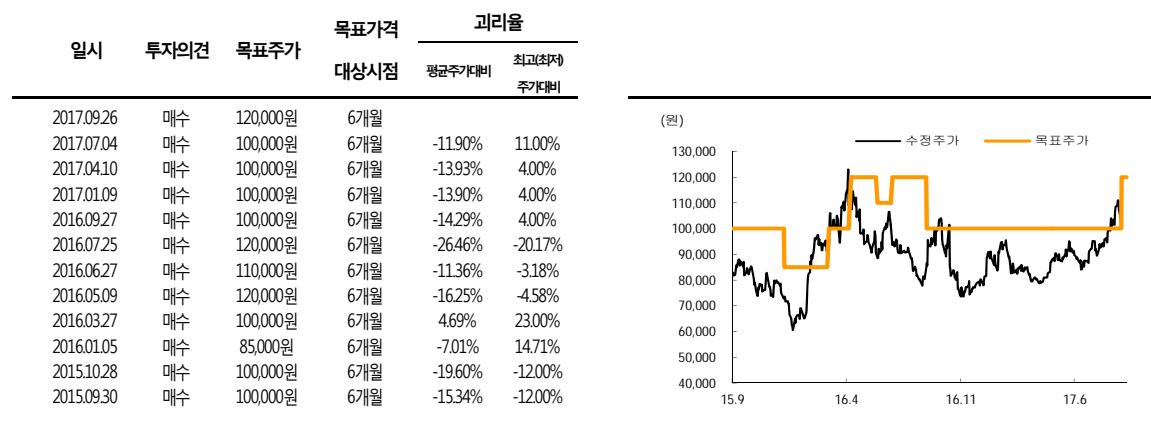
	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	2,739.4	2,954.6	2,439.3	2,739.4	3,311.0	2,767.3	0.0%	12.1%	13.4%
YoY %	19.0%	7.9%	-17.4%	19.0%	20.9%	-16.4%			
영업이익	121.4	211.9	229.3	121.4	213.5	268.8	0.0%	0.8%	17.2%
YoY %	흑전	74.6%	8.2%	흑전	76.0%	25.9%			
EBITDA	427.2	452.9	424.6	427.2	503.3	547.8	0.0%	11.1%	29.0%
YoY %	94.8%	6.0%	-6.2%	94.8%	17.8%	8.8%			
순이익	242.1	135.5	164.6	242.1	187.8	195.5	0.0%	38.6%	18.7%
YoY %	141.4%	-44.0%	21.5%	141.4%	-22.4%	4.1%			

자료: OCI, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E
매출액	589.0	615.0	610.6	595.4	756.9	716.2	707.5	685.1	28.5%	16.5%	15.9%	15.1%
YoY %	10.0%	-5.5%	-46.4%	-2.8%	41.4%	10.1%	-37.9%	-20%				
QoQ %	-3.8%	4.4%	-0.7%	-2.5%	8.2%	-5.4%	-1.2%	-3.2%				
영업이익	60.0	47.1	62.3	42.8	72.4	40.3	82.6	59.3	20.6%	-14.5%	32.5%	38.5%
YoY %	2551.6%	흑전	-10.3%	21.4%	3097.1%	흑전	18.9%	89.0%				
QoQ %	70.2%	-21.5%	32.3%	-31.2%	130.6%	-44.3%	104.9%	-28.1%				
EBITDA	108.9	95.9	111.1	91.7	142.2	110.1	152.3	129.1	30.6%	14.7%	37.0%	40.8%
YoY %	39.3%	30.9%	-22.7%	-12.1%	81.9%	50.1%	5.9%	20.3%				
QoQ %	4.4%	-11.9%	15.9%	-17.5%	32.5%	-22.6%	38.4%	-15.2%				
순이익	43.4	33.8	45.2	29.6	44.2	19.7	58.5	42.5	1.7%	-41.7%	29.6%	43.6%
YoY %	흑전	흑전	32.9%	22.2%	흑전	흑전	72.2%	-52.7%				
QoQ %	79.5%	-22.2%	33.6%	-34.5%	-50.9%	-55.4%	197.2%	-27.4%				

자료: OCI, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 9월 26일 기준)

매수	90.63%	중립	9.38%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	2,400	1,981	1,975	2,318	2,534
현금및현금성자산	477	339	750	1,327	1,722
매출채권및기타채권	562	578	562	428	342
재고자산	517	790	513	415	335
<b>비유동자산</b>	4,899	4,267	4,167	3,999	4,024
장기금융자산	69	50	29	29	29
유형자산	4,259	3,463	3,397	3,228	3,254
무형자산	47	34	45	45	45
<b>자산총계</b>	7,299	6,249	6,142	6,317	6,558
<b>유동부채</b>	1,585	1,438	1,146	1,135	1,058
단기금융부채	630	1,051	629	629	629
매입채무 및 기타채무	566	302	411	400	322
단기충당부채	6	0	21	21	21
<b>비유동부채</b>	2,471	1,546	1,589	1,589	1,589
장기금융부채	2,000	1,204	1,260	1,260	1,260
장기매입채무 및 기타채무	24	11	8	8	8
장기충당부채	9	10	10	10	10
<b>부채총계</b>	4,057	2,984	2,736	2,725	2,647
<b>지배주주지분</b>	2,955	3,196	3,338	3,524	3,843
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	797	786	786	786	786
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,014	2,257	2,425	2,611	2,930
<b>비자매주주지분</b>	287	69	68	68	68
<b>자본총계</b>	3,242	3,265	3,406	3,592	3,911
<b>부채와자본총계</b>	7,299	6,249	6,142	6,317	6,558

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	21	408	749	725	547
당기순이익(순실)	182	219	189	195	329
비현금성항목등	283	239	297	302	85
유형자산감가상각비	364	306	290	279	62
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	81	67	(7)	(23)	(23)
운전자본감소(증가)	(324)	18	287	227	134
매출채권및기타채권의 감소증가)	114	(23)	13	133	81
재고자산감소(증가)	36	(273)	277	98	81
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	(11)	15	(6)	(4)	(28)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	81	0	20	2	2
<b>투자활동현금흐름</b>	(197)	(139)	47	(111)	(87)
금융자산감소(증가)	(15)	(108)	68	0	0
유형자산감소(증가)	(865)	(441)	(132)	(111)	(87)
무형자산감소(증가)	(8)	(2)	(1)	0	0
기타	692	412	113	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	168	(404)	(354)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(259)	(510)	(476)	0	0
장기금융부채증가(감소)	460	113	141	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	58	5	19	10	10
기타	(41)	(5)	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(41)	(138)	411	577	395
<b>기초현금</b>	518	477	339	750	1,327
<b>기말현금</b>	477	339	750	1,327	1,722
<b>FCF</b>	(1,095)	(304)	1,158	602	399

자료 : OCI, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	2,302	2,739	3,311	2,767	2,178
<b>매출원가</b>	2,216	2,409	2,871	2,282	1,595
<b>매출총이익</b>	86	330	440	486	583
매출총이익률 (%)	3.7	12.0	13.3	17.6	26.8
<b>판매비와관리비</b>	230	209	226	217	171
영업이익	(145)	121	214	269	412
영업이익률 (%)	(6.3)	4.4	6.4	9.7	18.9
비영업순익	(158)	(316)	13	(20)	7
<b>순금융비용</b>	23	45	44	71	98
외환관련손익	9	11	(27)	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	29	3	9	0	0
세전계속사업이익	(303)	(195)	226	249	419
세전계속사업이익률 (%)	(13.2)	(7.1)	6.8	9.0	19.2
계속사업법인세	(64)	(218)	37	54	90
<b>계속사업이익</b>	(239)	23	189	195	329
중단사업이익	421	197	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	182	219	189	195	329
<b>순이익률 (%)</b>	7.9	8.0	5.7	7.1	15.1
<b>지배주주</b>	100	242	188	195	329
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	44	8.8	5.7	7.1	15.1
<b>비지배주주</b>	82	(23)	2	(0)	(0)
<b>총포괄이익</b>	252	227	163	195	329
<b>지배주주</b>	167	249	164	195	329
<b>비지배주주</b>	85	(22)	(1)	(0)	(0)
EBITDA	219	427	503	548	473

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(4.9)	19.0	20.9	(16.4)	(21.3)
영업이익	적자	흑전	76.0	25.9	53.2
세전계속사업이익	적자	적자	흑전	10.1	68.2
EBITDA	(51.3)	94.8	17.8	8.8	(13.6)
EPS(계속사업)	흑전	141.4	(22.4)	4.1	68.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	3.5	7.9	5.7	5.7	8.9
ROA	2.5	3.2	3.1	3.1	5.1
EBITDA/마진	9.5	15.6	15.2	19.8	21.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	151.4	137.8	172.3	204.2	239.6
부채비율	125.1	91.4	80.3	75.8	67.7
순자본/자기자본	65.5	53.6	20.1	3.0	(7.3)
EBITDA/이자비용(배)	(0.4)	1.0	0.2	0.1	(0.1)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,206	10,151	7,875	8,197	13,786
BPS	109,042	125,056	130,597	138,389	151,767
CFPS	10,475	12,233	19,082	20,547	16,139
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	17.8	7.8	13.5	13.0	7.7
PER(최저)	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7
PBR(최고)	7.2	6.4	5.6	5.2	6.6
PBR(최저)	17.8	8.5	6.4	4.8	4.8