

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	3,744 십억원
주요주주	

외국인지분률	31.00%
배당수익률	12.0%

Stock Data

주가(18/04/01)	157,000 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	186,500 원
52주 최저가	78,700 원
60일 평균 거래대금	60 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.6%	-5.3%
6개월	53.2%	49.9%
12개월	86.9%	65.4%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 180,000 원(유지))

실적보다 눈에 들어오는 건 폴리실리콘 가격

1Q18 영업이익은 1,127 억원으로 추정되어 컨센서스를 +9.5% 상회할 것으로 판단함. 태양광과 석탄화학 모두 양호한 상황을 유지한 결과물임. 다만 주가에 있어서 최대 관건은 역시 폴리실리콘 가격임. SK 증권 리서치센터는 지난 해 이후 폴리실리콘의 모듈 대비 상대적 강세 상황을 판단하기에 강세 여건은 당분간 조성되었다고 판단함. 다만 \$18/kg 이상에서는 모듈의 원가 부담이 발생할 수 있기 때문에 수급여건에 대한 체크 필요함

1Q18 영업이익 1,127 억원(QoQ +7.4% / YoY 흑전) 추정

3/30 기준 컨센서스 1,029 억원 대비 +9.5% 상회하는 수치임. 전분기의 이익강세가 계속 이어지고 있는 셈인데, 태양광 시장의 회복세와 석탄화학의 여전한 강세가 주목할 요인임. 폴리실리콘 가격은 4Q \$16.9/kg 대비 1Q \$16.3/kg(PVinsights 기준)으로 큰 변동이 없었음. 다만 전체적으로 가격은 1, 2, 3 월 연달아 하락세를 이어갔는데, 통상적인 contract price 의 lagging 효과를 감안한다면 1 분기에서는 가격하락 효과가 크게 보이지 않을 것으로 예상함. 석탄화학 역시 TDI 를 중심으로 양호한 실적이 예상됨

폴리실리콘 가격의 상승여부가 최대 관건

동사의 주가 모멘텀에 있어서 중요한 사업부는 역시 폴리실리콘임. 최근까지도 폴리실리콘 가격과 동사의 주가 동행성이 높게 나타난다는 것에서도 그 원인을 찾을 수 있음. 태양광 내에서도 폴리실리콘의 시황이 모듈 대비 강세에 진입한 것은 작년부턴도 fundamentally 해석되는 부분임(1/15 Energy Snapshot “2018 년도 태양광 내 매력은 발 전 < 폴리실리콘” 참고). 다만 \$18/kg 수준의 가격은 \$0.3/watt 수준의 모듈 원가에 약 30% 가량 육박하는 수준임. 과거에도 이 정도 레벨에서는 폴리실리콘의 원가부담이 부각된 바 있음. 수급여건과 과거 고점 대비 상승여력은 잔존하기에 아직 모멘텀은 남아있지만, 지속적으로 체크해야 할 부분임

목표주가 180,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 매수 의견 그대로 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,301.5	2,736.7	3,631.6	3,341.3	2,946.6	2,769.1
yoy	%	(4.9)	18.9	32.7	(8.0)	(11.8)	(6.0)
영업이익	십억원	(144.6)	132.5	284.4	363.4	456.7	533.8
yoy	%	적지	흑전	114.7	27.8	25.7	16.9
EBITDA	십억원	219.3	438.4	589.6	655.2	613.3	623.0
세전이익	십억원	(303.1)	(103.5)	279.7	367.7	465.2	526.5
순이익(지배주주)	십억원	100.3	242.1	234.9	270.8	342.5	387.6
영업이익률%	%	(6.3)	4.8	7.8	10.9	15.5	19.3
EBITDA%	%	9.5	16.0	16.2	19.6	20.8	22.5
순이익률%	%	4.4	8.8	6.5	8.1	11.6	14.0
EPS	원	4,206	10,151	9,849	11,353	14,361	16,253
PER	배	17.8	7.8	13.8	13.8	10.9	9.7
PBR	배	0.7	0.6	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	17.8	8.3	7.0	6.5	6.2	5.4
ROE	%	3.5	7.9	7.2	7.8	9.0	9.4
순차입금	십억원	2,123	1,749	883	531	55	(363)
부채비율	%	125.1	91.4	77.9	71.9	65.1	59.2

1Q18 preview

(단위: % 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	1,138.4	699.4	941.9	851.9	817.5	(28.2)	(4.0)	863.3	(5.3)
영업이익	69.4	31.4	78.7	105.0	112.7	62.3	7.4	102.9	9.5
세전이익	54.2	90.5	60.1	74.8	112.7	107.8	50.7	90.7	24.3
지배순이익	34.0	90.0	42.3	68.6	83.0	144.1	20.9	71.0	16.8
영업이익률	6.1	4.5	8.4	12.3	13.8	7.7	1.5	11.9	1.9
세전이익률	4.8	12.9	6.4	8.8	13.8	9.0	5.0	10.5	3.3
지배주주순이익률	3.0	12.9	4.5	8.1	10.2	7.2	2.1	8.2	1.9

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	8.0%	7.2%	7.5%	8.9%	8.7%	7.5%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	8.0%				
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.20					
1Q19E BPS(지배주주지분)	149,729					
Target Price	180,378					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	4,206	11,554	14,974	15,845	14,725
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	13,413				
2Q19E EPS	11,554				
2Q20E EPS	14,974				

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	120,720	134,133	147,546	160,960	174,373	187,786	201,199	214,613	228,026	241,439
TP by 2Q19E EPS	103,988	115,542	127,096	138,650	150,205	161,759	173,313	184,867	196,421	207,976
TP by 2Q20E EPS	134,762	149,735	164,709	179,682	194,656	209,629	224,603	239,576	254,550	269,523

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	3,786.6	3,819.0	3,536.2	3,631.6	3,341.3	2,946.6	-4.1%	-12.5%	-16.7%
YoY %	38.4%	0.9%	-7.4%	32.7%	-8.0%	-11.8%			
영업이익	278.1	317.5	426.2	284.4	363.4	456.7	2.3%	14.5%	7.2%
YoY %	109.9%	14.2%	34.3%	114.7%	27.8%	25.7%			
EBITDA	579.5	609.3	500.6	589.6	655.2	613.3	1.7%	7.5%	22.5%
YoY %	32.2%	5.1%	-17.8%	34.5%	11.1%	-6.4%			
순이익	232.5	253.8	334.5	234.9	270.8	342.5	1.0%	6.7%	24%
YoY %	-4.0%	9.2%	31.8%	-3.0%	15.3%	26.5%			

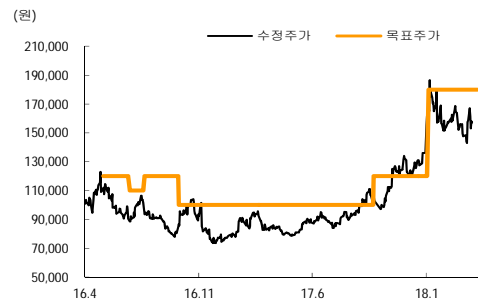
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	992.5	969.2	916.7	940.6	817.5	836.4	854.3	833.1	-17.6%	-13.7%	-6.8%	-11.4%
YoY %	-12.8%	38.6%	-2.7%	-6.6%	-28.2%	19.6%	-9.3%	-2.2%				
QoQ %	-1.4%	-2.3%	-5.4%	2.6%	-4.0%	2.3%	2.1%	-2.5%				
영업이익	108.8	84.8	54.3	69.6	112.7	89.4	91.4	70.0	3.5%	5.4%	68.4%	0.5%
YoY %	56.7%	170.0%	-31.0%	-29.4%	62.3%	184.7%	16.2%	-33.3%				
QoQ %	10.4%	-22.1%	-36.0%	28.3%	7.4%	-20.7%	2.3%	-23.5%				
EBITDA	181.8	157.7	127.2	142.6	185.6	162.3	164.3	142.9	2.1%	2.9%	29.2%	0.2%
YoY %	26.4%	47.0%	-18.9%	-16.9%	29.0%	51.3%	4.8%	-21.3%				
QoQ %	6.0%	-13.2%	-19.3%	12.1%	2.2%	-12.6%	1.3%	-13.0%				
순이익	87.5	66.3	43.3	56.7	83.0	65.5	68.5	53.8	-5.2%	-1.3%	58.0%	-5.0%
YoY %	157.5%	-26.3%	2.4%	-14.5%	144.1%	-27.2%	61.8%	-21.6%				
QoQ %	32.1%	-24.3%	-34.6%	30.7%	20.9%	-21.1%	4.6%	-21.4%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	180,000원	6개월		
2018.01.08	매수	180,000원	6개월	-11.07%	3.61%
2017.09.27	매수	120,000원	6개월	1.05%	34.58%
2017.07.04	매수	100,000원	6개월	-11.83%	11.00%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-13.93%	4.00%
2017.01.09	매수	100,000원	6개월	-13.90%	4.00%
2016.09.27	매수	100,000원	6개월	-14.29%	4.00%
2016.07.25	매수	120,000원	6개월	-26.46%	-20.17%
2016.06.27	매수	110,000원	6개월	-11.36%	-3.18%
2016.05.09	매수	120,000원	6개월	-16.25%	-4.58%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 2일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,981	2,098	2,558	2,896	3,240
현금및현금성자산	339	914	1,267	1,742	2,161
매출채권및기타채권	578	532	517	454	420
재고자산	790	358	484	426	395
비유동자산	4,267	3,979	3,788	3,720	3,714
장기금융자산	50	15	15	15	15
유형자산	3,463	3,291	3,099	3,031	3,025
무형자산	34	43	43	43	43
자산총계	6,249	6,078	6,346	6,616	6,953
유동부채	1,438	1,214	1,206	1,162	1,138
단기금융부채	1,051	755	755	755	755
매입채무 및 기타채무	302	379	371	327	303
단기충당부채	0	6	6	6	6
비유동부채	1,546	1,448	1,448	1,448	1,448
장기금융부채	1,204	1,163	1,163	1,163	1,163
장기매입채무 및 기타채무	11	7	7	7	7
장기충당부채	10	9	9	9	9
부채총계	2,984	2,662	2,654	2,610	2,586
지배주주지분	3,196	3,352	3,629	3,943	4,304
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	786	786	786
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,257	2,477	2,716	3,030	3,391
비지배주주지분	69	63	63	63	63
자본총계	3,265	3,416	3,692	4,006	4,368
부채외자본총계	6,249	6,078	6,346	6,616	6,953

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	408	480	483	636	571
당기순이익(손실)	219	233	285	361	408
비현금성항목등	239	354	312	177	110
유형자산감가상각비	306	305	292	157	89
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	67	(49)	(21)	(21)	(21)
운전자본감소(증가)	18	(49)	(114)	98	53
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(23)	50	15	59	32
재고자산감소(증가)	(273)	432	(125)	58	31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	9	(4)	(19)	(10)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	37	(4)	(4)	(4)
투자활동현금흐름	(139)	416	(100)	(88)	(83)
금융자산감소(증가)	(108)	51	0	0	0
유형자산감소(증가)	(441)	334	(100)	(88)	(83)
무형자산감소(증가)	(2)	(5)	0	0	0
기타	412	35	0	0	0
재무활동현금흐름	(404)	(295)	(47)	(47)	(47)
단기금융부채증가(감소)	(510)	(658)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	113	372	0	0	0
자본의증가(감소)	0	447	0	0	0
배당금의 지급	5	10	47	47	47
기타	(5)	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(138)	575	353	476	418
기초현금	477	339	914	1,267	1,742
기말현금	339	914	1,267	1,742	2,161
FCF	(437)	924	358	516	471

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,737	3,632	3,341	2,947	2,769
매출원가	2,397	3,133	2,754	2,292	2,050
매출총이익	340	498	587	654	719
매출총이익률 (%)	12.4	13.7	17.6	22.2	26.0
판매비와관리비	207	214	224	198	186
영업이익	133	284	363	457	534
영업이익률 (%)	4.8	7.8	10.9	15.5	19.3
비영업손익	(236)	(5)	4	8	(7)
순금융비용	45	57	93	97	81
외환관련손익	12	(32)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	8	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	(103)	280	368	465	526
세전계속사업이익률 (%)	(3.8)	7.7	11.0	15.8	19.0
계속사업법인세	(218)	36	83	105	118
계속사업이익	114	244	285	361	408
중단사업이익	105	(11)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	219	233	285	361	408
순이익률 (%)	8.0	6.4	8.5	12.2	14.7
지배주주	242	235	271	343	388
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	6.5	8.1	11.6	14.0
비지배주주	(23)	(2)	14	18	20
총포괄이익	227	161	285	361	408
지배주주	249	166	271	343	388
비지배주주	(22)	(6)	14	18	20
EBITDA	438	590	655	613	623

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.9	32.7	(8.0)	(11.8)	(6.0)
영업이익	흑전	114.7	27.8	25.7	16.9
세전계속사업이익	적지	흑전	31.5	26.5	13.2
EBITDA	99.9	34.5	11.1	(6.4)	1.6
EPS(계속사업)	141.4	(3.0)	15.3	26.5	13.2
수익성 (%)					
ROE	7.9	7.2	7.8	9.0	9.4
ROA	3.2	3.8	4.6	5.6	6.0
EBITDA마진	16.0	16.2	19.6	20.8	22.5
안정성 (%)					
유동비율	137.8	172.8	212.1	249.2	284.7
부채비율	91.4	77.9	71.9	65.1	59.2
순차입금/자기자본	53.6	25.9	14.4	1.4	(8.3)
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.3	0.1	(0.1)	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,151	9,849	11,353	14,361	16,253
BPS	125,056	134,266	145,854	159,021	174,180
CFPS	6,689	23,183	24,044	21,405	21,088
주당 현금배당금	400	1,950	1,950	1,950	1,950
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.8	13.8	13.8	10.9	9.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	1.0	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	11.8	5.9	6.5	7.3	7.4
EV/EBITDA(최고)	8.3	7.0	6.5	6.2	5.4
EV/EBITDA(최저)					