

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	2,287 십억원
주요주주	
이화영(외37)	25.20%
국민연금공단	8.10%
외국인지분율	26.70%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(18/07/06)	95,900 원
KOSPI	2272.87 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	186,500 원
52주 최저가	84,000 원
60일 평균 거래대금	37 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.4%	-14.1%
6개월	-40.6%	-34.8%
12개월	8.7%	14.2%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(하향))

2Q18 Preview: 2 분기보다 3 분기 실적이 부담

2Q18 영업이익 654 억원으로 추정하여 시장 컨센서스에 미치지 못할 것으로 판단함. 폴리실리콘 가격이 약세 국면을 보였고, 화학도 정기보수로 인한 물량감소가 있기 때문에 실적하락은 불가피함. 다만 우려감은 3 분기가 더 큼. 6 월 이후 폴리실리콘 가격이 급락 하면서 현재 PVinsights 기준으로는 집계 이후 최저치가 시현되었고, TDI/벤젠 등 화학의 가격하락폭도 크기 때문임. 최근 주가급락으로 반등매력 있지만 폭은 제한적일 것임

2Q18 영업이익 654 억원(QoQ -38.5% / YoY +117.3%) 추정

7/6 기준 시장 컨센서스 775 억원 대비 -15.7% 하회하는, 기대치에 미치지 못하는 실적수준 예상함. 폴리실리콘은 생각보다 큰 약세는 아닐 것으로 판단함. 중국 관련 이슈로 인해 폴리실리콘 가격이 5 월 말부터 급락을 했고, 때문에 평균가격 측면에서는 1Q \$16.3/kg → \$14.3/kg 으로 약세가 시현되었음. 다만 통상적인 가격의 이연 효과 감안 시 직접적인 부담은 다음 분기에서 나타날 것으로 판단됨. 오히려 화학사업부의 정기보수로 인해 물량감소 효과가 나타나는 것이 실적약세에 더 큰 부담이 될 것임

부각되는 태양광 risk

PVinsights 기준 폴리실리콘 가격은 7 월 4 일 \$11.16/kg 으로 공개되어 집계 이후 최저치를 시현하였음. 최근 급락이유로는 위안화 약세와 태양광 수요부진이 꼽히고 있음. 태양광 수요는 통상 연말에서 상승하기 때문에 다시 회복할 부분으로 판단되지만, 미중분쟁에 따른 환율리스크와 하반기부터 집중되는 GCL 의 증설물량은 부담요소가 될 수밖에 없음. 특히 급락한 가격은 3 분기 실적에 반영이 될 것이라는 부분도 감안해야 함

목표주가 180,000 원 → 140,000 원 하향 / 투자이견 매수 유지

예상치 못한 폴리실리콘 가격급락으로 2018 년 영업이익 추정치를 기존대비 -18.4% 하향조정하며, 이를 감안해 목표주기도 하향함. 단기적인 주가급락이 컸기 때문에 반등여력은 충분한 것으로 판단함. 다만 사상 최저인 현재 폴리실리콘 가격과 3 분기 실적부담은 그 폭을 제한할 수밖에 없을 것임. 참고로 화학사업부 주력 아이템인 TDI(1Q \$5,761/t → 2Q \$4,454/t)와 벤젠(\$906/t → \$842/t)의 가격도 최근 하락한 상황임

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	2,301.5	2,736.7	3,631.6	3,243.7	3,244.1	3,047.4
yoy	%	(4.9)	18.9	32.7	(10.7)	0.0	(6.1)
영업이익	십억원	(144.6)	132.5	284.4	296.6	449.2	485.1
yoy	%	적지	흑전	114.7	4.3	51.5	8.0
EBITDA	십억원	219.3	438.4	589.6	585.9	602.5	564.6
세전이익	십억원	(303.1)	(103.5)	279.7	251.9	401.7	443.4
순이익(지배주주)	십억원	100.3	242.1	234.9	194.8	313.6	346.1
영업이익률%	%	(6.3)	4.8	7.8	9.1	13.8	15.9
EBITDA%	%	9.5	16.0	16.2	18.1	18.6	18.5
순이익률	%	4.4	8.8	6.5	6.0	9.7	11.4
EPS	원	4,206	10,151	9,849	8,168	13,150	14,513
PER	배	17.8	7.8	13.8	11.7	7.3	6.6
PBR	배	0.7	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	17.8	8.3	7.0	5.1	4.5	4.3
ROE	%	3.5	7.9	7.2	5.7	8.6	8.8
순차입금	십억원	2,123	1,749	883	695	437	145
부채비율	%	125.1	91.4	77.9	72.6	67.5	62.0

2Q18 preview

(단위: % 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	699.5	941.9	851.9	857.0	817.2	16.8	(4.6)	844.3	(3.2)
영업이익	30.1	78.7	105.0	106.3	65.4	117.3	(38.5)	77.5	(15.7)
세전이익	98.6	60.1	74.8	96.0	53.4	(45.8)	(44.4)	74.4	(28.2)
지배순이익	90.0	42.3	68.6	73.1	41.7	(53.6)	(42.9)	55.7	(25.2)
영업이익률	4.3	8.4	12.3	12.4	8.0	3.7	(4.4)	9.2	(1.2)
세전이익률	14.1	6.4	8.8	11.2	6.5	(7.6)	(4.7)	8.8	(2.3)
지배주주순이익률	12.9	4.5	8.1	8.5	5.1	(7.8)	(3.4)	6.6	(1.5)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	7.4%	7.2%	6.7%	8.6%	7.7%	6.8%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE 7.4%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.08					
1Q19E BPS(지배주주지분)	133,603					
Target Price	144,584					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	4,206	10,128	14,072	13,591	12,679
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	11,865				
2Q19E EPS	10,128				
2Q20E EPS	14,072				

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	106,781	118,646	130,510	142,375	154,239	166,104	177,969	189,833	201,698	213,562
TP by 2Q19E EPS	91,152	101,279	111,407	121,535	131,663	141,791	151,919	162,047	172,175	182,303
TP by 2Q20E EPS	126,648	140,720	154,792	168,864	182,936	197,009	211,081	225,153	239,225	253,297

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	3,631.6	3,341.3	2,946.6	3,631.6	3,243.7	3,244.1	0.0%	-2.9%	10.1%
YoY %	32.7%	-8.0%	-11.8%	32.7%	-10.7%	0.0%			
영업이익	284.4	363.4	456.7	284.4	296.6	449.2	0.0%	-18.4%	-1.6%
YoY %	114.7%	27.8%	25.7%	114.7%	4.3%	51.5%			
EBITDA	589.6	655.2	613.3	589.6	585.9	602.5	0.0%	-10.6%	-1.8%
YoY %	34.5%	11.1%	-6.4%	34.5%	-0.6%	2.8%			
순이익	234.9	270.8	342.5	234.9	194.8	313.6	0.0%	-28.1%	-8.4%
YoY %	-3.0%	15.3%	26.5%	-3.0%	-17.1%	61.0%			

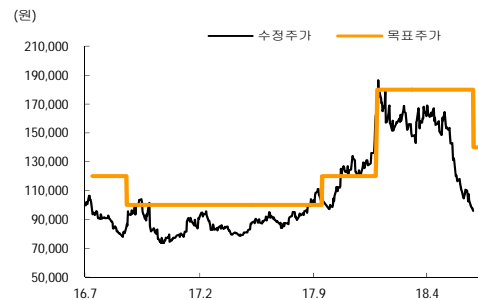
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q19E
매출액	836.4	854.3	833.1	764.0	817.2	762.6	806.9	841.1	-2.3%	-10.7%	-3.1%	10.1%
YoY %	19.6%	-9.3%	-2.2%	-6.5%	16.8%	-19.0%	-5.3%	-1.9%				
QoQ %	2.3%	2.1%	-2.5%	-8.3%	-4.6%	-6.7%	5.8%	4.2%				
영업이익	89.4	91.4	70.0	119.8	65.4	67.2	57.6	117.9	-26.8%	-26.4%	-17.6%	-1.5%
YoY %	197.0%	16.2%	-33.3%	6.3%	117.3%	-14.5%	-45.1%	10.9%				
QoQ %	-20.7%	2.3%	-23.5%	71.2%	-38.5%	2.8%	-14.3%	104.7%				
EBITDA	162.3	164.3	142.9	161.6	136.2	138.0	128.4	159.2	-16.1%	-16.0%	-10.1%	-1.5%
YoY %	53.1%	4.8%	-21.3%	-12.9%	28.5%	-12.0%	-29.3%	-13.1%				
QoQ %	-12.6%	1.3%	-13.0%	13.1%	-25.7%	1.4%	-7.0%	24.0%				
순이익	65.5	68.5	53.8	87.8	41.7	43.8	36.2	82.3	-36.3%	-36.0%	-32.8%	-6.3%
YoY %	-27.2%	61.8%	-21.6%	5.8%	-53.6%	3.6%	-47.3%	12.6%				
QoQ %	-21.1%	4.6%	-21.4%	63.1%	-42.9%	5.1%	-17.5%	127.4%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.07.09	매수	140,000원	6개월		
2018.04.02	매수	180,000원	6개월	-17.31%	3.61%
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%



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 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 7 월 9 일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,981	2,098	2,270	2,531	2,736
현금및현금성자산	339	914	1,029	1,288	1,580
매출채권및기타채권	578	532	546	547	506
재고자산	790	358	471	471	436
비유동자산	4,267	3,979	3,871	3,880	3,953
장기금융자산	50	15	19	19	19
유형자산	3,463	3,291	3,175	3,184	3,257
무형자산	34	43	44	44	44
자산총계	6,249	6,078	6,142	6,411	6,689
유동부채	1,438	1,214	1,304	1,305	1,281
단기금융부채	1,051	755	833	833	833
매입채무 및 기타채무	302	379	318	318	295
단기충당부채	0	6	1	1	1
비유동부채	1,546	1,448	1,279	1,279	1,279
장기금융부채	1,204	1,163	943	943	943
장기매입채무 및 기타채무	11	7	6	6	6
장기충당부채	10	9	9	9	9
부채총계	2,984	2,662	2,583	2,584	2,560
지배주주지분	3,196	3,352	3,492	3,761	4,063
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	2,580	2,848	3,150
비지배주주지분	69	63	66	66	66
자본총계	3,265	3,416	3,558	3,827	4,129
부채외자본총계	6,249	6,078	6,142	6,411	6,689

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	408	480	484	582	605
당기순이익(손실)	219	233	196	315	348
비현금성항목등	239	354	424	268	194
유형자산감가상각비	306	305	289	153	79
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	67	(49)	(135)	(115)	(115)
운전자본감소(증가)	18	(49)	(121)	(1)	63
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(23)	50	(17)	(1)	39
재고자산감소(증가)	(273)	432	(112)	(1)	35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	9	(7)	0	(12)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	0	37	91	91	91
투자활동현금흐름	(139)	416	(122)	(162)	(152)
금융자산감소(증가)	(108)	51	63	0	0
유형자산감소(증가)	(441)	334	(186)	(162)	(152)
무형자산감소(증가)	(2)	(5)	(0)	0	0
기타	412	35	0	0	0
재무활동현금흐름	(404)	(295)	(187)	(47)	(47)
단기금융부채증가(감소)	(510)	(658)	(141)	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	6	0	0
현금의 증가(감소)	(138)	575	115	259	292
기초현금	477	339	914	1,029	1,288
기말현금	339	914	1,029	1,288	1,580
FCF	(437)	924	220	342	371

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	2,737	3,632	3,244	3,244	3,047
매출원가	2,397	3,133	2,763	2,610	2,389
매출총이익	340	498	481	634	659
매출총이익률 (%)	12.4	13.7	14.8	19.5	21.6
판매비와관리비	207	214	185	185	173
영업이익	133	284	297	449	485
영업이익률 (%)	4.8	7.8	9.1	13.8	15.9
비영업손익	(236)	(5)	(45)	(48)	(42)
순금융비용	45	57	25	24	30
외환관련손익	12	(32)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	3	8	1	1	1
세전계속사업이익	(103)	280	252	402	443
세전계속사업이익률 (%)	(3.8)	7.7	7.8	12.4	14.5
계속사업법인세	(218)	36	56	86	95
계속사업이익	114	244	196	315	348
중단사업이익	105	(11)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	219	233	196	315	348
순이익률 (%)	8.0	6.4	6.0	9.7	11.4
지배주주	242	235	195	314	346
지배주주귀속 순이익률(%)	8.8	6.5	6.0	9.7	11.4
비지배주주	(23)	(2)	1	2	2
총포괄이익	227	161	215	315	348
지배주주	249	166	212	314	346
비지배주주	(22)	(6)	3	2	2
EBITDA	438	590	586	602	565

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.9	32.7	(10.7)	0.0	(6.1)
영업이익	흑전	114.7	4.3	51.5	8.0
세전계속사업이익	적지	흑전	(9.9)	59.5	10.4
EBITDA	99.9	34.5	(0.6)	2.8	(6.3)
EPS(계속사업)	141.4	(3.0)	(17.1)	61.0	10.4
수익성 (%)					
ROE	7.9	7.2	5.7	8.6	8.8
ROA	3.2	3.8	3.2	5.0	5.3
EBITDA마진	16.0	16.2	18.1	18.6	18.5
안정성 (%)					
유동비율	137.8	172.8	174.0	193.9	213.5
부채비율	91.4	77.9	72.6	67.5	62.0
순차입금/자기자본	53.6	25.9	19.5	11.4	3.5
EBITDA/이자비용(배)	1.0	0.3	(0.0)	0.0	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,151	9,849	8,168	13,150	14,513
BPS	125,056	134,266	126,793	138,065	150,708
CFPS	6,689	23,183	21,795	21,212	19,300
주당 현금배당금	400	1,950	1,950	1,950	1,950
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.8	13.8	11.7	7.3	6.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	11.8	5.9	4.4	4.5	5.0
EV/EBITDA(최고)	8.3	7.0	5.1	4.5	4.3
EV/EBITDA(최저)					