

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	2,216 십억원
주요주주	
이화영(외33)	22.42%
국민연금공단	10.10%
외국인지분률	23.80%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/03/29)	92,900 원
KOSPI	2140.67 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	169,000 원
52주 최저가	81,200 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.0%	-11.8%
6개월	-15.6%	-7.6%
12개월	-41.2%	-33.1%

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

중국 부양책과 폴리 가격 반등을 기다리며

1Q19 영업이익 -98 억원(QoQ 적지 / YoY 적진) 추정함. 시장 컨센서스와 동일하게 적자 추정함. 실적이 여전히 좋지 못한 가장 큰 이유는 역시 \$10/kg 이하로 하락한 폴리실리콘 때문임. 결국 가격 반등을 위해서는 중국정부의 정책효과가 필요함. 다만 아직까지 구체화되고 있지 않기 때문에 모멘텀이 발생하지 않는 것으로 요약할 수 있음. 회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 소폭 하향조정함

1Q19 영업이익 -98 억원(QoQ 적지 / YoY 적진) 추정

3/29 기준 시장 컨센서스 -222 억원과 같이 적자가 불가피한 것으로 판단함. 역시 이익이 가장 안 좋은 이유는 \$10/kg 이하로 하락한 폴리실리콘 시황의 약세 때문임. 그나마 전분기 정기보수로 인한 1 회성 비용으로 실적 약세를 보였던 화학사업부가 회복되는 것이 긍정적인 부분임. 하지만 화학시황이 down-turn 에 들어가 있는 만큼 과거와 같은 이익은 기대하기 쉽지 않음

중국 정책효과를 기다릴 수밖에

현재로서 가장 필요한 모멘텀은 폴리실리콘의 가격 반등이고, 이는 중국이 결국 결정권을 쥐고 있는 것으로 판단함. 양회 이후 구체적인 태양광 부양책이 있을 것으로 기대되었지만 아직까지는 별다른 소식이 없음. 다만 구체화된다면 그 때부터 폴리실리콘 가격 반등과 주가의 반등이 동반할 수 있을 것임. 또한 중국의 폴리실리콘 증설부담도 연초 이후로는 점점 희석될 것으로 판단함

목표주가 140,000 원 → 120,000 원 / 투자의견 매수 유지

회계연도 변경과 미래 이익추정치 하향조정분을 반영하여 목표주가 역시 소폭 하향 조정함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	2,736.7	3,631.6	3,112.1	3,032.7	2,932.8	3,003.5
yoy	%	18.9	32.7	(14.3)	(2.6)	(3.3)	2.4
영업이익	십억원	132.5	284.4	158.7	210.8	348.7	415.8
yoy	%	흑전	114.7	(44.2)	32.8	65.5	19.2
EBITDA	십억원	438.4	589.6	461.3	400.9	454.1	521.2
세전이익	십억원	(103.5)	279.7	130.5	174.2	317.0	388.8
순이익(지배주주)	십억원	242.1	234.9	103.8	133.4	242.8	297.8
영업이익률%	%	4.8	7.8	5.1	7.0	11.9	13.8
EBITDA%	%	16.0	16.2	14.8	13.2	15.5	17.4
순이익률	%	8.8	6.5	3.3	4.4	8.3	9.9
EPS	원	10,151	9,849	4,352	5,595	10,180	12,486
PER	배	7.8	13.8	24.6	16.6	9.1	7.4
PBR	배	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	8.3	7.0	6.7	6.9	5.7	4.8
ROE	%	7.9	7.2	3.1	3.8	6.6	7.6
순차입금	십억원	1,749	883	545	531	384	289
부채비율	%	91.4	77.9	62.0	60.6	56.4	53.1

1Q19 preview

(단위 % 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	857.0	785.1	765.6	704.4	718.7	(16.1)	2.0	704.0	2.1
영업이익	106.3	79.9	15.6	(43.2)	(9.8)	(109.2)	(77.3)	(22.2)	(55.9)
세전이익	96.0	99.7	5.9	(71.1)	(21.3)	(122.2)	(70.1)	(37.0)	(42.5)
지배순이익	73.1	77.4	7.3	(54.0)	(16.3)	(122.3)	(69.8)	(28.7)	(43.1)
영업이익률	12.4	10.2	2.0	(6.1)	(1.4)	(13.8)	4.8	(3.2)	1.8
세전이익률	11.2	12.7	0.8	(10.1)	(3.0)	(14.2)	7.1	(5.3)	2.3
지배주주순이익률	8.5	9.9	1.0	(7.7)	(2.3)	(10.8)	5.4	(4.1)	1.8

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
ROE(지배주주지분)	6.1%	3.1%	3.8%	6.4%	7.4%	7.4%
Terminal Growth	2.0%		0.30	0.30	0.30	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.1%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.82					
1Q19E BPS(지배주주지분)	142,777					
Target Price	117,214					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	4Q19E	4Q20E	4Q21E	4Q22E
EPS(지배주주지분)	4,206	5,595	10,180	12,486	13,512
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,682				
4Q19E EPS	5,595				
4Q20E EPS	10,180				

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	78,140	86,822	95,504	104,187	112,869	121,551	130,233	138,915	147,598	156,280
TP by 4Q19E EPS	50,359	55,954	61,550	67,145	72,741	78,336	83,931	89,527	95,122	100,718
TP by 4Q20E EPS	91,619	101,799	111,979	122,159	132,339	142,519	152,699	162,879	173,059	183,239

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	3,118.8	2,882.4	2,813.2	3,112.1	3,032.7	2,932.8	-0.2%	5.2%	4.3%
YoY %	-14.1%	-7.6%	-2.4%	-14.3%	-2.6%	-3.3%			
영업이익	237.0	305.8	424.0	158.7	210.8	348.7	-33.0%	-31.1%	-17.7%
YoY %	-16.7%	29.0%	38.7%	-44.2%	32.8%	65.5%			
EBITDA	528.5	455.0	499.5	461.3	400.9	454.1	-12.7%	-11.9%	-9.1%
YoY %	-10.4%	-13.9%	9.8%	-21.8%	-13.1%	13.3%			
순이익	170.8	202.4	298.5	103.8	133.4	242.8	-39.2%	-34.1%	-18.7%
YoY %	-27.3%	18.5%	47.5%	-55.8%	28.6%	81.9%			

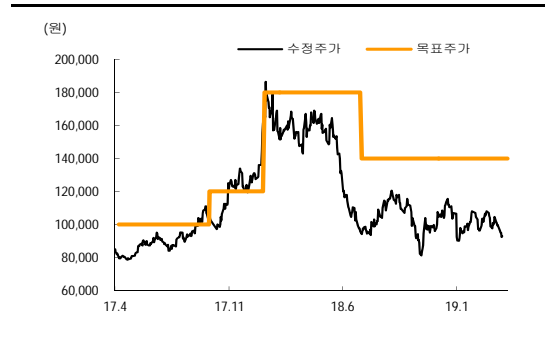
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	702.9	737.0	728.1	714.4	718.7	762.3	791.1	760.5	2.3%	3.4%	8.7%	6.5%
YoY %	-18.0%	-6.1%	0.3%	-4.9%	-16.1%	-2.9%	3.3%	8.0%				
QoQ %	-6.4%	4.9%	-1.2%	-1.9%	2.0%	6.1%	3.8%	-3.9%				
영업이익	50.6	75.6	91.9	87.6	(9.8)	77.0	81.3	62.3	-119.3%	1.8%	-11.6%	-28.8%
YoY %	-52.4%	-5.4%	238.4%	272.2%	적전	-3.7%	421.2%	흑전				
QoQ %	115.1%	49.5%	21.6%	-4.8%	적지	흑전	5.5%	-23.3%				
EBITDA	90.9	115.9	132.2	115.9	40.3	127.1	131.3	102.3	-55.7%	9.6%	-0.7%	-11.8%
YoY %	-50.4%	-25.2%	36.4%	24.2%	-78.0%	-18.0%	45.5%	211.9%				
QoQ %	-2.6%	27.5%	14.1%	-12.3%	22.8%	215.5%	3.4%	-22.1%				
순이익	30.0	49.8	63.0	59.6	(16.3)	52.7	56.1	40.9	-154.3%	5.8%	-10.9%	-31.3%
YoY %	-58.9%	-35.6%	440.6%	588.6%	적전	-31.9%	666.7%	흑전				
QoQ %	247.1%	66.0%	26.4%	-5.4%	적지	흑전	6.5%	-27.1%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.01	매수	120,000원	6개월		
2018.10.01	매수	140,000원	6개월	-26.78%	-13.93%
2018.07.09	매수	140,000원	6개월	-23.81%	-13.93%
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	-9.45%	11.00%
2017.04.10	매수	100,000원	6개월	-14.00%	-4.90%



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 기관투자자 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 (2019년 4월 1일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,098	2,019	2,162	2,240	2,414
현금및현금성자산	914	744	758	905	1,000
매출채권및기타채권	532	433	468	440	472
재고자산	358	545	633	597	638
비유동자산	3,979	3,641	3,653	3,782	3,917
장기금융자산	15	54	14	14	14
유형자산	3,291	3,257	3,310	3,439	3,574
무형자산	43	42	42	42	42
자산총계	6,078	5,660	5,815	6,023	6,331
유동부채	1,214	1,093	1,119	1,099	1,122
단기금융부채	755	706	706	706	706
매입채무 및 기타채무	379	332	359	338	362
단기충당부채	6	2	2	2	2
비유동부채	1,448	1,074	1,074	1,074	1,074
장기금융부채	1,163	803	803	803	803
장기매입채무 및 기타채무	7	15	15	15	15
장기충당부채	9	9	9	9	9
부채총계	2,662	2,167	2,193	2,173	2,196
지배주주지분	3,352	3,429	3,558	3,787	4,072
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	2,477	2,529	2,645	2,874	3,159
비지배주주지분	63	63	63	63	63
자본총계	3,416	3,493	3,621	3,850	4,135
부채외자본총계	6,078	5,660	5,815	6,023	6,331

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	480	677	181	371	315
당기순이익(손실)	233	104	137	249	305
비현금성항목등	354	465	154	69	69
유형자산감가상각비	305	303	190	105	105
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(49)	(162)	36	36	36
운전자본감소(증가)	(49)	(175)	(110)	53	(60)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	85	(34)	27	(30)
재고자산감소(증가)	432	(186)	(89)	36	(41)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	5	13	(10)	12
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	37	26	(63)	(63)	(63)
투자활동현금흐름	416	(399)	(243)	(235)	(240)
금융자산감소(증가)	51	(142)	0	0	0
유형자산감소(증가)	334	(275)	(243)	(235)	(240)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	0	0	0
기타	35	22	0	0	0
재무활동현금흐름	(295)	(460)	(20)	(20)	(20)
단기금융부채증가(감소)	(658)	(525)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	372	111	0	0	0
자본의증가(감소)	447	2	0	0	0
배당금의 지급	10	47	20	20	20
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	575	(170)	13	148	95
기초현금	339	914	744	758	905
기말현금	914	744	758	905	1,000
FCF	924	91	9	193	137

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,632	3,112	3,033	2,933	3,004
매출원가	3,133	2,746	2,581	2,351	2,349
매출총이익	498	366	452	582	654
매출총이익률 (%)	13.7	11.8	14.9	19.8	21.8
판매비와관리비	214	207	241	233	239
영업이익	284	159	211	349	416
영업이익률 (%)	7.8	5.1	7.0	11.9	13.8
비영업손익	(5)	(28)	(37)	(32)	(27)
순금융비용	57	26	15	17	19
외환관련손익	(32)	(0)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	(1)	15	17	20
세전계속사업이익	280	130	174	317	389
세전계속사업이익률 (%)	7.7	4.2	5.7	10.8	12.9
계속사업법인세	36	26	37	68	84
계속사업이익	244	105	137	249	305
중단사업이익	(11)	(1)	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	233	104	137	249	305
순이익률 (%)	6.4	3.3	4.5	8.5	10.2
지배주주	235	104	133	243	298
지배주주귀속 순이익률(%)	6.5	3.3	4.4	8.3	9.9
비지배주주	(2)	0	3	6	7
총포괄이익	161	123	137	249	305
지배주주	166	124	133	243	298
비지배주주	(6)	(0)	3	6	7
EBITDA	590	461	401	454	521

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	32.7	(14.3)	(2.6)	(3.3)	2.4
영업이익	114.7	(44.2)	32.8	65.5	19.2
세전계속사업이익	흑전	(53.3)	33.5	81.9	22.7
EBITDA	34.5	(21.8)	(13.1)	13.3	14.8
EPS(계속사업)	(3.0)	(55.8)	28.6	81.9	22.7
수익성 (%)					
ROE	7.2	3.1	3.8	6.6	7.6
ROA	3.8	1.8	2.4	4.2	4.9
EBITDA마진	16.2	14.8	13.2	15.5	17.4
안정성 (%)					
유동비율	172.8	184.7	193.1	203.9	215.1
부채비율	77.9	62.0	60.6	56.4	53.1
순차입금/자기자본	25.9	15.6	14.7	10.0	7.0
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.3)	(0.2)	0.2	0.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,849	4,352	5,595	10,180	12,486
BPS	134,266	137,384	142,777	152,360	164,307
CFPS	23,183	18,035	14,911	15,896	18,104
주당 현금배당금	1,950	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.8	24.6	16.6	9.1	7.4
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.9	5.9	6.2	5.8	5.1
EV/EBITDA(최고)	7.0	6.7	6.9	5.7	4.8
EV/EBITDA(최저)					