

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

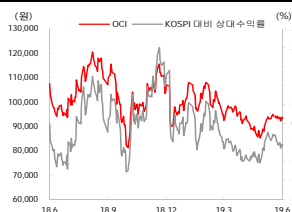
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,225 십억원
주요주주	
이화영(외33)	22.40%
국민연금공단	10.01%
외국인지분률	25.60%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(19/06/28)	93,300 원
KOSPI	2130.62 pt
52주 Beta	1.34
52주 최고가	120,500 원
52주 최저가	81,200 원
60일 평균 거래대금	9 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.0%	0.9%
6개월	-12.8%	-16.5%
12개월	-13.2%	-5.7%

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

여전한 폴리실리콘의 부진

2Q19 영업이익 추정치는 -116 억원으로서 컨센서스와 크게 다를 바 없는 실적 수준 예상함. 적자가 지속되는 이유는 역시 폴리실리콘 가격 하락이 지속되고 있다는 부분이 가장 큼. 중장기적으로 보더라도 현재 cash-cow 역할을 해왔던 석탄화학이 화학전반의 불황과 함께 감익 국면에 들어섰기에 본업 폴리실리콘의 회복이 절실함. 다만 중국수요부진과 공급과잉이 여전한 만큼 이를 기대하기 쉽지 않은 국면임

2Q19 영업이익 -116 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정

6/28 기준 영업이익 컨센서스 -152 억원과 크게 다른 실적 예상됨. 적자가 지속되는 가장 큰 원인은 역시 폴리실리콘 시장 부진에 있음. 폴리실리콘 가격은 PVinsights 기준 1Q 평균 \$8.95/kg → 2Q 평균 \$8.32/kg 으로 지속 하락세를 보였음. 2분기말 가격이 \$8.14/kg 으로 사상최저였던 것을 감안한다면 3분기에도 이러한 평가하락의 악영향은 일부분 지속될 것으로 판단함. 그나마 화학실적이 전분기의 부진을 일부분 만회해 줄 것으로 기대함.

폴리실리콘의 시장 회복은 언제쯤

동사의 cash-cow 역할을 착실하게 해 온 석탄화학도 화학전반의 불황과 함께 감익 국면을 면치 못하고 있음. 화학의 전체적인 공급과잉 현황 감안 시 이와 같은 기조는 당분간 지속될 가능성이 높음. 따라서 본업인 폴리실리콘의 시장회복이 절대적으로 필요한 국면인데, 다만 단기적으로 가격회복을 기대하기에는 중국의 약세와 여전한 공급과잉이 부담이 되는 국면임.

목표주가 120,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견 유지함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	2,736.7	3,631.6	3,112.1	2,612.5	2,617.0	2,679.4
yoy	%	18.9	32.7	(14.3)	(16.1)	0.2	2.4
영업이익	십억원	132.5	284.4	158.7	49.3	338.8	348.2
yoy	%	흑전	114.7	(44.2)	(68.9)	587.7	2.8
EBITDA	십억원	438.4	589.6	461.3	273.3	453.0	462.3
세전이익	십억원	(103.5)	279.7	130.5	26.3	330.9	344.4
순이익(지배주주)	십억원	242.1	234.9	103.8	21.8	274.9	286.1
영업이익률%	%	4.8	7.8	5.1	1.9	12.9	13.0
EBITDA%	%	16.0	16.2	14.8	10.5	17.3	17.3
순이익률	%	8.8	6.5	3.3	0.8	10.5	10.7
EPS	원	10,151	9,849	4,352	914	11,526	11,995
PER	배	7.8	13.8	24.6	102.1	8.1	7.8
PBR	배	0.6	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	8.3	7.0	6.7	10.7	6.2	6.0
ROE	%	7.9	7.2	3.1	0.6	7.7	7.5
순차입금	십억원	1,749	883	545	701	586	527
부채비율	%	91.4	77.9	62.0	61.7	57.4	54.1

2Q19 preview

(단위 % 십억원)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	785.1	765.6	704.4	641.8	686.1	(12.6)	6.9	707.4	(3.0)
영업이익	79.9	15.6	(43.2)	(40.1)	(11.6)	적전	적지	(15.2)	(23.5)
세전이익	99.7	5.9	(71.1)	(47.5)	(20.0)	적전	적지	(16.8)	19.4
지배순이익	77.4	7.3	(54.0)	(39.5)	(16.6)	적전	적지	(9.0)	83.9
영업이익률	10.2	2.0	(6.1)	(6.3)	(1.7)	(11.9)	4.6	(2.2)	0.5
세전이익률	12.7	0.8	(10.1)	(7.4)	(2.9)	(15.6)	4.5	(2.4)	(0.5)
지배주주순이익률	9.9	1.0	(7.7)	(6.1)	(2.4)	(12.3)	3.7	(1.3)	(1.1)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	1Q20E	1Q21E	1Q22E	1Q23E
ROE(지배주주지분)	6.2%	ROE(지배주주지분)	3.1%	3.8%	7.2%	7.3%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.30	0.30	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	6.2%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.84					
1Q20E BPS(지배주주지분)	140,150					
Target Price	118,227					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	1Q20E	1Q21E	1Q22E	1Q23E
EPS(지배주주지분)	4,206	5,448	11,303	12,230	13,168
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	8,747				
1Q20E EPS	5,448				
1Q21E EPS	11,303				

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	78,727	87,474	96,222	104,969	113,717	122,464	131,212	139,959	148,707	157,454
TP by 1Q20E EPS	49,032	54,481	59,929	65,377	70,825	76,273	81,721	87,169	92,617	98,065
TP by 1Q21E EPS	101,728	113,031	124,334	135,637	146,940	158,243	169,546	180,849	192,152	203,455

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
매출액	3,112.1	3,032.7	2,932.8	3,112.1	2,612.5	2,617.0	0.0%	-13.9%	-10.8%
YoY %	-14.3%	-2.6%	-3.3%	-14.3%	-16.1%	0.2%			
영업이익	158.7	210.8	348.7	158.7	49.3	338.8	0.0%	-76.6%	-2.8%
YoY %	-44.2%	32.8%	65.5%	-44.2%	-68.9%	587.7%			
EBITDA	461.3	400.9	454.1	461.3	273.3	453.0	0.0%	-31.8%	-0.2%
YoY %	-21.8%	-13.1%	13.3%	-21.8%	-40.7%	65.7%			
순이익	103.8	133.4	242.8	103.8	21.8	274.9	0.0%	-83.7%	13.2%
YoY %	-55.8%	28.6%	81.9%	-55.8%	-79.0%	1161.4%			

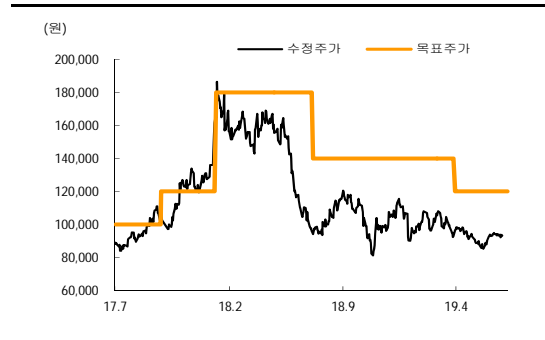
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E
매출액	762.3	791.1	760.5	758.4	686.1	652.4	632.2	686.2	-10.0%	-17.5%	-16.9%	-9.5%
YoY %	-2.9%	3.3%	8.0%	5.5%	-12.6%	-14.8%	-10.3%	6.9%				
QoQ %	6.1%	3.8%	-3.9%	-0.3%	6.9%	-4.9%	-3.1%	8.5%				
영업이익	77.0	81.3	62.3	94.0	(11.6)	48.3	52.7	85.4	-115.1%	-40.5%	-15.4%	-9.1%
YoY %	-3.7%	421.2%	흑전	흑전	적전	210.0%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	5.5%	-23.3%	50.8%	적지	흑전	9.1%	62.0%				
EBITDA	127.1	131.3	102.3	120.3	40.6	100.6	94.9	113.9	-68.0%	-23.4%	-7.2%	-5.3%
YoY %	-18.0%	45.5%	211.9%	198.8%	-73.8%	11.5%	189.3%	206.2%				
QoQ %	215.5%	3.4%	-22.1%	17.7%	9.2%	147.6%	-5.7%	20.1%				
순이익	52.7	56.1	40.9	65.8	(16.6)	37.2	40.7	68.7	-131.6%	-33.8%	-0.5%	4.3%
YoY %	-31.9%	666.7%	흑전	흑전	적전	407.8%	흑전	흑전				
QoQ %	흑전	6.5%	-27.1%	60.9%	적지	흑전	9.5%	68.7%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.02	매수	120,000원	6개월		
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-22.71%	-18.00%
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	-5.20%	11.00%



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 7월 2일 기준)

매수	91.11%	중립	8.89%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,098	2,019	1,967	2,095	2,251
현금및현금성자산	914	744	635	750	809
매출채권및기타채권	532	433	487	493	534
재고자산	358	545	596	603	652
비유동자산	3,979	3,641	3,672	3,811	3,956
장기금융자산	15	54	14	14	14
유형자산	3,291	3,257	3,329	3,468	3,613
무형자산	43	42	33	33	33
자산총계	6,078	5,660	5,638	5,906	6,207
유동부채	1,214	1,093	795	799	825
단기금융부채	755	706	405	405	405
매입채무 및 기타채무	379	332	315	319	345
단기충당부채	6	2	3	3	3
비유동부채	1,448	1,074	1,355	1,355	1,355
장기금융부채	1,163	803	1,106	1,106	1,106
장기매입채무 및 기타채무	7	15	17	17	17
장기충당부채	9	9	11	11	11
부채총계	2,662	2,167	2,151	2,154	2,180
지배주주지분	3,352	3,429	3,424	3,688	3,964
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	786	786	785	785	785
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,477	2,529	2,512	2,775	3,051
비지배주주지분	63	63	63	63	63
자본총계	3,416	3,493	3,488	3,752	4,027
부채외자본총계	6,078	5,660	5,638	5,906	6,207

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	480	677	124	408	355
당기순이익(손실)	233	104	23	284	296
비현금성항목등	354	465	261	135	135
유형자산감가상각비	305	303	224	114	114
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(49)	(162)	(37)	(21)	(21)
운전자본감소(증가)	(49)	(175)	(150)	(10)	(75)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	85	(54)	(6)	(40)
재고자산감소(증가)	432	(186)	(51)	(7)	(49)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	5	4	2	14
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	37	26	0	0	0
투자활동현금흐름	416	(399)	(215)	(253)	(259)
금융자산감소(증가)	51	(142)	50	0	0
유형자산감소(증가)	334	(275)	(253)	(253)	(259)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	(6)	0	0
기타	35	22	(5)	0	0
재무활동현금흐름	(295)	(460)	(41)	(20)	(20)
단기금융부채증가(감소)	(658)	(525)	(355)	0	0
장기금융부채증가(감소)	372	111	334	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)	(109)	115	59
기초현금	339	914	744	635	750
기말현금	914	744	635	750	809
FCF	924	91	(87)	142	82

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,632	3,112	2,612	2,617	2,679
매출원가	3,133	2,746	2,349	2,064	2,112
매출총이익	498	366	263	553	567
매출총이익률 (%)	13.7	11.8	10.1	21.1	21.2
판매비와관리비	214	207	214	214	219
영업이익	284	159	49	339	348
영업이익률 (%)	7.8	5.1	1.9	12.9	13.0
비영업손익	(5)	(28)	(23)	(8)	(4)
순금융비용	57	26	20	23	27
외환관련손익	(32)	(0)	3	0	0
관계기업투자등 관련손익	8	(1)	19	32	32
세전계속사업이익	280	130	26	331	344
세전계속사업이익률 (%)	7.7	4.2	1.0	12.6	12.9
계속사업법인세	36	26	4	47	49
계속사업이익	244	105	23	284	296
중단사업이익	(11)	(1)	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	233	104	23	284	296
순이익률 (%)	6.4	3.3	0.9	10.9	11.0
지배주주	235	104	22	275	286
지배주주귀속 순이익률(%)	6.5	3.3	0.8	10.5	10.7
비지배주주	(2)	0	1	9	9
총포괄이익	161	123	46	284	296
지배주주	166	124	43	275	286
비지배주주	(6)	(0)	2	9	9
EBITDA	590	461	273	453	462

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	32.7	(14.3)	(16.1)	0.2	2.4
영업이익	114.7	(44.2)	(68.9)	587.7	2.8
세전계속사업이익	흑전	(53.3)	(79.9)	1,159.8	4.1
EBITDA	34.5	(21.8)	(40.7)	65.7	2.1
EPS(계속사업)	(3.0)	(55.8)	(79.0)	1,161.4	4.1
수익성 (%)					
ROE	7.2	3.1	0.6	7.7	7.5
ROA	3.8	1.8	0.4	4.9	4.9
EBITDA마진	16.2	14.8	10.5	17.3	17.3
안정성 (%)					
유동비율	172.8	184.7	247.4	262.3	273.0
부채비율	77.9	62.0	61.7	57.4	54.1
순차입금/자기자본	25.9	15.6	20.1	15.6	13.1
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.3)	(0.6)	1.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,849	4,352	914	11,526	11,995
BPS	134,266	137,384	137,174	148,233	159,776
CFPS	23,183	18,035	11,167	16,979	17,315
주당 현금배당금	1,950	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.8	24.6	102.1	8.1	7.8
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)					
PCR	5.9	5.9	8.4	5.5	5.4
EV/EBITDA(최고)	7.0	6.7	10.7	6.2	6.0
EV/EBITDA(최저)					