

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sksec.co.kr

02-3773-8827

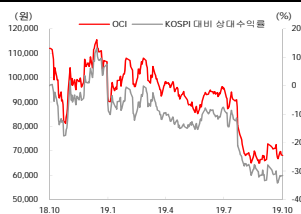
## Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,624 십억원
주요주주	
이화영(외33)	22.40%
국민연금공단	10.09%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	1.20%

## Stock Data

주가(19/10/04)	68,100 원
KOSPI	2020.69 pt
52주 Beta	1.53
52주 최고가	115,500 원
52주 최저가	64,900 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.2%	-0.4%
6개월	-30.8%	-24.4%
12개월	-39.2%	-31.6%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T,P 90,000 원(하향))

## 4분기 중국 태양광 수요회복 기대

3Q19 영업이익은 -246 억원으로서 컨센서스를 하회하는 기대 이하의 실적 예상됨. 폴리실리콘 가격이 지속적으로 하락하면서 연일 사상 최저치를 경신한 부분이 역시 실적에는 가장 큰 악재로서 작용하였음. 다만 중국 태양광 보조금 정책이 확정되면서 9월 이후 가격 하락세가 일단락되었고, 최근 중국 자국 내 가격은 상승한 만큼 4분기는 기대할 요소가 있는 것으로 판단함

## 3Q19 영업이익 -246 억원(QoQ 적지 / YoY 적전) 추정

10/4 기준 컨센서스 -170 억원을 하회하는 기대 이하의 실적 예상됨. 폴리실리콘 가격의 하락세는 멈추지 않고 지속되고 있음. 6/26 \$8.1/kg에서 9/25에는 \$7.6/kg까지 하락하며 사상 최저치를 연일 경신 중임. 그나마 4분기 중국 태양광 수요 회복 기대감으로 가격하락이 9월 들어 멈춘 것이 위안거리이지만, 적자를 면하기는 어려울 것으로 판단함. 동시에 군산 폴리실리콘 공장의 유지보수로 인한 비용발생도 감안해야 함

## 4분기 중국 태양광 수요 기대

중국은 최근 태양광 보조금 정책을 2022년까지 연장했음. 이로 인하여 2019년 연내 지속 이슈가 되었던 중국 폴리실리콘 공급과잉/수요약세 국면은 4분기부터 일단락될 수 있을 것으로 기대됨. 중국 내수 가격이 9월부터 상승하기 시작했다는 것은 호재로 받아들일 수 있음. 다만 일정 수준의 이익회복을 확인하는 데까지는 시간이 필요할 것으로 예상함.

## 목표주가 120,000 원 → 90,000 원 하향

2020년 영업이익 추정치 -57.0% 하향 조정한 것을 반영해 목표주가 역시 하향함. 다만 최근 폴리실리콘 가격의 반등세와, 지나친 단기 급락에 의해 추가하락의 여지는 제한된 만큼 투자이견 매수는 유지함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	2,736.7	3,631.6	3,112.1	2,557.2	2,550.5	2,607.5
yoy	%	18.9	32.7	(14.3)	(17.8)	(0.3)	2.2
영업이익	십억원	132.5	284.4	158.7	(84.5)	145.7	269.7
yoy	%	흑전	114.7	(44.2)	적전	흑전	85.1
EBITDA	십억원	438.4	589.6	461.3	166.6	260.5	384.5
세전이익	십억원	(103.5)	279.7	130.5	(116.5)	143.5	278.3
순이익(지배주주)	십억원	242.1	234.9	103.8	(100.1)	119.2	231.1
영업이익률%	%	4.8	7.8	5.1	(3.3)	5.7	10.3
EBITDA%	%	16.0	16.2	14.8	6.5	10.2	14.7
순이익률	%	8.8	6.5	3.3	(3.9)	4.7	8.9
EPS(계속사업)	원	10,151	9,849	4,352	(4,198)	4,996	9,689
PER	배	7.8	13.8	24.6	(16.3)	13.7	7.0
PBR	배	0.6	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	8.3	7.0	6.7	14.7	9.4	6.3
ROE	%	7.9	7.2	3.1	(3.0)	3.6	6.6
순차입금	십억원	1,749	883	545	821	821	775
부채비율	%	91.4	77.9	62.0	63.9	62.1	59.1

3Q19 preview

(단위 % 십억원)

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	765.6	704.4	641.8	653.9	642.6	(16.1)	(1.7)	690.6	(6.9)
영업이익	15.6	(43.2)	(40.1)	(19.9)	(24.6)	적전	적지	(17.0)	N/A
세전이익	5.9	(71.1)	(47.5)	(41.9)	(26.2)	적전	적지	(33.3)	N/A
지배순이익	7.3	(54.0)	(39.5)	(38.1)	(21.8)	적전	적지	(14.1)	N/A
영업이익률	2.0	(6.1)	(6.3)	(3.0)	(3.8)	(5.9)	(0.8)	(2.5)	(1.4)
세전이익률	0.8	(10.1)	(7.4)	(6.4)	(4.1)	(4.8)	2.3	(4.8)	0.7
지배주주순이익률	1.0	(7.7)	(6.1)	(5.8)	(3.4)	(4.3)	2.4	(2.0)	(1.3)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
ROE(지배주주지분)	5.3%	ROE(지배주주지분)	3.1%	2.9%	5.6%	6.7%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.30	0.30	0.30
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.3%			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
-----						
Target P/B	0.66					
3Q20E BPS(지배주주지분)	136,029					
Target Price	90,055					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2018	3Q20E	3Q21E	3Q22E	3Q23E
EPS(지배주주지분)	4,206	4,077	8,334	10,633	11,363
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	6,968				
3Q20E EPS	4,077				
3Q21E EPS	8,334				

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	62,712	69,680	76,649	83,617	90,585	97,553	104,521	111,489	118,457	125,425
TP by 3Q20E EPS	36,691	40,768	44,845	48,921	52,998	57,075	61,152	65,228	69,305	73,382
TP by 3Q21E EPS	75,003	83,337	91,671	100,004	108,338	116,672	125,005	133,339	141,673	150,006

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	2,612.5	2,617.0	3,112.1	2,557.2	2,550.5	0.0%	-2.1%	-2.5%
YoY %	-14.3%	-16.1%	0.2%	-14.3%	-17.8%	-0.3%			
영업이익	158.7	49.3	338.8	158.7	(84.5)	145.7	0.0%	-271.5%	-57.0%
YoY %	-44.2%	-68.9%	587.7%	-44.2%	적전	후전			
EBITDA	461.3	273.3	453.0	461.3	166.6	260.5	0.0%	-39.1%	-42.5%
YoY %	-21.8%	-40.7%	65.7%	-21.8%	-63.9%	56.4%			
순이익	103.8	21.8	274.9	103.8	(100.1)	119.2	0.0%	-559.4%	-56.7%
YoY %	-55.8%	-79.0%	1161.4%	-55.8%	적전	후전			

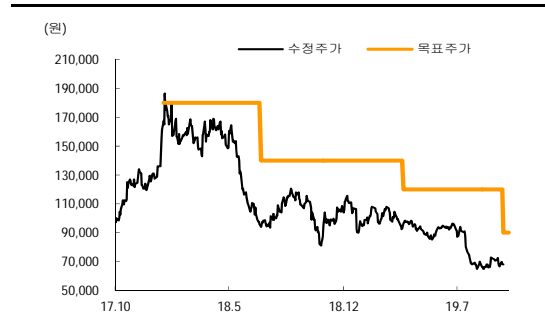
자료: OCI, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E
매출액	652.4	632.2	686.2	664.5	642.6	618.9	669.2	647.3	-1.5%	-2.1%	-2.5%	-2.6%
YoY %	-14.8%	-10.3%	6.9%	-3.1%	-16.1%	-12.1%	4.3%	-1.0%				
QoQ %	-4.9%	-3.1%	8.5%	-3.2%	-1.7%	-3.7%	8.1%	-3.3%				
영업이익	48.3	52.7	85.4	88.8	(24.6)	0.1	50.3	29.5	-150.9%	-99.8%	-41.1%	-66.8%
YoY %	210.0%	후전	후전	후전	적전	후전	후전	후전				
QoQ %	후전	9.1%	62.0%	4.0%	적지	후전	50200%	-41.4%				
EBITDA	100.6	94.9	113.9	117.4	27.9	42.5	79.0	58.2	-72.3%	-55.2%	-30.7%	-50.4%
YoY %	11.5%	189.3%	206.2%	188.9%	-69.1%	29.6%	112.3%	-1.3%				
QoQ %	147.6%	-5.7%	20.1%	3.0%	-52.7%	52.3%	85.9%	-26.3%				
순이익	37.2	40.7	68.7	72.2	(21.8)	(0.8)	40.6	23.5	-158.6%	-101.9%	-40.9%	-67.5%
YoY %	407.8%	후전	후전	후전	적전	적지	후전	후전				
QoQ %	후전	9.5%	68.7%	5.1%	적지	적지	후전	-42.2%				

자료: OCI, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.04	매수	90,000원	6개월		
2019.07.02	매수	120,000원	6개월	-29.86%	-18.00%
2019.04.01	매수	120,000원	6개월	-22.66%	-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%



### Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 10월 4일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	2,098	2,019	1,872	1,880	2,020
현금및현금성자산	914	744	489	488	534
매출채권및기타채권	532	433	452	455	494
재고자산	358	545	602	607	656
<b>비유동자산</b>	3,979	3,641	3,637	3,733	3,833
장기금융자산	15	54	14	14	14
유형자산	3,291	3,257	3,284	3,379	3,479
무형자산	43	42	32	32	32
<b>자산총계</b>	6,078	5,660	5,509	5,613	5,853
<b>유동부채</b>	1,214	1,093	655	657	681
단기금융부채	755	706	302	302	302
매입채무 및 기타채무	379	332	291	293	317
단기충당부채	6	2	5	5	5
<b>비유동부채</b>	1,448	1,074	1,493	1,493	1,493
장기금융부채	1,163	803	1,258	1,258	1,258
장기매입채무 및 기타채무	7	15	17	17	17
장기충당부채	9	9	18	18	18
<b>부채총계</b>	2,662	2,167	2,148	2,150	2,173
<b>지배주주지분</b>	3,352	3,429	3,300	3,402	3,618
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	2,387	2,489	2,705
비지배주주지분	63	63	61	61	61
<b>자본총계</b>	3,416	3,493	3,362	3,463	3,680
<b>부채외자본총계</b>	6,078	5,660	5,509	5,613	5,853

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	480	677	18	289	337
당기순이익(손실)	233	104	(103)	122	237
비현금성항목등	354	465	334	174	174
유형자산감가상각비	305	303	251	115	115
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(49)	(162)	(82)	(59)	(59)
운전자본감소(증가)	(49)	(175)	(182)	(7)	(73)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	85	(14)	(4)	(36)
재고자산감소(증가)	432	(186)	(57)	(5)	(49)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	5	(25)	1	12
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	37	26	0	0	0
<b>투자활동현금흐름</b>	416	(399)	(262)	(210)	(215)
금융자산감소(증가)	51	(142)	(29)	0	0
유형자산감소(증가)	334	(275)	(220)	(210)	(215)
무형자산감소(증가)	(5)	(5)	(7)	0	0
기타	35	22	(6)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	(295)	(460)	(15)	(20)	(20)
단기금융부채증가(감소)	(658)	(525)	(468)	0	0
장기금융부채증가(감소)	372	111	493	0	0
자본의증가(감소)	447	2	0	0	0
배당금의 지급	10	47	41	20	20
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	575	(170)	(256)	(0)	46
기초현금	339	914	744	489	488
기말현금	914	744	489	488	534
FCF	924	91	(154)	22	59

자료 : OCI, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	3,632	3,112	2,557	2,551	2,608
<b>매출원가</b>	3,133	2,746	2,436	2,201	2,130
<b>매출총이익</b>	498	366	121	349	478
매출총이익률 (%)	13.7	11.8	4.7	13.7	18.3
<b>판매비와관리비</b>	214	207	205	204	208
영업이익	284	159	(85)	146	270
영업이익률 (%)	7.8	5.1	(3.3)	5.7	10.3
<b>비영업손익</b>	(5)	(28)	(32)	(2)	9
<b>순금융비용</b>	57	26	42	57	64
외환관련손익	(32)	(0)	2	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	8	(1)	7	9	13
세전계속사업이익	280	130	(117)	143	278
세전계속사업이익률 (%)	7.7	4.2	(4.6)	5.6	10.7
계속사업법인세	36	26	(14)	22	42
<b>계속사업이익</b>	244	105	(103)	122	237
중단사업이익	(11)	(1)	(0)	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	233	104	(103)	122	237
<b>순이익률 (%)</b>	6.4	3.3	(4.0)	4.8	9.1
지배주주	235	104	(100)	119	231
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.5	3.3	(3.9)	4.7	8.9
<b>비지배주주</b>	(2)	0	(3)	3	5
<b>총포괄이익</b>	161	123	(74)	122	237
<b>지배주주</b>	166	124	(71)	119	231
<b>비지배주주</b>	(6)	(0)	(2)	3	5
EBITDA	590	461	167	261	385

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	32.7	(14.3)	(17.8)	(0.3)	2.2
영업이익	114.7	(44.2)	적전	흑전	85.1
세전계속사업이익	흑전	(53.3)	적전	흑전	93.9
EBITDA	34.5	(21.8)	(63.9)	56.4	47.6
EPS(계속사업)	(3.0)	(55.8)	적전	흑전	93.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.2	3.1	(3.0)	3.6	6.6
ROA	3.8	1.8	(1.8)	2.2	4.1
EBITDA마진	16.2	14.8	6.5	10.2	14.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	172.8	184.7	285.9	286.3	296.9
부채비율	77.9	62.0	63.9	62.1	59.1
순차입금/자기자본	25.9	15.6	24.4	23.7	21.1
EBITDA/이자비용(배)	0.3	(0.3)	(0.9)	0.8	0.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	9,849	4,352	(4,198)	4,996	9,689
BPS	134,266	137,384	131,824	136,088	145,155
CFPS	23,183	18,035	7,435	10,006	14,426
주당 현금배당금	1,950	850	850	850	850
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.8	24.6	(16.3)	13.7	7.0
PER(최저)					
PBR(최고)	1.0	0.8	0.5	0.5	0.5
PBR(최저)					
PCR	5.9	5.9	9.2	6.8	4.7
EV/EBITDA(최고)	7.0	6.7	14.7	9.4	6.3
EV/EBITDA(최저)					