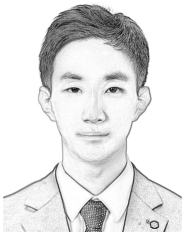


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sks.co.kr
02-3773-8477

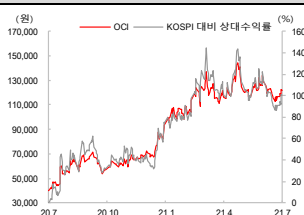
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	20 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,910 십억원
주요주주	
이화영(외30)	22.24%
국민연금공단	12.17%
외국인지분률	16.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/07/02)	122,000 원
KOSPI	3281.78 pt
52주 Beta	1.53
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	40,450 원
60일 평균 거래대금	55 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.6%	-10.2%
6개월	31.2%	14.9%
12개월	207.3%	99.9%

OCI (010060/KS | 매수(신규) | T.P 160,000 원(신규))

폴리실리콘에 걸어볼 기대

2Q 영업이익은 1,137 억원이 예상돼 컨센서스 소폭 상회하는 실적 기대. Wafer 증설 확대에 따른 수급 불균형이 폴리실리콘 가격 강세를 견인. 폴리실리콘 가격은 2 분기 누적 평균 1 분기 대비 +81%. 견조한 End-use로 우호적 가격 당분간 지속 될 것. 동시에 신장 위구르 여파는 제품가격에 알파. 제품가격 상승은 PBR 상향 여지 제공. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.42 부여, 목표주가 160,000 원 투자 의견 매수를 제시함

폴리실리콘 강세가 수치로

2 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 7,613 억원, 1,137 억원이 예상돼 7/2 일 기준 컨센서스(6,876 억원 / 1,107 억원)를 소폭 상회하는 수준을 예상한다. 수급 불균형에 따른 폴리실리콘 강세가 실적을 이끌 것으로 판단한다. 현재 폴리실리콘 가격은 2 분기 누적 평균 \$23.5/kg 으로 1 분기 대비 +81% 가까이 상승한 수치이다. 반면에 TDI 가격도 1 분기 \$2,197.5/t → 2 분기 누적평균 \$2,247.5/t 기록해 견조했다.

견조한 수요에 붙은 신장 위구르 여파 +

현재 가격 강세는 펀더멘털한 수급을 중심으로 당분간 지속될 것으로 판단한다. Wafer 증설 물량(증분)은 작년 그리고 올해에 걸쳐 크게 들어 올 예정이며, 태양광 제품의 최종 수요 처인 PV Installation YoY 전망치도 '20 +14%에서 '21 +19%로 급격한 성장세를 보이고 있다. 즉, 폴리실리콘 생산능력 대비 가파른 웨이퍼의 증설 및 태양광 설치 수요가 가격에 우호적으로 작용할 것으로 판단한다. 여기에 더해 미국의 신장 위구르 산 폴리실리콘에 대한 규제 조치는 제품 가격을 부양시키는 효과가 있을 것으로 기대한다.

투자 의견 매수, 목표주가 160,000 원, 신규 커버리지 개시

업황 측면에서 태양광에 대한 수요 확대, 그리고 수급 불균형이 폴리실리콘 가격의 우상향을 그리게 하고 있다. 통상 폴리실리콘 가격 동향에 Valuation 이 크게 영향 (Correlation: 0.96)을 받아 왔다는 점을 감안 추가 상승 여력을 제시할 것으로 판단한다. Valuation 은 PBR-ROE 기준과 폴리실리콘 가격 기반 추정 값 평균 Target PBR 1.42 부여. 이에 목표주가 160,000 원, 투자 의견 매수로 신규 커버리지 개시한다.

영업 실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	3,112	2,605	2,003	2,953	3,212	2,820
yoy	%	-14.3	-16.3	-23.1	47.5	8.8	-12.2
영업이익	십억원	159	-181	-86	365	385	284
yoy	%	-44.2	적전	적지	흑전	5.4	-26.2
EBITDA	십억원	461	130	53	495	515	427
세전이익	십억원	130	-1,012	-350	325	338	240
순이익(지배주주)	십억원	104	-794	-246	254	257	183
영업이익률%	%	5.1	-6.9	-4.3	12.4	12.0	10.1
EBITDA%	%	14.8	5.0	2.6	16.8	16.0	15.2
순이익률	%	3.3	-31.0	-12.5	8.6	8.0	6.4
EPS(계속사업)	원	4,396	-33,255	-10,320	10,645	10,789	7,677
PER	배	24.3	N/A	N/A	11.5	11.3	15.9
PBR	배	0.7	0.6	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.9	18.7	63.4	8.7	7.9	8.7
ROE	%	3.1	-26.2	-9.9	10.4	9.8	6.7
순차입금	십억원	542	860	1,036	1,322	1,085	750
부채비율	%	62.1	79.1	86.0	91.7	89.1	90.4

1. Highlight View 3

(1) 밝은 폴리실리콘 수요와 Wafer 증설 호조

현재 폴리실리콘 가격은 \$27.65/kg 을 기록하면서 높은 가격을 유지하고 있다. 2 분기 누적 평균으로 볼 때는 1 분기 대비 +81% 가까이 상승한 수치이다. 현재 신장 위구르 이슈로 인한 센티적인 부분과 함께 펀더멘털한 수급이 가격에 우호적으로 작용 중이다. Wafer 증설 물량은 작년 그리고 올해에 걸쳐 크게 들어 오고 있으며, PV Installation YoY 전망치 기준으로도 '20 14%에서 '21 19%로 빠른 수요가 지속되고 있다

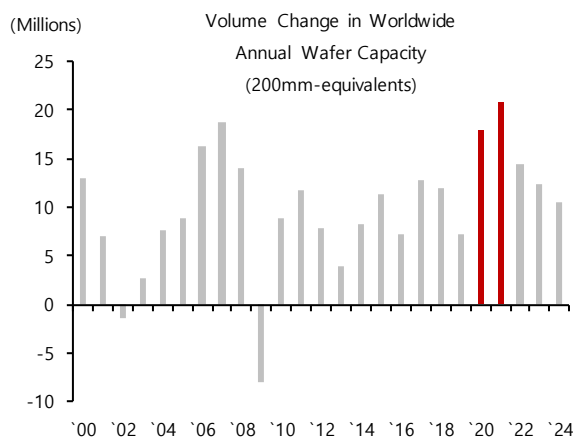
(2) 신장 위구르 이슈 여파는 +

중국 신장 위구르 지역 Silica 제품에 대한 미국의 규제가 지속적으로 출현 중이다. 지난 6/23 에는 Hoshine Silicon Industry 에 대한 인도보류 명령을 제시했으며, Daqo, East Hope, Xingjiang GCL New Energy Material 를 수출 규제 대상에 포함키도 했다. 중국 자체 소화 및 타국 수출로 물량의 우회가 발생하겠지만, 저가에 해당하는 위구르 자치 구 산 폴리실리콘의 국제 물동량 감소는 전체 폴리실리콘 가격에 우호적일 전망이다.

(3) 폴리실리콘 상승보다 덜 오른 Valuation

이제까지 OCI 의 PBR Valuation 은 폴리실리콘 가격 동향에 영향을 많이 받아 왔다. 실제로 '10 년 이후 약 10 년 간의 Correlation 은 0.96 을 기록할 정도로 매우 높았는데 최근 폴리실리콘 가격 상승 분 대비 덜 오른 상황이다. 높은 폴리실리콘 가격 유지 시 Valuation 상향 여지도 열려있다.

하단 웨이퍼 증설 '20~'21 많은 시기



자료: IC insight, SK 증권

폴리실리콘 가격 상승 대비 못 올랐던 PBR 상승



자료: Dataguide, PVinsight, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	401.6	468.0	564.2	573.7	761.3	89.6%	32.7%	2,002.4	2,953.5	3,212.0
영업이익	-44.3	18.1	33.0	47.0	113.8	흑전	142.2%	-86.1	365.1	384.9
영업이익률	-11.0%	3.9%	5.8%	8.2%	15.0%	26.0%	6.8%	-4.3%	12.4%	12.0%
세전이익	-59.4	9.9	-225.9	44.1	94.4	흑전	113.9%	-350.1	324.7	338.1
세전이익률	-14.8%	2.1%	-40.0%	7.7%	12.4%	27.2%	4.7%	-17.5%	11.0%	10.5%
지배순이익	-36.8	6.7	-160.0	38.0	73.0	흑전	92.1%	-246.2	253.8	257.7
지배주주순이익률	-9.2%	1.4%	-28.4%	6.6%	9.6%	18.8%	3.0%	-12.3%	8.6%	8.0%
사업부별 매출액										
베이직케미칼	154.0	200.0	249.9	230.1	413.9	168.8%	79.9%	851.9	1,420.5	1,396.5
석유화학&카본	184.0	220.4	261.7	279.2	278.1	51.2%	-0.4%	905.1	1,154.2	1,027.2
에너지솔루션	80.0	71.0	74.9	83.0	85.8	7.3%	3.4%	328.9	337.1	324.3
기타(DCRE)	-16.4	-23.4	-22.3	-18.6	-16.6	적지	적지	-83.5	41.7	464.0
사업부별 영업이익										
베이직케미칼	-35.0	22.0	33.9	31.7	92.0	흑전	190.1%	-71.1	291.0	247.9
이익률	-22.7%	11.0%	13.6%	13.8%	22.2%	44.9%	8.4%	-8.3%	20.5%	17.8%
석유화학&카본	-7.0	8.3	17.3	34.5	37.6	흑전	9.0%	16.6	134.5	112.4
이익률	-3.8%	3.8%	6.6%	12.4%	13.5%	17.3%	1.2%	1.8%	11.7%	10.9%
에너지솔루션	6.0	-3.5	-7.2	0.9	2.4	-60.2%	165.2%	6.3	6.3	5.0
이익률	7.5%	-4.9%	-9.6%	1.1%	2.8%	-4.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.5%
기타(DCRE)	-8.3	-8.7	-11.0	-20.1	-18.1	적지	적지	-37.9	-66.7	19.6
이익률	적자	적자	적자	적자	적자	적지	적지	적자	적자	4.2%

자료: OCI, SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	9.6%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.7%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.3
Target P/B	1.42
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	110,967
적정주가 (단위: 원)	157,256
Target Price (단위: 원)	160,000
현재주가(2021-07-02) (단위: 원)	122,000
상승여력	31.1%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

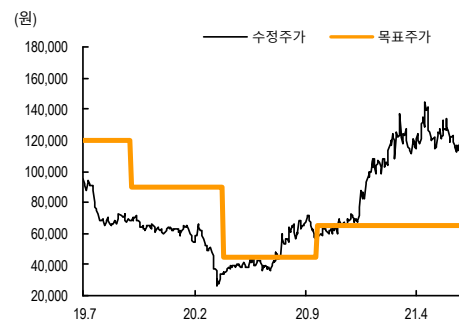
* Target P/B PBR-ROE 산정값과, 폴리실리콘/PBR(Correlation: 0.96) ratio 추정값 평균

Target ROE

	2020	2Q22E	2Q23E	2Q24E
ROE(지배주주지분)	-9.9%	10.9%	8.1%	6.5%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	9.6%			

자료 : SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.07.05	매수	160,000원	6개월		
2021.07.01	담당자변경				
2020.09.28	매수	65,000원	6개월	55.92%	122.31%
2020.03.30	매수	45,000원	6개월	7.28%	59.56%
2019.10.07	매수	90,000원	6개월	-34.94%	-21.00%
2019.07.02	매수	120,000원	6개월	-37.05%	-19.75%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)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 3 자에게 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 (2021 년 7 월 5 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,161	2,036	2,523	2,702	2,915
현금및현금성자산	488	444	138	425	880
매출채권및기타채권	409	328	495	469	412
재고자산	906	814	1,225	1,162	1,020
비유동자산	2,651	2,401	2,441	2,496	2,480
장기금융자산	61	72	35	35	35
유형자산	2,042	1,710	1,693	1,692	1,683
무형자산	46	40	38	37	35
자산총계	4,811	4,437	4,965	5,198	5,395
유동부채	846	860	990	816	662
단기금융부채	420	544	515	365	265
매입채무 및 기타채무	307	239	360	341	299
단기충당부채	26	10	16	16	14
비유동부채	1,280	1,192	1,386	1,633	1,899
장기금융부채	1,176	1,130	1,237	1,437	1,657
장기매입채무 및 기타채무	16	11	5	4	4
장기충당부채	12	10	14	14	12
부채총계	2,125	2,052	2,375	2,449	2,561
지배주주지분	2,636	2,341	2,548	2,710	2,799
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	785	785	785	785	785
기타자본구성요소	0	-7	-7	-7	-7
자기주식	0	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	1,704	1,455	1,709	1,919	2,054
비지배주주지분	50	45	42	39	36
자본총계	2,686	2,386	2,589	2,749	2,834
부채외자본총계	4,811	4,437	4,965	5,198	5,395

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-2	-83	-168	451	557
당기순이익(손실)	-807	-251	253	256	182
비현금성항목등	987	346	254	259	246
유형자산감가상각비	306	133	125	126	139
무형자산감가상각비	5	6	5	5	4
기타	673	215	22	0	0
운전자본감소(증가)	-169	-169	-539	80	188
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-33	39	-160	25	57
재고자산감소(증가)	29	137	-295	63	142
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	-42	129	-19	-42
기타	-121	-304	-214	10	30
법인세납부	-12	-9	-135	-145	-58
투자활동현금흐름	-253	17	-161	-115	-122
금융자산감소(증가)	-38	68	-59	0	0
유형자산감소(증가)	-229	-61	-100	-125	-130
무형자산감소(증가)	-5	-2	-3	-3	-3
기타	19	12	1	13	11
재무활동현금흐름	-13	31	17	-50	20
단기금융부채증가(감소)	-529	-277	-203	-150	-100
장기금융부채증가(감소)	591	362	274	200	220
자본의증가(감소)	0	-7	0	0	0
배당금의 지급	-20	-1	0	-47	-47
기타	-56	-46	-53	-52	-53
현금의 증가(감소)	-257	-44	-305	287	455
기초현금	744	488	444	138	425
기말현금	488	444	138	425	880
FCF	-552	-105	-240	378	413

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,605	2,003	2,953	3,212	2,820
매출원가	2,565	1,874	2,258	2,471	2,224
매출총이익	40	129	695	741	596
매출총이익률 (%)	1.5	6.4	23.6	23.1	21.1
판매비와관리비	221	215	330	356	312
영업이익	-181	-86	365	385	284
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	12.4	12.0	10.1
비영업손익	-832	-264	-40	-47	-44
순금융비용	38	36	43	45	42
외환관련손익	1	6	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-2	8	5	0	0
세전계속사업이익	-1,012	-350	325	338	240
세전계속사업이익률 (%)	-38.9	-17.5	11.0	10.5	8.5
계속사업법인세	-206	-99	72	82	58
계속사업이익	-806	-251	253	256	182
중단사업이익	-1	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-807	-251	253	256	182
순이익률 (%)	-31.0	-12.5	8.6	8.0	6.4
지배주주	-794	-246	254	257	183
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.49	-12.29	8.6	8.01	6.49
비지배주주	-13	-5	-1	-1	-1
총포괄이익	-787	-292	203	207	133
지배주주	-774	-288	207	210	136
비지배주주	-13	-5	-3	-3	-3
EBITDA	130	53	495	515	427

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-16.3	-23.1	47.5	8.8	-12.2
영업이익	적전	적지	흑전	5.4	-26.2
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	4.0	-29.0
EBITDA	-71.7	-59.7	843.4	4.0	-17.1
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	1.4	-28.8
수익성 (%)					
ROE	-26.2	-9.9	10.4	9.8	6.7
ROA	-15.4	-5.4	5.4	5.0	3.4
EBITDA마진	5.0	2.6	16.8	16.0	15.2
안정성 (%)					
유동비율	255.5	236.8	255.0	331.1	440.6
부채비율	79.1	86.0	91.7	89.1	90.4
순차입금/자기자본	32.0	43.4	51.1	39.5	26.5
EBITDA/이자비용(배)	2.4	1.1	9.8	10.1	8.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-33,255	-10,320	10,645	10,789	7,677
BPS	110,515	98,159	106,818	113,637	117,344
CFPS	-20,269	-4,507	16,106	16,252	13,677
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	1,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	13.6	13.4	18.8
PER(최저)	N/A	N/A	9.1	9.0	12.6
PBR(최고)	1.0	1.0	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	0.5	0.3	0.9	0.9	0.8
PCR	-3.1	-20.6	7.6	7.5	8.9
EV/EBITDA(최고)	27.0	63.4	9.8	8.9	9.9
EV/EBITDA(최저)	18.2	33.2	7.5	6.7	7.3