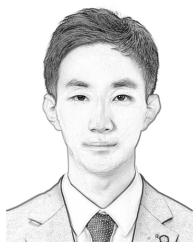


# SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

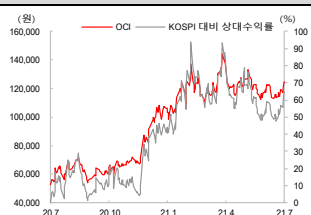
## Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	20 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,981 십억원
주요주주	
이화영(외30)	22.24%
국민연금공단	11.32%
외국인지분률	16.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(21/07/28)	125,000 원
KOSPI	3236.86 pt
52주 Beta	1.38
52주 최고가	144,500 원
52주 최저가	53,900 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.8%	9.0%
6개월	21.4%	15.1%
12개월	136.3%	64.8%

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

### 긴 호흡의 강세 구간

2Q 영업이익은 1,663 억원을 기록해 컨센서스를 상회하였음. 폴리실리콘 강세에 따른 베이직케미칼 호호가 실적을 견인. 또한, 석유화학/카본 사업부도 매출 증대와 전분기에 이어 높은 이익률을 시현하였음. 하반기에도 Wafer 증설과 견조한 PV End-use 수요로 타이트한 폴리실리콘 수급이 유지될 것으로 기대. Valuation은 PBR-ROE 기준 가중평균 Target PBR 1.38 배를 부여, 목표주가 160,000 원 투자 의견 매수를 제시함

### 베이직케미칼 2 분기 이익률 38%

2 분기 매출액과 영업이익은 각각 7,674 억원, 1,663 억원을 기록해 7/28 일 기준 컨센서스(6,968 억원 / 1,111 억원)를 상회하는 수준을 기록했다. 폴리실리콘 가격 강세와 수요 개선 효과가 동시에 나타나면서 베이직케미칼은 2 분기 38% 이상의 높은 이익률을 시현했다. 석유화학/카본 사업부도 매출 증대와 견조한 이익률로 1 분기에 이어 2 분기 양호한 실적을 견인했다. 또한, 기타(도시개발)은 2 분기부터 매출이 인식되기 시작했다.

### 긴 호흡의 강세 구간

타 사업부의 양호한 실적도 있었지만 이번 분기 강세의 주인공은 베이직케미칼(폴리실리콘)이었다. 일부 중국의 증설 우려 상존할 전망이다. 올해~내년에 걸친 Wafer 증설로 타이트한 수급이 당분간 유지될 것으로 기대한다. 또한, 최근 벌어지는 Wafer(2 주 - 5.8%)와 폴리실리콘(2 주 -1.6%)의 가격 차별화는 가격상승에 따른 End-use 수요 하락 부담을 낮출 것으로 기대한다. 높은 폴리실리콘 가격은 당분간 유효하다는 판단이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 160,000 원 유지

폴리실리콘 가격은 지난 peak 이후 하향 안정화되는 추세이다. 그럼에도 현재 속도가 매우 더디며 가격대가 당분간 유지될 것으로 전망된다. 동시에 탄소중립의 방향성과 신 재생에너지에 대한 글로벌 관심은 향후 모멘텀을 제시할 것으로 기대한다. Valuation은 PBR-ROE 기준과 폴리실리콘 가격 기반 추정 값 가중 평균 Target PBR 1.38 배를 부여했다. 따라서, 목표주가는 160,000 원을 유지하며, 투자의견은 매수를 제시한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	3,112	2,605	2,003	2,909	3,058	2,832
yoy	%	-14.3	-16.3	-23.1	45.3	5.1	-7.4
영업이익	십억원	159	-181	-86	491	430	329
yoy	%	-44.2	적전	적지	흑전	-12.5	-23.5
EBITDA	십억원	461	130	53	622	560	472
세전이익	십억원	130	-1,012	-350	451	386	287
순이익(지배주주)	십억원	104	-794	-246	350	294	219
영업이익률%	%	5.1	-6.9	-4.3	16.9	14.1	11.6
EBITDA%	%	14.8	5.0	2.6	21.4	18.3	16.7
순이익률	%	3.3	-31.0	-12.5	12.0	9.6	7.7
EPS(계속사업)	원	4,396	-33,255	-10,320	14,667	12,312	9,168
PER	배	24.3	N/A	N/A	8.5	10.2	13.6
PBR	배	0.7	0.6	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	6.9	18.7	63.4	6.7	7.0	7.7
ROE	%	3.1	-26.2	-9.9	14.0	10.7	7.5
순차입금	십억원	542	860	1,036	1,104	911	618
부채비율	%	62.1	79.1	86.0	87.0	84.6	85.7

## 1. Highlight View 3

### (1) 폴리실리콘 수요는 많음

폴리실리콘 가격은 1Q 13.2/kg 에서 2Q 24.2/kg 까지 상승해 거의 두배 가까이 상승했다. 높은 폴리실리콘 가격과 수요 개선 효과가 동시에 나타나면서 베이직 케미칼 부분은 2분기 QoQ 매출 상향과 38% 이상의 높은 이익률을 시현했다. 작년 그리고 올해에 걸쳐 크게 들어온 Wafer 증설 물량은 타이탄급 환경을 조성한 것으로 파악된다. 현재 폴리실리콘 가격은 약보합세를 띠고 있으나 글로벌로 높아진 신재생에너지에 대한 관심이 높은 폴리실리콘 가격을 유지시킬 수 있는 원동력이 될 것으로 판단한다.

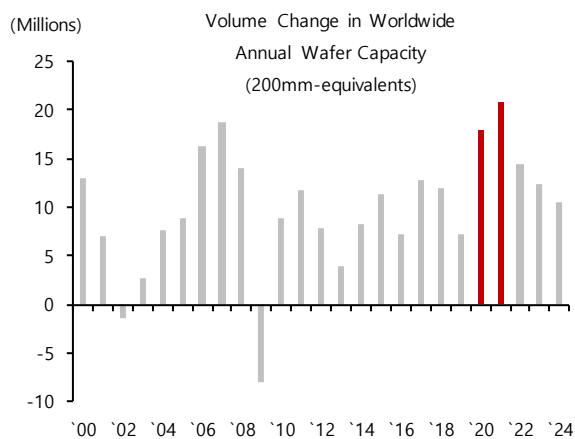
### (2) 웨이퍼 vs. 폴리실리콘의 가격 차별화

최근 폴리실리콘 가격은 7/21 기준 지난 2주간 약 -1.6%의 가격 변동을 보였다. 반면에 156mm sq Multi wafer 기준 \$0.313/Watt → 7/21 \$0.295/Watt 를 기록해 -5.8% 가량 빠졌다. 높아진 폴리실리콘 가격은 Wafer 의 가격 상승 그리고 전체 태양광 밸류체인 가격에 대한 부담으로 이어질 개연성이 있으나, Wafer 의 더 큰 가격 하락 폭은 상대적으로 태양광 End-use 에 미치는 부담을 낮출 수 있을 것으로 기대한다.

### (3) 증장기 공급 계약 구조

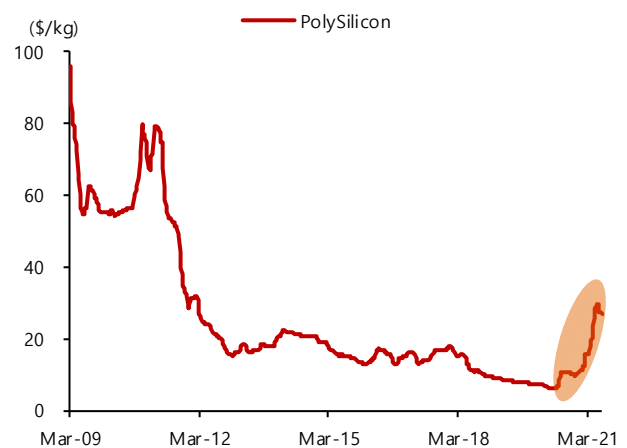
실적 강세를 이끌었던 폴리실리콘 가격 약세 전환에 대한 우려에도 불구하고 동사는 스팟성 계약 물량이 전체 물량의 약 10% 수준이며, 나머지 물량은 모두 증장기 공급 계약을 따르고 있다. 높은 마진을 유지해 나가는데 긍정적인 포인트이다.

하단 웨이퍼 증설 '20~'21 많은 시기



자료: IC insight, SK 증권

폴리실리콘 가격 추이



자료: PVinsight, SK 증권

## 2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	468.0	564.2	573.7	767.4	782.4	67.2%	2.0%	2,002.4	2,909.3	3,057.6
영업이익	18.1	33.0	47.0	166.3	149.8	727.8%	-9.9%	-86.1	491.4	429.9
영업이익률	3.9%	5.8%	8.2%	21.7%	19.2%	15.3%	-2.5%	-4.3%	16.9%	14.1%
세전이익	9.9	-225.9	44.1	146.9	132.0	1239.1%	-10.1%	-350.1	451.4	385.6
세전이익률	2.1%	-40.0%	7.7%	19.1%	16.9%	14.8%	-2.3%	-17.5%	15.5%	12.6%
지배순이익	6.7	-160.0	38.0	112.7	100.7	1398.2%	-10.7%	-246.2	349.8	293.6
지배주주순이익률	1.4%	-28.4%	6.6%	14.7%	12.9%	11.4%	-1.8%	-12.3%	12.0%	9.6%
<b>사업부별 매출액</b>										
바이오키메칼	200.0	249.9	230.1	330.1	347.6	73.8%	5.3%	851.9	1,218.8	1,210.0
석유화학&카본	220.4	261.7	279.2	335.1	298.3	35.3%	-11.0%	905.1	1,211.1	1,059.3
에너지솔루션	71.0	74.9	83.0	81.2	85.5	20.4%	5.3%	328.9	332.5	324.3
기타(DCRE)	-23.4	-22.3	-18.6	21.0	51.0	흑전	142.9%	-83.5	146.9	464.0
<b>사업부별 영업이익</b>										
바이오키메칼	22.0	33.9	31.7	126.6	120.6	448.0%	-4.8%	-71.1	373.1	280.6
이익률	11.0%	13.6%	13.8%	38.4%	34.7%	23.7%	-3.7%	-8.3%	30.6%	23.2%
석유화학&카본	8.3	17.3	34.5	43.8	30.0	261.3%	-31.5%	16.6	140.5	113.6
이익률	3.8%	6.6%	12.4%	13.1%	10.1%	6.3%	-3.0%	1.8%	11.6%	10.7%
에너지솔루션	-3.5	-7.2	0.9	-0.4	0.4	흑전	흑전	6.3	1.8	5.0
이익률	-4.9%	-9.6%	1.1%	-0.5%	0.5%	5.4%	1.0%	1.9%	0.5%	1.5%
기타(DCRE)	-8.7	-11.0	-20.1	-3.7	-1.1	적지	적지	-37.9	-24.0	30.7
이익률	적자	적자	적자	적자	적자	적지	적지	적자	적자	6.6%

자료: OCI, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2,953.5	3,212.0	2,909.3	3,057.6	-1.5%	-4.8%
영업이익	365.1	384.9	491.4	429.9	34.6%	11.7%
영업이익률	12.4%	12.0%	16.9%	14.1%	4.5%	2.1%
세전이익	324.7	338.1	451.4	385.6	39.0%	14.0%
세전이익률	11.0%	10.5%	15.5%	12.6%	4.5%	2.1%
지배순이익	253.8	257.7	349.8	293.6	37.8%	14.0%
지배주주순이익률	8.6%	8.0%	12.0%	9.6%	3.4%	1.6%

자료: SK 증권 추정

### 3. Valuation

#### PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.1%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.7%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.3
Target P/B	1.38
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	117,688
적정주가 (단위: 원)	162,818
<b>Target Price (단위: 원)</b>	<b>160,000</b>
현재주가(2021-07-28) (단위: 원)	125,000
상승여력	28.0%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

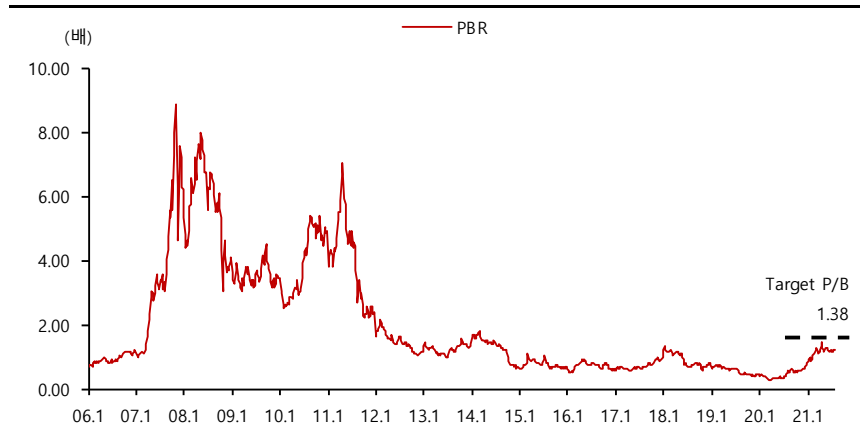
\* Target P/B PBR-ROE 산정값과, 폴리실리콘/PBR(Correlation: 0.96) ratio 추정 가중 평균

#### Target ROE

	2020	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	-9.9%	11.4%	8.3%	7.5%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	10.1%			

자료 : SK 증권 추정

#### Historical PBR



자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.07.29	매수	160,000원	6개월		
2021.07.05	매수	160,000원	6개월	-26.63%	-21.88%
2021.07.01	담당자 변경				
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%



### 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 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 (2021년 7월 29일 기준)

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

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	2,161	2,036	2,583	2,823	3,093
현금및현금성자산	488	444	356	599	1,012
매출채권및기타채권	409	328	457	456	423
재고자산	906	814	1,133	1,131	1,047
<b>비유동자산</b>	2,651	2,401	2,438	2,494	2,482
장기금융자산	61	72	35	35	35
유형자산	2,042	1,710	1,693	1,692	1,683
무형자산	46	40	38	37	35
<b>자산총계</b>	4,811	4,437	5,022	5,317	5,575
<b>유동부채</b>	846	860	954	804	672
단기금융부채	420	544	515	365	265
매입채무 및 기타채무	307	239	333	332	307
단기충당부채	26	10	15	16	15
<b>비유동부채</b>	1,280	1,192	1,382	1,632	1,901
장기금융부채	1,176	1,130	1,237	1,437	1,657
장기매입채무 및 기타채무	16	11	5	4	4
장기충당부채	12	10	13	13	13
<b>부채총계</b>	2,125	2,052	2,336	2,436	2,573
<b>지배주주지분</b>	2,636	2,341	2,643	2,842	2,966
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	1,805	2,051	2,222
비지배주주지분	50	45	42	39	36
<b>자본총계</b>	2,686	2,386	2,685	2,881	3,002
<b>부채외자본총계</b>	4,811	4,437	5,022	5,317	5,575

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	-2	-83	50	404	513
당기순이익(손실)	-807	-251	348	292	217
비현금성항목등	987	346	284	268	255
유형자산감가상각비	306	133	125	126	139
무형자산감가상각비	5	6	5	5	4
기타	673	215	22	0	0
운전자본감소(증가)	-169	-169	-417	0	110
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-33	39	-123	1	34
재고자산감소(증가)	29	137	-202	2	83
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	-42	102	-1	-24
기타	-121	-304	-194	-3	18
법인세납부	-12	-9	-166	-156	-69
<b>투자활동현금흐름</b>	-253	17	-161	-112	-120
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	16	13
<b>재무활동현금흐름</b>	-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
<b>현금의 증가(감소)</b>	-257	-44	-87	243	413
기초현금	744	488	444	356	599
기말현금	488	444	356	599	1,012
FCF	-552	-105	-22	331	370

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	2,605	2,003	2,909	3,058	2,832
<b>매출원가</b>	2,565	1,874	2,092	2,289	2,190
<b>매출총이익</b>	40	129	817	769	642
매출총이익률 (%)	1.5	6.4	28.1	25.1	22.7
<b>판매비와관리비</b>	221	215	326	339	313
<b>영업이익</b>	-181	-86	491	430	329
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	16.9	14.1	11.6
<b>비영업손익</b>	-832	-264	-40	-44	-42
순금융비용	38	36	43	42	40
외환관련손익	1	6	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-2	8	5	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	-1,012	-350	451	386	287
세전계속사업이익률 (%)	-38.9	-17.5	15.5	12.6	10.1
<b>계속사업법인세</b>	-206	-99	103	93	69
<b>계속사업이익</b>	-806	-251	348	292	217
<b>중단사업이익</b>	-1	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-807	-251	348	292	217
순이익률 (%)	-31.0	-12.5	12.0	9.6	7.7
지배주주	-794	-246	350	294	219
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.49	-12.29	12.02	9.6	7.72
비지배주주	-13	-5	-1	-1	-1
총포괄이익	-787	-292	299	243	168
지배주주	-774	-288	302	246	171
비지배주주	-13	-5	-3	-3	-3
<b>EBITDA</b>	130	53	622	560	472

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-16.3	-23.1	45.3	5.1	-7.4
영업이익	적전	적지	흑전	-12.5	-23.5
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-14.6	-25.7
EBITDA	-71.7	-59.7	1,083.9	-9.9	-15.7
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-16.1	-25.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-26.2	-9.9	14.0	10.7	7.5
ROA	-15.4	-5.4	7.4	5.7	4.0
EBITDA마진	5.0	2.6	21.4	18.3	16.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	255.5	236.8	270.8	351.0	460.3
부채비율	79.1	86.0	87.0	84.6	85.7
순차입금/자기자본	32.0	43.4	41.1	31.6	20.6
EBITDA/이자비용(배)	2.4	1.1	12.3	11.0	9.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-33,255	-10,320	14,667	12,312	9,168
BPS	110,515	98,159	110,840	119,182	124,380
CFPS	-20,269	-4,507	20,128	17,775	15,169
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	1,400
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	9.9	11.7	15.8
PER(최저)	N/A	N/A	6.6	7.9	10.6
PBR(최고)	1.0	1.0	1.3	1.2	1.2
PBR(최저)	0.5	0.3	0.9	0.8	0.8
PCR	-3.1	-20.6	6.2	7.0	8.2
EV/EBITDA(최고)	27.0	63.4	7.4	7.9	8.7
EV/EBITDA(최저)	18.2	33.2	5.6	5.8	6.3