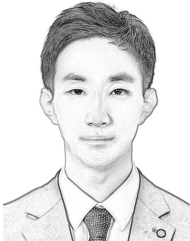


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

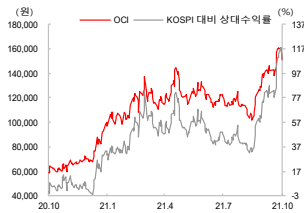
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	20 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,601 십억원
주요주주	
이화영(외30)	22.24%
국민연금공단	11.32%
외국인지분률	21.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/10/07)	140,000 원
KOSPI	2908.31 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	59,100 원
60일 평균 거래대금	59 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.6%	19.6%
6개월	30.2%	40.0%
12개월	155.5%	107.8%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 195,000 원(상향))

더 오른 폴리실리콘

3Q 영업이익은 1,982 억원을 기록해 컨센서스 소폭 상회한 수준 예상. 폴리실리콘 강세에 따른 베이직케미칼 호조가 실적을 견인할 전망이다. 또한, 가격 전가 흐름이 앞 단인 메탈실리콘부터 시작되었기에 태양광 밸류체인 내에서 상대적 가격 우위를 당분간 유지할 것으로 기대. Valuation 은 PBR-ROE 기준 가중평균 Target PBR 1.59 배를 부여, 목표주가 195,000 원 투자 의견 매수를 제시함

더 오른 폴리실리콘

3분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 649 억원, 1,982 억원을 기록해 10/6 일 기준 컨센서스(8,714 억원 / 1,912 억원)를 소폭 상회하는 수준을 예상한다. 전분기에 이어 폴리실리콘 강세가 다시 한번 지속되면서 베이직케미칼 부문은 호실적이 기대된다. 최근 가격 기준 \$33.7/kg 을 기록해 가까운 고점인 \$29.4/kg 을 뛰어넘었다. 에너지솔루션 부문은 태양광 프로젝트 매각에 따른 단기 수익 개선이 예상된다.

태양광 밸류체인 가격 상승 방향

폴리실리콘 타이트한 수급에 이어 원료인 메탈실리콘 가격 상승까지 겹치며 폴리실리콘은 강세를 시현했다. 중국 규제로 메탈실리콘 업체들의 가동률이 하락했고 메탈실리콘 가격은 9 월 초 대비해서 3 배 가까이 상승했다. 결과적으로 폴리실리콘 → 웨이퍼 → 모듈로의 가격 전가가 발생했다. 메탈실리콘 원료 가격 상승 발 가격 전가력은 폴리실리콘에 가장 강하게 나타난 것으로 보이며 단기적인 가격 우위는 유지될 전망이다.

투자 의견 매수, 목표주가 160,000 → 195,000 원 상향

폴리실리콘 강세 그리고 글로벌 신재생에너지 비중 확대 계획의 구체화가 성장 동력을 제시할 전망이다. Valuation 은 PBR-ROE 기준과 폴리실리콘 가격 기반 추정 값 가중 평균인 Target PBR 1.59 배를 부여했다. 폴리실리콘 강세 구간 감안해 Target P/B 를 1.38 배 → 1.59 배로 상향했다. 따라서, 목표주가는 16 만원에서 19.5 만원으로 상향하며, 투자 의견은 매수를 유지한다.

영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	3,112	2,605	2,003	3,316	3,332	3,043
yoy	%	-14.3	-16.3	-23.1	65.6	0.5	-8.7
영업이익	십억원	159	-181	-86	582	466	295
yoy	%	-44.2	적전	적지	흑전	-19.9	-36.8
EBITDA	십억원	461	130	53	711	603	431
세전이익	십억원	130	-1,012	-350	555	429	261
순이익(지배주주)	십억원	104	-794	-246	449	324	197
영업이익률%	%	5.1	-6.9	-4.3	17.6	14.0	9.7
EBITDA%	%	14.8	5.0	2.6	21.4	18.1	14.2
순이익률	%	3.3	-31.0	-12.5	13.6	9.8	6.5
EPS(계속사업)	원	4,396	-33,255	-10,320	18,842	13,600	8,260
PER	배	24.3	N/A	N/A	8.0	11.1	18.3
PBR	배	0.7	0.6	1.0	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	배	6.9	18.7	63.4	6.6	7.3	9.5
ROE	%	3.1	-26.2	-9.9	17.6	11.3	6.5
순차입금	십억원	542	860	1,036	1,027	725	443
부채비율	%	62.1	79.1	86.0	86.4	82.5	82.8

1. Highlight View 3

(1) 더 큰 상승의 폴리실리콘

폴리실리콘의 강세가 3분기에도 지속되는 모습이다. 최근 가격 기준 \$33.7/kg 을 기록해 가까운 고점인 \$29.4/kg 을 뛰어넘었다. 2분기의 가격 상승 요인을 찾아보면 웨이퍼 증설 대비 부족한 폴리실리콘 수급이 부각되었다. 그리고 3 분기에는 여기에 더해 메탈실리콘 가격 상승이 화두가 되었다. 중국 규제로 메탈실리콘 업체들의 가동률이 하락했고 메탈실리콘 가격은 9 월 초 대비해서 3 배 가까이 상승했다.

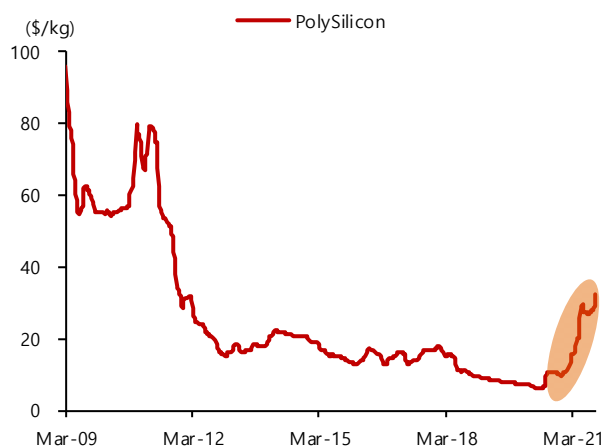
(2) 밸류체인 가격 상승은 앞 단부터

폴리실리콘 뿐만 아니라 밸류체인 전체의 가격 상승이 눈에 띄었다. 폴리실리콘 가격 상승과 함께 웨이퍼, 모듈 가격도 일부 상승했다. 다만, 폴리실리콘 가격 상승 분이 9 월 초 대비 16% 였던 것에 반해 웨이퍼와 모듈은 약 +4% 가까이 상승했다. 이번 가격 상승은 원재료 가격 상승에 따른 폴리실리콘 → 웨이퍼 → 모듈으로의 가격 상승 흐름이기에 밸류체인 내 폴리실리콘 가격 우위는 당분간 유지되는 모습이다. 메탈리실리콘 정상화는 가격 측면 리스크이나 단기에 가동률 정상화는 어려울 것으로 판단한다.

(3) 각 국가들의 태양광 확대 방침

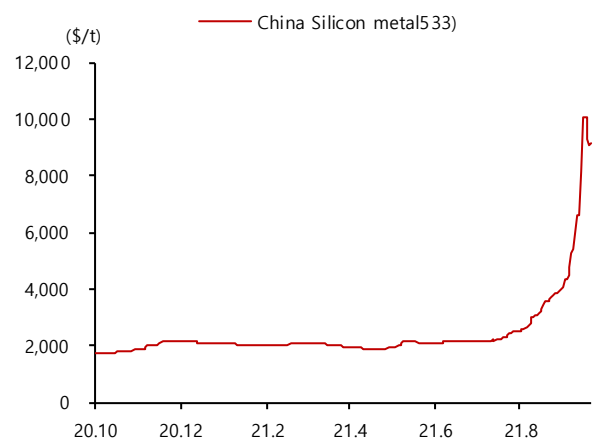
원재료 가격 상승이 발생하는 와중에도 각 국가들의 태양광 확대 방침은 지속적으로 나오고 있다. 대표적으로 미국 에너지부는 '35 년까지 전력 생산 비중의 40%를 태양광으로 대체하겠다 밝혔다. 가격 부담에도 태양광 비중 확대 흐름은 지속될 전망이다.

폴리실리콘 가격 추이



자료: PVinsight, SK 증권

메탈폴리실리콘 가격 추이



자료: Bloomberg, 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	1,064.9	127.5%	38.8%	2,002.4	3,315.6	3,331.5
영업이익	18.1	33.0	47.0	166.3	198.2	995.1%	19.2%	-86.1	582.1	466.5
영업이익률	3.9%	5.8%	8.2%	21.7%	18.6%	14.7%	-3.1%	-4.3%	17.6%	14.0%
세전이익	9.9	-225.9	44.1	160.4	182.3	1749.3%	13.6%	-350.1	554.7	429.3
세전이익률	2.1%	-40.0%	7.7%	20.9%	17.1%	15.0%	-3.8%	-17.5%	16.7%	12.9%
지배순이익	6.7	-160.0	38.0	144.3	138.8	1965.4%	-3.8%	-246.2	449.4	324.3
지배주주순이익률	1.4%	-28.4%	6.6%	18.8%	13.0%	11.6%	-5.8%	-12.3%	13.6%	9.7%
사업부별 매출액										
바이오키메칼	200.0	249.9	230.1	330.1	376.9	88.5%	14.2%	851.9	1,342.3	1,247.6
석유화학&카본	220.4	261.7	279.2	335.1	331.9	50.6%	-1.0%	905.1	1,249.0	1,205.1
에너지솔루션	71.0	74.9	83.0	81.2	305.1	329.7%	275.7%	328.9	577.4	414.8
기타(DCRE)	-23.4	-22.3	-18.6	21.0	51.0	흑전	142.9%	-83.5	146.9	464.0
사업부별 영업이익										
바이오키메칼	22.0	33.9	31.7	126.6	146.8	567.3%	16.0%	-71.1	447.5	317.1
이익률	11.0%	13.6%	13.8%	38.4%	38.9%	27.9%	0.6%	-8.3%	33.3%	25.4%
석유화학&카본	8.3	17.3	34.5	43.8	37.3	349.4%	-14.8%	16.6	141.6	112.4
이익률	3.8%	6.6%	12.4%	13.1%	11.2%	7.5%	-1.8%	1.8%	11.3%	9.3%
에너지솔루션	-3.5	-7.2	0.9	-0.4	15.3	흑전	흑전	6.3	16.9	6.4
이익률	-4.9%	-9.6%	1.1%	-0.5%	5.0%	9.9%	5.5%	1.9%	2.9%	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	-	-	적자	적자	6.6%

자료: OCI, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	2,909.3	3,057.6	3,315.6	3,331.5	14.0%	9.0%
영업이익	491.4	429.9	582.1	466.5	18.5%	8.5%
영업이익률	16.9%	14.1%	17.6%	14.0%	0.7%	-0.1%
세전이익	451.4	385.6	554.7	429.3	22.9%	11.3%
세전이익률	15.5%	12.6%	16.7%	12.9%	1.2%	0.3%
지배순이익	349.8	293.6	449.4	324.3	28.5%	10.5%
지배주주순이익률	12.0%	9.6%	13.6%	9.7%	1.5%	0.1%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.5%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.7%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.3
Target P/B	1.59
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	123,451
적정주가 (단위: 원)	196,393
Target Price (단위: 원)	195,000
현재주가(2021-10-07) (단위: 원)	140,000
상승여력	39.3%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

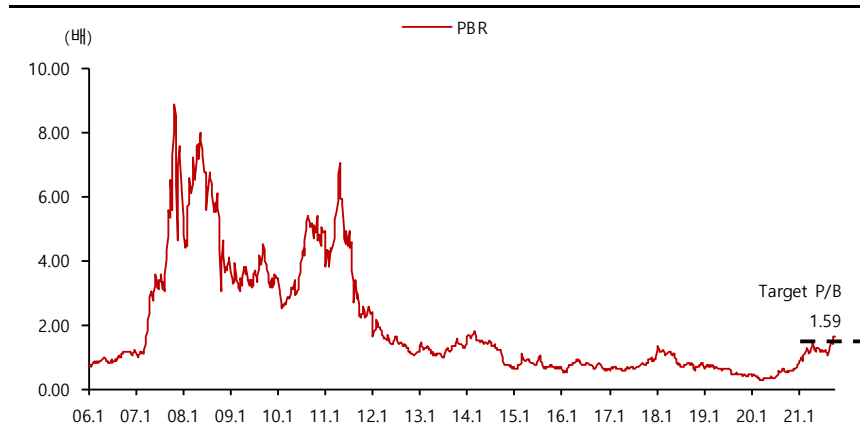
* Target P/B PBR-ROE 산정값과, 폴리실리콘/PBR(Correlation: 0.96) ratio 추정 가중 평균

Target ROE

	2020	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	-9.9%	12.5%	7.7%	6.5%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	10.5%			

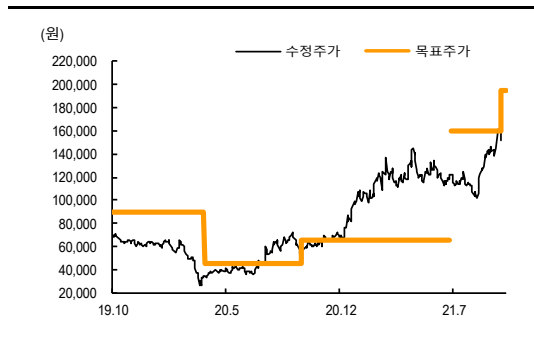
자료 : SK 증권 추정

Historical PBR



자료: SK 증권 추정

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.08	매수	195,000원	6개월		
2021.07.29	매수	160,000원	6개월	-21.77%	0.63%
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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 8 일 기준)

매수	87.8%	중립	12.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,161	2,036	2,773	3,134	3,361
현금및현금성자산	488	444	319	670	1,073
매출채권및기타채권	409	328	529	532	486
재고자산	906	814	1,311	1,318	1,204
비유동자산	2,651	2,401	2,449	2,420	2,412
장기금융자산	61	72	37	37	37
유형자산	2,042	1,710	1,703	1,671	1,669
무형자산	46	40	38	36	35
자산총계	4,811	4,437	5,221	5,554	5,773
유동부채	846	860	1,024	876	732
단기금융부채	420	544	516	366	266
매입채무 및 기타채무	307	239	385	387	353
단기충당부채	26	10	16	16	15
비유동부채	1,280	1,192	1,397	1,635	1,883
장기금융부채	1,176	1,130	1,261	1,461	1,681
장기매입채무 및 기타채무	16	11	7	7	7
장기충당부채	12	10	15	17	15
부채총계	2,125	2,052	2,421	2,511	2,615
지배주주지분	2,636	2,341	2,755	2,997	3,112
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	1,904	2,181	2,331
비지배주주지분	50	45	45	46	47
자본총계	2,686	2,386	2,801	3,043	3,158
부채외자본총계	4,811	4,437	5,221	5,554	5,773

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-2	-83	130	492	499
당기순이익(손실)	-807	-251	450	325	198
비현금성항목등	987	346	270	277	233
유형자산감가상각비	306	133	124	132	132
무형자산상각비	5	6	5	4	4
기타	673	215	24	-5	-5
운전자본감소(증가)	-169	-169	-458	-7	132
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-33	39	-193	-3	46
재고자산감소(증가)	29	137	-196	-6	114
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	-42	99	2	-33
기타	-121	-304	-167	0	5
법인세납부	-12	-9	-132	-104	-63
투자활동현금흐름	-253	17	-308	-92	-117
금융자산감소(증가)	-38	68	-205	0	0
유형자산감소(증가)	-229	-61	-100	-100	-130
무형자산감소(증가)	-5	-2	-3	-3	-3
기타	19	12	0	10	15
재무활동현금흐름	-13	31	46	-48	21
단기금융부채증가(감소)	-529	-277	-300	-150	-100
장기금융부채증가(감소)	591	362	396	200	220
자본의증가(감소)	0	-7	0	0	0
배당금의 지급	-20	-1	0	-47	-47
기타	-56	-46	-50	-50	-52
현금의 증가(감소)	-257	-44	-125	352	403
기초현금	744	488	444	319	670
기말현금	488	444	319	670	1,073
FCF	-552	-105	27	380	359

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,605	2,003	3,316	3,332	3,043
매출원가	2,565	1,874	2,399	2,532	2,445
매출총이익	40	129	916	799	599
매출총이익률 (%)	1.5	6.4	27.6	24.0	19.7
판매비와관리비	221	215	334	333	303
영업이익	-181	-86	582	466	295
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	17.6	14.0	9.7
비영업손익	-832	-264	-27	-37	-34
순금융비용	38	36	39	40	37
외환관련손익	1	6	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-2	8	10	0	0
세전계속사업이익	-1,012	-350	555	429	261
세전계속사업이익률 (%)	-38.9	-17.5	16.7	12.9	8.6
계속사업법인세	-206	-99	104	104	63
계속사업이익	-806	-251	450	325	198
중단사업이익	-1	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-807	-251	450	325	198
순이익률 (%)	-31.0	-12.5	13.6	9.8	6.5
지배주주	-794	-246	449	324	197
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.49	-12.29	13.55	9.74	6.47
비지배주주	-13	-5	1	1	1
총포괄이익	-787	-292	415	290	163
지배주주	-774	-288	414	289	162
비지배주주	-13	-5	1	1	1
EBITDA	130	53	711	603	431

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-16.3	-23.1	65.6	0.5	-8.7
영업이익	적전	적지	흑전	-19.9	-36.8
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-22.6	-39.1
EBITDA	-71.7	-59.7	1,253.7	-15.2	-28.5
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-27.8	-39.3
수익성 (%)					
ROE	-26.2	-9.9	17.6	11.3	6.5
ROA	-15.4	-5.4	9.3	6.0	3.5
EBITDA마진	5.0	2.6	21.4	18.1	14.2
안정성 (%)					
유동비율	255.5	236.8	270.9	357.8	459.2
부채비율	79.1	86.0	86.4	82.5	82.8
순차입금/자기자본	32.0	43.4	36.7	23.8	14.0
EBITDA/이자비용(배)	2.4	1.1	15.0	12.0	8.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-33,255	-10,320	18,842	13,600	8,260
BPS	110,515	98,159	115,528	125,671	130,474
CFPS	-20,269	-4,507	24,237	19,312	13,953
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	1,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	8.5	11.8	19.5
PER(최저)	N/A	N/A	5.1	7.1	11.7
PBR(최고)	1.0	1.0	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	0.5	0.3	0.8	0.8	0.7
PCR	-3.1	-20.6	6.2	7.8	10.8
EV/EBITDA(최고)	27.0	63.4	6.9	7.7	10.1
EV/EBITDA(최저)	18.2	33.2	4.8	5.1	6.5