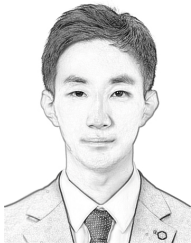


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sk.com
02-3773-8477

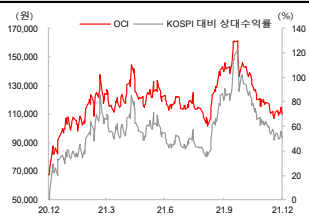
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	20 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,683 십억원
주요주주	
이화영(외30)	22.24%
국민연금공단	11.32%
외국인지분률	19.40%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/12/07)	112,500 원
KOSPI	2991.72 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	67,500 원
60일 평균 거래대금	57 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.6%	-7.3%
6개월	-10.7%	-2.9%
12개월	61.2%	47.9%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 150,000 원(하향))

기다려보는 내년 수요

태양광 밸류체인 전반의 가격 하향 속 폴리실리콘 가격도 조정. 최근 가격 안정화에 바이어들의 재고 축적 수요가 위축됨. 다만, 내년도 올릴 수요는 기대해볼 요소. 태양광 설치의 확대뿐만 아니라 내년도는 태양광 웨이퍼의 증설도 크게 증가하는 한 해임. 또한, 미국의 'Build back better' 법안 통과 시 세금 인센티브를 포함한 친환경 보조금을 통해 태양광 전반의 수요 상승과センチ먼트 개선 가능. 투자 의견 매수, 목표주가 15 만원 제시

폴리실리콘의 가격 안정화

폴리실리콘의 가격이 조정 구간에 놓여있다. \$35.8/kg 로 Peak 를 찍은 이후 최근 12/1 기준 평균 거래된 가격은 약 \$32/kg 다. 바이어들은 가격 하향 트렌드에 기존 재고 축적 수요를 줄이는 모습을 보이고 있다. 또한, 태양광 밸류체인 전반의 하락이 부담으로 작용 중이다. 아직 절대치 기준으로는 과거 \$10/kg 부근에서 움직였던 '19~'20 년도 대비 하면 3 배 가량 높은 수준이나, 가격 조정 흐름이 센터에 부정적으로 작용 중이다.

기다려보는 내년 수요

내년도는 올해 태양광 설치 170GW 보다 높은 190~200GW 가 전망되고, 여기에 더해 태양광 웨이퍼의 큰 증설이 기대되고 있다. CEA 기준 올해보다 +38% 높은 웨이퍼 생산능력이 전망되고 있다. 또한, 미국의 Build back better 예산안이 최종 통과 시, 세금 인센티브를 포함해 약 \$555 billion 에 달하는 보조금이 친환경에너지에 쓰여 추가적인 수요 확대가 기대된다. 폴리실리콘 증설의 상쇄 효과를 기대한다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 19.5 만원 → 15 만원 하향

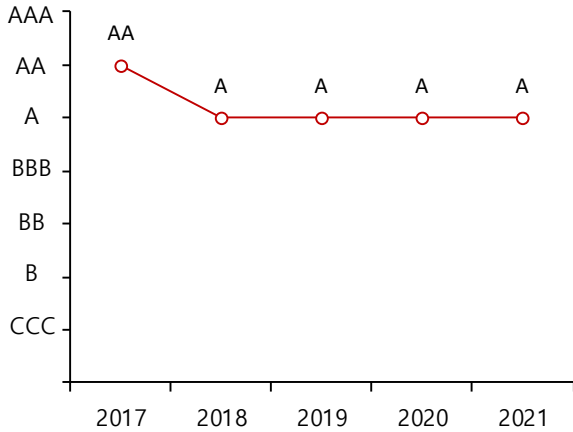
폴리실리콘 가격 조정이 부담으로 작용 중이나, 친환경 에너지 전환 속 태양광 수요 확대는 지속될 전망이다. Valuation 은 폴리실리콘 가격 조정 국면을 반영해 Target PBR 산정 폴리실리콘 가격 하단을 낮추고 1.40 배에서 1.03 배로 하향 조정했다. 따라서, 목표주가는 19.5 만원에서 15 만원으로 하향하며, 투자 의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	3,112	2,605	2,003	3,183	3,419	2,986
yoy	%	-14.3	-16.3	-23.1	59.0	7.4	-12.7
영업이익	십억원	159	-181	-86	618	589	412
yoy	%	-44.2	적전	적지	흑전	-4.8	-30.0
EBITDA	십억원	461	130	53	753	729	552
세전이익	십억원	130	-1,012	-350	600	560	387
순이익(지배주주)	십억원	104	-794	-246	549	478	326
영업이익률%	%	5.1	-6.9	-4.3	19.4	17.2	13.8
EBITDA%	%	14.8	5.0	2.6	23.7	21.3	18.5
순이익률	%	3.3	-31.0	-12.5	17.3	14.0	11.0
EPS(계속사업)	원	4,396	-33,255	-10,320	23,018	20,049	13,659
PER	배	24.3	N/A	N/A	4.8	5.5	8.1
PBR	배	0.7	0.6	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	6.9	18.7	63.4	4.8	4.5	5.5
ROE	%	3.1	-26.2	-9.9	20.7	14.9	9.0
순차입금	십억원	542	860	1,036	943	592	328
부채비율	%	62.1	79.1	86.0	76.9	68.8	63.6

ESG 하이라이트

OCI의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
OCI 종합 등급	A	B-	34.3
환경(Environment)	37.8	B	23.3
사회(Social)	56.8	B-	28.1
지배구조(Governance)	58.3	B	66.1
<비교업체 종합 등급>			
롯데케미칼	A	B-	32.2
대한유화	A	NA	31.4
금호석유	BBB	D	34.7
롯데정밀화학	AA	C+	62.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 OCI ESG 평가

올해 ESG와 관련한 전략 및 주요 사항을 검토 등의 목적으로 ESG 위원회를 출범. 태양광 등 신재생에너지 비즈니스와 함께 ESG 테마에 있어 역량을 갖출 것으로 기대

또한, 동사의 OCI SE는 석탄 연료에 대한 환경 측면의 리스크 있으나, 매출 비중이 작고 우드펠릿의 혼합 비율 확대에 대응이 가능하다는 측면에서 긍정적

자료: SK 증권

OCI의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

OCI의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2020.03.17	환경 (Environment)	OCI 포항공장 화학물질 누출 사고 발생
2020.02.14	사회 (Social)	OCI 공장 전면 가동 중단 군산 지역경제 또 패닉
2018.12.18	사회 (Social)	OCI 군산공장 이유있는 잇단 사고...위반사항 43건 적발
2018.11.22	환경 (Environment)	경찰, OCI 군산공장 유독물질 누출 수사
2016.05.08	지배구조 (Governance)	OCI 새만금 투자계획 철회, 지역경제 찬물
2015.12.22	지배구조 (Governance)	공정위 내부거래 공시의무 위반한 OCI에 과태료

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 폴리실리콘 가격 조정

폴리실리콘의 가격이 조정 구간에 놓여있다. \$35.8/kg로 Peak를 찍은 이후 최근 12/1 기준 평균 거래된 가격은 약 \$32/kg다. 바이어들은 가격 하향 트렌드에 기존 재고 축적 수요를 줄이는 모양이다. 절대치 기준으로는 아직 과거 \$10/kg 부근에서 움직였던 '19~'20년도 대비하면 3배 가량 높은 수준이다. 가격 조정 흐름이 센터에 부정적으로 작용 중이나 절대적인 수준은 높게 유지 중이다.

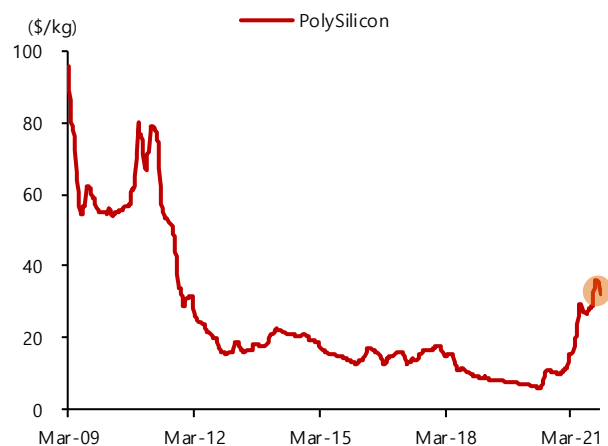
(2) 기다려 보는 내년 수요

태양광은 내년도에도 친환경 수요에 맞추어 지속적인 수요가 발생할 것으로 기대된다. 산업자료(OCI Fact Book) 기준 올해 태양광 설치 170GW 보다 높은 190~200GW가 전망된다. 여기에 더해 내년도에는 태양광 웨이퍼의 큰 증설이 기대되고 있다. CEA 기준 올해보다 +38% 높은 웨이퍼 생산능력을 전망되고 있다. 최근 DAQO가 3.5만톤 파일럿 가동을 시작하는 등 글로벌 업체들의 폴리실리콘 증설이 부담으로 작용하나, 이를 상쇄하는 태양광 및 웨이퍼 업체들의 수요를 기대해본다.

(3) 미국의 보조금 기대감

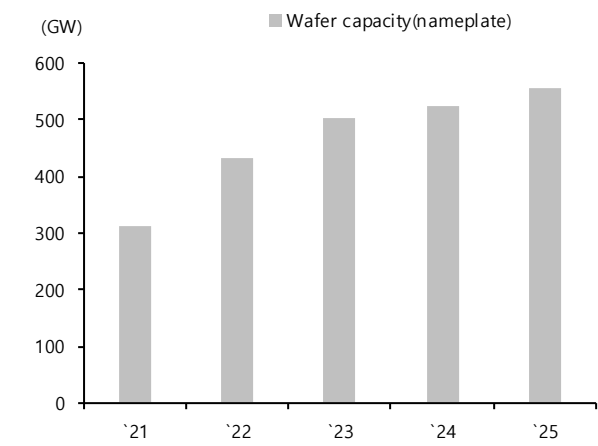
미국의 Build back better 예산안이 최종 통과 시, 세금 인센티브를 포함해 약 \$555 billion에 달하는 보조금이 친환경에너지에 쓰일 것으로 기대되고 있다. 미국의 태양광 수요의 직접적인 확대뿐만 아니라 태양광 업종センチ먼트 측면에서의 기회 요인이다.

폴리실리콘 가격 추이



자료: PVinsight, SK 증권

태양광 웨이퍼 생산능력 전망



자료: Clean Energy Associates(2021), SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	564.2	573.7	767.4	889.0	953.4	69.0%	7.2%	2,002.4	3,183.5	3,419.1
영업이익	33.0	47.0	166.3	195.0	210.2	536.9%	7.8%	-86.1	618.5	588.6
영업이익률	5.8%	8.2%	21.7%	21.9%	22.0%	16.2%	0.1%	-4.3%	19.4%	17.2%
세전이익	-225.9	44.1	160.4	189.4	205.8	흑전	8.7%	-350.1	599.8	559.7
세전이익률	-40.0%	7.7%	20.9%	21.3%	21.6%	61.6%	0.3%	-17.5%	18.8%	16.4%
지배순이익	-160.0	38.0	144.3	177.8	188.9	흑전	6.2%	-246.2	549.0	478.2
지배주주순이익률	-28.4%	6.6%	18.8%	20.0%	19.8%	48.2%	-0.2%	-12.3%	17.2%	14.0%
사업부별 매출액										
베이직케미칼	249.9	230.1	330.1	362.0	422.9	69.2%	16.8%	851.9	1,345.1	1,307.6
석유화학&카본	261.7	279.2	335.1	346.0	348.9	33.3%	0.8%	905.1	1,309.2	1,215.5
에너지솔루션	74.9	83.0	81.2	140.0	109.4	46.1%	-21.9%	328.9	413.6	370.5
기타(DCRE)	-22.3	-18.6	21.0	41.0	72.3	흑전	76.2%	-83.5	115.7	525.5
사업부별 영업이익										
베이직케미칼	33.9	31.7	126.6	150.0	173.1	410.5%	15.4%	-71.1	481.4	405.4
이익률	13.6%	13.8%	38.4%	41.4%	40.9%	27.4%	-0.5%	-8.3%	35.8%	31.0%
석유화학&카본	17.3	34.5	43.8	31.0	30.5	76.4%	-1.6%	16.6	139.8	112.1
이익률	6.6%	12.4%	13.1%	9.0%	8.7%	2.1%	-0.2%	1.8%	10.7%	9.2%
에너지솔루션	-7.2	0.9	-0.4	11.0	1.1	흑전	-90.0%	6.3	12.6	16.1
이익률	-9.6%	1.1%	-0.5%	7.9%	1.0%	10.6%	-6.9%	1.9%	3.0%	4.3%
기타(DCRE)	-11.0	-20.1	-3.7	3.0	5.5	흑전	83.3%	-37.9	-15.3	55.0
이익률	적자	적자	적자	7.3%	7.6%	-	0.3%	적자	적자	10.5%

자료: OCI, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,238.6	3,447.9	3,183.5	3,419.1	-1.7%	-0.8%
영업이익	638.9	580.3	618.5	588.6	-3.2%	1.4%
영업이익률	19.7%	16.8%	19.4%	17.2%	-0.3%	0.4%
세전이익	622.4	553.6	599.8	559.7	-3.6%	1.1%
세전이익률	19.2%	16.1%	18.8%	16.4%	-0.4%	0.3%
지배순이익	571.0	472.5	549.0	478.2	-3.9%	1.2%
지배주주순이익률	17.6%	13.7%	17.2%	14.0%	-0.4%	0.3%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	12.4%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.7%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.3
Target P/B	1.03
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	144,505
적정주가 (단위: 원)	149,491
Target Price (단위: 원)	150,000
현재주가(2021-12-14) (단위: 원)	110,000
상승여력	36.4%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

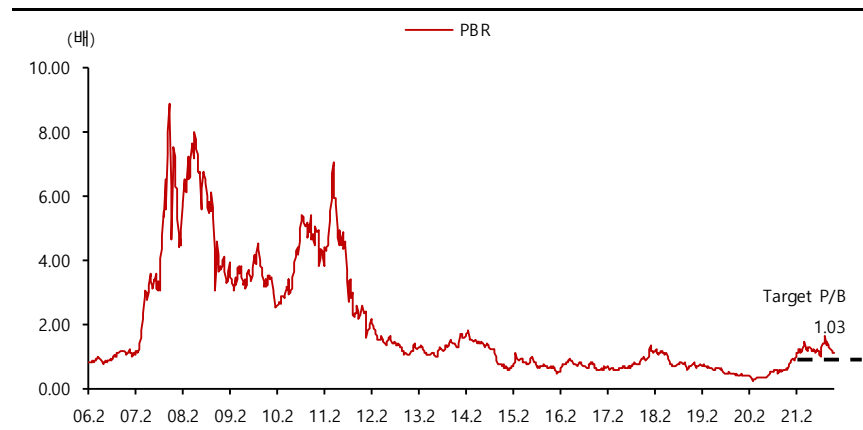
* Target P/B PBR-ROE 산정값과, 폴리실리콘 추정 가중 평균 / 주: 최근 폴리 가격과의 괴리로 Multiple 하향 조정

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	-9.9%	14.9%	9.0%	7.6%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	12.4%			

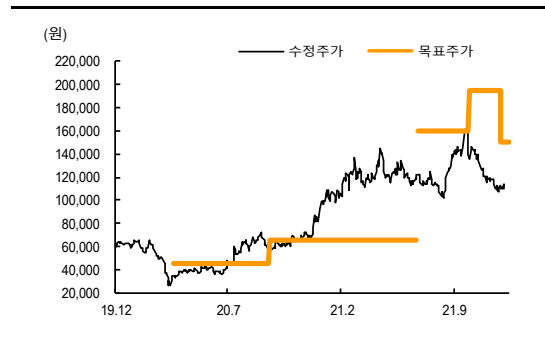
자료 : SK 증권 추정

Historical PBR



자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.12.08	매수	150,000원	6개월		
2021.10.28	매수	195,000원	6개월	-35.97%	-25.13%
2021.10.08	매수	195,000원	6개월	-27.97%	-25.13%
2021.07.29	매수	160,000원	6개월	-21.62%	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%



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 기관투자자 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 12 월 8 일 기준)

매수	90.7%	중립	9.3%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,161	2,036	2,870	3,428	3,759
현금및현금성자산	488	444	281	682	1,066
매출채권및기타채권	409	328	555	596	613
재고자산	906	814	1,375	1,477	1,433
비유동자산	2,651	2,401	2,436	2,473	2,525
장기금융자산	61	72	36	36	36
유형자산	2,042	1,710	1,697	1,661	1,655
무형자산	46	40	37	35	33
자산총계	4,811	4,437	5,305	5,901	6,284
유동부채	846	860	996	885	713
단기금융부채	420	544	466	316	216
매입채무 및 기타채무	307	239	404	433	378
단기충당부채	26	10	15	16	14
비유동부채	1,280	1,192	1,309	1,519	1,731
장기금융부채	1,176	1,130	1,226	1,426	1,646
장기매입채무 및 기타채무	16	11	7	7	7
장기충당부채	12	10	16	20	18
부채총계	2,125	2,052	2,306	2,404	2,444
지배주주지분	2,636	2,341	2,953	3,446	3,788
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	2,003	2,435	2,713
비지배주주지분	50	45	47	50	53
자본총계	2,686	2,386	3,000	3,496	3,840
부채외자본총계	4,811	4,437	5,305	5,901	6,284

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-2	-83	173	532	472
당기순이익(손실)	-807	-251	550	480	327
비현금성항목등	987	346	221	250	225
유형자산감가상각비	306	133	130	137	136
무형자산감가상각비	5	6	5	4	4
기타	673	215	38	-6	-6
운전자본감소(증가)	-169	-169	-528	-117	-20
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-33	39	-214	-41	-17
재고자산감소(증가)	29	137	-191	-102	43
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	-42	79	30	-55
기타	-121	-304	-201	-4	8
법인세납부	-12	-9	-71	-80	-60
투자활동현금흐름	-253	17	-330	-92	-116
금융자산감소(증가)	-38	68	-242	0	0
유형자산감소(증가)	-229	-61	-93	-100	-130
무형자산감소(증가)	-5	-2	-2	-2	-2
기타	19	12	7	10	16
재무활동현금흐름	-13	31	-30	-40	29
단기금융부채증가(감소)	-529	-277	-363	-150	-100
장기금융부채증가(감소)	591	362	379	200	220
자본의증가(감소)	0	-7	0	0	0
배당금의 지급	-20	-1	0	-47	-47
기타	-56	-46	-46	-43	-44
현금의 증가(감소)	-257	-44	-163	401	384
기초현금	744	488	444	281	682
기말현금	488	444	281	682	1,066
FCF	-552	-105	-5	368	300

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,605	2,003	3,183	3,419	2,986
매출원가	2,565	1,874	2,264	2,512	2,297
매출총이익	40	129	919	907	689
매출총이익률 (%)	1.5	6.4	28.9	26.5	23.1
판매비와관리비	221	215	301	319	277
영업이익	-181	-86	618	589	412
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	19.4	17.2	13.8
비영업손익	-832	-264	-18	-29	-25
순금융비용	38	36	34	33	28
외환관련손익	1	6	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-2	8	13	0	0
세전계속사업이익	-1,012	-350	600	560	387
세전계속사업이익률 (%)	-38.9	-17.5	18.8	16.4	13.0
계속사업법인세	-206	-99	49	80	60
계속사업이익	-806	-251	550	480	327
중단사업이익	-1	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-807	-251	550	480	327
순이익률 (%)	-31.0	-12.5	17.3	14.0	11.0
지배주주	-794	-246	549	478	326
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.49	-12.29	17.25	13.98	10.91
비지배주주	-13	-5	2	2	2
총포괄이익	-787	-292	614	544	391
지배주주	-774	-288	612	541	389
비지배주주	-13	-5	3	3	3
EBITDA	130	53	753	729	552

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-16.3	-23.1	59.0	7.4	-12.7
영업이익	적전	적지	흑전	-4.8	-30.0
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-6.7	-30.8
EBITDA	-71.7	-59.7	1,333.5	-3.1	-24.4
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-12.9	-31.9
수익성 (%)					
ROE	-26.2	-9.9	20.7	14.9	9.0
ROA	-15.4	-5.4	11.3	8.6	5.4
EBITDA마진	5.0	2.6	23.7	21.3	18.5
안정성 (%)					
유동비율	255.5	236.8	288.1	387.1	527.1
부채비율	79.1	86.0	76.9	68.8	63.6
순차입금/자기자본	32.0	43.4	31.4	16.9	8.5
EBITDA/이자비용(배)	2.4	1.1	17.7	17.0	12.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-33,255	-10,320	23,018	20,049	13,659
BPS	110,515	98,159	123,800	144,505	158,821
CFPS	-20,269	-4,507	28,663	25,957	19,524
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	1,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	7.0	8.0	11.8
PER(최저)	N/A	N/A	4.2	4.8	7.1
PBR(최고)	1.0	1.0	1.3	1.1	1.0
PBR(최저)	0.5	0.3	0.8	0.7	0.6
PCR	-3.1	-20.6	3.8	4.2	5.6
EV/EBITDA(최고)	27.0	63.4	6.4	6.2	7.7
EV/EBITDA(최저)	18.2	33.2	4.4	4.1	4.9