

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	1,272 억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	19,175 억원
주요주주	
이수영(외32)	30.03%
국민연금공단	9.70%
외국인지분율	12.70%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/09/26)	80,400 원
KOSPI	2054.07 pt
52주 Beta	1.65
52주 최고가	123,000 원
52주 최저가	60,500 원
60일 평균 거래대금	195 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.2%	-13.3%
6개월	-14.7%	-17.1%
12개월	2.0%	-3.4%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(하향))

3Q16 preview: 급락하는 폴리실리콘 가격

3Q OP 는 390 억으로 추정되어 컨센서스와 크게 다르지 않을 것임. 석탄화학은 2Q 와 마찬가지로 견조한 이익이 예상되지만 문제는 폴리실리콘임. 2Q 반등 기세를 이어갔던 가격이 3 분기 이후 하락세를 보이고 있고, 또한 최근에는 급락 양상까지 나타나면서 집계 이후 처음으로 \$13/kg 까지 하방 이탈한 상황임. 이는 4Q 실적에도 부담이 될 수 있음. 과매도 매력 부각될 수 있지만 여전히 시황에 대한 부담감이 있음을 의식해야 함

3Q16 추정 영업이익 390 억원(QoQ -17.4% / YoY 흑전)

9/23 기준 시장 컨센서스 391 억원과 유사한 실적 수준일 것으로 판단함. 석탄화학 사업부는 전분기의 견조한 사업 상황이 이어지는 것으로 판단함. 다만 폴리실리콘의 이익이 우려되는 상황임. 5월 한 때 PV insights 기준 \$17/kg 을 상회하기도 했던 폴리실리콘 가격은, 9월 말에는 집계 이래 최저치인 \$12.8/kg 까지 급락하였음. 특히 8월 중순 이후 하락폭이 급격하게 빨라지면서 차후 시황에 대한 우려감도 증폭시키고 있음.

4 분기 성수기를 기대할 수 있을까?

폴리실리콘 가격은 통상 4 분기(길게는 1 분기까지)에서 상승하는 경향이 있음. 각국의 보조금 감축 직전의 수요발생이 있기 때문임. 그렇지만 9월 말까지 급락하는 가격 현상을 볼 때 이런 계절적 요인을 기대할 수 있을 지는 의문임. 또한 3 분기 평균 폴리실리콘 가격은 \$15.1/kg 인데 현재 가격이 \$13/kg 을 하회하였기 때문에, 4 분기에 가격 상승이 발생한다고 하더라도 분기 평균 가격에서 상승까지 갈 수 있을 지는 의문임

목표주가 120,000 원 → 100,000 원 / 투자의견 매수 유지

폴리실리콘 가격 급락분을 반영하여 향후 이익 추정치를 하향조정함. 이를 반영하여 목표주가 역시 하향함. 고점대비 크게 하락한 주가 탓에 과매도 매력이 부각될 수 있지만, 현재의 폴리실리콘 시황과 4 분기의 실적 risk 를 감안한다면 반등 여력은 제한적일 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	2,955.5	2,420.5	2,301.5	2,655.8	2,208.8	2,109.2
yoy	%	(8.2)	(18.1)	(4.9)	15.4	(16.8)	(4.5)
영업이익	십억원	(106.2)	(76.0)	(144.6)	148.0	191.6	203.5
yoy	%	적전	적지	적지	흑전	29.4	6.2
EBITDA	십억원	422.1	450.2	219.3	440.8	425.7	395.7
세전이익	십억원	(183.0)	(57.2)	(303.1)	48.3	202.1	224.6
순이익(지배주주)	십억원	(327.7)	(19.9)	100.3	389.4	150.7	167.5
영업이익률%	%	(3.6)	(3.1)	(6.3)	5.6	8.7	9.6
EBITDA%	%	14.3	18.6	9.5	16.6	19.3	18.8
순이익률	%	(11.1)	(0.8)	4.4	14.7	6.8	7.9
EPS	원	(13,741)	(835)	4,206	16,327	6,319	7,023
PER	배	(13.9)	(94.1)	17.8	4.9	12.7	11.4
PBR	배	1.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	15.1	9.0	17.8	8.0	8.6	9.1
ROE	%	(10.9)	(0.7)	3.5	12.4	4.4	4.7
순차입금	십억원	1,804	2,170	2,123	1,591	1,723	1,668
부채비율	%	123.1	127.9	125.1	89.3	86.2	81.8

3Q16 preview

(단위: % 십억원)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	600.8	524.3	889.7	663.7	599.2	(0.3)	(9.7)	667.2	(10.2)
영업이익	(42.0)	(64.0)	73.8	47.1	39.0	(192.8)	(17.4)	39.1	(0.3)
세전이익	(76.7)	(165.4)	88.0	(40.3)	25.8	(133.6)	(164.1)	32.0	(19.3)
지배순이익	(23.7)	128.2	239.1	149.9	19.3	(181.3)	(87.2)	29.7	(35.1)
영업이익률	(7.0)	(12.2)	8.3	7.1	6.5	13.5	(0.6)	5.9	0.6
세전이익률	(12.8)	(31.5)	9.9	(6.1)	4.3	17.1	10.4	4.8	(0.5)
지배주주순이익률	(3.9)	24.4	26.9	22.6	3.2	7.2	(19.4)	4.4	(1.2)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	6.1%	3.5%	2.3%	4.8%	8.3%	9.3%
Terminal Growth	2.0%		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE 6.1%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.74					
2Q17E BPS(지배주주지분)	137,428					
Target Price	102,268					

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	4,206	3,199	7,157	13,540	16,719
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,410				
2Q17E EPS	3,199				
2Q18E EPS	7,157				

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	66,694	74,105	81,515	88,926	96,336	103,747	111,157	118,568	125,978	133,389
TP by 2Q17E EPS	28,787	31,985	35,184	38,382	41,581	44,779	47,978	51,176	54,375	57,574
TP by 2Q18E EPS	64,410	71,567	78,724	85,880	93,037	100,194	107,350	114,507	121,664	128,820

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	2,301.5	2,757.8	2,401.2	2,301.5	2,655.8	2,208.8	0.0%	-3.7%	-8.0%
YoY %	-4.9%	19.8%	-12.9%	-4.9%	15.4%	-16.8%			
영업이익	(144.6)	209.9	250.0	(144.6)	148.0	191.6	0.0%	-29.5%	-23.4%
YoY %	적지	흑전	19.1%	적지	흑전	29.4%			
EBITDA	219.3	494.2	484.1	219.3	440.8	425.7	0.0%	-10.8%	-12.1%
YoY %	-51.3%	125.4%	-2.1%	-51.3%	101.0%	-3.4%			
순이익	100.3	448.1	220.7	100.3	389.4	150.7	0.0%	-13.1%	-31.7%
YoY %	흑전	346.8%	-50.8%	흑전	288.2%	-61.3%			

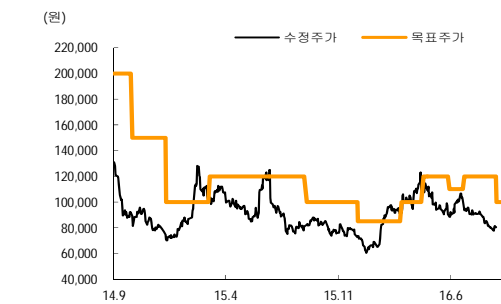
자료: OCI, SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E
매출액	587.2	617.2	600.2	575.7	599.2	503.2	551.7	528.3	2.0%	-18.5%	-8.1%	-8.2%
YoY %	-2.3%	17.7%	-32.5%	-13.3%	-0.3%	-4.0%	-38.0%	-20.4%				
QoQ %	-11.5%	5.1%	-2.8%	-4.1%	-9.7%	-16.0%	9.6%	-4.3%				
영업이익	38.6	50.4	43.6	39.6	39.0	(11.9)	26.3	21.5	0.9%	-123.6%	-39.5%	-45.7%
YoY %	흑전	흑전	-41.0%	-15.9%	흑전	적지	-64.3%	-54.4%				
QoQ %	-18.1%	30.5%	-13.5%	-9.0%	-17.4%	적전	흑전	-18.4%				
EBITDA	107.6	119.4	112.6	108.6	108.0	57.1	95.3	90.5	0.3%	-52.2%	-15.3%	-16.7%
YoY %	109.9%	403.3%	-25.5%	-6.4%	110.6%	140.8%	-36.9%	-27.4%				
QoQ %	-7.3%	10.9%	-5.7%	-3.5%	-13.4%	-47.1%	67.0%	-5.1%				
순이익	29.5	38.4	40.4	37.6	19.3	(18.9)	22.1	18.8	-34.7%	-149.1%	-45.2%	-50.0%
YoY %	흑전	-70.1%	-83.1%	-73.4%	흑전	적전	-90.7%	-87.5%				
QoQ %	-79.1%	30.2%	5.4%	-7.0%	-87.2%	적전	흑전	-15.1%				

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.09.27	매수	100,000원
	2016.07.25	매수	120,000원
	2016.06.27	매수	110,000원
	2016.05.09	매수	120,000원
	2016.03.27	매수	100,000원
	2016.01.05	매수	85,000원
	2015.10.28	매수	100,000원
	2015.09.30	매수	100,000원
	2015.06.29	매수	120,000원
	2015.04.30	매수	120,000원
	2015.03.29	매수	120,000원
	2015.02.10	매수	100,000원
	2015.01.06	매수	100,000원



Compliance Notice

- 작성자(손지우)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 27일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,886	2,400	1,425	1,410	1,343
현금및현금성자산	518	477	559	427	482
매출채권및기타채권	658	562	413	477	335
재고자산	553	517	262	302	327
비유동자산	5,533	4,899	4,989	5,197	5,426
장기금융자산	15	69	45	45	45
유형자산	4,869	4,259	4,222	4,430	4,659
무형자산	144	47	42	42	42
자산총계	7,419	7,299	6,415	6,607	6,770
유동부채	1,823	1,585	1,258	1,291	1,278
단기금융부채	985	630	935	935	935
매입채무 및 기타채무	737	566	222	256	242
단기충당부채	0	6	3	3	3
비유동부채	2,341	2,471	1,768	1,768	1,768
장기금융부채	1,759	2,000	1,317	1,317	1,317
장기매입채무 및 기타채무	14	24	16	16	16
장기충당부채	7	9	9	9	9
부채총계	4,163	4,057	3,025	3,059	3,045
지배주주지분	2,787	2,955	3,316	3,474	3,650
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	790	797	786	786	786
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,884	2,014	2,403	2,561	2,738
비지배주주지분	469	287	74	74	74
자본총계	3,255	3,242	3,389	3,548	3,724
부채외자본총계	7,419	7,299	6,415	6,607	6,770

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	171	21	480	(45)	125
당기순이익(손실)	42	182	372	159	176
비현금성항목등	632	283	(119)	(119)	(161)
유형자산감가상각비	526	364	293	234	192
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(106)	81	412	353	353
운전자본감소(증가)	(294)	(324)	257	(85)	109
매출채권및기타채권의 감소(증가)	38	114	133	(61)	141
재고자산감소(증가)	(116)	36	254	(39)	(25)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	(11)	(34)	16	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	7	81	(187)	(375)	(375)
투자활동현금흐름	(343)	(197)	(172)	(442)	(422)
금융자산감소(증가)	174	(15)	(51)	0	0
유형자산감소(증가)	(685)	(865)	(553)	(442)	(422)
무형자산감소(증가)	(3)	(8)	(2)	0	0
기타	171	692	432	0	0
재무활동현금흐름	336	168	(387)	0	0
단기금융부채증가(감소)	(305)	(259)	(445)	0	0
장기금융부채증가(감소)	690	460	66	0	0
자본의증가(감소)	13	11	0	0	0
배당금의 지급	59	58	5	0	0
기타	0	(41)	0	0	0
현금의 증가(감소)	166	(41)	82	(132)	55
기초현금	352	518	477	559	427
기말현금	518	477	559	427	482
FCF	(370)	(1,095)	161	(140)	39

자료 : OCI, SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,420	2,302	2,656	2,209	2,109
매출원가	2,229	2,216	2,333	1,858	1,754
매출총이익	191	86	323	350	355
매출총이익률 (%)	7.9	3.7	12.2	15.9	16.8
판매비와관리비	267	230	175	159	152
영업이익	(76)	(145)	148	192	204
영업이익률 (%)	(3.1)	(6.3)	5.6	8.7	9.6
비영업손익	19	(158)	(100)	10	21
순금융비용	35	23	40	94	105
외환관련손익	(1)	9	3	0	0
관계기업투자등 관련손익	73	29	16	7	6
세전계속사업이익	(57)	(303)	48	202	225
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	(13.2)	1.8	9.1	10.6
계속사업법인세	(8)	(64)	(128)	43	48
계속사업이익	(49)	(239)	177	159	176
중단사업이익	92	421	195	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	42	182	372	159	176
순이익률 (%)	1.7	7.9	14.0	7.2	8.4
지배주주	(20)	100	389	151	167
지배주주귀속 순이익률(%)	(0.8)	4.4	14.7	6.8	7.9
비지배주주	62	82	(18)	8	9
총포괄이익	30	252	361	159	176
지배주주	(41)	167	378	151	167
비지배주주	71	85	(18)	8	9
EBITDA	450	219	441	426	396

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(18.1)	(4.9)	15.4	(16.8)	(4.5)
영업이익	적지	적지	흑전	29.4	6.2
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	318.5	11.1
EBITDA	6.6	(51.3)	101.0	(3.4)	(7.0)
EPS(계속사업)	적지	흑전	288.2	(61.3)	11.1
수익성 (%)					
ROE	(0.7)	3.5	12.4	4.4	4.7
ROA	0.6	2.5	5.4	2.4	2.6
EBITDA마진	18.6	9.5	16.6	19.3	18.8
안정성 (%)					
유동비율	103.5	151.4	113.3	109.2	105.1
부채비율	127.9	125.1	89.3	86.2	81.8
순차입금/자기자본	66.7	65.5	46.9	48.6	44.8
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.4)	1.2	(0.0)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	(835)	4,206	16,327	6,319	7,023
BPS	97,153	109,042	133,229	139,881	147,274
CFPS	19,321	10,475	8,985	16,122	14,757
주당 현금배당금	200	n/a	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	(94.1)	17.8	4.9	12.7	11.4
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR(최저)					
PCR	4.1	7.2	8.9	5.0	5.4
EV/EBITDA(최고)	9.0	17.8	8.0	8.6	9.1
EV/EBITDA(최저)					