

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

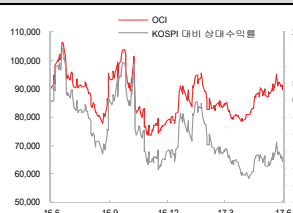
Company Data

자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,139 십억원
주요주주	
이수영(외31)	30.04%
국민연금공단	9.26%
외국인지분률	12.10%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(17/06/30)	89,700 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.59
52주 최고가	106,500 원
52주 최저가	73,600 원
60일 평균 거래대금	25 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.8%	-1.1%
6개월	14.0%	-3.4%
12개월	-0.7%	-18.2%

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

2Q17 preview: 지속 하락하는 폴리실리콘

2Q17 영업이익 353 억원으로 추정되어 컨센서스와 유사할 것으로 판단함. 전분기대비로는 하락 폭이 큰 편인데, 이는 전분기 반영되었던 Alamo 7 매각 차익이 소멸된 부분이크. 영업에서는 폴리실리콘의 약세를 TDI 의 강세가 상쇄했을 것으로 판단함. 최근 정부 신재생에너지 확대정책 기대감이 반영되어 주가 상승 있었음. 하지만 fundamental 변수는 여전히 약세이기에 추가 상승동력으로 작용하기에는 부담 있어 보임

2Q17 영업이익 353 억원(QoQ -49.2% / YoY -25.2%) 추정

6/30 시장 컨센서스 385 억원을 -8.4% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 수준인 것으로 판단함. 전분기 대비(694 억원)로 본다면 하락인데, 이는 Alamo7 매각 차익이 반영된 효과가 금번 분기에는 소멸된 것이 크다고 할 수 있음. 폴리실리콘은 1Q \$15.9/kg 으로 반등했었으나 2Q 에는 \$13.6/kg 으로 급락하면서 분기 최저 가격을 재차 경신하였음. 다만 TDI 가격이 유가하락에도 불구하고 오히려 1Q \$3,181/t → 2Q \$3,529/t(5 월 누적)으로 상승하는 호조세를 보인 것이 그나마 플러스 요인으로 작용하였음.

폴리실리콘에서의 경쟁력 확보가 관건

현재 신재생에너지 시장 자체에 우호적인 환경이 조성되지는 않고 있음. 문재인 정부 이후 신재생발전량 증대 기대감이 있지만, 일단 가스가 우선시되는 데다가 명확한 정책이 나오지 않았다는 risk 가 있고, 글로벌 환경을 본다면 하더라도 트럼프가 파리기후협약에서 공식 탈퇴하는 등 탄소에너지(hydrocarbon)의 낮은 가격이 부각되고 있기 때문임. 결국 폴리실리콘 내에서 GCL/Wacker 대비 하락한 원가 경쟁력을 회복하는 것이 동사에게 있어서 최대 관건이 될 것으로 판단함.

목표주가 100,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익추정치의 변동폭이 크지 않아 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함. 최근 정책과 시장 향반등 기대감으로 주가가 상승했지만, fundamental 변수는 여전히 불안한 부분이 있기 때문에 주가의 추가 상승여력이 높지는 않은 것으로 판단함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	2420.5	2,301.5	2,739.4	2,954.6	2,439.3	2,188.3
yoy	%	(18.1)	(4.9)	19.0	7.9	(17.4)	(10.3)
영업이익	십억원	(76.0)	(144.6)	121.4	211.9	229.3	352.3
yoy	%	적지	적지	흑전	74.6	8.2	53.6
EBITDA	십억원	450.2	219.3	427.2	452.9	424.6	420.3
세전이익	십억원	(57.2)	(303.1)	(195.1)	167.6	190.9	328.0
순이익(지배주주)	십억원	(19.9)	100.3	242.1	117.9	141.2	242.6
영업이익률%	%	(3.1)	(6.3)	4.4	7.2	9.4	16.1
EBITDA%	%	18.6	9.5	15.6	15.3	17.4	19.2
순이익률	%	(0.8)	4.4	8.8	4.0	5.8	11.1
EPS	원	(835)	4,206	10,151	4,942	5,919	10,172
PER	배	(94.1)	17.8	7.8	18.2	15.2	8.8
PBR	배	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	9.0	17.8	8.5	6.3	6.8	6.2
ROE	%	(0.7)	3.5	7.9	3.6	4.2	6.9
순차입금	십억원	2,170	2,123	1,749	733	741	478
부채비율	%	127.9	125.1	91.4	76.1	73.1	67.9

2Q17 preview

(단위: % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	663.7	535.5	650.5	1,138.4	612.2	(7.8)	(46.2)	676.2	(9.5)
영업이익	47.1	2.3	(1.9)	69.4	35.3	(25.2)	(49.2)	38.5	(8.4)
세전이익	(40.3)	(150.5)	(92.4)	54.2	24.8	(161.6)	(54.3)	24.3	2.2
지배순이익	149.9	(96.6)	(50.3)	34.0	18.3	(87.8)	(46.1)	19.8	(7.6)
영업이익률	7.1	0.4	(0.3)	6.1	5.8	(1.3)	(0.3)	5.7	0.1
세전이익률	(6.1)	(28.1)	(14.2)	4.8	4.1	10.1	(0.7)	3.6	0.5
지배주주순이익률	22.6	(18.0)	(7.7)	3.0	3.0	(19.6)	0.0	2.9	0.1

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	5.9%	ROE(지배주주지분)	7.9%	3.9%	5.5%	6.5%	6.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	5.9%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	0.79						
2Q18E BPS(지배주주지분)	131,204						
Target Price	103,450						

자료: OCI, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	4,206	5,390	8,105	10,207	10,328
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	7,390				
2Q18E EPS	5,390				
2Q19E EPS	8,105				

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	66,511	73,901	81,291	88,682	96,072	103,462	110,852	118,242	125,632	133,022
TP by 2Q18E EPS	48,509	53,899	59,289	64,678	70,068	75,458	80,848	86,238	91,628	97,018
TP by 2Q19E EPS	72,945	81,050	89,156	97,261	105,366	113,471	121,576	129,681	137,786	145,891

자료: OCI, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	2,739.4	2,516.8	2,401.1	2,739.4	2,954.6	2,439.3	0.0%	17.4%	1.6%
YoY %	19.0%	-8.1%	-4.6%	19.0%	7.9%	-17.4%			
영업이익	121.4	232.6	217.9	121.4	211.9	229.3	0.0%	-8.9%	5.2%
YoY %	흑전	91.7%	-6.3%	흑전	74.6%	8.2%			
EBITDA	427.2	473.1	418.0	427.2	452.9	424.6	0.0%	-4.3%	1.6%
YoY %	94.8%	10.7%	-11.6%	94.8%	6.0%	-6.2%			
순이익	242.1	159.8	161.0	242.1	117.9	141.2	0.0%	-26.3%	-12.3%
YoY %	141.4%	-34.0%	0.8%	141.4%	-51.3%	19.8%			

자료: OCI, SK 증권

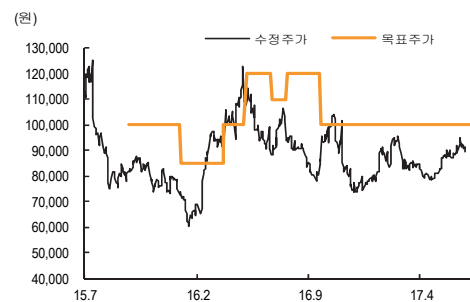
분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	588.2	606.0	617.6	601.0	612.2	589.0	615.0	610.6	4.1%	-2.8%	-0.4%	1.6%
YoY %	-11.4%	13.2%	-5.1%	-14.8%	-7.8%	10.0%	-5.5%	-46.4%				
QoQ %	-16.6%	3.0%	1.9%	-2.7%	-46.2%	-3.8%	4.4%	-0.7%				
영업이익	23.8	70.8	54.0	50.4	35.3	60.0	47.1	62.3	48.4%	-15.2%	-12.7%	23.5%
YoY %	-49.6%	3025.3%	흑전	-40.0%	-25.2%	2551.6%	흑전	-10.3%				
QoQ %	-71.7%	197.7%	-23.8%	-6.5%	-49.2%	70.2%	-21.5%	32.3%				
EBITDA	94.0	120.8	104.0	100.5	104.3	108.9	95.9	111.1	11.0%	-9.9%	-7.7%	10.6%
YoY %	-24.6%	54.6%	41.8%	-34.9%	-16.3%	39.3%	30.9%	-22.7%				
QoQ %	-39.1%	28.5%	-13.9%	-3.4%	-27.5%	4.4%	-11.9%	15.9%				
순이익	16.6	51.3	37.7	31.5	18.3	37.6	27.9	39.3	10.2%	-26.8%	-25.9%	24.6%
YoY %	-88.9%	흑전	흑전	-41.7%	-87.8%	흑전	흑전	15.6%				
QoQ %	-69.3%	208.4%	-26.5%	-16.4%	-46.1%	104.9%	-25.6%	40.6%				

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	매수	100,000원
2017.04.10	매수	100,000원
2017.01.09	매수	100,000원
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



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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,400	1,981	1,805	2,019	2,207
현금및현금성자산	477	339	1,142	1,134	1,397
매출채권및기타채권	562	578	296	385	348
재고자산	517	790	228	361	326
비유동자산	4,899	4,267	4,074	4,001	4,042
장기금융자산	69	50	58	58	58
유형자산	4,259	3,463	3,294	3,221	3,262
무형자산	47	34	33	33	33
자산총계	7,299	6,249	5,879	6,019	6,250
유동부채	1,585	1,438	1,009	1,011	997
단기금융부채	630	1,051	759	759	759
매입채무 및 기타채무	566	302	149	151	137
단기충당부채	6	0	0	0	0
비유동부채	2,471	1,546	1,530	1,530	1,530
장기금융부채	2,000	1,204	1,195	1,195	1,195
장기매입채무 및 기타채무	24	11	11	11	11
장기충당부채	9	10	10	10	10
부채총계	4,057	2,984	2,540	2,542	2,527
자배주주지분	2,955	3,196	3,273	3,411	3,656
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	797	786	786	786	786
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,014	2,257	2,360	2,498	2,743
비배주주지분	287	69	67	67	67
자본총계	3,242	3,265	3,339	3,478	3,722
부채외자본총계	7,299	6,249	5,879	6,019	6,250

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	21	408	1,164	221	482
당기순이익(손실)	182	219	124	148	254
비현금성항목등	283	239	353	293	166
유형자산감가상각비	364	306	241	195	68
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	81	67	(112)	(98)	(98)
운전자본감소(증가)	(324)	18	701	(220)	62
매출채권및기타채권의 감소(증가)	114	(23)	280	(89)	36
재고자산감소(증가)	36	(273)	562	(132)	34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(11)	15	(75)	1	(8)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	81	0	74	74	74
투자활동현금흐름	(197)	(139)	3	(122)	(109)
금융자산감소(증가)	(15)	(108)	63	0	0
유형자산감소(증가)	(865)	(441)	(118)	(122)	(109)
무형자산감소(증가)	(8)	(2)	(1)	0	0
기타	692	412	60	0	0
재무활동현금흐름	168	(404)	(278)	(10)	(10)
단기금융부채증가(감소)	(259)	(510)	(318)	0	0
장기금융부채증가(감소)	460	113	50	0	0
자본의증가(감소)	11	0	0	0	0
배당금의 지급	58	5	10	10	10
기타	(41)	(5)	0	0	0
현금의 증가(감소)	(41)	(138)	803	(8)	263
기초현금	518	477	339	1,142	1,134
기말현금	477	339	1,142	1,134	1,397
FCF	(1,095)	(304)	1,039	31	292

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,302	2,739	2,955	2,439	2,188
매출원가	2,216	2,409	2,597	2,090	1,728
매출총이익	86	330	357	349	460
매출총이익률 (%)	3.7	12.0	12.1	14.3	21.0
판매비와관리비	230	209	145	120	108
영업이익	(145)	121	212	229	352
영업이익률 (%)	(6.3)	4.4	7.2	9.4	16.1
비영업손익	(158)	(316)	(44)	(38)	(24)
순금융비용	23	45	77	66	80
외환관련손익	9	11	(33)	0	0
관계기업투자등 관련손익	29	3	20	13	13
세전계속사업이익	(303)	(195)	168	191	328
세전계속사업이익률 (%)	(13.2)	(7.1)	5.7	7.8	15.0
계속사업법인세	(64)	(218)	44	43	74
계속사업이익	(239)	23	124	148	254
중단사업이익	421	197	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	182	219	124	148	254
순이익률 (%)	7.9	8.0	4.2	6.1	11.6
지배주주	100	242	118	141	243
지배주주귀속 순이익률(%)	4.4	8.8	4.0	5.8	11.1
비지배주주	82	(23)	6	7	12
총포괄이익	252	227	76	148	254
지배주주	167	249	74	141	243
비지배주주	85	(22)	2	7	12
EBITDA	219	427	453	425	420

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(4.9)	19.0	7.9	(17.4)	(10.3)
영업이익	적지	흑전	74.6	8.2	53.6
세전계속사업이익	적지	적지	흑전	13.9	71.9
EBITDA	(51.3)	94.8	6.0	(6.2)	(1.0)
EPS(계속사업)	흑전	141.4	(51.3)	19.8	71.9
수익성 (%)					
ROE	3.5	7.9	3.6	4.2	6.9
ROA	2.5	3.2	2.0	2.5	4.1
EBITDA마진	9.5	15.6	15.3	17.4	19.2
안정성 (%)					
유동비율	151.4	137.8	178.8	199.6	221.4
부채비율	125.1	91.4	76.1	73.1	67.9
순차입금/자기자본	65.5	53.6	22.0	21.3	12.8
EBITDA/이자비용(배)	(0.4)	1.0	0.0	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,206	10,151	4,942	5,919	10,172
BPS	109,042	125,056	128,435	134,238	144,497
CFPS	10,475	12,233	16,650	15,641	14,300
주당 현금배당금	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.8	7.8	18.2	15.2	8.8
PER(최저)					
PBR(최고)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)					
PCR	7.2	6.4	5.4	5.7	6.3
EV/EBITDA(최고)	17.8	8.5	6.3	6.8	6.2
EV/EBITDA(최저)	4.2	3.5	6.5	3.7	1.5