

# 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	24,207 억원
주요주주	
이수영(외29)	30.12%
국민연금공단	10.32%
외국인지분률	12.70%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/07/23)	101,500 원
KOSPI	2010.34 pt
52주 Beta	1.72
52주 최고가	123,000 원
52주 최저가	60,500 원
60일 평균 거래대금	263 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

OCI (010060/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(상향))

2016-07-25

## 반가운 폴리실리콘의 호실적

2Q16 영업이익은 471 억원으로서 추정치 332 억원을 상회하는 호실적이었음. 폴리실리콘 상승과 유가 반등으로 베이직케미칼과 화학/카본 사업부 이익개선 진행됐음. 또한 손상차손이 있었지만 DCRE 승소관련 세금 환입 효과로 지배기업소유지분 순이익은 1,494 억원이 인식됐음. 최근 태양광 시장과 실적 기대감으로 주가 상승했음. 다만 폴리실리콘 가격이 하락반전을 했고, Wacker/GCL 대비 cost 경쟁력 의문은 추가상승의 부담요인임

## 2Q16 영업이익 471 억원(QoQ -36.1% / YoY 흑전)

SK 증권 리서치센터 추정치 322 억원을 46.2% 상회하는 호실적이었음. 표기 상으로는 QoQ 감익이지만 전분기에 발생했던 1 회성 이익(Alamo 매각차익)을 제하고 본다면 실질적 증익임. 폴리실리콘 상승 속에 베이직케미칼의 영업이익이 330 억원을 시현하였음. 11 년 이후 최대 분기이익에 해당함. 또한 화학/카본 역시 유가 반등 영향으로 두 자릿수 영업이익을 기록했음. 한편 영업외에서 P4 손상차손(-2,024 억원), OCI 스페셜티 손상차손(-787 억원) 등이 있었지만, DCRE 분할 관련 세금소송 2 심 승소에 따른 세금환입(+3,355 억원)으로 인해 지배기업소유지분 순이익이 1,494 억원으로 인식됐음.

## 3Q16 영업이익 386 억원(QoQ -18.1% / YoY 흑전) 추정

3 분기는 전분기대비 소폭 감익이 발생할 것으로 추정함. 일단 폴리실리콘 가격이 하락반전을 한 부분이 가장 큼. 상반기 보조금 감축 이전에 재고를 확보하기 위한 수요가 발생했던 만큼, 하반기는 중국 중심으로 수요하락이 우려됨. 또한 유가 역시 하락하면서 화학사업부의 제품가격에 좋지 못한 영향을 줄 것으로 판단함. 다만 과거 지속적으로 적자를 기록했던 때 대비로는 확실히 개선된 실적 체력을 보여줄 수 있을 것으로 기대됨.

## 목표주가 110,000 원 → 120,000 원 / 투자의견 매수 유지

영업/당기순이익의 급증분을 반영해 목표주가 소폭 상향 조정. 최근 이익과 시장 기대감으로 주가 반등했음. 다만 하반기 들어오며 폴리실리콘 가격이 하락 반전했고, 또한 현재 Wacker / GCL 대비 cost 경쟁력이 높지 못하다는 부분은 지속 부담요인 될 것임.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	십억원	2,728	3,322	4,276	3,267	3,615	4,055
yoy	%	-1.7	21.8	28.7	-23.6	10.7	12.2
영업이익	십억원	658	893	1,118	197	523	860
yoy	%	-10.2	35.8	25.2	-82.4	165.8	64.5
EBITDA	십억원	907	1,201	1,574	740	1,071	1,414
세전이익	십억원	527	818	1,043	168	506	913
순이익(지배주주)	십억원	357	608	768	72	382	690
영업이익률%	%	24.1	26.9	26.1	6.0	14.5	21.2
EBITDA%	%	33.2	36.1	36.8	22.6	29.6	34.9
순이익률	%	15.7	20.1	20.2	4.2	11.8	18.9
EPS	원	16,831	26,527	32,621	2,998	16,038	28,928
PER	배	13.0	12.4	6.7	55.2	11.9	2.7
PBR	배	3.5	3.8	1.6	1.2	1.3	0.4
EV/EBITDA	배	7.1	7.5	4.1	7.1	5.0	1.5
ROE	%	27.0	35.5	28.8	2.2	11.1	17.6
순차입금	십억원	1,099	964	654	744	192	-489
부채비율	%	175.6	144.6	93.7	210.5	509.5	699.3

## 2Q16 실적 review

(단위: % 억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	876.7	333.2	524.3	889.7	663.7	(24.3)	(25.4)	647.9	610.6	8.7
영업이익	33.1	(93.7)	(64.0)	73.8	47.1	42.2	(36.2)	39.2	32.2	46.2
세전이익	32.4	(125.6)	(165.4)	88.0	(39.2)	(221.0)	(144.6)	52.8	30.3	(229.3)
지배순이익	5.0	(23.7)	128.2	239.1	141.2	2,744.6	(40.9)	39.5	23.0	514.9
영업이익률	3.8	(28.1)	(12.2)	8.3	7.1	3.3	(1.2)	6.1	5.3	1.8
세전이익률	3.7	(37.7)	(31.5)	9.9	(5.9)	(9.6)	(15.8)	8.1	5.0	(10.9)
지배주순이익률	0.6	(7.1)	24.4	26.9	21.3	20.7	(5.6)	6.1	3.8	17.5

자료: SK 증권 Fnguide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
ROE(지배주주지분)	7.0%	3.5%	4.3%	6.9%	7.3%	7.7%
Terminal Growth	2.0%		0.33	0.33	0.33	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	7.0%				
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	0.90					
2Q17E BPS(지배주주지분)	131,902					
Target Price	119,153					

자료: OCI, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2015	2Q17E	2Q18E	2Q19E	2Q20E
EPS(지배주주지분)	4,206	6,117	10,637	12,211	14,060
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	9,034				
2Q17E EPS	6,117				
2Q18E EPS	10,637				

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	81,308	90,342	99,376	108,410	117,445	126,479	135,513	144,547	153,581	162,616
TP by 2Q17E EPS	55,055	61,173	67,290	73,407	79,525	85,642	91,759	97,876	103,994	110,111
TP by 2Q18E EPS	95,734	106,372	117,009	127,646	138,283	148,920	159,557	170,195	180,832	191,469

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	2,653.6	2,311.6	2,301.5	2,757.8	2,401.2	0.0%	3.9%	3.9%
YoY %	-4.9%	15.3%	-12.9%	-4.9%	19.8%	-12.9%			
영업이익	(144.6)	193.7	252.7	(144.6)	209.9	250.0	0.0%	8.3%	-1.1%
YoY %	적지	흑전	30.5%	적지	흑전	19.1%			
EBITDA	219.3	484.1	494.1	219.3	494.2	484.1	0.0%	2.1%	-2.0%
YoY %	-51.3%	120.7%	2.1%	-51.3%	125.4%	-2.1%			
순이익	100.3	327.1	221.7	100.3	448.1	220.7	0.0%	37.0%	-0.5%
YoY %	흑전	226.1%	-32.2%	흑전	346.8%	-50.8%			

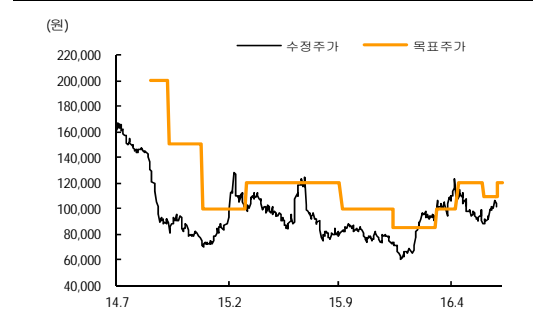
자료: OCI, SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	610.6	559.9	593.3	577.9	663.7	587.2	617.2	600.2	8.7%	4.9%	4.0%	3.9%
YoY %	-30.3%	68.0%	13.2%	-35.1%	-24.3%	76.2%	17.7%	-32.5%				
QoQ %	-31.4%	-8.3%	6.0%	-2.6%	-25.4%	-11.5%	5.1%	-2.8%				
영업이익	32.2	24.6	63.1	54.6	47.1	38.6	50.4	43.6	46.2%	56.7%	-20.1%	-20.2%
YoY %	-2.7%	흑전	흑전	-26.0%	42.2%	흑전	흑전	-41.0%				
QoQ %	-56.4%	-23.5%	156.1%	-13.4%	-36.2%	-18.1%	30.5%	-13.5%				
EBITDA	103.2	95.6	134.1	125.6	116.1	107.6	119.4	112.6	12.5%	12.5%	-11.0%	-10.4%
YoY %	-17.6%	흑전	465.3%	-16.9%	-7.3%	흑전	403.3%	-25.5%				
QoQ %	-31.7%	-7.3%	40.2%	-6.3%	-23.2%	-7.3%	10.9%	-5.7%				
순이익	23.0	17.0	48.1	49.0	141.2	29.5	38.4	40.4	514.9%	73.2%	-20.2%	-17.4%
YoY %	362.6%	흑전	-62.5%	-79.5%	2744.6%	흑전	-70.1%	-83.1%				
QoQ %	-90.4%	-25.9%	182.3%	1.9%	-40.9%	-79.1%	30.2%	5.4%				

자료: OCI, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2014.11.02	매수	150,000원



### 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 기관투자가 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 (2016년 7월 25일 기준)

매수	95.42%	중립	4.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,886	2,400	1,768	1,783	1,780
현금및현금성자산	518	477	980	983	834
매출채권및기타채권	658	562	394	401	403
재고자산	553	517	217	221	365
<b>비유동자산</b>	5,533	4,899	5,082	5,306	5,575
장기금융자산	15	69	42	42	42
유형자산	4,869	4,259	4,512	4,735	5,005
무형자산	144	47	47	47	47
<b>자산총계</b>	7,419	7,299	6,851	7,089	7,355
<b>유동부채</b>	1,823	1,585	1,386	1,392	1,392
단기금융부채	985	630	921	921	921
매입채무 및 기타채무	737	566	356	362	361
단기충당부채	0	6	7	7	7
<b>비유동부채</b>	2,341	2,471	2,004	2,004	2,004
장기금융부채	1,759	2,000	1,556	1,556	1,556
장기매입채무 및 기타채무	14	24	21	21	21
장기충당부채	7	9	9	9	9
<b>부채총계</b>	4,163	4,057	3,390	3,396	3,395
<b>지배주주지분</b>	2,787	2,955	3,364	3,597	3,863
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	790	797	795	795	795
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,884	2,014	2,442	2,674	2,940
비지배주주지분	469	287	97	97	97
<b>자본총계</b>	3,255	3,242	3,461	3,693	3,960
<b>부채외자본총계</b>	7,419	7,299	6,851	7,089	7,355

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	171	21	1,149	863	717
당기순이익(손실)	42	182	437	232	266
비현금성항목등	632	283	415	639	597
유형자산감가상각비	526	364	284	234	192
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(106)	81	(131)	(404)	(404)
운전자본감소(증가)	(294)	(324)	324	(8)	(146)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	38	114	174	(6)	(2)
재고자산감소(증가)	(116)	36	300	(4)	(144)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	(11)	(44)	2	(0)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	7	81	375	375	375
<b>투자활동현금흐름</b>	(343)	(197)	(113)	(457)	(462)
금융자산감소(증가)	174	(15)	(38)	0	0
유형자산감소(증가)	(685)	(865)	(525)	(457)	(462)
무형자산감소(증가)	(3)	(8)	(1)	0	0
기타	171	692	452	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	336	168	(147)	0	0
단기금융부채증가(감소)	(305)	(259)	(200)	0	0
장기금융부채증가(감소)	690	460	55	0	0
자본의증가(감소)	13	11	0	0	0
배당금의 지급	59	58	0	0	0
기타	0	(41)	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	166	(41)	503	3	(149)
기초현금	352	518	477	980	983
기말현금	518	477	980	983	834
FCF	(370)	(1,095)	452	(33)	(136)

자료 : OCI, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	2,420	2,302	2,758	2,401	2,424
<b>매출원가</b>	2,229	2,216	2,399	2,021	1,936
<b>매출총이익</b>	191	86	359	380	488
매출총이익률 (%)	7.9	3.7	13.0	15.8	20.1
<b>판매비와관리비</b>	267	230	149	130	131
영업이익	(76)	(145)	210	250	357
영업이익률 (%)	(3.1)	(6.3)	7.6	10.4	14.7
비영업손익	19	(158)	(70)	46	(18)
<b>순금융비용</b>	35	23	116	139	70
외환관련손익	(1)	9	1	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	73	29	37	36	41
세전계속사업이익	(57)	(303)	140	296	339
세전계속사업이익률 (%)	(2.4)	(13.2)	5.1	12.3	14.0
계속사업법인세	(8)	(64)	(102)	64	73
<b>계속사업이익</b>	(49)	(239)	242	232	266
중단사업이익	92	421	195	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	42	182	437	232	266
<b>순이익률 (%)</b>	1.7	7.9	15.8	9.7	11.0
지배주주	(20)	100	448	221	253
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	(0.8)	4.4	16.2	9.2	10.4
<b>비지배주주</b>	62	82	(11)	12	13
<b>총포괄이익</b>	30	252	425	232	266
<b>지배주주</b>	(41)	167	436	221	253
<b>비지배주주</b>	71	85	(11)	12	13
EBITDA	450	219	494	484	549

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(18.1)	(4.9)	19.8	(12.9)	0.9
영업이익	적전	적지	흑전	19.1	42.8
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	111.7	14.7
EBITDA	6.6	(51.3)	125.4	(2.1)	13.4
EPS(계속사업)	적전	흑전	346.8	(50.8)	14.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	(0.7)	3.5	14.2	6.3	6.8
ROA	0.6	2.5	6.2	3.3	3.7
EBITDA마진	18.6	9.5	17.9	20.2	22.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	103.5	151.4	127.6	128.1	127.9
부채비율	127.9	125.1	97.9	91.9	85.7
순차입금/자기자본	66.7	65.5	40.5	37.8	39.1
EBITDA/이자비용(배)	0.1	(0.4)	0.9	(0.0)	0.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	(835)	4,206	18,790	9,253	10,611
BPS	97,153	109,042	128,458	138,198	149,367
CFPS	19,321	10,475	10,793	18,044	19,806
주당 현금배당금	200	n/a	3,000	3,000	3,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	(94.1)	17.8	5.4	11.0	9.6
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
PBR(최저)					
PCR	4.1	7.2	9.4	5.6	5.1
EV/EBITDA(최고)	9.0	17.8	7.7	7.9	7.2
EV/EBITDA(최저)	4.2	3.5	6.5	3.7	1.5