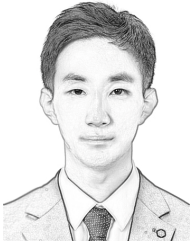


SK COMPANY Analysis



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

Company Data

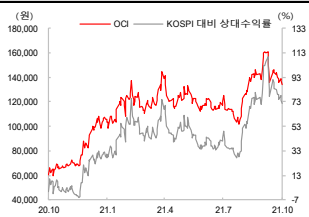
자본금	127 십억원
발행주식수	2,385 만주
자사주	20 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,208 십억원
주요주주	

이화영(외30)	22.24%
국민연금공단	11.32%
외국인지분률	20.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/10/27)	134,500 원
KOSPI	3025.49 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	161,000 원
52주 최저가	59,700 원
60일 평균 거래대금	67 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.6%	-4.3%
6개월	-5.0%	1.0%
12개월	123.1%	71.8%

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

폴리실리콘, 올라가는 그림

3Q 영업이익은 1,946 억원을 기록해 컨센서스에 부합한 수준을 기록. 물량 위축에도 폴리실리콘 강세에 따른 베이직케미칼 호조가 실적을 견인. 에너지솔루션 미국 태양광 P막 각 일회성 수익도 반영. 전 태양광 밸류체인의 가격 상승 기조 및 폴리실리콘 증설과 함께 늘어나는 웨이퍼의 증설이 가격 환경에 우호적. Valuation 은 PBR-ROE 기준 가중평균 Target PBR 1.40 배를 부여해 목표주가 195,000 원, 투자 의견 매수를 유지함

올라가는 폴리실리콘

3분기 매출액과 영업이익은 각각 8,887 억원, 1,946 억원을 기록해 10/27 일 기준 컨센서스(9,095 억원 / 1,982 억원)와 유사한 수준을 기록했다. 폴리실리콘 가격은 \$35.8/kg 까지 상승했다. 기존 타이탄 수급에 더해 원료인 메탈실리콘의 가격 강세에 힘입어 폴리실리콘은 추가 상승을 시현했다. 물류 차질에 따른 판매 물량 감소에도 베이직케미칼은 3분기 영업이익률 41% 이상을 기록하며 견조한 실적을 기록했다. 에너지솔루션은 태양광 발전소 프로젝트(200MW) 매각에 일회성 수익이 반영 됐다.

가격 상승의 그림

태양광 전 밸류체인의 가격 상승이 발생 중이다. 웨이퍼(156mm sq Multi) 가격은 지난 10월 초 +20% 가까이 상승했다. 모듈 가격도 점진적으로 상승해 \$0.22/Watt 를 뛰어 넘었다. 폴리실리콘 가격 상승은 수요 처의 수요 둔화 측면에서 우려가 있었으나 최근 밸류체인 전체의 상승으로 부담이 축소되는 모습이다. 또한, 최근 메탈실리콘 가격 하락은 추가 상승 동력을 제한하지만, 반면에 원료비 부담을 완화시킨다. 그리고 내년 폴리실리콘 증설의 부담에도 웨이퍼/태양광 수요도 따라 올라와 우호적 환경이 기대된다.

투자 의견 매수, 목표주가 195,000 원 유지

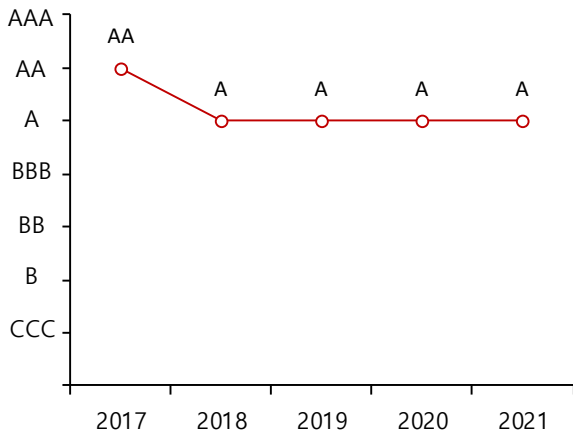
폴리실리콘 강세 및 태양광 수요 증대가 성장 동력을 제시할 전망이다. Valuation 은 실적 추정치 상향에도 최근 폴리실리콘 가격과 Multiple 간의 괴리 반영해 Target PBR 을 1.40 배로 하향 조정했다. 따라서, 목표주는 19.5 만원을 유지하며, 투자 의견은 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	3,112	2,605	2,003	3,239	3,448	3,024
yoy	%	-14.3	-16.3	-23.1	61.7	6.5	-12.3
영업이익	십억원	159	-181	-86	639	580	402
yoy	%	-44.2	적전	적지	흑전	-9.2	-30.7
EBITDA	십억원	461	130	53	768	717	538
세전이익	십억원	130	-1,012	-350	622	553	380
순이익(지배주주)	십억원	104	-794	-246	571	472	319
영업이익률%	%	5.1	-6.9	-4.3	19.7	16.8	13.3
EBITDA%	%	14.8	5.0	2.6	23.7	20.8	17.8
순이익률	%	3.3	-31.0	-12.5	17.7	13.7	10.6
EPS(계속사업)	원	4,396	-33,255	-10,320	23,941	19,805	13,376
PER	배	24.3	N/A	N/A	5.6	6.8	10.1
PBR	배	0.7	0.6	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	6.9	18.7	63.4	5.7	5.6	6.9
ROE	%	3.1	-26.2	-9.9	21.7	15.1	9.1
순차입금	십억원	542	860	1,036	1,080	741	425
부채비율	%	62.1	79.1	86.0	81.9	74.4	69.7

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) 올라가는 폴리실리콘

폴리실리콘의 강세가 3 분기에도 유지되었다. 상승 기초를 유지하면서 \$35.8/kg 까지 상승했다. 기존 타이트한 수급에 더해 원료인 메탈실리콘의 가격 강세에 힘입어 폴리실리콘은 추가 상승을 시현했다. 베이직케미칼은 3 분기 영업이익률 42%를 기록했다. 그리고 최근 급등했던 메탈실리콘 가격 하락(10/27 중국 Spot 가격이 9 월 중순으로 회귀)이 상승 동력의 제한으로 작용 가능하나, 반면에 원료비 부담은 완화될 전망이다.

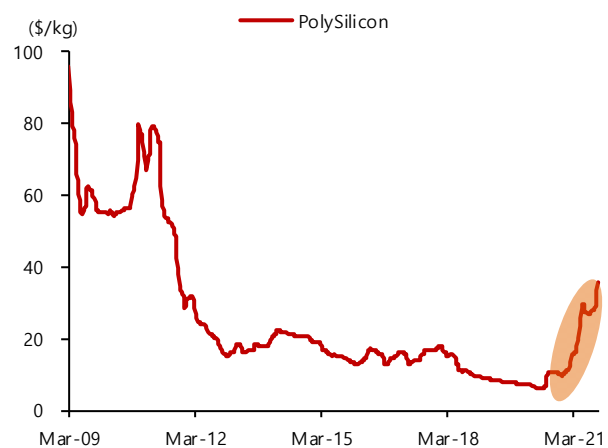
(2) 불편하지 않은 상승의 그림

최근 폴리실리콘 이외의 태양광 전 밸류체인 가격 상승도 동반되고 있다. 실제로 웨이퍼(156mm sq Multi 기준) 가격은 지난 10 월 초 +20% 가까이 상승했다. 모듈 가격도 점진적으로 상승해 \$0.22/Watt 를 뛰어넘었다. 폴리실리콘 가격 상승은 수요처의 수요 둔화에서 우려 포인트이나 최근 밸류체인 전체의 상승으로 부담은 축소되는 모습이다. 또한, 상반기부터 시작된 가격 랠리에는 웨이퍼 증설에 따른 타이트한 수급에도 일부 기인했으며 현재 친환경 에너지, 그 중 태양광에 대한 수요는 확대되고 있다.

(3) 열어두는 우호적 수급 환경

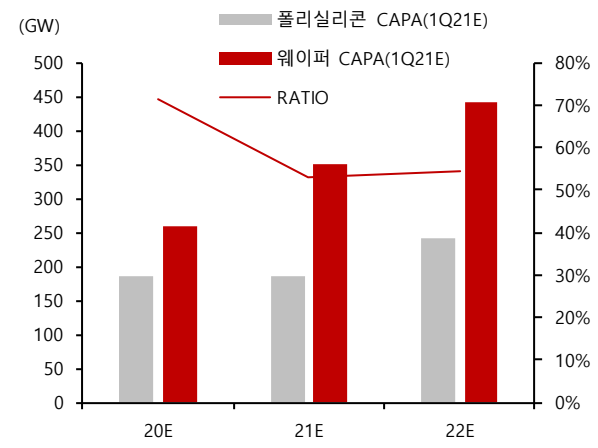
BNEF 전망을 기반으로 한 폴리실리콘/웨이퍼 CAPA 는 내년에도 추가 확대가 예상된다. 또한, 올해 계획되었던 Tongwei 증설이 내년 초 예정되어 있다. 단기 공급 부담이 늘어나는 것은 사실이나 연간 기준 웨이퍼의 증설도 커 우호적 수급 환경이 기대된다.

폴리실리콘 가격 추이



자료: PVinsight, SK 증권

폴리실리콘 vs 웨이퍼 증설 추이



자료: OCI(1Q21 Factsheet), BNEF, 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	888.7	1,008.5	78.7%	13.4%	2,002.4	3,238.6	3,447.8
영업이익	33.0	47.0	166.3	194.6	230.6	598.7%	18.2%	-86.1	638.9	580.3
영업이익률	5.8%	8.2%	21.7%	21.9%	22.9%	17.0%	0.9%	-4.3%	19.7%	16.8%
세전이익	-225.9	44.1	160.4	189.4	228.4	흑전	20.6%	-350.1	622.4	553.6
세전이익률	-40.0%	7.7%	20.9%	21.3%	22.6%	62.7%	1.3%	-17.5%	19.2%	16.1%
지배순이익	-160.0	38.0	144.3	177.8	210.9	흑전	18.6%	-246.2	571.0	472.5
지배주주순이익률	-28.4%	6.6%	18.8%	20.0%	20.9%	49.3%	0.9%	-12.3%	17.6%	13.7%
사업부별 매출액										
베이직케미칼	249.9	230.1	330.1	362.0	467.1	86.9%	29.0%	851.9	1,389.3	1,319.9
석유화학&카본	261.7	279.2	335.1	346.0	364.4	39.2%	5.3%	905.1	1,324.7	1,237.7
에너지솔루션	74.9	83.0	81.2	140.0	104.8	39.9%	-25.1%	328.9	409.0	364.8
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	187.8	454.1%	25.2%	-71.1	496.1	421.5
이익률	13.6%	13.8%	38.4%	41.4%	40.2%	26.7%	-1.2%	-8.3%	35.7%	31.9%
석유화학&카본	17.3	34.5	43.8	31.0	37.1	114.5%	19.7%	16.6	146.4	117.4
이익률	6.6%	12.4%	13.1%	9.0%	10.2%	3.6%	1.2%	1.8%	11.1%	9.5%
에너지솔루션	-7.2	0.9	-0.4	11.0	1.6	흑전	-85.2%	6.3	13.1	4.8
이익률	-9.6%	1.1%	-0.5%	7.9%	1.5%	11.2%	-6.3%	1.9%	3.2%	1.3%
기타(DCRE)	-11.0	-20.1	-3.7	3.0	4.0	흑전	33.3%	-37.9	-16.8	36.6
이익률	적자	적자	적자	7.3%	5.5%	-	-1.8%	적자	적자	7.0%

자료: OCI, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	3,315.6	3,331.5	3,238.6	3,447.8	-2.3%	3.5%
영업이익	582.1	466.5	638.9	580.3	9.8%	24.4%
영업이익률	17.6%	14.0%	19.7%	16.8%	2.1%	2.8%
세전이익	554.7	429.3	622.4	553.6	12.2%	29.0%
세전이익률	16.7%	12.9%	19.2%	16.1%	2.5%	3.2%
지배순이익	449.4	324.3	571.0	472.5	27.0%	45.7%
지배주주순이익률	13.6%	9.7%	17.6%	13.7%	4.0%	4.0%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	12.6%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	8.7%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.3
Target P/B	1.40
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	140,539
적정주가 (단위: 원)	196,885
Target Price (단위: 원)	195,000
현재주가(2021-10-27) (단위: 원)	134,500
상승여력	45.0%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

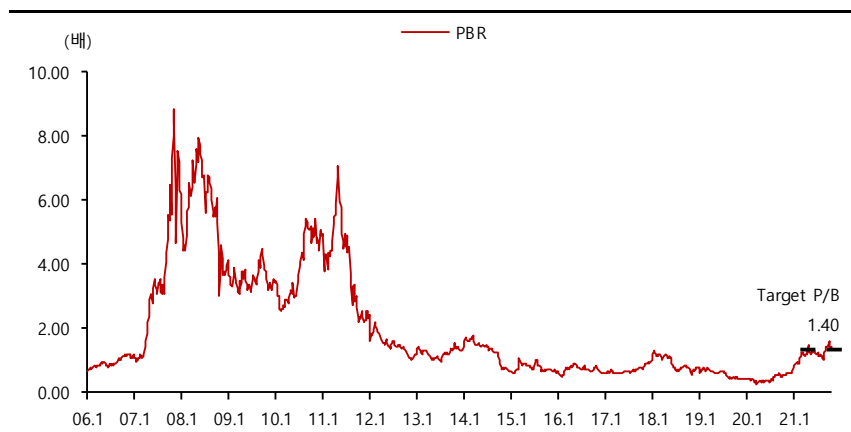
* Target P/B PBR-ROE 산정값과, 폴리실리콘 추정 가중 평균 / 주: 최근 폴리 가격과의 괴리로 Multiple 하향 조정

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	-9.9%	15.1%	9.2%	7.9%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	12.6%			

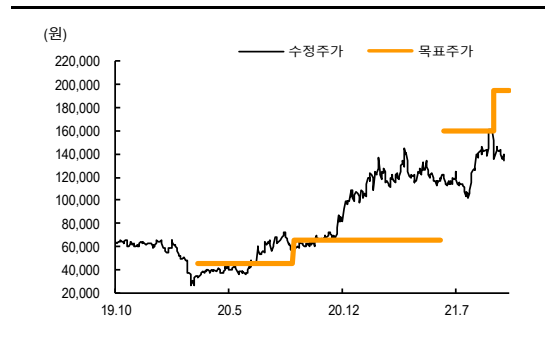
자료 : SK 증권 추정

Historical PBR



자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.28	매수	195,000원	6개월		
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 기관투자가 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 10 월 28 일 기준)

매수	89.06%	중립	10.94%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,161	2,036	2,940	3,474	3,783
현금및현금성자산	488	444	265	655	1,090
매출채권및기타채권	409	328	587	625	621
재고자산	906	814	1,454	1,548	1,452
비유동자산	2,651	2,401	2,454	2,451	2,459
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	5,393	5,925	6,242
유동부채	846	860	1,079	965	791
단기금융부채	420	544	516	366	266
매입채무 및 기타채무	307	239	427	454	399
단기충당부채	26	10	18	19	17
비유동부채	1,280	1,192	1,350	1,562	1,773
장기금융부채	1,176	1,130	1,261	1,461	1,681
장기매입채무 및 기타채무	16	11	7	7	7
장기충당부채	12	10	17	22	19
부채총계	2,125	2,052	2,429	2,527	2,565
지배주주지분	2,636	2,341	2,919	3,352	3,631
자본금	127	127	127	127	127
자본잉여금	785	785	785	785	785
기타자분구성요소	0	-7	-7	-7	-7
자기주식	0	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	1,704	1,455	2,026	2,451	2,722
비지배주주지분	50	45	45	46	47
자본총계	2,686	2,386	2,965	3,398	3,678
부채외자본총계	4,811	4,437	5,393	5,925	6,242

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	-2	-83	76	529	531
당기순이익(손실)	-807	-251	572	473	320
비현금성항목등	987	346	205	243	218
유형자산감가상각비	306	133	124	132	132
무형자산상각비	5	6	5	4	4
기타	673	215	14	-15	-15
운전자본감소(증가)	-169	-169	-622	-108	53
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-33	39	-251	-38	4
재고자산감소(증가)	29	137	-339	-94	96
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	-42	141	28	-56
기타	-121	-304	-174	-4	8
법인세납부	-12	-9	-79	-80	-60
투자활동현금흐름	-253	17	-307	-92	-116
금융자산감소(증가)	-38	68	-205	0	0
유형자산감소(증가)	-229	-61	-100	-100	-130
무형자산감소(증가)	-5	-2	-3	-3	-3
기타	19	12	1	11	17
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	-178	389	436
기초현금	744	488	444	265	655
기말현금	488	444	265	655	1,090
FCF	-552	-105	-95	366	361

자료 : OCI, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,605	2,003	3,239	3,448	3,024
매출원가	2,565	1,874	2,273	2,523	2,320
매출총이익	40	129	965	925	704
매출총이익률 (%)	1.5	6.4	29.8	26.8	23.3
판매비와관리비	221	215	326	345	302
영업이익	-181	-86	639	580	402
영업이익률 (%)	-6.9	-4.3	19.7	16.8	13.3
비영업손익	-832	-264	-17	-27	-22
순금융비용	38	36	38	40	35
외환관련손익	1	6	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	-2	8	10	0	0
세전계속사업이익	-1,012	-350	622	553	380
세전계속사업이익률 (%)	-38.9	-17.5	19.2	16.1	12.6
계속사업법인세	-206	-99	50	80	60
계속사업이익	-806	-251	572	473	320
중단사업이익	-1	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-807	-251	572	473	320
순이익률 (%)	-31.0	-12.5	17.7	13.7	10.6
지배주주	-794	-246	571	472	319
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.49	-12.29	17.63	13.7	10.55
비지배주주	-13	-5	1	1	1
총포괄이익	-787	-292	579	480	327
지배주주	-774	-288	578	480	326
비지배주주	-13	-5	1	1	1
EBITDA	130	53	768	717	538

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-16.3	-23.1	61.7	6.5	-12.3
영업이익	적전	적지	흑전	-9.2	-30.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-11.1	-31.3
EBITDA	-71.7	-59.7	1,361.8	-6.7	-24.9
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-17.3	-32.5
수익성 (%)					
ROE	-26.2	-9.9	21.7	15.1	9.1
ROA	-15.4	-5.4	11.6	8.4	5.3
EBITDA마진	5.0	2.6	23.7	20.8	17.8
안정성 (%)					
유동비율	255.5	236.8	272.6	360.1	478.0
부채비율	79.1	86.0	81.9	74.4	69.7
순차입금/자기자본	32.0	43.4	36.4	21.8	11.6
EBITDA/이자비용(배)	2.4	1.1	16.2	14.2	10.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-33,255	-10,320	23,941	19,805	13,376
BPS	110,515	98,159	122,409	140,540	152,241
CFPS	-20,269	-4,507	29,336	25,517	19,069
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	1,400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	6.7	8.1	12.0
PER(최저)	N/A	N/A	4.0	4.9	7.2
PBR(최고)	1.0	1.0	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.3	0.8	0.7	0.6
PCR	-3.1	-20.6	4.6	5.3	7.1
EV/EBITDA(최고)	27.0	63.4	6.5	6.5	8.1
EV/EBITDA(최저)	18.2	33.2	4.5	4.4	5.2