

목표주가 - 현재주가(06/04) 255,500원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2021. 06. 07

3Q21 친환경 Copolyester 양산 계획, 가장 빠르다

Analyst 한승재

rBHET 수입→3Q21 Chemical Recycled Copolyester(r-Copoly) 최초 상업화 계획: SK케미칼은 21.4월 중국 Shuye 지분 10%를 230억원에 취득했으며 Shuye가 생산하는 rBHET 생산량의 40%를 수입할 수 있는 구매 권한을 확보했다. Shuye는 현재 연간 약 5~7만톤 규모의 rBHET 생산 설비를 갖추고 있으며 SK케미칼은 21년 하반기 Shuye로부터 수입한 BHET을 원료로 하여 Chemical Recycled Copolyester(r-Copoly)를 최초로 상업화할 계획이다. SK케미칼의 주력 화학 제품인 Copolyester는 전세계에서 Eastman과 SK케미칼만 생산하는 제품으로 PC와 유사한 물성을 구현하지만 BPA가 검출되지 않아 화장품 용기&포장재/음료 및 식품 용기 등으로 각광받는 제품이다. 21년 하반기 이후 Shuye rBHET을 수입하여 SK케미칼의 r-Copoly가 성공적으로 양산된다면 국내 외 친환경 플라스틱 시장에서의 위상이 높아질 것으로 판단된다.

Copoly 중심 사업구조 개편, 성공적인 r-Copoly 양산 시 친환경 제품 비중이 가장 큰 회사: SK케미칼은 그린케미칼 내 Copoly 중심의 사업구조 개편에 나설 것으로 판단된다. 적자 폭이 컸던 PPS 등은 연내에 거취가 결정될 예정이다. Copoly 연간 생산능력은 3Q21 4호기 7만톤이 상업 가동을 시작하면서 연산 26만톤으로 확장되며 매출/이익 개선세가 이어질 것으로 전망한다. 또한 r-Copoly가 양산에 성공할 경우 Copoly 사업부의 추가 수익성 개선에 기여할 것으로 판단된다.(친환경 제품으로 판가 인상) SK케미칼은 r-Copoly 비중을 25년 50%→30년 100%로 확대할 계획이다.

현재 SK바이오사이언스 지분가치 76% 할인 상황, 저평가라 판단: Copoly 사업부와 Pharma 부문의 합산 사업가치는 1.1조원 내외로 추정된다. 그렇다면 현재 SK케미칼 시가총액 3조원 기준으로 SK바이오사이언스 지분가치는 약 76% 할인된 셈이다. 저평가 상황이라 판단하며 향후 친환경 제품 비중 확대에 따른 Copoly 사업부문 성장 기대감을 높일 필요가 있다.

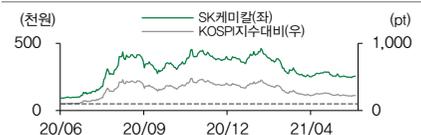
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2016	2017	2018	2019	2020
FYE Dec	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	NA	88	1,368	1,113	1,215
(증가율)	NA	NA	1,454.5	-18.6	9.2
영업이익	NA	-9	46	41	106
(증가율)	NA	NA	흑전	-10.9	158.5
지배주주순이익	NA	-9	6	11	254
EPS	NA	-737	464	845	21,431
PER (H/L)	NA / NA	NA / NA	277.0/123	105.4/47.1	21.7/2.3
PBR (H/L)	NA / NA	NA/NA	2.4/1.1	1.6/0.7	6.5/0.7
EV/EBITDA (□/L)	NA / NA	NA/NA	17.7/12.0	13.3/10.1	30.7/6.3
영업이익률	NA	-10.5	3.3	3.7	8.7
ROE	NA	-1.2	0.9	1.5	30.5

52주 최저/최고	91,100/462,500원
KOSDAQ /KOSPI	988/3,240pt
시가총액	29,966억원
60일-평균거래량	188,635
외국인지분율	18.9%
60일-외국인지분율변동추이	-1.5%p
주요주주	SK디스커버리 외 9 인 35.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-4.3	-32.4	179.9
상대기준	-6.5	-36.7	79.4

도표 164. 바이오 사이언스 외 Copoly와 Pharma가 주력 사업 부문

(단위: 십억원, %)

		2020	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21
SK케미칼 연결 매출액		1,214.6	252.5	288.4	352.1	321.6	378.8
Green Chemical	Copoly/유화	499.3	120.6	132.7	125.1	120.9	137.7
	PPS	15.7	1.4	4.6	5.2	4.5	5.6
Life Science	Pharma	252.4	57.6	63.4	68.6	62.8	64.1
	SK바이오사이언스	225.7	22.7	39.4	99.8	63.8	112.7
	기타	221.5	50.2	48.3	53.4	69.6	58.7
SK케미칼 연결 영업이익		106.2	8.0	17.6	52.3	28.3	73.0
Green Chemical	Copoly/유화	84.1	12.9	22.3	27.5	21.4	18.9
	PPS	-61.5	-11.4	-14.8	-17.5	-17.8	-11.0
Life Science	Pharma	40.5	9.9	12.0	9.1	9.5	7.2
	SK바이오사이언스	37.8	-4.4	-3.1	37.6	7.7	53.7
	기타	5.3	1.0	1.2	-4.4	7.5	4.2
영업이익률		8.7	3.2	6.1	14.9	8.8	19.3
Green Chemical	Copoly/유화	16.8	10.7	16.8	22.0	17.7	13.7
	PPS	-391.7	-814.3	-321.7	-336.5	-395.6	-196.4
Life Science	Pharma	16.0	17.2	18.9	13.3	15.1	11.2
	SK바이오사이언스	16.7	-19.4	-7.9	37.7	12.1	47.6
	기타	2.4	2.0	2.5	-8.2	10.8	7.2

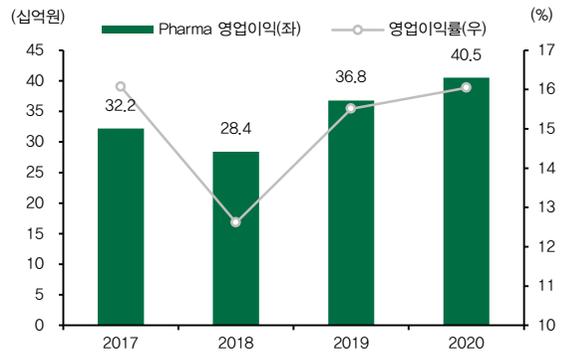
자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 165. Co-poly 22E OP 955억원/23E 1,107억원 추정



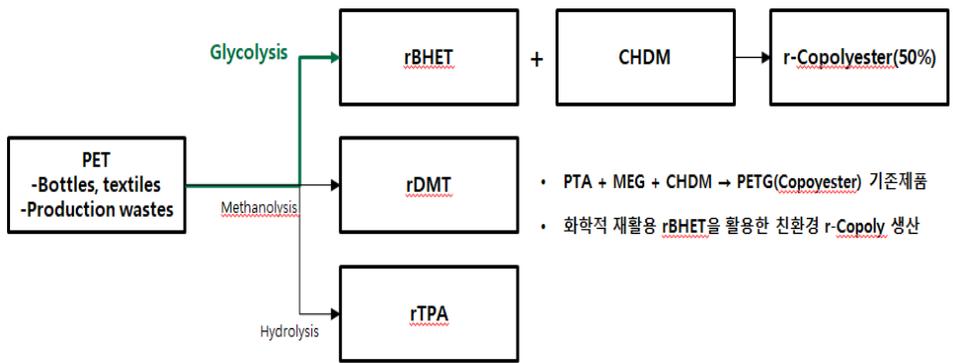
자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 166. Pharma 연간 영업이익 280억원~400억원



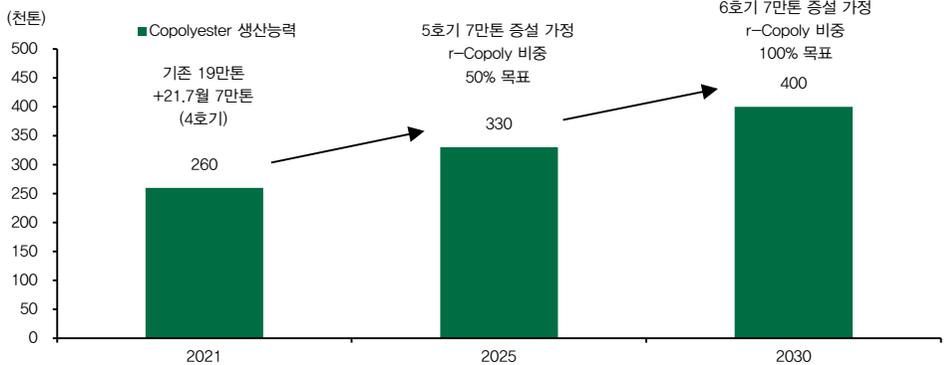
자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 167. SK케미칼: rBHET 제조회사 지분 취득→rBHET 수입→21 하반기 세계 최초 r-Copoly 상업화



자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 168. SK케미칼 2021년 r-Copoly 상업화 → 25년 r-Copoly 비중 50% → 30년 100% 목표



자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 169. 현재 SK케미칼 시총은 SK바이오사이언스 지분가치 76% 할인 상황

(단위: 십억원 배, %)

	22E EBITDA	target EV/EBITDA	적정가치	비고
사업가치				
Copoly/유화 EBITDA	159.5	5.0	797.7	22E 화학 EV/EBITDA 평균
Pharma EBITDA	35.8	9.0	322.5	Pharma 영업이익 288억원으로 보수적 추정
총 사업가치			1,120.2	
1) SK바이오사이언스 지분가치 70% 할인			2,442.1	6/3 SKBS 시가총액 11.9조원, 지분을 68.4%
SK케미칼 target 시가총액			3,562.3	
2) SK바이오사이언스 지분가치 60% 할인			3,256.2	6/3 SKBS 시가총액 11.9조원, 지분을 68.4%
SK케미칼 target 시가총액			4,376.4	
SK케미칼 현재 시가총액			3,043.5	6/3 기준
현재 시총 기준 SK바이오사이언스 지분가치 할인을			76.4%	

자료: SK케미칼, DB금융투자

주: PPS 21년 사업 철수 가정 철수 시 필요한 손상차손과 1Q21 SK케미칼 별도 기준 순현금 570억원 기타 사업부 가치는 생략되었다고 단순 가정

대차대조표

	2016	2017	2018	2019	2020
12월 결산실역원					
유동자산	NA	663	717	792	923
현금및현금성자산	NA	155	45	184	87
매출채권및기타채권	NA	194	196	171	226
재고자산	NA	290	329	331	253
비유동자산	NA	1,250	1,234	1,340	1,197
유형자산	NA	1,098	1,103	1,165	1,070
무형자산	NA	47	38	37	37
투자자산	NA	12	18	44	34
자산총계	NA	1,912	1,951	2,132	2,120
유동부채	NA	661	594	719	646
매입채무및기타채무	NA	247	241	244	252
단기차입금및단기차입금	NA	130	181	199	108
유동성장기부채	NA	274	145	253	100
비유동부채	NA	520	631	694	515
사채및장기차입금	NA	484	586	632	492
부채총계	NA	1,181	1,225	1,413	1,161
자본금	NA	65	65	66	66
자본잉여금	NA	667	668	264	264
이익잉여금	NA	-9	-3	398	643
비자배주주지분	NA	35	34	3	6
자본총계	NA	731	726	719	959

현금흐름표

	2016	2017	2018	2019	2020
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	NA	-11	67	122	247
당기순이익	NA	-10	-16	5	255
현금유출이없는비용및수익	NA	12	182	191	674
유형및무형자산상각비	NA	7	88	103	98
영업관련자산부채변동	NA	-10	-52	1	98
매출채권및기타채권의감소	NA	4	73	16	-26
재고자산의감소	NA	-7	-38	-3	22
매입채무및기타채무의증가	NA	1	-68	-4	23
투자활동현금흐름	NA	-9	-146	-101	41
CAPEX	NA	8	82	127	95
투자자산의순증	NA	-12	-4	-24	12
재무활동현금흐름	NA	8	48	117	-385
사채및차입금의 증가	NA	890	27	214	-415
자본금및자본잉여금의증가	NA	733	1	-408	-6
배당금지급	NA	0	0	-5	-6
기타현금흐름	NA	0	-80	0	0
현금의증가	NA	-11	-110	139	-97
기초현금	NA	166	155	45	184
기말현금	NA	155	45	184	87

자료: SK케미칼, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2016	2017	2018	2019	2020
12월 결산실역원					
매출액	NA	88	1,368	1,113	1,215
매출원가	NA	75	1,095	842	864
매출총이익	NA	13	272	271	350
판매비	NA	17	167	163	178
영업이익	NA	-9	46	41	106
EBITDA	NA	-2	134	144	204
영업외손익	NA	-3	-40	-55	-87
금융손익	NA	-2	-27	-28	-21
투자손익	NA	0	2	2	2
기타영업외손익	NA	-1	-15	-29	-68
세전이익	NA	-13	5	-14	19
중단사업이익	NA	0	0	28	246
당기순이익	NA	-10	-16	5	255
자배주주지분순이익	NA	-9	6	11	254
비자배주주지분순이익	NA	-1	-22	-6	1
총포괄이익	NA	-10	-18	1	252
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	1,457.1	-18.6	9.1
영업이익	NA	NA	흑전	-9.8	157.8
EPS	NA	NA	흑전	82.1	2,436.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018	2019	2020
주당주요지표(원)					
EPS	NA	-737	464	845	21,431
BPS	NA	53,425	53,061	54,214	72,187
DPS	NA	0	400	450	2,000
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	150.9	75.7	18.3
P/B	NA	NA	1.3	1.2	5.4
EV/EBITDA	NA	NA	13.1	12.1	26.9
수익성(%)					
영업이익률	NA	-10.5	3.3	3.7	8.7
EBITDA마진	NA	-2.0	9.8	12.9	16.8
순이익률	NA	-11.3	1.2	0.9	21.0
ROE	NA	-1.4	-2.3	0.7	30.4
ROA	NA	-0.5	-0.9	0.2	12.0
ROIC	NA	-0.4	-8.4	3.6	2.6
안정성및기타					
부채비율(%)	NA	161.5	168.9	196.6	121.1
이자보상배율(배)	NA	-4.0	1.4	1.3	4.4
배당성향(배)	NA	0.0	-28.2	105.1	9.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2021-04-11 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

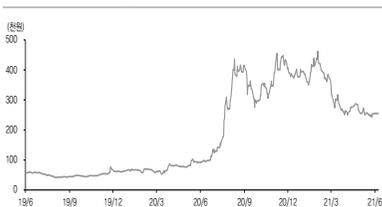
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK케미칼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저