

SK케미칼
(285130.KS)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

목표주가 : 90,000원(상향) / 현재주가 : 69,900원(상승여력 : 28.7%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

2020년 사업구조 개편, 백신사업에서 기업가치 증가

2020년 바이오에너지 사업매각, 신규사업 진행, 백신사업 가치 상승 전망

2020년 동사는 사업구조 개편과 신규사업을 시작한다. 변화는 크게 3가지로 요약할 수 있다

첫째, 바이오에너지 사업을 매각하는데, 동사의 2019년 매출액은 3,162억원, 영업이익 388억원이다. 6월부터 전사 영업실적에서 제외됨에 따라, **2020년 매출액 1,300억원, 영업이익 160억원 감소효과**가 있는 것으로 평가된다. 그러나 2020년에도 로열티수입 100억원이 예상되고, 수지사업의 수익개선과 제약, 백신사업의 실적성장으로 긍정적인 측면도 많다. 특히 바이오사업을 3,825억원에 매각하는데, 장부가 514억원을 차감하면 3,311억원의 매각차익이 영업외 수익(3분기 인식 가정)으로 인식된다. 그 시기는 2~3분기가 될 것이다. **바이오에너지 매각은 이익감소와 차입금감소가 상쇄되어 기업가치에 중립적이다.**

둘째, 동사는 옥수수 바이오매스 기반, 친환경 소재 PO3G 생산을 추진한다. 투자 이후 2022년 상업생산을 목표로 하고 있다. 폴리우레탄과 스판덱스를 대체할 제품으로 평가되고 있어, 장기성장 비전이 하나 더 추가되었다.

셋째, 순차입금이 크게 감소할 전망이다. 동사는 연결기준으로 순차입금이 8,000억원 내외에서 5,700억원 수준으로 감소, 재무구조가 크게 개선되는 것이다. 순차입금 감소로 연간 금융비용 감소효과도 75억원 내외로 평가된다.

2020년 백신사업의 진전과 환경변화로 기업가치 상승이 예상된다

자회사 SK바이오사이언스(지분 98.04%)의 백신부문 재평가가 필요하다. 독감백신과 대상포진백신 매출이 증가하고, 2019년 전체 로열티 수입은 약 410억원 내외로 추정된다. 2020년에는 **사노피와 공동개발 중인 폐렴구균백신 Pipeline이 2020년 연내에 임상 2상 진입하면, 약 100억원 이상의 로열티수입이 인식될 것이다.** 그보다 임상2상에 진입한다면 글로벌 시장에서의 Pipeline 가치가 크게 상승할 것이다. 애플타(혈우병치료제) 로열티도 약 90억원 계상될 전망이다. 세포배양방식의 독감백신 생산에 대해 중국으로 L/O를 추진 중인데, 2020년에 성사 되면 일정액의 로열티 수익이 발생할 것이다. 무엇보다 이번 **신종 코로나바이러스로 단기간에 생산할 수 있는 세포배양방식의 백신공장 중요성이 주목을 받을 수 있어, 잠재 기업가치가 좀 더 상승할 것으로** 판단된다. SK바이오사이언스에 대한 FI 투자도 계속 추진 중이다.

2020년 중반, 백신부문에서 주가 상승모멘텀이 기대된다

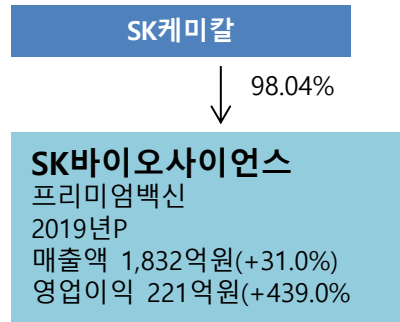
사업구조개편에 따른 **실적 변화와 순차입금 감소, 백신사업의 가치상승 등을 반영하여 목표주가를 90,000원으로 소폭 상향 조정**한다(표 4). 동사 주가의 상승 모멘텀은 폐렴구균백신 임상 2상, 독감백신 중국 L/O계약 성사에서 발생할 것이다. 이러한 이슈는 성격상 시간적으로 유동적이지만, 2020년 중반 전후에 가능성이 높다고 판단된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	87.8	-9.2	-12.6	-9.9	n/a	n/a	-1.8	n/a	-407.6	n/a	n/a
2018	1,367.7	45.7	5.2	-16.4	521	n/a	134.2	134.5	11.5	1.3	0.9
2019E	1,427.2	80.2	22.6	5.4	872	67.5	179.6	80.2	9.5	1.3	1.6
2020E	1,193.5	51.9	347.4	295.5	25,101	2,778.5	145.7	2.8	9.1	0.9	34.2
2021E	1,130.2	60.6	37.7	32.1	2,670	-89.4	152.3	26.2	8.4	0.9	3.1

자료 : SK케미칼, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

[표 1] SK케미칼 자회사 현황



자료: 상상인증권, 자회사 이니츠는 2019년 모회사로 합병됨

[표 2] 사업부별 매출액 추이

(단위: 억원)

구분	사업별	2018	1Q	2Q	3Q	4Qp	2019E	1QE	2QE	3QE	4QE	2020E
GC	코폴리에스터/DMT	4,800	1,242	1,209	1,185	1,072	4,708	1,056	1,173	1,256	1,136	4,621
			17.5%	-1.2%	-8.4%	-12.5%	-1.9%	-15%	-3%	6%	6%	-1.9%
	유화											
	바이오에너지	2,788	670	855	969	668	3,162	683	599	-	-	1,282
			14.9%	1.8%	11.8%	33.9%	13.4%	2%	-30%			-59.4%
	PPS(이니츠)	186	53	67	22	22	164	32	40	25	25	121
LS			10.4%	19.6%	-33.3%	-56.0%	-11.8%	-40%	-40%	12%	12%	-26.0%
	기타	1,861	439	374	411	368	1,592	417	154	390	350	1,311
			-13.4%	-17.8%	-13.5%	-10%	-14.5%	-5%	0%	-5%	-5%	-17.6%
	소계	10,176	2,403	2,505	2,587	2,130	9,626	2,188	1,966	1,671	1,511	7,336
			-7.0%	-8.1%	-3.0%	-3.1%	-5.4%	-8.9%	-21.5%	-35.4%	-29.1%	-23.8%
	제약	2,087	522	612	589	648	2,371	590	661	636	693	2,580
LS			7.2%	14.6%	16.4%	15.5%	13.6%	13.0%	8.0%	8.0%	7.0%	8.8%
	백신(SK바이오사이언스)	1,399	267	512	505	549	1,833	320	543	556	582	2,001
			3.1%	98.4%	5.4%	36.2%	31.0%	20.0%	6.0%	10.0%	6.0%	9.1%
	소계	3,487	789	1,124	1,094	1,197	4,204	910	1,204	1,192	1,275	4,581
			5.8%	41.9%	11.2%	24.2%	20.6%	15.4%	7.1%	8.9%	6.5%	9.0%
	기타 자회사 연결 조정	14	2	172	123	144	441	4	5	5	5	19
합계		13,677	3,194	3,802	3,805	3,471	14,272	3,102	3,175	2,868	2,791	11,935
			1.7%	7.5%	1.1%	7.3%	4.3%	-2.9%	-16.5%	-24.6%	-19.6%	-16.4%

자료: 상상인증권

[표 3] SK케미칼 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2019p				2020E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Qp	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	3,194	3,802	3,805	3,471	3,102	3,175	2,868	2,791
영업이익	37	304	271	190	93	127	215	84
세전이익	- 79	183	190	120	22	62	3,360	30
순이익	- 116	124	27	120	20	53	2,856	26
YoY(%)								
매출액	1.7	7.5	1.1	7.3	-2.9	-16.5	-24.6	-19.6
영업이익	-45.2	189.6	-12.4	흑전	154.5	-58.3	-20.7	-55.9
세전이익	적전	3,822.2	-17.8	흑전	흑전	-66.1	1,670.0	흑전
순이익	적전	93.1	-84.0	흑전	흑전	-57.4	10,603.8	28.7

자료: SK케미칼, 상상인증권, 2019년 2분기 220억원 로열티수익 반영, 2020년 2Q 로열티 반영

[표 4] SK케미칼 주가밸류에이션

(단위: 억원)

구분	EBITDA	Multiple	기업가치평가액	
자체 사업가치				
그린케미칼	1,457	10	14,569	*일회성 이익 차감 차감
생명공학				(사업부 매각차익은 전부 제외)
정밀화학, 신약개발, 헬스케어(프리미엄 부여)		20%	2,914	*주관적 평가
자체 회사가치(A)			17,482	(자회사 포함 연간 R&D비용 720억 원)
자회사 엔티스			350	평가액(2019년 추정이익 *PER 20배)
기타			305	
차입금(연결기준)			5,700	순차입금 2,300억 원 차감
기업가치			12,437	
보통주(주)			11,741,396	
우선주(주)			1,458,670	
자기주식(주)			13,064	
유통주식수(주)			13,187,002	
적정주가(원)			94,315	

자료: 상상인증권, 2020년 사업부매각이익 및 예상특별이익 100억 원 차감 후 EBITDA 계산

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	662.6	717.2	697.5	974.7	1,090.9
현금 및 현금성자산	155.2	45.3	127.9	511.7	618.0
매출채권 및 기타채권	194.2	195.8	179.6	144.4	153.1
재고자산	290.3	329.0	304.3	229.4	226.9
기타유동자산	23.0	147.2	85.7	89.2	92.8
비유동자산	1,249.8	1,233.6	1,317.2	1,300.1	1,281.5
관계기업투자등	7.4	6.7	8.4	8.7	9.1
유형자산	1,098.0	1,103.3	1,160.1	1,141.7	1,121.2
무형자산	47.4	38.3	38.1	34.6	31.4
자산총계	1,912.1	1,950.8	2,014.7	2,274.8	2,372.4
유동부채	660.9	594.3	720.1	689.8	700.1
매입채무 및 기타채무	207.7	199.1	166.5	133.9	141.9
단기금융부채	406.0	325.9	498.6	498.6	498.6
기타유동부채	47.1	69.2	55.1	57.3	59.7
비유동부채	520.2	630.9	571.7	572.8	634.0
장기금융부채	484.1	591.5	544.9	544.9	604.9
기타비유동부채	36.0	39.5	26.9	28.0	29.1
부채총계	1,181.1	1,225.2	1,291.9	1,262.6	1,334.1
지배주주지분	696.6	691.8	719.7	1,009.2	1,035.2
자본금	65.2	65.2	66.0	66.0	66.0
자본잉여금	667.4	668.2	264.3	264.3	264.3
이익잉여금	-8.7	-3.0	402.7	692.1	718.2
비지배주주지분(연결)	34.8	33.7	3.1	3.1	3.1
자본총계	731.4	725.6	722.8	1,012.1	1,038.3
현금흐름표					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-10.7	67.4	111.7	466.9	125.8
당기순이익(손실)	-9.9	-16.4	5.4	295.5	32.1
비현금수익비용가감	11.1	167.6	139.0	92.3	90.3
유형자산감가상각비	7.0	84.4	94.6	89.9	88.2
무형자산상각비	0.4	4.0	4.8	3.9	3.5
기타현금수익비용	-0.2	-1.8	39.6	-1.5	-1.4
영업활동 자산부채변동	-9.6	-51.9	5.1	79.1	3.5
매출채권 감소(증가)	4.2	72.6	12.6	35.2	-8.7
재고자산 감소(증가)	-6.8	-38.2	26.8	74.9	2.4
매입채무 증가(감소)	0.9	-68.0	-24.7	-32.6	8.0
기타자산, 부채변동	-7.9	-18.4	-9.6	1.6	1.6
투자활동 현금	-8.7	-146.0	-74.9	-77.0	-73.5
유형자산처분(취득)	-8.5	-81.8	-119.2	-71.5	-67.7
무형자산 감소(증가)	-0.3	-2.3	-1.3	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	0.0	-53.4	69.4	-0.6	-0.7
기타투자활동	0.1	-8.4	-23.7	-4.5	-4.7
재무활동 현금	8.4	48.5	45.3	-6.0	54.0
차입금의 증가(감소)	8.4	27.5	79.0	0.0	60.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	6.0	-6.0	-6.0
배당금의 지급	0.0	0.0	5.3	6.0	6.0
기타재무활동	0.0	21.0	-39.6	0.0	0.0
현금의 증가	-10.9	-109.9	82.6	383.8	106.3
기초현금	166.1	155.2	45.3	127.9	511.7
기말현금	155.2	45.3	127.9	511.7	618.0

자료: SK케미칼, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	87.8	1,367.7	1,427.2	1,193.5	1,130.2
매출원가	75.1	1,095.3	1,101.3	898.0	849.7
매출총이익	12.7	272.4	325.9	295.6	280.6
판매비와 관리비	21.9	226.7	245.7	243.7	220.0
영업이익	-9.2	45.7	80.2	51.9	60.6
(EBITDA)	-1.8	134.2	179.6	145.7	152.3
금융손익	-1.8	-32.6	-37.6	-27.6	-25.3
이자비용	2.3	31.7	32.9	27.9	25.6
관계기업등 투자손익	-0.1	1.7	2.1	2.6	2.6
기타영업외손익	-1.5	-9.7	-22.1	320.5	-0.1
세전계속사업이익	-12.6	5.2	22.6	347.4	37.7
계속사업법인세비용	-2.7	21.6	17.2	51.9	5.7
계속사업이익	-9.9	-16.4	5.4	295.5	32.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-9.9	-16.4	5.4	295.5	32.1
지배주주	-8.5	6.0	11.0	295.5	32.1
총포괄이익	-11.7	-17.7	5.4	295.5	32.1
매출총이익률 (%)	14.4	19.9	22.8	24.8	24.8
영업이익률 (%)	-10.5	3.3	5.6	4.3	5.4
EBITDA마진률 (%)	-2.0	9.8	12.6	12.2	13.5
당기순이익률 (%)	-11.3	-1.2	0.4	24.8	2.8
ROA (%)	n/a	0.3	0.6	13.8	1.4
ROE (%)	n/a	0.9	1.6	34.2	3.1
ROIC (%)	n/a	-10.0	1.3	2.9	3.5

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E		134.5	80.2	2.8	26.2
P/B		1.3	1.3	0.9	0.9
EV/EBITDA		11.5	9.5	9.1	8.4
P/CF		5.4	5.7	2.4	7.5
배당수익률 (%)		0.6	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액		1,457.1	4.3	-16.4	-5.3
영업이익		흑전	75.4	-35.3	16.8
세전이익		흑전	337.9	1,436.8	-89.1
당기순이익		적지	흑전	5,327.5	-89.1
EPS		n/a	67.5	2,778.5	-89.4
안정성(%)					
부채비율	161.5	168.9	178.7	124.7	128.5
유동비율	100.3	120.7	96.9	141.3	155.8
순차입금/자기자본	99.1	101.5	117.0	45.4	39.5
영업이익/금융비용	-4.0	1.4	2.4	1.9	2.4
총차입금 (십억원)	890.1	917.4	1,043.4	1,043.4	1,103.4
순차입금 (십억원)	724.6	736.7	845.9	459.2	410.0
주당지표(원)					
EPS	n/a	521	872	25,101	2,670
BPS	53,425	53,061	54,526	76,453	78,427
CFPS	n/a	13,057	12,299	29,377	9,272
DPS	n/a	400	460	460	460

Stock Data

KOSPI(02/11)	2,223.1pt
시가총액	8,207억원
발행주식수	11,741천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	77,300/40,200원
90일 일평균거래대금	300억원
외국인 지분율	8.7%
배당수익률(19.12E)	0.7%
BPS(19.12E)	54,526원

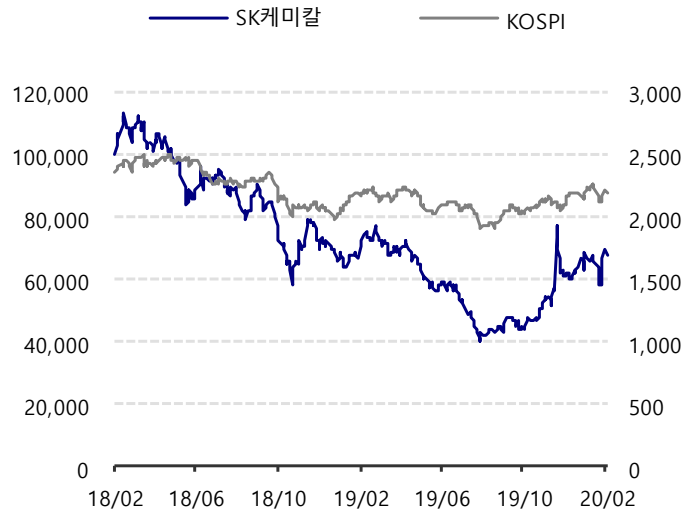
주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	16.9	1.3	64.1	-2.1
상대수익률	13.8	0.5	49.4	-4.0

주주구성

SK 디스커버리 (외 10 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.9%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



SK케미칼 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019. 03. 13	매수(유지)	100,000원	1년	-35.7	-26.9
2019. 07. 03	매수(유지)	80,000원(하향)	1년	-38.5	-3.5
2019. 12. 09	매수(유지)	80,000원	1년	-20	-12.6
2020. 02. 12	매수(유지)	90,000원(상향)	1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:나민식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	1.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	44.7%	
		합계		100.0%	