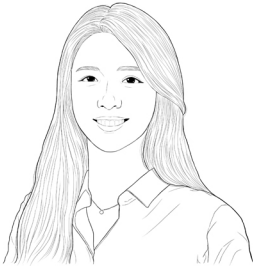


2019. 8. 12

Company Update



서근희, Ph.D.

Analyst

keunhee.seo@samsung.com

02 2020 7788

정준영

Research Associate

junyoung.jeong@samsung.com

02 2020 7869

AT A GLANCE

SELL

HOLD

BUY

목표주가 70,000원 (64.3%)

현재주가 42,600 원

시가총액 5,001.8억원

Shares (float) 11,741,396주 (64.0%)

52 주 최저/최고 40,200원/90,700원

60 일-평균거래대금 18.3억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	-19.2	-39.8	-51.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	-14.4	-32.4	-42.1

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	70,000	84,000	-16.7%
2019E EPS	1,102	1,269	-13.2%
2020E EPS	2,583	2,358	9.5%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	82,000
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

SK케미칼 (285130)

대내외 악재 속 실적 선방

- 2Q19 Review: 코폴리에스터 사업부의 부진에도 바이오에너지의 실적 호조와 SK바이오사이언스의 기술수출로 유입으로 전년동기 대비 수익성 개선.
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가 70,000원으로 16.7% 하향 조정. 미·중 무역분쟁 장기화 및 헬스케어 업종 밸류에이션 디레이팅으로 주가 약세. 하반기 LS 사업부 마일스톤 부재. 2020년 백신 사업에서 실적 성장 견인 기대.

WHAT'S THE STORY

2Q19 Review: 연결 기준 2Q19 매출액 3,802억원 (+7.5% y-y), 영업이익 304억원 (+189.3% y-y), 순손실 25억원 달성.

GC사업부, 바이오에너지 실적 호조와 코폴리에스터 실적 부진의 혼재: 1) 코폴리에스터 및 유화 매출액 1,209억원 (-12.1% y-y), 영업이익 79억원 (-29.2% y-y). 미·중 무역분쟁 장기화로 수요 악화에 따른 출하량 감소 및 정기보수 (2년마다) 관련 일회성 비용 발생. 2) 바이오에너지 매출액 855억원 (+1.8% y-y), 영업이익 97억원 (+125.4% y-y)으로 호실적 기록. 스페인 포함 해외 수출 및 증유 매출 증가. 유럽에서 원료 PFAD 사용 감소로 원가 절감 효과. 해외 수출 증가는 일회성이지만 양호한 스프레드 유지 전망. 3) 이니츠 매출액 67억원 (+20.5% y-y), 영업이익 86억원 (적자지속 y-y). 정상 제품 매출 증가로 적자 폭 감소에도 불구하고 안정적인 생산 확보는 다소 시간이 걸릴 것으로 전망. 2022년 BEP 기대.

LS사업부, 안정적 캐시 카우 역할: 1) 제약부문 매출액 612억원 (+14.7% y-y), 영업이익 98억원 (+2.9% y-y) 기록. 도입신약 매출 증가가 외형 성장 견인하나, 수익성 개선은 미미. 2) 자회사 SK바이오사이언스 백신 매출액 512억원 (+97.9% y-y), 영업이익 167억원 (흑자전환 y-y). 사노피 기술 수출 완료로 마일스톤 228억원 유입. 대상포진 백신 시장 점유율 40%이지만, NIP (국가 필수 예방 접종, 2020년 대상포진 백신 NIP 도입 예상) 대기 수요로 기대보다 매출 부진.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 70,000원으로 16.7% 하향 조정: 미·중 무역분쟁으로 촉발된 글로벌 수요 부진으로 폴리에스터 사업 실적 둔화. 또한 헬스케어 업종 내 연이은 임상 3상 실패에 따른 LS 사업부 밸류에이션 디레이팅 등의 이유로 주가 큰 폭 조정. 폴리에스터 사업부 무역분쟁 장기화로 실적 부진 지속 전망. LS 사업부 하반기 추가 마일스톤 유입 부재로 기대보다 실적 성장 어려움. 목표주가는 DCF 방식을 통해 산정, WACC 6.2% (COE 9.5%, COD 3.8%, 52주 평균 Beta 0.8)를 적용 (금리 인하 및 업종 내 주가 조정에 따른 시장요구수익률 등을 변경). 2019년 예상 P/E 36.5배로 주요 제약사 평균 28.7배 대비 밸류에이션 부담. 2020년 대상포진백신 NIP 도입으로 수요확대에 따른 매출 증가 기대. 또한 수두백신 WHO 산하 PAHO (범미보건기구) 입찰로 수두백신 공급 예정. 폐렴구균 백신 2020년 중순 임상 2상 진입 및 사노피 마일스톤 유입 기대.

분기 실적

(십억원)	2Q19	증감 (%)	차이 (%)
		전년동기 대비	전분기 대비
매출액	380.2	7.5	19.0
영업이익	30.4	189.3	731.4
세전이익	18.4	3,835.3	흑전
순이익	13.5	110.6	흑전
이익률 (%)			
영업이익	8.0		
세전이익	4.8		
순이익	3.6		

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2018	2019E	2020E
Valuation (배)			
P/E	92.1	38.7	16.5
P/B	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.5	8.1	7.0
Div yield (%)	0.9	0.9	0.9
EPS 증가율 (%)	흑전	138.3	134.4
ROE (%)	0.9	2.1	4.8
주당지표 (원)			
EPS	462	1,102	2,583
BVPS	53,114	52,649	54,879
DPS	400	400	400

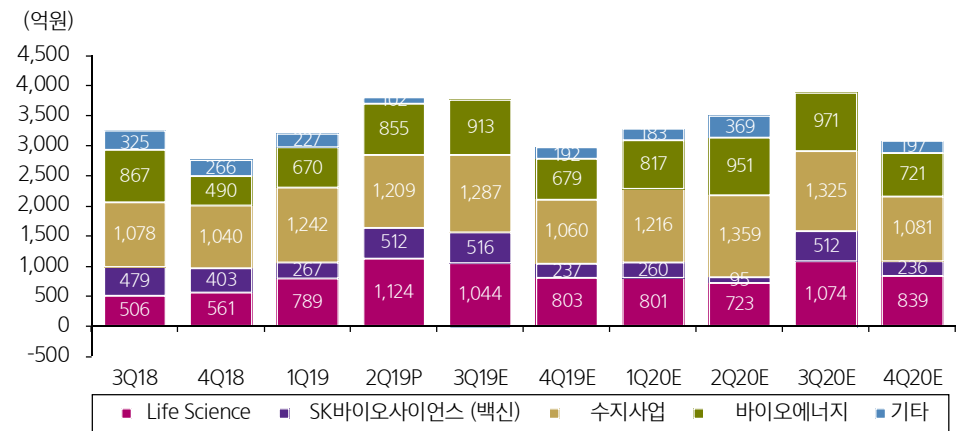
SK케미칼 현금흐름할인 (DCF) 밸류에이션

(십억원)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Green Chemical Biz.	986	1,051	1,213	1,271	1,332	1,396	1,463	1,534
YoY (%)	2.5	6.5	15.5	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Life Science Biz.	376	344	390	427	457	491	529	571
YoY (%)	7.8	(8.6)	13.3	9.5	7.1	7.5	7.8	7.9
기타	7	(24)	(190)	(26)	(28)	(29)	(31)	(32)
YoY (%)	(88.3)	(461.8)	691.2	(86.1)	5.0	5.0	5.0	5.0
매출액	1,369	1,370	1,412	1,671	1,760	1,858	1,962	2,073
YoY (%)	0.1	0.1	3.1	18.3	5.4	5.5	5.6	5.6
EBIT	74	96	98	126	134	143	153	165
세율 (%)	15	19	20	25	27	29	31	33
NOPLAT	59	77	78	101	107	114	123	132
감가상각	95	85	76	68	61	55	49	44
CAPEX	29	0	0	0	0	0	0	0
운전자본증감	8	14	12	(17)	7	7	6	6
FCF	(58)	6	14	16	53	66	80	94
가중평균자본비용 (WACC, %)								
영구성장률 (%)								
영구현금흐름 가치								2,232
할인율 (%)	0.0%	5.8%	11.3%	16.4%	21.3%	25.9%	30.2%	34.2%
현재가치	(58)	6	13	13	42	49	56	62
영구현금흐름 현재가치								1,468
기업가치	1,651							
순차입금	828							
적정 시가총액	823							
조정 주식수 (천주)	11,741							
적정주가 (원)	70,108							
목표주가 (원)	70,000							
현재주가 (원)	42,600							
상승여력 (%)	64.3							

참고: COE=9.5%=무위험수익률 (1.17%, 3년 국고채)+시장위험수익률 (9.74%=시장요구수익률 10.64%-무위험이자율 1.17%)*52주 0.8, COD=3.8%, 영구성장률=1.9% 적용

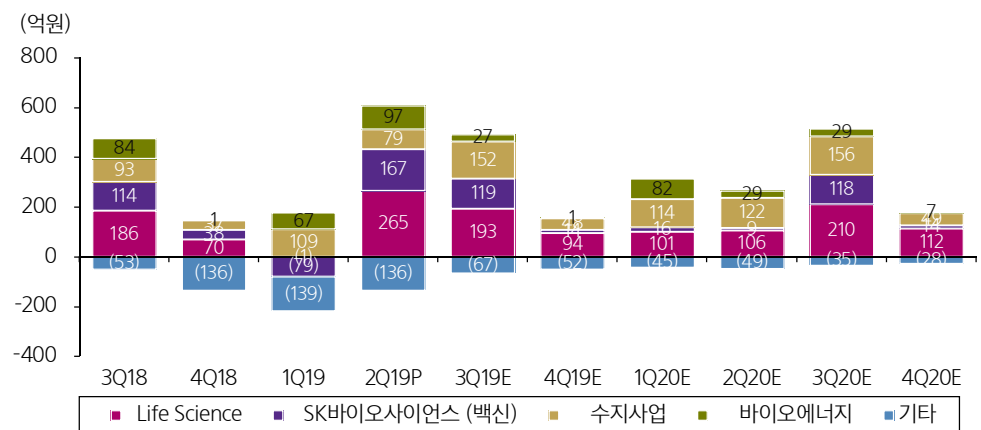
자료: 삼성증권 추정

SK케미칼 매출액 추이 및 전망



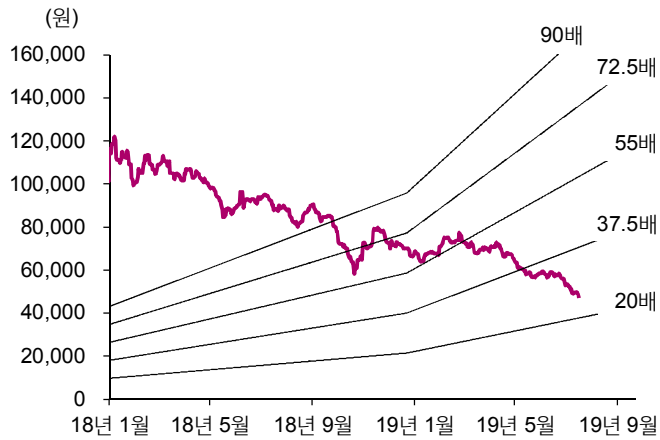
자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

SK케미칼 영업이익 추이 및 전망



자료: 자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

SK케미칼 P/E 밴드차트



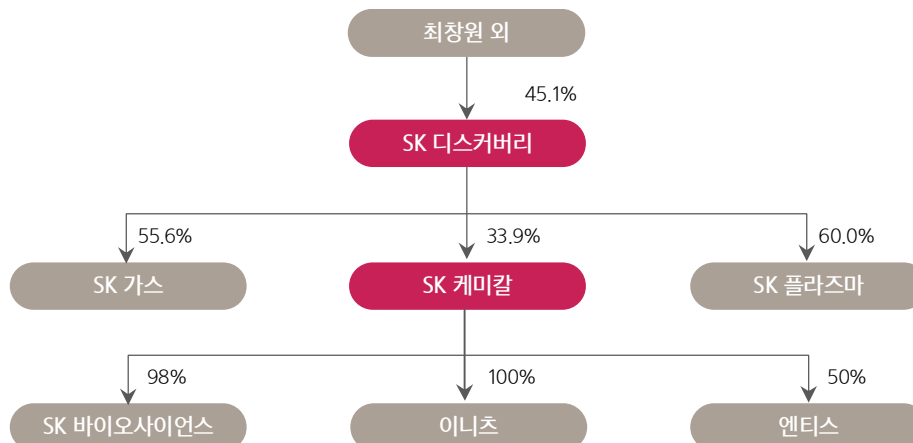
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 P/B 밴드차트



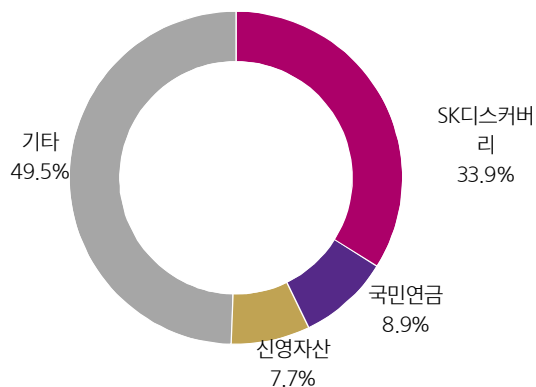
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 지배구조



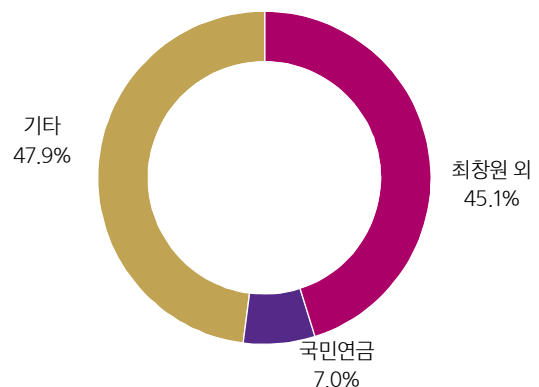
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

SK디스커버리 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	88	1,368	1,369	1,370	1,412
매출원가	75	1,095	1,157	1,159	1,191
매출총이익	13	272	212	211	222
(매출총이익률, %)	14.4	19.9	15.5	15.4	15.7
판매 및 일반관리비	22	227	137	114	122
영업이익	(9)	46	75	98	100
(영업이익률, %)	(10.5)	3.3	5.4	7.1	7.0
영업외손익	(3)	(41)	(41)	(34)	(36)
금융수익	2	22	14	12	16
금융비용	4	50	45	45	47
지분법손익	(0)	2	(2)	2	0
기타	(1)	(15)	(8)	(4)	(5)
세전이익	(13)	5	34	63	64
법인세	(3)	22	13	13	13
(법인세율, %)	21.5	418.1	39.4	20.0	20.0
계속사업이익	(10)	(16)	20	51	51
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(10)	(16)	20	51	51
(순이익률, %)	(11.3)	(1.2)	1.5	3.7	3.6
지배주주순이익	(9)	6	14	34	34
비지배주주순이익	(1)	(22)	6	17	17
EBITDA	(2)	134	169	183	176
(EBITDA 이익률, %)	(2.0)	9.8	12.4	13.3	12.4
EPS (지배주주)	(655)	462	1,102	2,583	2,594
EPS (연결기준)	(758)	(1,259)	1,549	3,838	3,855
수정 EPS (원)*	(655)	462	1,102	2,583	2,594

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(11)	67	120	121	116
당기순이익	(10)	(16)	20	51	51
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	168	144	131	123
유형자산 감가상각비	7	84	90	81	72
무형자산 상각비	0	4	5	4	4
기타	4	79	50	46	47
영업활동 자산부채 변동	(10)	(52)	1	(13)	(11)
투자활동에서의 현금흐름	(9)	(146)	(43)	(0)	(0)
유형자산 증감	(8)	(82)	(29)	0	0
장단기금융자산의 증감	(15)	2	2	(0)	(0)
기타	15	(66)	(16)	0	0
재무활동에서의 현금흐름	8	48	91	15	(5)
차입금의 증가(감소)	890	27	131	20	0
자본금의 증가(감소)	733	1	(403)	0	0
배당금	0	0	(5)	(5)	(5)
기타	(1,614)	20	368	0	0
현금증감	(11)	(110)	175	138	111
기초현금	166	155	45	221	358
기말현금	155	45	221	358	469
Gross cash flow	1	151	165	181	174
Free cash flow	(19)	(15)	90	121	116

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	663	717	880	1,040	1,171
현금 및 현금등가물	155	45	221	358	469
매출채권	181	186	174	180	186
재고자산	290	329	320	331	340
기타	36	157	165	171	176
비유동자산	1,250	1,234	1,205	1,120	1,045
투자자산	12	20	17	17	18
유형자산	1,098	1,103	1,034	953	881
무형자산	47	38	37	32	29
기타	92	72	118	118	118
자산총계	1,912	1,951	2,084	2,161	2,216
유동부채	661	594	633	662	669
매입채무	154	151	152	158	162
단기차입금	130	181	155	175	175
기타 유동부채	377	262	326	330	332
비유동부채	520	631	708	710	711
사채 및 장기차입금	484	590	626	626	626
기타 비유동부채	36	41	82	84	85
부채총계	1,181	1,225	1,342	1,372	1,381
지배주주지분	697	692	694	724	753
자본금	65	65	65	65	65
자본잉여금	667	668	265	265	265
이익잉여금	(9)	(3)	406	436	465
기타	(27)	(39)	(42)	(42)	(42)
비지배주주지분	35	34	48	65	82
자본총계	731	726	743	789	835
순부채	725	872	827	709	598

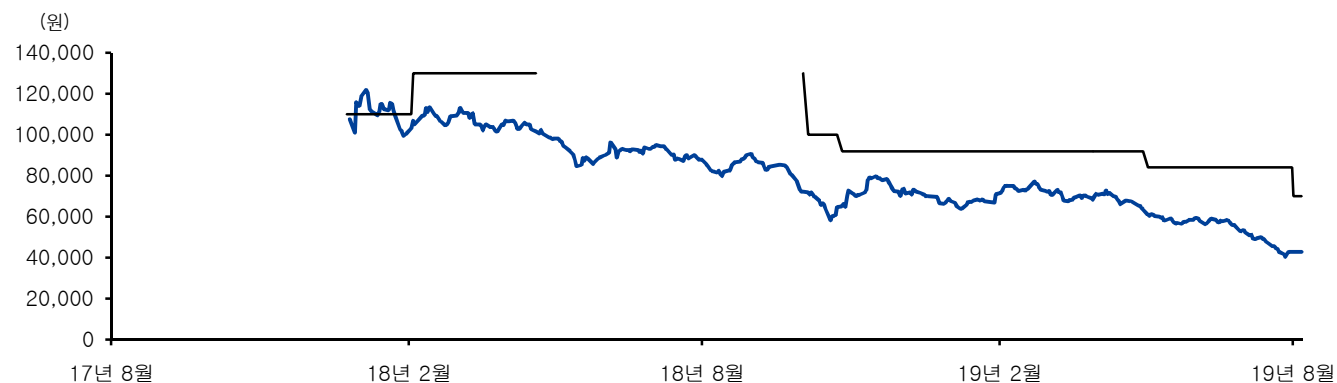
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	n/a	1,457.1	0.1	0.1	3.1
영업이익	적전	흑전	63.1	31.0	1.9
순이익	적전	적지	흑전	149.0	0.4
수정 EPS**	적전	흑전	138.3	134.4	0.4
주당지표					
EPS (지배주주)	(655)	462	1,102	2,583	2,594
EPS (연결기준)	(758)	(1,259)	1,549	3,838	3,855
수정 EPS**	(655)	462	1,102	2,583	2,594
BPS	53,425	53,114	52,649	54,879	57,120
DPS (보통주)	0	400	400	400	400
Valuations (배)					
P/E***	n/a	92.1	38.7	16.5	16.4
P/B***	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	n/a	10.5	8.1	7.0	6.7
비율					
ROE (%)	(1.2)	0.9	2.1	4.8	4.6
ROA (%)	(0.5)	(0.9)	1.0	2.4	2.3
ROIC (%)	(0.5)	(9.9)	3.1	5.2	5.6
배당성향 (%)	0.0	76.8	32.4	13.8	13.7
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
순부채비율 (%)	99.1	120.2	111.3	89.9	71.7
이자보상배율 (배)	(4.0)	1.4	2.1	2.6	2.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 9일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/1/3	2/13	10/15	11/5	2019/5/12	8/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	110,000	130,000	100,000	92,000	84,000	70,000
과리율 (평균)	0.38	(17.97)	(34.63)	(23.11)	(35.68)	
과리율 (최대/최소)	10.91	(12.69)	(28.30)	(13.26)	(27.02)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2019년 6월 30일 기준

매수 (75.5%) | 중립 (24.5%) | 매도 (0%)