

SK케미칼
(285130.KS)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

목표주가 : 80,000원(하향) / 현재주가 : 57,800원(상승여력 : 38.4%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

2분기 실적은 마일스톤 수익인식으로 좋을 전망

연결기준 실적, 변동성이 상대적으로 크다

SK케미칼은 지주사에서 분리된 이후 사업구조가 그린케미칼과 제약, 그리고 자회사로 추가 분리된 백신부문이 있다. 전반적으로 영업실적이 성장하는 가운데, 초경량 플라스틱 PPS를 생산하는 자회사 이니츠가 연결 이익에 주요한 변수로 자리잡고 있다.

연결기준 자회사 이니츠의 PPS 영업실적 회복이 과제이다

최근 동사의 영업현황을 보면 그린케미칼 부문에서 전사 연결 매출액의 35.1%를 차지하는 수지/DMT부문은 좋은 모습을 보여주고 있다. 글로벌 영업환경에 영향을 받는 구조이기는 하지만 매출이 안정적으로 발생하고 있다. 향후에도 설비증설(2020년 4분기 가동목표)을 통해서 상대적으로 높은 성장이 가능할 전망이다. 다음은 바이오에너지로 연결매출액의 20.4%이다. 바이오에너지는 혼합비율이 기존 2.5%에서 2018년부터 3%로 확대되어 매출과 이익이 증가하고 있다. 계절적 요인이 있어 여름에 많이 매출되고 수익성도 좋다. 바이오에너지부문도 2019년에 10%대 성장이 가능할 전망이다. 제약사업은 15.3% 매출비중인데, 연평균 6~7% 내외 성장하고 8.3%의 영업이익률로 안정적인 사업이다.

다음은 자회사이다. 지분 98.04% **자회사 SK바이오사이언스의 백신부문이 있다.** 독감백신과 대상포진백신 있으며 안동백신공장 가동률 상승과 함께 외형 성장과 수익성 개선이 이루어지고 있다. 특별히 금년 2분기에 동물세포배양방식의 독감백신생산 기술이전완료로 마일스톤 수익 2,000만 달러(220억원)가 인식된다. 백신부문에서는 기존 제품이 성장하는 가운데, 향후 성장잠재력이 확대될 전망이다. **사노피와 공동개발 중인 페렴구균백신 Pipeline이 2018년 11월부터 임상 1상 진입했기 때문이다.**

문제는 지분 66%지분의 자회사 이니츠이다. 2018년 매출액 186억원, 영업적자가 372억원이다. 금년에도 비슷한 규모의 적자(분기 100억원내외)가 발생할 전망이다. 최근 **교반기 설치로 품질은 크게 개선되었으나 고객으로부터 품질인증을 받는데 2~3년 소요되기 때문에 가동률 상승에는 시간이 필요할 전망이다.** 내열성과 내화학성, 난연성이 좋아 미래성장 잠재력은 큰 품목이다. 매출증가가 확인되면, 기업가치 증가에 대한 기대감이 커질 것이다.

자회사 실적개선 과제 있지만, 기업가치 증가에 대한 기대는 크다

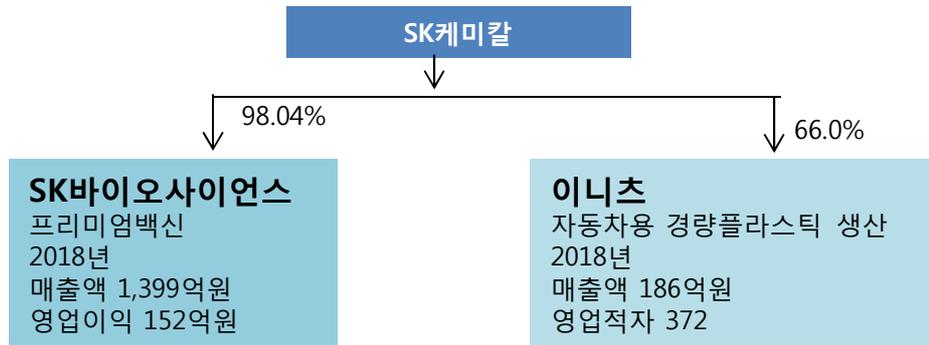
SK케미칼의 금년 2분기 영업실적은 좋을 것이다. 다만 자회사 영업실적이 연결실적으로 본격적으로 반영, 이니츠의 실적회복과제가 부담요인으로 작용하고 있다. 전체적인 실적개선속도가 다소 느리지만, 백신부문의 실적개선, 공동개발 중인 페렴구균백신의 글로벌 임상 1상 진행 등 기업가치 증가에 대한 기대는 크다.

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	1,400.2	39.5	3.6	-2.0	120	-77.0	132.0	487.4	11.1	1.1	0.3
2020E	1,477.3	53.7	22.6	19.1	1,270	961.9	144.3	45.9	10.1	1.1	2.2
2021E	1,564.4	56.9	24.1	20.5	1,359	7.0	147.9	42.9	9.8	1.1	2.4

자료 : SK케미칼, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

[표 1] SK케미칼 자회사 현황



자료: 상상인증권

[표 2] 사업부별 매출액 추이

(단위: 억원)

구분	사업별	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2018	2019 1Q	2QE	3QE	4QE	2019E
GC	코폴리에스터/DMT	1,057	1,224	1,293	1,225	4,800	1,242	1,346	1,422	1,348	5,358
	유화	390	151				17.5%	10%	10%	10%	11.6%
	바이오에너지	583	840	867	499	2,788	670	907	936	539	3,052
							14.9%	8%	8%	8%	9.5%
	PPS(이니츠)	48	56	33	50	186	53	62	36	55	206
							10.4%	10%	10%	10%	10.7%
LS	기타	507	455	475	425	1,861	439	410	428	383	1,659
							-13.4%	-10%	-10%	-10%	-10.9%
	소계	2,585	2,726	2,668	2,198	10,176	2,403	2,725	2,822	2,324	10,275
							-7.0%	0.0%	5.8%	5.7%	1.0%
	제약	487	534	506	561	2,087	522	571	541	600	2,235
백신(SK바이오사이언스)							7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.1%
	259	258	479	403	1,399	267	493	508	427	1,695	
							3.1%	6.0%	6.0%	6.0%	21.2%
소계	746	792	984	964	3,487	789	1,065	1,049	1,027	3,930	
							5.8%	34.5%	6.6%	6.6%	12.7%
기타 자회사 연결 조정	-	191	19	113	73	14	2	5	5	5	17
합계		3,140	3,537	3,765	3,235	13,677	3,194	3,795	3,877	3,356	14,222
							1.7%	7.3%	3.0%	3.8%	4.0%

자료: 상상인증권

[표 3] SK케미칼 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산 (억원)	2018				2019E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	3,140	3,537	3,765	3,235	3,194	3,795	3,877	3,356
영업이익	67	105	310	- 24	37	307	271	34
세전이익	11	5	231	- 195	- 79	231	183	- 45
순이익	28	64	167	- 423	- 116	196	156	- 45
YoY(%)								
매출액				268.3	1.7	7.3	3.0	3.8
영업이익				적지	-45.2	192.5	-12.4	흑전
세전이익				적지	적전	4,830.5	-20.7	적지
순이익				적지	적전	205.6	-6.9	적지

자료: SK케미칼, 상상인증권, 2019년 2분기 220억원 특별 이익 반영

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	662.6	717.2	808.0	822.8	895.2
현금 및 현금성자산	155.2	45.3	159.2	159.5	215.9
매출채권 및 기타채권	194.2	195.8	183.9	194.3	206.1
재고자산	290.3	329.0	294.3	291.5	288.5
기타유동자산	23.0	147.2	170.6	177.5	184.7
비유동자산	1,249.8	1,233.6	1,282.3	1,290.8	1,304.2
관계기업투자등	7.4	6.7	7.4	7.7	8.0
유형자산	1,098.0	1,103.3	1,101.8	1,104.2	1,111.3
무형자산	47.4	38.3	40.3	40.7	41.0
자산총계	1,912.1	1,950.1	2,090.3	2,113.6	2,199.4
유동부채	660.9	594.3	645.7	659.7	675.3
매입채무 및 기타채무	207.7	199.1	214.6	226.7	240.5
단기금융부채	406.0	325.9	386.3	386.3	386.3
기타유동부채	47.1	69.2	44.8	46.6	48.5
비유동부채	520.2	630.9	712.5	713.3	774.2
장기금융부채	484.1	591.5	662.1	662.1	722.1
기타비유동부채	36.0	39.5	50.4	51.3	52.2
부채총계	1,181.1	1,225.2	1,358.2	1,373.0	1,449.5
지배주주지분	696.6	691.8	694.2	702.6	711.9
자본금	65.2	65.2	65.2	65.2	65.2
자본잉여금	667.4	668.2	265.1	265.1	265.1
이익잉여금	-8.7	-3.0	407.1	415.5	424.8
비지배주주지분(연결)	34.8	33.7	37.9	37.9	37.9
자본총계	731.4	725.6	732.1	740.5	749.9
현금흐름표					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-10.7	67.4	138.4	109.3	111.1
당기순이익(손실)	-9.9	-16.4	19.1	16.9	18.1
비현금수익비용가감	11.1	167.6	84.4	86.6	86.8
유형자산감가상각비	7.0	84.4	88.1	86.3	86.7
무형자산상각비	0.4	4.0	4.5	4.4	4.4
기타현금수익비용	-0.2	-1.8	-8.2	-4.1	-4.3
영업활동 자산부채변동	-9.6	-51.9	44.8	5.8	6.2
매출채권 감소(증가)	4.2	72.6	15.9	-10.4	-11.8
재고자산 감소(증가)	-6.8	-38.2	30.9	2.8	2.9
매입채무 증가(감소)	0.9	-68.0	17.0	12.1	13.8
기타자산, 부채변동	-7.9	-18.4	-19.0	1.3	1.3
투자활동 현금	-8.7	-146.0	-121.0	-103.8	-109.5
유형자산처분(취득)	-8.5	-81.8	-95.5	-88.6	-93.8
무형자산 감소(증가)	-0.3	-2.3	-3.6	-4.8	-4.8
투자자산 감소(증가)	0.0	-53.4	-18.7	-5.0	-5.2
기타투자활동	0.1	-8.4	-3.2	-5.4	-5.6
재무활동 현금	8.4	48.5	96.3	-5.3	54.7
차입금의 증가(감소)	8.4	27.5	90.7	0.0	60.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-5.3	-5.3	-5.3
배당금의 지급	0.0	0.0	5.3	5.3	5.3
기타재무활동	0.0	21.0	10.9	0.0	0.0
현금의 증가	-10.9	-109.9	114.0	0.3	56.4
기초현금	166.1	155.2	45.3	159.2	159.5
기말현금	155.2	45.3	159.2	159.5	215.9

자료: SK케미칼, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	87.8	1,367.7	1,422.2	1,479.3	1,566.4
매출원가	75.1	1,095.3	1,111.8	1,175.3	1,244.5
매출총이익	12.7	272.4	310.3	304.0	321.9
판매비와 관리비	21.9	226.7	245.4	252.8	267.7
영업이익	-9.2	45.7	64.9	51.2	54.2
(EBITDA)	-1.8	134.2	157.5	141.9	145.3
금융손익	-1.8	-32.6	-34.4	-33.1	-34.7
이자비용	2.3	31.7	33.7	33.5	35.2
관계기업등 투자손익	-0.1	1.7	1.7	1.7	1.7
기타영업외손익	-1.5	-9.7	-3.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	-12.6	5.2	29.0	20.1	21.4
계속사업법인세비용	-2.7	21.6	9.9	3.2	3.3
계속사업이익	-9.9	-16.4	19.1	16.9	18.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-9.9	-16.4	19.1	16.9	18.1
지배주주	-8.5	6.0	15.4	13.7	14.6
총포괄이익	-11.7	-17.7	19.1	16.9	18.1
매출총이익률 (%)	14.4	19.9	21.8	20.6	20.6
영업이익률 (%)	-10.5	3.3	4.6	3.5	3.5
EBITDA마진률 (%)	-2.0	9.8	11.1	9.6	9.3
당기순이익률 (%)	-11.3	-1.2	1.3	1.1	1.2
ROA (%)		0.3	0.8	0.7	0.7
ROE (%)		0.9	2.2	2.0	2.1
ROIC (%)		-10.0	2.9	3.0	3.1

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E		134.5	45.5	51.3	47.9
P/B		1.3	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	-407.6	11.5	9.2	10.1	9.9
P/CF		4.4	6.5	7.3	7.2
배당수익률 (%)		0.6	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액		1,457.1	4.0	4.0	5.9
영업이익		흑전	41.9	-21.1	5.9
세전이익		흑전	461.3	-30.6	6.7
당기순이익		적지	흑전	-11.1	7.1
EPS		n/a	144.0	-11.4	7.1
안정성(%)					
부채비율	161.5	168.9	185.5	185.4	193.3
유동비율	100.3	120.7	125.1	124.7	132.6
순차입금/자기자본	99.1	101.5	100.0	98.0	96.3
영업이익/금융비용	-4.0	1.4	1.9	1.5	1.5
총차입금 (십억원)	890.1	917.4	1,048.4	1,048.4	1,108.4
순차입금 (십억원)	724.6	736.7	732.0	725.4	722.4
주당지표(원)					
EPS	n/a	521	1,270	1,126	1,206
BPS	53,425	53,061	53,241	53,885	54,601
CFPS	n/a	13,057	8,937	7,938	8,046
DPS	n/a	400	410	410	410

Stock Data

KOSPI(07/02)	2,122.0pt
시가총액	6,787억원
발행주식수	11,741천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	95,100/56,300원
90일 일평균거래대금	17억원
외국인 지분율	9.8%
배당수익률(19.12E)	0.7%
BPS(19.12E)	53,241원

주가수익률

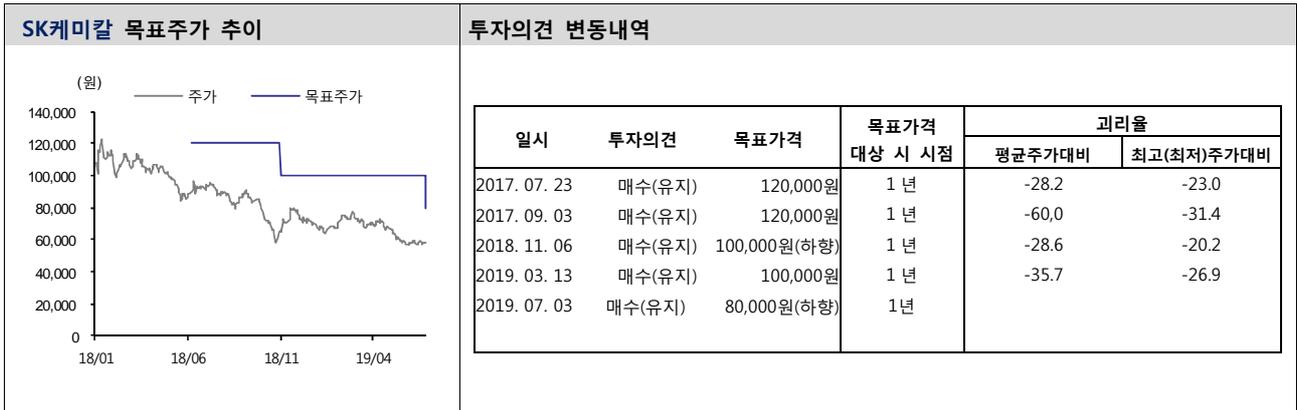
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	0.7	1.6	-17.1	-37.5
상대수익률	0.7	-2.4	-22.6	-30.9

주주구성

SK디스커버리 (외 10인)	35.9%
국민연금공단 (외 1인)	11.2%
신영자산운용 (외 2인)	7.4%

Stock Price





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 당사에게 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)	투자 의견 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	61.5%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자 의견 없음)	등급보류	37.4%	
		합계		100.0%	