

2019. 2. 8

Company Update



서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com
02 2020 7788

SK케미칼 (285130)

일회성 비용의 아쉬움

- 4Q18 Review: 일회성 요인 제외 시, 전 사업부 체질 개선 확인.
- 2019년 GC 및 LS 사업부 안정적 성장. 자회사 SK바이오사이언스 실적 성장 및 이니츠 적자폭 축소로 2019년 EPS 흑자 전환 전망.
- 투자의견 Buy, 목표주가 92,000원 유지.

WHAT'S THE STORY

4Q18 Review, 일회성 요인 고려 시 이익 개선 확인: SK케미칼 연결 기준 4Q18 매출액 3,212억원 (+3.5% YoY), 영업적자 28억원 (적지 YoY), 지배주주 순손실 293억원 (적지 YoY) 기록. 1) Co-polyester는 판매가격 상승 효과로 전년동기 대비 매출액 +30% 성장했으나, 미중 무역 분쟁 여파로 판매 부진 및 원료가격 급등으로 인해 수익 개선 제한적. 2) 바이오에너지, 비수기에도 흑자전환 기록. 3) LS 사업부, 백신 사업부 분할과 관련된 일회성 비용에도 영업이익 32억원 (흑전 YoY) 기록. 4) SK바이오사이언스, 기술 수출료 및 대상포진 백신 판매로 매출액 403억원 (-15.8% QoQ), 영업이익 38억원 (-66.7% QoQ) 달성. 하지만 Pfizer와의 PCB13 (폐렴구균백신)에 대한 국내 특허 소송 패소 판결로 개발비 113억원 상각처리 및 이니츠 이연법인세 자산 감액 손실 206억원과 같은 일회성 비용이 반영되어 당기순손실 432억원 기록.

2019년, 전 사업부 고른 성장 및 자회사 이익 개선 기대: 연결 기준 2019년 매출액 1조 4,177억원 (+3.8% YoY), 영업이익 854억원 (+6.0% YoY) 전망. 1) 수지 사업, Co-polyester 판가 인상 효과 지속 및 원가 하향 안정화로 이익 개선. 2) LS 사업부, CSL로부터 로열티 수입에 따른 안정적 실적 개선 전망. 3) SK바이오사이언스, 자체 개발 백신 (수두백신, 대상포진 백신 등) 매출 성장, 사노피로부터 세포배양백신 마일스톤 상반기 230억원 인식 및 폐렴구균 백신 (SKYPAC) 임상 1상 진입에 따른 마일스톤 반영 예정. 2019년 예상 EPS 3,785원으로 2018년 대비 흑자 전환 전망.

투자의견 Buy, 목표주가 92,000원 유지: 2019년 GC 사업부 성장은 다소 아쉬울 수 있으나, LS 사업부 및 SK바이오사이언스 제품 내재화를 통한 안정적 이익 개선 예상되며, 투자의견 매수 유지. 2018년에서 2019년으로 산출 기준 조정하여, DCF 밸류에이션 기반으로 적정 기업가치 1조 575억원을 산출하여 목표주가 92,000원 유지.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	92,000원	(37.7%)
현재주가	66,800원	
시가총액	7,735.3억원	
Shares (float)	11,579,852주	(63.5%)
52 주 최저/최고	58,000원/113,500원	
60 일-평균거래대금	29.5억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK 케미칼 (%)	0.9	-24.9	-32.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.7	-21.6	-26.8

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	92,000	92,000	0.0%
2018E EPS	-1,989	3,522	-156.5%
2019E EPS	3,785	4,246	-10.9%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	95,000
Recommendation	4.0

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

분기 실적

(십억원)	4Q18	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 추정	컨센서스
매출액	321.2	265.7	(14.7)	1.1	0.1
영업이익	(2.8)	적지	적전	nm	nm
세전이익	(19.9)	적지	적전	nm	nm
순이익	(43.2)	적지	적전	nm	nm
이익률 (%)					
영업이익	(0.9)				
세전이익	(6.2)				
순이익	(13.4)				

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2017	2018E	2019E
Valuation (배)			
P/E	n/a	n/a	17.6
P/B	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	n/a	11.9	9.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	적전	적지	흑전
ROE (%)	(1.2)	4.5	6.7
주당지표 (원)			
EPS	(655)	(1,989)	3,785
BVPS	53,425	54,562	58,351
DPS	0	0	0

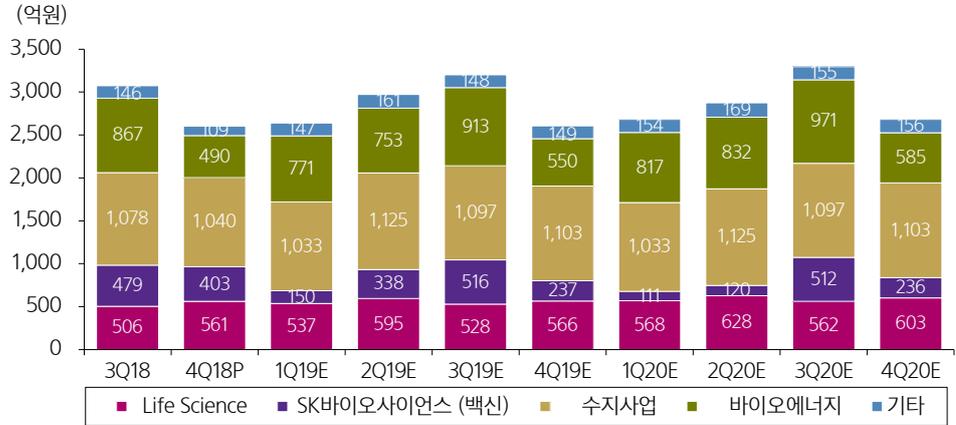
SK케미칼 현금흐름할인 (DCF) 밸류에이션

(십억원)	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Green Chemical Biz.	1,011	1,038	1,148	1,202	1,258	1,317	1,380	1,446
YoY(%)	7.1	2.7	10.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8
Life Science Biz.	347	334	379	416	446	480	518	559
YoY(%)	(0.6)	(3.7)	13.6	9.7	7.2	7.6	7.9	8.0
기타	60	63	67	70	73	77	81	85
YoY(%)	(17.1)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출액	1,418	1,436	1,594	1,688	1,777	1,874	1,979	2,090
YoY(%)	3.8	1.3	11.0	5.9	5.3	5.5	5.6	5.6
EBIT	85	88	120	122	133	145	158	173
세율 (%)	17	18	24	24	27	29	32	35
NOPLAT	68	70	96	98	106	116	127	139
감가상각	82	74	67	61	56	51	46	42
CAPEX	72	75	2	3	3	3	3	3
운전자본증감	6	7	8	8	9	9	9	9
FCF	(79)	(71)	34	42	56	71	87	103
가중평균자본비용 (WACC, %)	6.1							
영구성장률 (%)	1.9							
영구현금흐름 가치								2,493
할인율 (%)	0.0%	5.8%	11.2%	16.3%	21.1%	25.7%	30.0%	34.0%
현재가치	(79)	(67)	31	36	45	53	61	68
영구현금흐름 현재가치								1,645
기업가치	1,792							
순차입금	735							
적정 시가총액	1,057							
조정 주식수 (천주)	11,580							
적정주가 (원)	91,320							
목표주가 (원)	92,000							
현재주가 (원)	66,800							
상승여력 (%)	37.7							

참고: COE=8.0%=무위험수익률 (2.2%)+시장위험수익률 7.57% 5주 0.8, OECD 2020년 한국 GDP 장기 경제성장률 전망 단순 평균 (1.9%) 적용

자료: 삼성증권 추정

SK케미칼 매출액 추이 및 전망



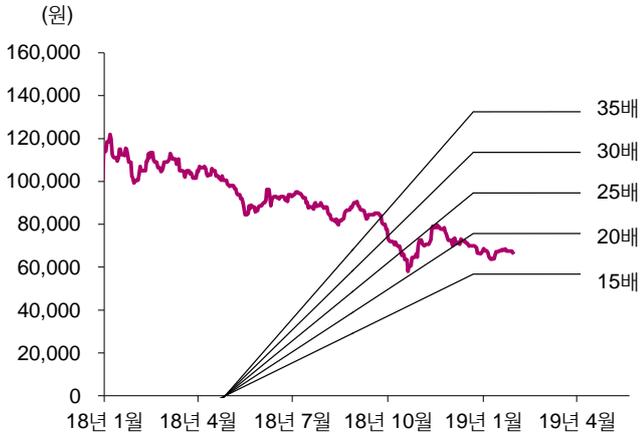
자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

바이오에너지 사업 부문 영업이익의 추이 및 전망



자료: 자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

SK케미칼 P/E 밴드차트



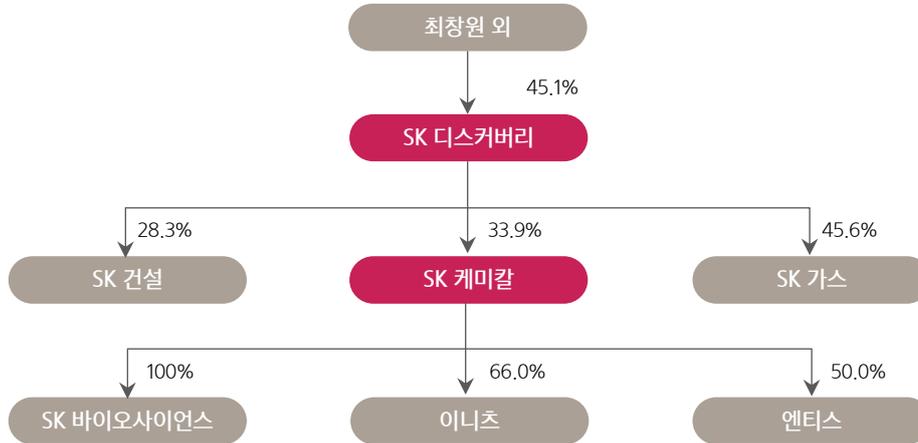
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 P/B 밴드차트



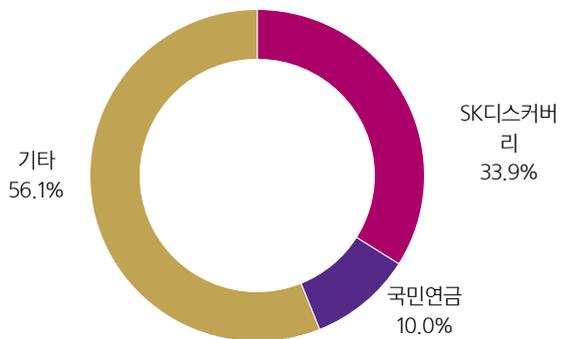
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 지배구조



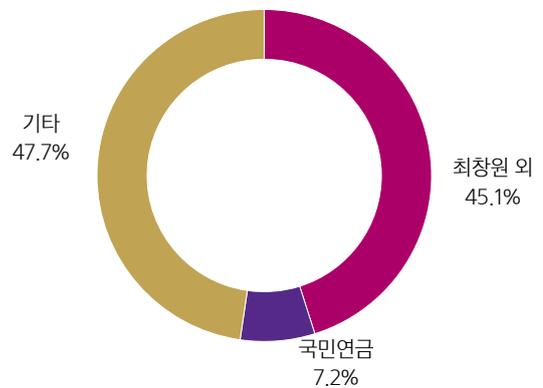
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

SK디스커버리 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	n/a	88	1,365	1,418	1,436
매출원가	n/a	75	1,094	1,133	1,143
매출총이익	n/a	13	271	285	293
(매출총이익률, %)	n/a	14.4	19.9	20.1	20.4
판매 및 일반관리비	n/a	22	226	200	204
영업이익	n/a	(9)	45	85	88
(영업이익률, %)	n/a	(10.5)	3.3	6.0	6.1
영업외손익	n/a	(3)	(41)	(41)	(44)
금융수익	0	2	22	14	17
금융비용	0	4	52	52	58
지분법손익	0	(0)	2	1	1
기타	n/a	(1)	(12)	(4)	(5)
세전이익	n/a	(13)	5	44	44
법인세	n/a	(3)	22	9	9
(법인세율, %)	n/a	21.5	467.3	20.0	20.0
계속사업이익	0	(10)	(17)	35	35
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	n/a	(10)	(17)	35	35
(순이익률, %)	n/a	(11.3)	(1.3)	2.5	2.5
지배주주순이익	n/a	(9)	32	49	49
비지배주주순이익	n/a	(1)	(49)	(14)	(14)
EBITDA	n/a	(2)	133	167	162
(EBITDA 이익률, %)	n/a	(2.0)	9.7	11.8	11.3
EPS (지배주주)	n/a	(655)	2,423	3,785	3,787
EPS (연결기준)	n/a	(758)	(1,325)	2,703	2,705
수정 EPS (원)*	n/a	(655)	(1,989)	3,785	3,787

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	0	(11)	53	110	101
당기순이익	0	(10)	(17)	35	35
현금유출입이없는 비용 및 수익	0	11	149	118	110
유형자산 감가상각비	0	7	84	78	71
무형자산 상각비	0	0	4	4	3
기타	0	4	62	36	36
영업활동 자산부채 변동	0	(10)	(27)	(6)	(7)
투자활동에서의 현금흐름	0	(9)	(84)	(72)	(75)
유형자산 증감	0	(8)	(79)	(72)	(75)
장단기금융자산의 증감	0	(15)	9	(0)	(0)
기타	0	15	(15)	(0)	0
재무활동에서의 현금흐름	0	8	9	20	20
차입금의 증가(감소)	0	890	23	20	20
자본금의 증가(감소)	0	733	(6)	0	0
배당금	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	(1,614)	(8)	0	0
현금증감	0	(11)	(22)	59	48
기초현금	0	166	155	133	192
기말현금	0	155	133	192	240
Gross cash flow	0	1	132	153	146
Free cash flow	0	(19)	(26)	38	27

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	n/a	663	627	698	760
현금 및 현금등가물	n/a	155	133	192	240
매출채권	n/a	181	0	0	0
재고자산	n/a	290	281	288	296
기타	n/a	36	212	218	224
비유동자산	n/a	1,250	1,250	1,240	1,241
투자자산	n/a	12	6	6	7
유형자산	n/a	1,098	1,096	1,090	1,094
무형자산	n/a	47	48	45	41
기타	n/a	92	99	99	99
자산총계	n/a	1,912	1,877	1,939	2,001
유동부채	n/a	661	521	547	574
매입채무	n/a	154	0	0	0
단기차입금	n/a	130	178	198	218
기타 유동부채	n/a	377	343	348	355
비유동부채	n/a	520	642	642	643
사채 및 장기차입금	0	484	597	597	597
기타 비유동부채	n/a	36	45	46	46
부채총계	n/a	1,181	1,163	1,189	1,217
지배주주지분	n/a	697	711	760	809
자본금	n/a	65	65	65	65
자본잉여금	n/a	667	661	661	661
이익잉여금	n/a	(9)	23	72	122
기타	n/a	(27)	(39)	(39)	(39)
비지배주주지분	n/a	35	3	(11)	(25)
자본총계	n/a	731	714	749	785
순부채	n/a	725	774	735	707

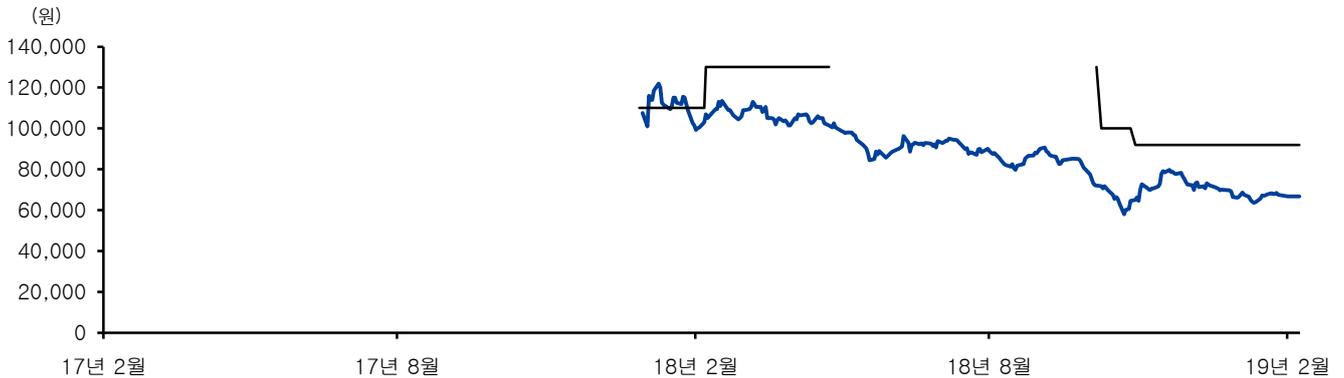
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	1,454.5	3.8	1.3
영업이익	n/a	적전	흑전	88.4	3.2
순이익	n/a	적전	적지	흑전	0.1
수정 EPS**	n/a	적전	적지	흑전	0.1
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	(655)	2,423	3,785	3,787
EPS (연결기준)	n/a	(758)	(1,325)	2,703	2,705
수정 EPS**	n/a	(655)	(1,989)	3,785	3,787
BPS	n/a	53,425	54,562	58,351	62,142
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	n/a	17.6	17.6
P/B***	n/a	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	n/a	n/a	11.9	9.2	9.2
비율					
ROE (%)	n/a	(1.2)	4.5	6.7	6.3
ROA (%)	n/a	(0.5)	(0.9)	1.8	1.8
ROIC (%)	n/a	(0.5)	(12.7)	4.9	5.0
배당성향 (%)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비율 (%)	n/a	99.1	108.3	98.0	90.1
이자보상배율 (배)	n/a	(4.0)	1.4	2.7	2.8

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 1일 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 투자이전 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/1/3	2/13	10/15	11/5
투자이전	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	110,000	130,000	100,000	92,000
과리율 (평균)	0.38	(17.97)	(34.63)	
과리율 (최대/최소)	10.91	(12.69)	(28.30)	

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 HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외 SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2018년 12월 31일 기준

매수 (83.3%) | 중립 (16.7%) | 매도 (0%)