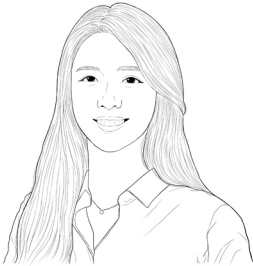


Company Update



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

SK케미칼 (285130)

3분기 바이오에너지 및 백신 사업 수익성 개선으로 호실적

- 3Q18 Review: 바이오디젤 및 백신 사업 수익성 개선으로 전분기대비 이익 성장.
- 자회사 SK바이오사이언스 실적 및 R&D 모멘텀 확보.
- 투자 의견 Buy 유지하나 목표주가는 92,000원으로 8% 하향 조정.

WHAT'S THE STORY

3Q18, 바이오디젤 스프레드 개선 및 백신 사업 성수기 효과로 전분기 대비 수익성 개선: SK케미칼 연결 기준 3Q18 매출액 3,765억원 (+6.4% QoQ), 영업이익 310억원 (+194.6% QoQ), 지배주주 순이익 187억원 (+94.8% QoQ) 기록. 2017년 12월 분할 이래로 5월 1일 유화 합병, 7월 1일 백신사업부 분사 (SK바이오사이언스)를 통해 사업 구조 개편. SK케미칼 별도 기준 매출액 3,140억원 (-5.2%, QoQ), 영업이익 232억원 (+42.3% QoQ) 달성. 1) GC 사업부의 안정적 매출 성장이 나타나는 가운데 수지 사업은 원료 ASP 증가로 수익성 악화되었지만, 바이오에너지 혼합비율 상향에 따른 매출 증가로 스프레드 개선에 따라 GC 사업부 영업 이익 개선. 2) LS 사업부는 추석 연휴로 인한 영업 일수 감소 및 일부 매출 4분기로 이연되면서 성장 둔화. 3) SK바이오사이언스는 인플루엔자 백신 3분기 성수기 효과, 기술 수출료 수취로 실적 성장 견인. 4) 이니츠 비정상재고 판매 축소로 적자폭 축소.

백신 사업을 통한 실적 및 R&D 모멘텀 확보 전망: 지난 9월 SK바이오사이언스는 스카이라리셀라 (수두 백신) 국내 출시로 신제품 매출 효과 전망. 연내 사노피 파스퇴르의 차세대 폐렴구균 백신 임상 1상 개시 기대 (기존 백신은 10가, 13가, 23가로 구성. 13가인 화이자 프리비나 13 시장 과점. 2017년 매출액 56억달러). 프리미엄 백신은 개발 진입 장벽 높은 가운데, 일부 글로벌 제약사 독점 또는 과점적 시장 형성. 글로벌 제약사들은 수익성이 좋은 프리미엄 백신 개발을 위한 기술력을 확보하는 추세. SK바이오사이언스는 전략적 투자자 (SI) 를 찾아 백신 개발을 위한 현금, 해외 시장 채널망을 확보할 예정. 빠르면 2019년 상반기 내로 투자자 확보 기대.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가가 92,000원으로 8% 하향 조정: GS 및 LS 사업부의 안정적 실적 성장과 더불어 SK바이오사이언스 (백신)의 내수 백신 (수두, 대상포진 백신) 매출 증가 및 글로벌 시장 진출에 따른 기술 수출료 효과로 이익 개선이 전망되면서 투자 의견은 매수 유지. 하지만 목표주가는 높아진 금리 인상 가능성을 반영하여 적정 기업가치 1.94조원에서 1.83조원으로 하향 조정되며 목표주가 도출.

AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	92,000원 (42.6%)
현재주가	64,500 원
시가총액	7,469.0억원
Shares (float)	11,579,852주 (63.5%)
52 주 최저/최고	58,000원/122,000원
60 일-평균거래대금	39.6억원

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	-23.3	-35.8	n/a
Kospi 지수 대비 (%pts)	-15.5	-23.3	n/a

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	92,000	100,000	-8.0%
2018E EPS	3,522	3,226	9.2%
2019E EPS	4,246	4,307	-1.4%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	3
Target price	120,000
Recommendation	4.0

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

분기 실적

(십억원)	3Q18	증감 (%)		차이 (%)	
		전년동기 대비	전분기 대비	삼성증권 컨센서스 추정	
매출액	376.5	n/a	6.4	(9.3)	(9.3)
영업이익	31.0	n/a	195.0	10.0	10.7
세전이익	24.8	n/a	5,204.1	12.9	n/a
순이익	19.9	n/a	210.4	13.3	10.6
이익률 (%)					
영업이익	8.2				
세전이익	6.6				
순이익	5.3				

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Valuation summary

	2017	2018E	2019E
Valuation (배)			
P/E	n/a	18.3	15.2
P/B	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	n/a	10.9	9.7
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0
EPS 증가율 (%)	적전	흑전	20.6
ROE (%)	(1.2)	6.4	7.3
주당지표 (원)			
EPS	(655)	3,522	4,246
BVPS	53,425	56,350	60,600
DPS	0	0	0

SK케미칼 현금흐름할인 (DCF) 밸류에이션

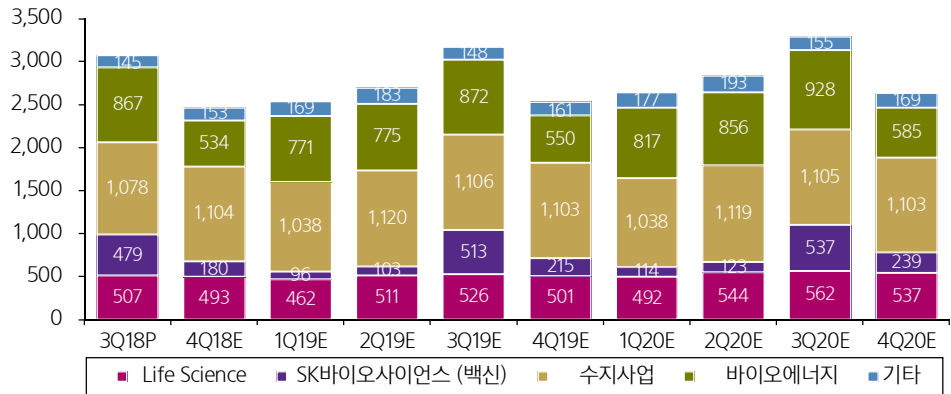
(십억원)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Green Chemical Biz.	965	1,032	1,060	1,095	1,114	1,136	1,157	1,176
YoY (%)		6.9	2.8	3.3	1.7	2.0	1.9	1.6
Life Science Biz.	320	293	315	480	529	561	598	638
YoY (%)		(8.4)	7.5	52.3	10.3	6.1	6.5	6.8
기타	77	66	69	29	102	170	218	247
YoY (%)		(14.5)	5.0	(58.2)	251.2	67.2	27.8	13.7
매출액	1,362	1,391	1,444	1,603	1,744	1,867	1,972	2,061
YoY (%)		2.1	3.9	11.0	8.8	7.0	5.6	4.5
EBIT	54	72	101	120	132	144	154	164
세율 (%)	8	11	15	18	20	22	23	25
NOPLAT	46	61	86	102	112	122	131	139
감가상각	86	79	72	65	60	54	49	45
CAPEX	79	72	75	2	3	3	3	3
운전자본증감	35	7	10	32	29	25	21	18
FCF	(85)	(82)	(50)	66	79	90	100	109
가중평균자본비용 (WACC, %)	6.0							
영구성장률 (%)	1.9							
영구현금흐름 가치								2,724
할인율 (%)	5.6	11.0	16.0	20.8	25.2	29.5	33.4	37.2
현재가치	(80)	(73)	(42)	52	59	64	67	69
영구현금흐름 현재가치								1,711
기업가치	1,826							
순차입금	752							
적정 시가총액	1,074							
조정 주식수 (천주)	11,580							
적정주가 (원)	92,723							
목표주가 (원)	92,000							
현재주가 (원)	64,500							
상승여력 (%)	42.6							

참고: COE=8.0%=무위험수익률 (2.2%)+시장위험수익률 7.57% 52주 0.8, OECD 2020년 한국 GDP 장기 경제성장률 전망 단순 평균 (1.9%) 적용

자료: 삼성증권 추정

SK케미칼 매출액 추이 및 전망

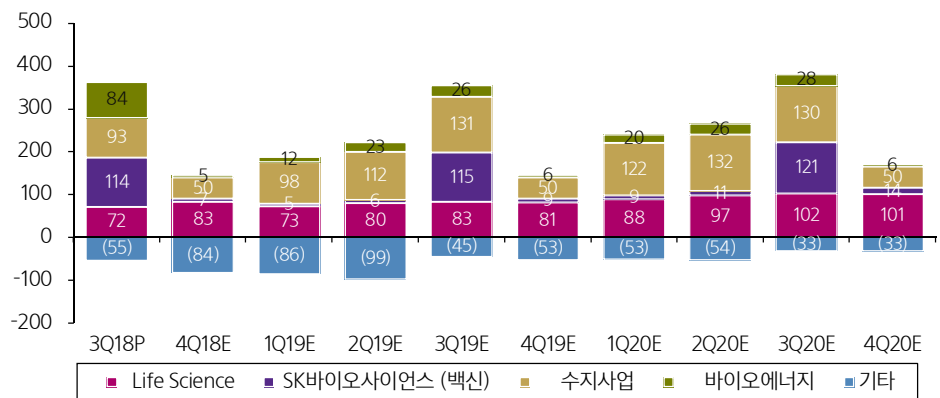
(억원)



자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

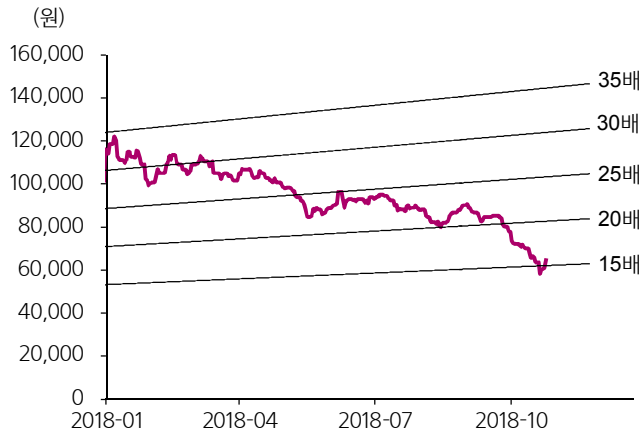
바이오에너지 사업 부문 영업이익 추이 및 전망

(억원)



자료: 자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

SK케미칼 P/E 밴드차트



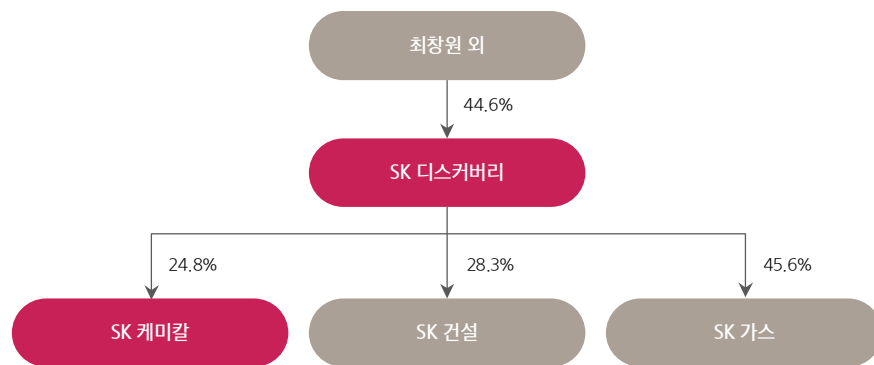
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 P/B 밴드차트



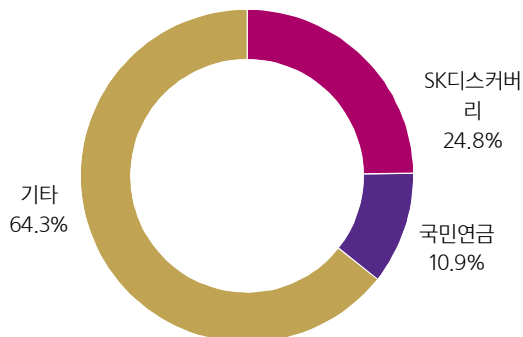
자료: QuantiWise, 삼성증권

SK케미칼 지배구조



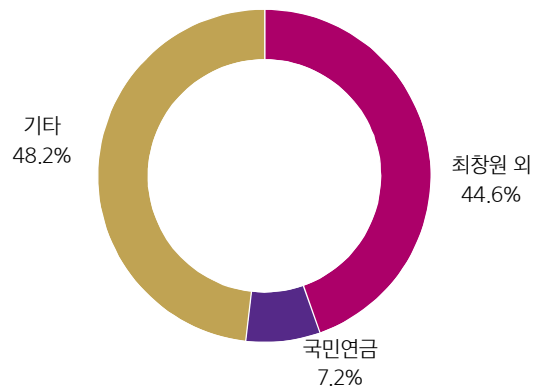
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

SK디스커버리 지분구조



자료: SK케미칼, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	n/a	88	1,362	1,391	1,444
매출원가	n/a	75	1,089	1,108	1,147
매출총이익	n/a	13	273	283	297
(매출총이익률, %)	n/a	14.4	20.1	20.3	20.6
판매 및 일반관리비	n/a	22	219	211	196
영업이익	n/a	(9)	54	72	101
(영업이익률, %)	n/a	(10.5)	4.0	5.2	7.0
영업외손익	n/a	(3)	(28)	(23)	(20)
금융수익	0	2	31	36	42
금융비용	0	4	55	56	60
지분법손익	0	(0)	2	2	3
기타	n/a	(1)	(6)	(5)	(5)
세전이익	n/a	(13)	27	49	81
법인세	n/a	(3)	(3)	10	16
(법인세율, %)	n/a	21.5	(9.9)	20.0	20.0
계속사업이익	0	(10)	29	40	65
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	n/a	(10)	29	40	65
(순이익률, %)	n/a	(11.3)	2.1	2.8	4.5
지배주주순이익	n/a	(9)	46	55	90
비지배주주순이익	n/a	(1)	(17)	(16)	(26)
EBITDA	n/a	(2)	141	151	173
(EBITDA 이익률, %)	n/a	(2.0)	10.3	10.9	12.0
EPS (지배주주)	n/a	(655)	3,522	4,246	6,931
EPS (연결기준)	n/a	(758)	2,246	3,033	4,951
수정 EPS (원)*	n/a	(655)	3,522	4,246	6,931

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동에서의 현금흐름	0	(11)	75	111	125
당기순이익	0	(10)	29	40	65
현금유출입이없는 비용 및 수익	0	11	117	118	116
유형자산 감가상각비	0	7	82	75	69
무형자산 상각비	0	0	4	4	3
기타	0	4	31	39	45
영업활동 자산부채 변동	0	(10)	(36)	(7)	(10)
투자활동에서의 현금흐름	0	(9)	(85)	(73)	(76)
유형자산 증감	0	(8)	(79)	(72)	(75)
장단기금융자산의 증감	0	(15)	5	(0)	(0)
기타	0	15	(10)	(1)	(1)
재무활동에서의 현금흐름	0	8	186	20	20
차입금의 증가(감소)	0	890	201	20	20
자본금의 증가(감소)	0	733	(3)	0	0
배당금	n/a	0	0	0	0
기타	n/a	(1,614)	(12)	0	0
현금증감	0	(11)	177	60	71
기초현금	0	166	155	333	392
기말현금	0	155	333	392	464
Gross cash flow	0	1	146	158	181
Free cash flow	0	(19)	(5)	39	51

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	n/a	663	840	913	1,003
현금 및 현금등가물	n/a	155	333	392	464
매출채권	n/a	181	188	193	200
재고자산	n/a	290	281	288	299
기타	n/a	36	38	39	41
비유동자산	n/a	1,250	1,252	1,245	1,248
투자자산	n/a	12	10	10	10
유형자산	n/a	1,098	1,101	1,097	1,103
무형자산	n/a	47	47	44	40
기타	n/a	92	94	94	94
자산총계	n/a	1,912	2,092	2,158	2,251
유동부채	n/a	661	688	714	743
매입채무	n/a	154	138	142	147
단기차입금	n/a	130	180	200	220
기타 유동부채	n/a	377	370	372	375
비유동부채	n/a	520	643	643	644
사채 및 장기차입금	0	484	607	607	607
기타 비유동부채	n/a	36	36	36	37
부채총계	n/a	1,181	1,331	1,357	1,386
지배주주지분	n/a	697	734	789	880
자본금	n/a	65	65	65	65
자본잉여금	n/a	667	664	664	664
이익잉여금	n/a	(9)	37	93	183
기타	n/a	(27)	(33)	(33)	(33)
비지배주주지분	n/a	35	27	11	(15)
자본총계	n/a	731	761	800	865
순부채	n/a	725	752	712	661

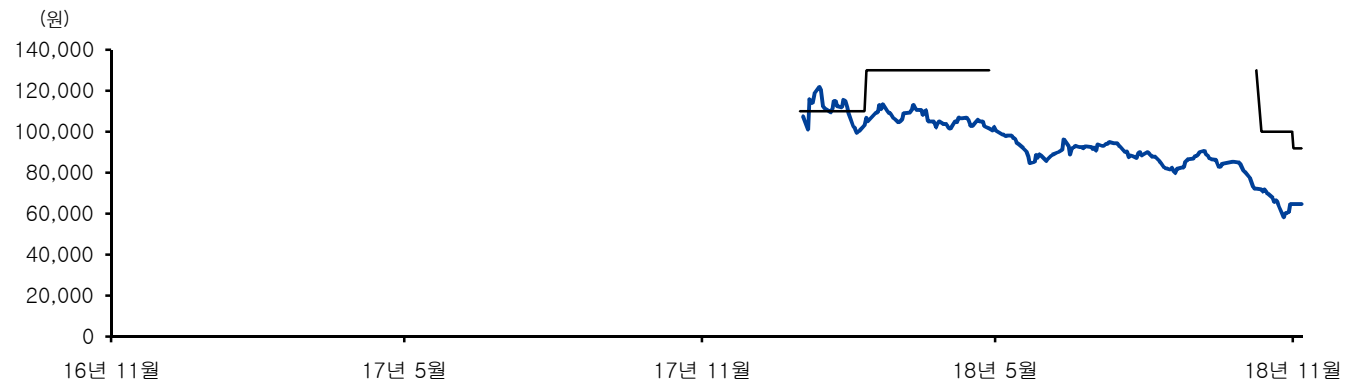
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2016	2017	2018E	2019E	2020E
증감률 (%)					
매출액	n/a	n/a	1,450.7	2.1	3.9
영업이익	n/a	적전	흑전	32.4	40.3
순이익	n/a	적전	흑전	35.1	63.2
수정 EPS**	n/a	적전	흑전	20.6	63.2
주당지표					
EPS (지배주주)	n/a	(655)	3,522	4,246	6,931
EPS (연결기준)	n/a	(758)	2,246	3,033	4,951
수정 EPS**	n/a	(655)	3,522	4,246	6,931
BPS	n/a	53,425	56,350	60,600	67,539
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	18.3	15.2	9.3
P/B***	n/a	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	n/a	n/a	10.9	9.7	8.1
비율					
ROE (%)	n/a	(1.2)	6.4	7.3	10.8
ROA (%)	n/a	(0.5)	1.5	1.9	2.9
ROIC (%)	n/a	(0.5)	3.5	4.0	5.6
배당성향 (%)	n/a	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순부채비용 (%)	n/a	99.1	98.9	89.0	76.4
이자보상배율 (배)	n/a	(4.0)	1.6	1.9	2.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 2일 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	11/4
투자의견	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	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 2018년 9월 30일 기준

매수 (85%) | 중립 (15%) | 매도 (0%)