

2020. 2. 5

헬스케어팀

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

정준영

Research Associate
junyoung.jeong@samsung.com
02 2020 7869

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	77,000원	(15.3%)
현재주가	66,800원	
시가총액	7,843.3억원	
Shares (float)	11,741,396주 (64.0%)	
52주 최저/최고	40,200원/77,300원	
60일-평균거래대금	300.3억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	-0.3	60.8	-1.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	0.2	44.5	0.7

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	77,000	70,000	10.0%
2019E EPS	902	1,102	-18.1%
2020E EPS	21,091	2,583	716.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	80,000
Recommendation	4.0
BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1	

SK케미칼 (285130)

바이오에너지 사업부 매각은 시의적절한 선택

- 5일 바이오에너지 사업을 한앤컴퍼니에 3,825억원 규모에 매각 결정. 양도대금은 2분기 순이익에 반영될 예정.
- 바이오에너지 사업부 실적 부재로 인해 20년 매출 역성장 예상되나, 매각대금 반영 및 이익 기여도가 높은 LS, 백신사업부의 안정적 성장으로 DCF 방식 목표주가 77,000원으로 상향.

WHAT'S THE STORY

바이오에너지 사업부 매각 결정: 지난 5일, SK케미칼은 바이오에너지 사업을 사모펀드 한앤컴퍼니에 3,825억원 규모 (DCF 방식으로 할인율 7.2%, 영구성장률 0%로 산정)에 매각하기로 결정. 바이오에너지 사업부 2019년 예상 EBITDA 390억원으로 EV/EBITDA 9.8배 수준의 가치로 산정. SK케미칼의 미래 성장 전략의 변화 (친환경 소재 사업에 집중) 및 전방 사업의 성장성을 고려하여 적절한 시점에서 매각 결정을 했으며, 코스피 화학업종 평균 EV/EBITDA는 8.2배로 적절한 수준의 가치 산정이 되었다고 판단. 매각 대금은 M&A를 포함한 신규 사업 진행을 위한 투자 자금 및 차입금 일부를 상환할 예정. 양도기준일은 5월 31일로 2분기 양수도대금이 영업외단에서 순이익에 반영될 예정.

시의적절한 선택: 바이오에너지 사업부에 대해 2019년 삼성증권 추정 매출액 3,172억원, 영업이익 321억원으로 전체 매출액과 영업이익에서 차지하는 비중은 각각 23%, 45%. 매각이 완료되는 2020년 6월부터 바이오에너지 사업부 실적 부재로 2019년 대비 2020년 실적은 역성장할 것으로 전망. 하지만 전방 사업 (디젤차, 바이오중유 등)을 고려하면 단기 실적 성장 우려보다 장기 성장성에 주목해야할 것.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 77,000원으로 10% 상향 조정: 목표주가는 DCF 방식을 통해 WACC 6.8% (기존 적용 WACC 6.2%에서)를 적용하여 산출. 2019년 기준에서 2020년으로 조정. 바이오에너지 사업부 실적 부재로 성장성은 감소하나, 이익 기여도가 높은 LS사업부, SK 바이오사이언스의 백신 사업 등의 안정적 성장성을 반영. 상반기 SK바이오사이언스의 주요 모멘텀 (사노피 폐렴구균 백신 임상 2상 개시 등) 등도 유효하여 투자의견 Buy 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019E	2020E	2021E
매출액 (십억원)	1,368	1,377	1,171	1,042
영업이익 (십억원)	46	71	71	42
순이익 (십억원)	(16)	6	291	16
EPS (adj) (원)	462	902	21,091	1,162
EPS (adj) growth (%)	흑전	95.2	2,237.3	(94.5)
EBITDA margin (%)	9.8	12.4	14.0	11.9
ROE (%)	0.9	1.7	32.4	1.5
P/E (adj) (배)	144.5	74.0	3.2	57.5
P/B (배)	1.3	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	12.6	9.3	7.2	8.7
Dividend yield (%)	0.6	0.6	0.6	0.6

자료: 삼성증권 추정

SK케미칼 DCF 밸류에이션

(십억원)	2020E	2021E	2022E	223E	2024E	2025E	2026E	2027E
Green Chemical Biz.	846	830	865	901	939	979	1,020	1,048
YoY (%)	(13.1)	(1.9)	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	2.8
Life Science Biz.	345	391	428	459	493	532	574	621
YoY (%)	(9.5)	13.4	9.5	7.1	7.6	7.8	8.0	8.1
기타	(20)	(179)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(29)
YoY (%)	(191.4)	776.9	(87.4)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출액 (십억원)	1,171	1,042	1,271	1,336	1,408	1,485	1,567	1,640
YoY	(15.0)	(11.0)	21.9	5.2	5.3	5.5	5.5	4.7
EBIT	71	42	112	118	126	134	44	153
TAX	14	8	22	24	25	27	29	31
NOPLAT	57	33	89	94	100	107	115	123
감가상각	92	83	74	66	59	53	48	43
CAPEX	0	0	0	0	0	0	0	0
운전자본증감	(60)	4	(14)	4	3	3	3	12
FCF	(96)	(45)	2	32	45	57	70	92
가중평균자본비용 (WACC, %)	6.8							
영구성장률 (%)	1.9							
영구현금흐름 가치								1,905
할인율 (%)	0.0%	6.4%	12.3%	17.9%	23.2%	28.1%	32.7%	36.9%
현재가치	(96)	(42)	1	26	34	41	47	58
영구현금흐름 현재가치								1,201
기업가치	1,271							
순차입금	372							
적정 시가총액	899							
조정 주식수 (천 주)	11,741							
적정주가 (원)	76,588							
목표주가 (원)	77,000							
현재주가 (원)	66,800							
상승여력 (%)	15.3							

참고: COE=9.8%, 무위험수익률 (1.44%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1%)*Beta 0.9, COD=4.0%, 영구성장률=1.9% 가정
자료: 삼성증권 추정

매각 관련 주요 일정

일시	절차
2월 5일	이사회 결의 및 (주식 또는 사업) 양수도계약 체결 주주확정 기준일 공고
2월 20일	주주확정 기준일
2월 21일	주주명부 폐쇄 시작
2월 28일	주주명부 폐쇄 종료
3월 2일	주총소집통지 영업양도 반대의사표시 접수 시작
3월 16일	영업양도 반대의사표시 접수 완료
3월 17일	임시주주총회 주식매수청구권 시작
4월 6일	주식매수청구권 종료

자료: SK케미칼

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	88	1,368	1,377	1,171	1,042
매출원가	75	1,095	1,117	946	844
매출총이익	13	272	260	225	198
(매출총이익률, %)	14.4	19.9	18.9	19.2	19.0
판매 및 일반관리비	22	227	190	154	157
영업이익	(9)	46	71	71	42
(영업이익률, %)	(10.5)	3.3	5.1	6.1	4.0
영업외손익	(3)	(41)	(37)	310	(22)
금융수익	2	22	33	44	54
금융비용	4	50	59	57	62
지분법손익	(0)	2	2	334	0
기타	(1)	(15)	(14)	(11)	(13)
세전이익	(13)	5	33	381	20
법인세	(3)	22	27	90	4
(법인세율, %)	21.5	418.1	80.5	23.6	20.0
계속사업이익	(10)	(16)	6	291	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(10)	(16)	6	291	16
(순이익률, %)	(11.3)	(1.2)	0.5	24.9	1.5
지배주주순이익	(9)	6	12	278	15
비지배주주순이익	(1)	(22)	(5)	13	1
EBITDA	(2)	134	171	163	124
(EBITDA 이익률, %)	(2.0)	9.8	12.4	14.0	11.9
EPS (지배주주)	(655)	462	902	21,091	1,162
EPS (연결기준)	(758)	(1,259)	492	22,054	1,215
수정 EPS (원)*	(655)	462	902	21,091	1,162

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동에서의 현금흐름	(11)	67	165	106	95
당기순이익	(10)	(16)	6	291	16
현금유출입이없는 비용 및 수익	11	168	156	(121)	116
유형자산 감가상각비	7	84	95	88	79
무형자산 상각비	0	4	5	5	4
기타	4	79	56	(213)	34
영업활동 자산부채 변동	(10)	(52)	49	56	(4)
투자활동에서의 현금흐름	(9)	(146)	(50)	2	(0)
유형자산 증감	(8)	(82)	(98)	0	0
장단기금융자산의 증감	(15)	2	5	2	(0)
기타	15	(66)	43	0	0
재무활동에서의 현금흐름	8	48	45	15	(5)
차입금의 증가(감소)	890	27	126	20	0
자본금의 증가(감소)	733	1	(403)	0	0
배당금	0	0	(5)	(5)	(5)
기타	(1,614)	20	328	0	0
현금증감	(11)	(110)	188	458	90
기초현금	166	155	45	233	691
기말현금	155	45	233	691	781
Gross cash flow	1	151	163	170	132
Free cash flow	(19)	(15)	66	106	95

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	712	1,071	1,167
현금 및 현금등가물	155	45	233	691	781
매출채권	181	186	156	123	126
재고자산	290	329	253	201	204
기타	36	157	70	55	56
비유동자산	1,250	1,234	1,264	1,169	1,086
투자자산	12	20	15	12	12
유형자산	1,098	1,103	1,139	1,051	972
무형자산	47	38	38	33	29
기타	92	72	73	73	73
자산총계	1,912	1,951	1,976	2,239	2,254
유동부채	661	594	686	667	670
매입채무	154	151	111	88	90
단기차입금	130	181	205	225	225
기타 유동부채	377	262	370	354	355
비유동부채	520	631	566	561	562
사채 및 장기차입금	484	590	511	511	511
기타 비유동부채	36	41	55	50	51
부채총계	1,181	1,225	1,252	1,228	1,232
지배주주지분	697	692	721	995	1,006
자본금	65	65	66	66	66
자본잉여금	667	668	264	264	264
이익잉여금	(9)	(3)	404	677	688
기타	(27)	(39)	(13)	(13)	(13)
비지배주주지분	35	34	3	16	17
자본총계	731	726	724	1,011	1,022
순부채	725	872	810	372	282

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2017	2018	2019E	2020E	2021E
증감률 (%)					
매출액	n/a	1,457.1	0.7	(15.0)	(11.0)
영업이익	적전	흑전	54.6	0.4	(41.4)
순이익	적전	적지	흑전	4,404.9	(94.5)
수정 EPS**	적전	흑전	95.2	2,237.3	(94.5)
주당지표					
EPS (지배주주)	(655)	462	902	21,091	1,162
EPS (연결기준)	(758)	(1,259)	492	22,054	1,215
수정 EPS**	(655)	462	902	21,091	1,162
BPS	53,425	53,114	54,688	75,444	76,251
DPS (보통주)	0	400	400	400	400
Valuations (배)					
P/E***	n/a	144.5	74.0	3.2	57.5
P/B***	1.3	1.3	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	n/a	12.6	9.3	7.2	8.7
비율					
ROE (%)	(1.2)	0.9	1.7	32.4	1.5
ROA (%)	(0.5)	(0.9)	0.3	13.8	0.7
ROIC (%)	(0.5)	(9.9)	1.4	3.8	2.5
배당성향 (%)	0.0	76.8	39.6	1.7	30.6
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
순부채비율 (%)	99.1	120.2	111.8	36.8	27.6
이자보상배율 (배)	(4.0)	1.4	2.1	2.2	1.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 4일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 4일 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 기관투자자 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	2020/2/5
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	110,000	130,000	100,000	92,000	84,000	70,000	76,000
과리율 (평균)	0.38	(17.97)	(34.63)	(23.11)	(35.68)	(22.80)	
과리율 (최대/최소)	10.91	(12.69)	(28.30)	(13.26)	(27.02)	10.29	

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

기업

- 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

산업

- 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 2019년 12월 31일 기준

매수 (77%) | 중립 (23%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM