

SK케미칼
(285130.KS)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

목표주가 : 80,000원(유지) / 현재주가 : 62,700원(상승여력 : 27.6%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

2020년 스카이팩 임상 진전으로 기업가치 증가 전망

연결기준 영업실적 개선 뚜렷하다

SK케미칼의 사업구조는 자체 사업 그린케미칼과 제약, 자회사 백신부문이 있다. 2019년 자회사 이니츠(합병) 영업적자가 부담이지만 마진개선, 로열티수입으로 전사 연결실적개선이 뚜렷하다.

2020년 스카이팩에 기대를 건다

2020년 동사의 사업부문별 영업현황을 4가지로 나누어 볼 수 있다

첫째, 그린케미칼 부문에서 전사 연결 매출액의 33.9%를 차지하는 **수지/DMT부문이 다소정체되는 상황**이다. 미중 무역분쟁 등으로 글로벌 영업환경이 좋지 않기 때문이다. 당분간 성장정체가 불가피하지만 설비증설(2020년 4분기 가동목표)을 통해서 장기적 성장추세는 유지될 전망이다.

둘째, 연결매출액의 21.6%인 바이오에너지는 혼합비율이 2018년부터 3%로 확대되어 매출과 이익이 크게 증가하고 있다. 계절적 요인이 있어 여름에 많이 매출되고 수익성도 좋다. 바이오에너지부문도 2019년에 8~10% 성장이 가능할 전망이다. 2020년에도 안정적인 성장이 가능할 전망이다.

셋째, 제약사업은 16.7% 매출비중인데, 연평균 10% 내외 성장하고 금년 3분기 누적 영업이익률이 16%이다.

넷째, **자회사 SK바이오사이언스(지분 98.04%)의 백신부문이다**. 독감백신과 대상포진백신 매출이 증가하고, 2019년 로열티 수입은 약 410억원(페렴백신 공동개발로열티 100억원이상, 동물세포배양방식의 독감백신생산 기술 마일스톤 220억원, 앱스틸라 로열티 65억원)으로 추정된다. 2020년에는 **사노피와 공동개발 중인 페렴구균백신 Pipeline(스카이팩, 작년 11월 임상 1상 진입)이 2020년 상반기에 임상 2상 진입하면, 약 100억원 이상의 로열티 수입이 인식될 것이다**. 앱스틸라(혈우병치료제) 로열티도 약 80억원 계상될 전망이다. 세포배양방식의 독감백신 생산에 대해 L/O를 추진 중인데, 2020년에 성사 되면 일정액의 로열티 수익이 발생할 것이다.

나머지 합병된 이니츠는 2018년 매출액 186억원, 영업적자가 372억원이고, 금년에도 비슷한 규모의 적자(분기 100억원내외)가 발생하고 있다. 최근 **교반기 설치로 품질(수율)은 크게 개선되었으나, 2020년에도 분기 100억원 내외 적자가 나는 구조이지만 소폭의 적자축소는 가능할 전망이다**.

2020년 상반기 중 백신부문에서 추가상승모멘텀 있다

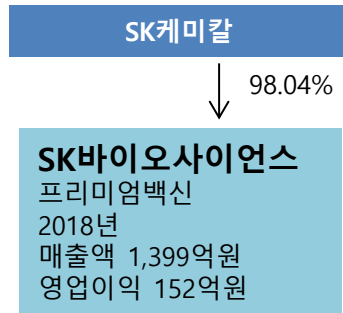
PPS사업의 적자로 SK케미칼의 전체적인 실적개선속도가 다소 느리지만, 바이오에너지, 제약, 백신부문의 실적개선으로 커버 되고 있다. 특히 **2020년에 사노피와 공동개발 중인 페렴구균백신의 글로벌 임상 2상 진입 가능성이 있어 2020년 상반기 추가상승 모멘텀을 기대할 수 있을 것이다**.

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	1,402.1	64.4	25.6	-0.4	383	-26.3	163.8	163.0	9.8	1.2	0.7
2020E	1,382.0	58.0	29.2	24.7	2,047	433.8	152.1	30.5	10.3	1.1	3.4
2021E	1,463.7	60.4	31.5	26.7	2,222	8.6	153.8	28.1	10.0	1.1	3.6

자료 : SK케미칼, 상상인증권, K-IFRS 연결기준. 2020년 영업이익 감소는 전년대비 로열티수입 감소 추정에 따른 것임

[표 1] SK케미칼 자회사 현황



자료: 상상인증권, 자회사 이니츠는 2019년 모회사로 합병됨

[표 2] 사업부별 매출액 추이

(단위: 억원)

구분	사업별	2018	2019 1Q	2Q	3Q	4QE	2019E	2020 1Q	2QE	3QE	4QE	2020E
GC	코폴리에스터/DMT	4,800	1,242	1,209	1,185	1,115	4,751	1,180	1,173	1,256	1,182	4,790
			17.5%	-1.2%	-8.4%	-9%	-1.0%	-5%	-3%	6%	6%	0.8%
	유화											
	바이오에너지	2,788	670	855	969	539	3,033	683	898	1,017	566	3,164
			14.9%	1.8%	11.8%	8%	8.8%	2%	5%	5%	5%	4.3%
	PPS(이니츠)	186	53	67	22	40	182	59	75	25	45	204
LS			10.4%	19.6%	-33.3%	-20%	-2.2%	12%	12%	12%	12%	12.0%
	기타	1,861	439	374	411	383	1,607	417	154	390	363	1,325
			-13.4%	-17.8%	-13.5%	-10%	-13.7%	-5%	0%	-5%	-5%	-17.5%
	소계	10,176	2,403	2,505	2,587	2,076	9,572	2,340	2,300	2,689	2,156	9,484
			-7.0%	-8.1%	-3.0%	-5.5%	-5.9%	-2.6%	-8.2%	3.9%	3.8%	-0.9%
	제약	2,087	522	612	589	617	2,340	559	655	630	660	2,504
LS			7.2%	14.6%	16.4%	10.0%	12.1%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
	백신(SK바이오사이언스)	1,399	267	512	505	427	1,711	283	543	535	453	1,814
			3.1%	98.4%	5.4%	6.0%	22.3%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
	소계	3,487	789	1,124	1,094	1,044	4,051	842	1,198	1,166	1,113	4,318
			5.8%	41.9%	11.2%	8.3%	16.2%	6.7%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%
	기타 자회사 연결 조정	14	2	172	123	100	397	4	5	5	5	19
합계		13,677	3,194	3,802	3,805	3,220	14,021	3,185	3,502	3,859	3,274	13,820
			1.7%	7.5%	1.1%	-0.5%	2.5%	-0.3%	-7.9%	1.4%	1.7%	-1.4%

자료: 상상인증권

[표 3] SK케미칼 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2018				2019E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE
매출액	3,140	3,537	3,765	3,235	3,194	3,802	3,805	3,220
영업이익	67	105	310	- 24	37	304	271	32
세전이익	11	5	231	- 195	- 79	183	190	- 38
순이익	28	64	167	- 423	- 116	124	27	- 38
YoY(%)								
매출액				268.3	1.7	7.5	1.1	-0.5
영업이익				적지	-45.2	189.6	-12.4	흑전
세전이익				적지	적전	3,822.2	-17.8	적지
순이익				적지	적전	93.1	-84.0	적지

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

[표 4] SK케미칼 주가밸류에이션

(단위: 억원)

구분	EBITDA	Multiple	기업가치평가액	
자체 사업가치				
그린케미칼	1,408	10	14,080	*일회성 이익 차감
생명공학				
정밀화학, 신약개발, 헬스케어(프리미엄 부여)		19%	2,675	*주관적 평가
자체 회사가치(A)			16,755	(자회사 포함 연간 R&D비용 720 억 원)
자회사 엔티스			350	평가액 (2019년 추정이익 *PER 20배)
기타			305	
차입금(별도기준)			6,100	
기업가치			11,310	
보통주(주)			11,741,396	
우선주(주)			1,458,670	
자기주식(주)			13,064	
유통주식수(주)			13,187,002	
적정주가(원)			85,764	

자료: 상상인증권, 2019년 2분기 220억원 특별 이익은 차감 후 EBITDA 계산

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	662.6	717.2	681.1	712.4	806.8
현금 및 현금성자산	155.2	45.3	146.4	184.8	268.8
매출채권 및 기타채권	194.2	195.8	166.6	169.4	179.3
재고자산	290.3	329.0	282.3	269.1	265.9
기타유동자산	23.0	147.2	85.7	89.2	92.8
비유동자산	1,249.8	1,233.6	1,315.7	1,309.6	1,309.3
관계기업투자등	7.4	6.7	8.4	8.7	9.1
유형자산	1,098.0	1,103.3	1,158.7	1,151.2	1,149.0
무형자산	47.4	38.3	38.1	34.6	31.4
자산총계	1,912.1	1,950.8	1,996.8	2,022.0	2,116.2
유동부채	660.9	594.3	708.1	712.9	724.5
매입채무 및 기타채무	207.7	199.1	154.5	157.0	166.2
단기금융부채	406.0	325.9	498.6	498.6	498.6
기타유동부채	47.1	69.2	55.1	57.3	59.7
비유동부채	520.2	630.9	571.7	572.8	634.0
장기금융부채	484.1	591.5	544.9	544.9	604.9
기타비유동부채	36.0	39.5	26.9	28.0	29.1
부채총계	1,181.1	1,225.2	1,279.9	1,285.7	1,358.4
지배주주지분	696.6	691.8	713.9	733.3	754.7
자본금	65.2	65.2	66.0	66.0	66.0
자본잉여금	667.4	668.2	264.3	264.3	264.3
이익잉여금	-8.7	-3.0	396.9	416.2	437.6
비지배주주지분(연결)	34.8	33.7	3.1	3.1	3.1
자본총계	731.4	725.6	717.0	736.3	757.7
현금흐름표					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-10.7	67.4	128.8	132.0	122.9
당기순이익(손실)	-9.9	-16.4	-0.4	24.7	26.7
비현금수익비용가감	11.1	167.6	138.9	92.6	92.0
유형자산감가상각비	7.0	84.4	94.5	90.2	89.9
무형자산상각비	0.4	4.0	4.8	3.9	3.5
기타현금수익비용	-0.2	-1.8	39.6	-1.5	-1.4
영업활동 자산부채변동	-9.6	-51.9	28.0	14.6	4.1
매출채권 감소(증가)	4.2	72.6	25.6	-2.8	-9.9
재고자산 감소(증가)	-6.8	-38.2	48.8	13.3	3.2
매입채무 증가(감소)	0.9	-68.0	-36.7	2.6	9.2
기타자산, 부채변동	-7.9	-18.4	-9.6	1.6	1.6
투자활동 현금	-8.7	-146.0	-73.4	-88.3	-93.5
유형자산처분(취득)	-8.5	-81.8	-117.7	-82.8	-87.7
무형자산 감소(증가)	-0.3	-2.3	-1.3	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	0.0	-53.4	69.4	-0.6	-0.7
기타투자활동	0.1	-8.4	-23.7	-4.5	-4.7
재무활동 현금	8.4	48.5	45.3	-5.4	54.6
차입금의 증가(감소)	8.4	27.5	79.0	0.0	60.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	6.0	-5.4	-5.4
배당금의 지급	0.0	0.0	5.3	5.4	5.4
기타재무활동	0.0	21.0	-39.6	0.0	0.0
현금의 증가	-10.9	-109.9	101.1	38.3	84.0
기초현금	166.1	155.2	45.3	146.4	184.8
기말현금	155.2	45.3	146.4	184.8	268.8

자료: SK케미칼, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	87.8	1,367.7	1,402.1	1,382.0	1,463.7
매출원가	75.1	1,095.3	1,097.1	1,087.9	1,153.2
매출총이익	12.7	272.4	305.0	294.1	310.5
판매비와 관리비	21.9	226.7	240.5	236.1	250.1
영업이익	-9.2	45.7	64.4	58.0	60.4
(EBITDA)	-1.8	134.2	163.8	152.1	153.8
금융손익	-1.8	-32.6	-37.6	-31.9	-31.9
이자비용	2.3	31.7	32.9	32.2	32.2
관계기업등 투자손익	-0.1	1.7	2.1	2.6	2.6
기타영업외손익	-1.5	-9.7	-3.3	0.5	0.4
세전계속사업이익	-12.6	5.2	25.6	29.2	31.5
계속사업법인세비용	-2.7	21.6	26.0	4.5	4.7
계속사업이익	-9.9	-16.4	-0.4	24.7	26.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-9.9	-16.4	-0.4	24.7	26.7
지배주주	-8.5	6.0	5.2	24.7	26.7
총포괄이익	-11.7	-17.7	-0.4	24.7	26.7
매출총이익률 (%)	14.4	19.9	21.8	21.3	21.2
영업이익률 (%)	-10.5	3.3	4.6	4.2	4.1
EBITDA마진률 (%)	-2.0	9.8	11.7	11.0	10.5
당기순이익률 (%)	-11.3	-1.2	0.0	1.8	1.8
ROA (%)	n/a	0.3	0.3	1.2	1.3
ROE (%)	n/a	0.9	0.7	3.4	3.6
ROIC (%)	n/a	-10.0	-0.1	3.2	3.4

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	134.5	163.0	30.5	28.1
P/B	n/a	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	-407.6	11.5	9.8	10.3	10.0
P/CF	n/a	4.8	5.3	7.0	6.9
배당수익률 (%)	!	0.6	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액		1,457.1	2.5	-1.4	5.9
영업이익		흑전	40.9	-10.0	4.1
세전이익		흑전	396.5	14.0	7.7
당기순이익		적지	적지	흑전	8.3
EPS		n/a	-26.3	433.8	8.6
안정성(%)					
부채비율	161.5	168.9	178.5	174.6	179.3
유동비율	100.3	120.7	96.2	99.9	111.4
순차입금/자기자본	99.1	101.5	115.4	106.8	100.2
영업이익/금융비용	-4.0	1.4	2.0	1.8	1.9
총차입금 (십억원)	890.1	917.4	1,043.4	1,043.4	1,103.4
순차입금 (십억원)	724.6	736.7	827.3	786.2	759.2
주당지표(원)					
EPS	n/a	521	383	2,047	2,222
BPS	53,425	53,061	54,085	55,550	57,171
CFPS		13,057	11,802	8,889	8,997
DPS		400	410	410	410

Stock Data

KOSPI(12/06)	2,081.8pt
시가총액	7,362억원
발행주식수	11,741천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	77,300/40,200원
90일 일평균거래대금	176억원
외국인 지분율	7.0%
배당수익률(19.12E)	0.7%
BPS(19.12E)	54,085원

주가수익률

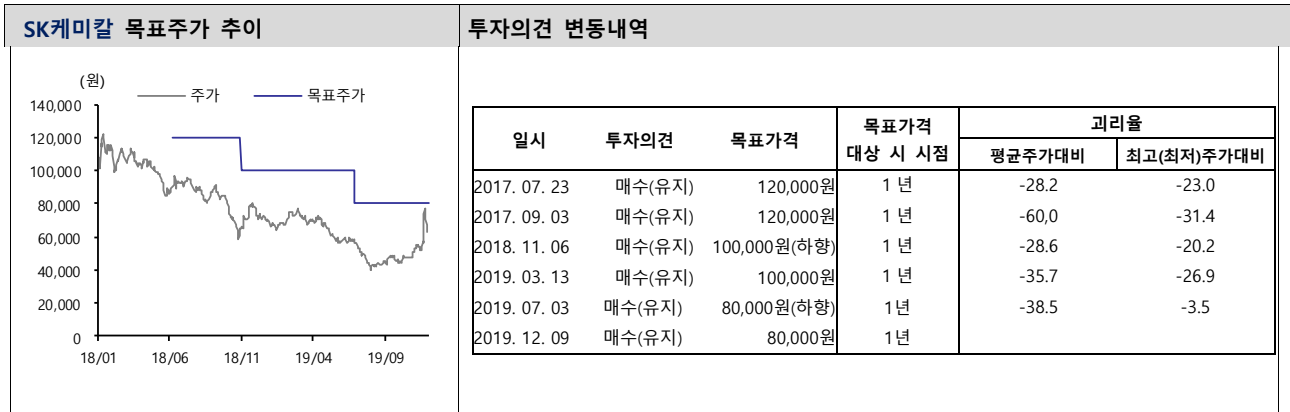
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	-19.0	22.5	8.9	-17.0
상대수익률	-16.3	26.4	9.3	-15.1

주주구성

SK 디스커버리 (외 10 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price





Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자인식)
- 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 당사에 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)	투자의견 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	52.4%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	1.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	45.8%	
		합계		100.0%	