

SK케미칼
(285130.KS)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

목표주가: 120,000원(상향) / 현재주가 : 100,500원(상승여력 : 19.4%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

수익성 개선, 신약 Pipeline 임상 진전으로 주가상승 모멘텀 있다

유가하락 등으로 코폴리에스터 수익성 개선

최근 코폴리에스터부문의 수익성 개선이 뚜렷하다. 유가하락 등으로 1Q20에 동부문 영업이익률이 10.7%(YoY +1.9%p)으로 개선되었다. 2Q20부터 코폴리에스터 매출이 코로나19 영향으로 보호장비, 투명차단막 등의 용도로 증가하고 있다. 따라서 2Q20 전사 영업이익은 시장컨센서스 수준(164억원)을 초과한 215억원내외로 추정된다(표3).

하반기에 신약Pipeline 임상진전으로 주가상승 모멘텀이 있다

최근 주식시장에서 신약개발 관련주의 주가 상승모멘텀이 좋다. 동사가 개발 중인 신약 후보물질의 임상진전으로 하반기에 주가상승 모멘텀이 발생할 전망이다.

첫째, 폐렴구균백신 Pipeline 가치가 증가하고 있다. 자회사 SK바이오사이언스는 사노피 파스퇴르와 글로벌 폐렴구균백신을 공동개발하고 있다. 폐렴구균백신 Pipeline 임상 1상이 1년 정도 기간을 거쳐 2019년말에 완료되었다. 2020년 3월에 미국 FDA 임상 2상 IND 신청을 거쳐, 7~8월경에는 임상 2상에 진입할 예정이다. 이 경우에 마일스톤 133억원(1,100만달러, 36개월간 수익 인식)을 받게 되고, 동시에 Pipeline 가치도 증가할 것이다.

둘째, 코로나19백신 국내 임상이 9월쯤 예정되어 있다. 국내에서 코로나19백신 개발업체(질병관리본부 긴급과제)로 선정, 합성항원백신으로 현재 전임상 중이다. 유동적이긴 하지만 9월쯤에는 임상에 진입할 예정이다. 코로나19가 장기화되어 백신수요가 증가할 것으로 예상된다. 동사의 코로나19 백신 개발이 경쟁제품보다 늦다 하더라도 국내 매출정도는 가능할 것이다. 자체 제품(코로나19백신)이 아니라도 안동공장(동물세포배양 방식)에서 CMO 등의 형태로 생산할 수도 있다.

3분기 주가상승 모멘텀 예상, 목표주가 120,000원으로 소폭 상향 조정

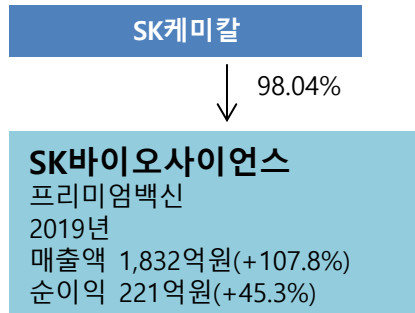
SK케미칼의 주가가 최근 3개월간 66% 상승했지만, 3분기에 추가적인 상승도 가능할 전망이다. 폐렴구균 Pipeline의 임상 2상 진입 임박, 코로나19 백신의 9월 임상 진입(예정)이 주가상승 모멘텀으로 작용할 것이다. 2분기 실적호조 전망도 주가에 플러스 요인이다. 기존 주가 밸류에이션에서 순차입금과 백신사업 가치 재조정으로 목표주가를 110,000원에서 120,000원으로 소폭 상향 조정한다(표4).

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	1,367.7	45.7	5.2	-16.4	521	n/a	134.2	134.5	11.5	1.3	0.9
2019	1,427.2	80.3	22.8	5.0	910	74.8	183.1	52.9	7.8	0.9	1.5
2020E	1,110.1	73.4	384.4	346.6	22,782	2,403.6	177.3	4.4	10.2	1.3	34.9
2021E	1,191.1	60.6	40.6	35.0	2,860	-87.4	165.5	35.1	10.8	1.3	3.4
2022E	1,278.0	77.9	58.8	50.0	4,109	43.7	183.0	24.5	9.6	1.2	4.6

자료 : SK케미칼, 상상인증권, 2020년 K-IFRS 연결기준, 바이오에너지 사업부 매각이익(영업외이익) 반영

[표 1] SK케미칼 자회사 현황



자료: 상상인증권, 자회사 이니츠는 2019년 모회사로 합병됨

[표 2] 사업부별 매출액 추이

(단위: 억원)

사업별	2018 1Q	2Q	3Q	4Q	2018	1Q	2Q	3Q	4Q	2019	1Q	2QE	3QE	4QE	2020E
코폴리에스터/DMT	1,057	1,224	1,293	1,225	4,800	1,242	1,209	1,185	1,072	4,708	1,206	1,173	1,256	1,136	4,771
						17.5%	-1.2%	-8.4%	-12.5%	-1.9%	-2.9%	-3%	6%	6%	1.3%
유화	390	151													
바이오에너지	583	840	867	499	2,788	670	855	969	668	3,162			-	-	-
						14.9%	1.8%	11.8%	33.9%	13.4%					
PPS(이니츠)	48	56	33	50	186	53	67	22	23	165	15	20	24	25	84
						10.4%	19.6%	-33.3%	-54.0%	-11.3%	-71.7%	-70%	8%	8%	-49.3%
기타	507	455	475	425	1,861	439	374	411	368	1,592	364	355	432	386	1,537
						-13.4%	-17.8%	-13.5%	-10%	-14.5%	-17.1%	-5%	5%	5%	-3.4%
소계	2,585	2,726	2,668	2,198	10,176	2,403	2,505	2,587	2,131	9,627	1,585	1,548	1,711	1,548	6,392
						-7.0%	-8.1%	-3.0%	-3.0%	-5.4%	-34.0%	-38.2%	-33.8%	-27.4%	-33.6%
제약	487	534	506	561	2,087	522	612	589	649	2,372	589	606	607	675	2,477
						7.2%	14.6%	16.4%	15.7%	13.7%	12.8%	-1.0%	3.0%	4.0%	4.4%
백신(SK바이오사이언스)	259	258	479	403	1,399	267	512	505	578	1,862	227	250	606	665	1,748
						3.1%	98.4%	5.4%	43.4%	33.1%	-15.0%	-51.2%	20.0%	15.0%	-6.1%
소계	746	792	984	964	3,487	789	1,124	1,094	1,227	4,234	816	856	1,213	1,340	4,224
						5.8%	41.9%	11.2%	27.3%	21.4%	3.4%	-23.9%	10.8%	9.2%	-0.2%
기타 자회사 연결 조정	-	191	19	113	14	2	172	123	145	442	123	120	120	120	483
합계	3,140	3,537	3,765	3,235	13,677	2,529	3,802	3,805	4,136	14,272	2,525	2,524	3,044	3,007	11,101
						-19.5%	7.5%	1.1%	27.9%	4.3%	-0.2%	-33.6%	-20.0%	-27.3%	-22.2%

자료: 상상인증권

[표 3] SK케미칼 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2019				2020E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	2,529	3,802	3,805	4,136	2,525	2,524	3,044	3,007
영업이익	-29	304	271	257	80	215	304	135
세전이익	-139	183	190	-5	39	163	3,555	87
순이익	-116	124	27	16	130	138	3,022	176
YoY(%)								
매출액	-19.5	7.5	1.1	27.9	-0.2	-33.6	-20.0	-27.3
영업이익	적전	189.6	-12.4	흑전	흑전	-29.5	12.3	-47.3
세전이익	적전	3,822.2	-17.8	적지	흑전	-11.4	1,773.1	흑전
순이익	적전	93.1	-84.0	흑전	흑전	11.6	11,227.4	1,011.2

자료: SK케미칼, 상상인증권, 2Q19년 220억원 로열티수익 반영, 3Q20에 바이오에너지 사업부 매각 특별이익 3,300억원 내외 계상

[표 4] SK케미칼 주가밸류에이션

(단위: 억원)

구분	EBITDA	정상적 순이익(추정)	Multiple	PER	기업가치평가액	비고
자체 사업가치						
그린케미칼/제약(감가상각 520억원)	480		10		4,800	바이오에너지 부문 차감 (PPS적자 고려 가치 상대적으로 적음)
백신(자회사, 독감백신, 대상포진백신 등)		175		33	5,767	정상 순이익(순이익률 10%) 가정
페렴구균백신 후보물질 가치(사노피 공동 개발)					9,040	(자회사 포함 연간 R&D비용 719억원)
자체 회사가치					19,607	
자회사 엔티스					350	평가액(2020년 추정이익 *PER 20배)
기타					305	
차입금(연결기준)					4,600	현재 순차입금 4,400억원 추정
기업가치					15,662	
보통주(주)					11,741,396	
우선주(주)					1,458,670	
자기주식(주)					13,064	
유통주식수(주)					13,187,002	
적정주가(원)					118,770	

자료: 상상인증권

- 자회사 백신사업가치는 아직 사업초기(성장기)라 감가상각비 등 고정비 부담으로 정상 영업이익이 아니므로 10% 순이익률을 가정하여 적용 평가했음(실제 2020년 순이익률은 이보다 적을 것임). 코로나19로 하반기 백신 매출액이 큰 폭으로 증가할 것으로 추정(표2). 하반기 페렴구균백신 Pipeline가치는 글로벌 피크매출 MS 50%, 성공확률 20%, 사노피와 50% 배분, 영업이익률 30%를 가정. 순차입금은 기존 5,700억원에서 하향 조정

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	717.2	792.0	1,051.0	1,095.4	1,148.1
현금 및 현금성자산	45.3	184.0	325.5	344.7	372.1
매출채권 및 기타채권	195.8	171.1	164.8	176.7	189.3
재고자산	329.0	330.6	263.6	265.0	265.1
기타유동자산	147.2	106.4	297.0	309.1	321.6
비유동자산	1,233.6	1,339.7	1,274.0	1,279.0	1,291.7
관계기업투자등	6.7	8.8	9.1	9.4	9.8
유형자산	1,103.3	1,165.1	1,140.4	1,145.7	1,157.8
무형자산	38.3	37.4	33.8	29.6	25.8
자산총계	1,950.8	2,131.7	2,324.9	2,374.4	2,439.8
유동부채	594.3	718.9	763.8	784.4	806.3
매입채무 및 기타채무	199.1	190.8	180.7	193.8	207.7
단기금융부채	325.9	453.0	395.0	395.0	395.0
기타유동부채	69.3	75.0	188.0	195.7	203.6
비유동부채	630.9	694.1	553.8	554.4	554.9
장기금융부채	591.5	678.5	540.5	540.5	540.5
기타비유동부채	39.5	15.6	13.3	13.9	14.4
부채총계	1,225.2	1,413.0	1,317.6	1,338.8	1,361.2
지배주주지분	691.8	715.6	1,004.2	1,032.5	1,075.5
자본금	65.2	66.0	66.0	66.0	66.0
자본잉여금	668.2	264.3	264.3	264.3	264.3
이익잉여금	-3.0	397.8	686.2	714.5	757.5
비지배주주지분(연결)	33.7	3.1	3.1	3.1	3.1
자본총계	725.6	718.7	1,007.3	1,035.9	1,078.6
현금흐름표					
(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	67.4	122.1	387.6	135.5	151.8
당기순이익(손실)	-16.4	5.0	346.6	35.0	50.0
비현금수익비용가감	167.6	167.1	48.6	102.1	102.1
유형자산감가상각비	84.4	97.6	98.9	100.4	101.3
무형자산상각비	4.0	5.1	5.0	4.4	3.8
기타현금수익비용	-1.8	-0.5	-55.3	-2.7	-3.0
영업활동 자산부채변동	-51.9	0.8	1.3	-1.6	-0.3
매출채권 감소(증가)	72.6	16.1	-9.8	-11.9	-12.7
재고자산 감소(증가)	-38.2	-2.6	-36.6	-1.4	-0.1
매입채무 증가(감소)	-68.0	-4.0	84.2	13.0	13.9
기타자산, 부채변동	-18.4	-8.7	-36.6	-1.4	-1.4
투자활동 현금	-146.0	-100.7	-83.1	-110.4	-118.4
유형자산처분(취득)	-81.8	-125.0	-97.9	-105.7	-113.4
무형자산 감소(증가)	-2.3	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-53.4	49.3	17.1	-0.9	-1.0
기타투자활동	-8.4	-24.1	-2.2	-3.7	-3.8
재무활동 현금	48.5	117.2	-163.5	-6.0	-6.0
차입금의 증가(감소)	27.5	150.8	-157.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	6.0	-6.0	-6.0	-6.0
배당금의 지급	0.0	5.3	6.0	6.0	6.0
기타재무활동	21.0	-39.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-109.9	138.7	141.6	19.2	27.4
기초현금	155.2	45.3	184.0	325.5	344.7
기말현금	45.3	184.0	325.5	344.7	372.1

자료: SK케미칼, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,367.7	1,427.2	1,110.1	1,191.1	1,278.0
매출원가	1,095.3	1,101.2	832.7	913.9	973.5
매출총이익	272.4	326.0	277.4	277.2	304.4
판매비와 관리비	226.7	245.7	203.9	216.5	226.5
영업이익	45.7	80.3	73.4	60.6	77.9
(EBITDA)	134.2	183.1	177.3	165.5	183.0
금융손익	-32.6	-35.0	-27.5	-23.1	-21.6
이자비용	31.7	33.3	24.4	23.4	21.9
관계기업등 투자손익	1.7	2.0	2.6	2.6	2.6
기타영업외손익	-9.7	-24.5	335.9	0.5	-0.1
세전계속사업이익	5.2	22.8	384.4	40.6	58.8
계속사업법인세비용	21.6	17.8	44.4	5.6	8.8
계속사업이익	-16.4	5.0	339.9	35.0	50.0
중단사업이익	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0
당기순이익	-16.4	5.0	346.6	35.0	50.0
지배주주	6.0	10.6	300.4	34.3	49.0
총포괄이익	-17.7	5.5	346.6	35.0	50.0
매출총이익률 (%)	19.9	22.8	25.0	23.3	23.8
영업이익률 (%)	3.3	5.6	6.6	5.1	6.1
EBITDA마진률 (%)	9.8	12.8	16.0	13.9	14.3
당기순이익률 (%)	-1.2	0.4	31.2	2.9	3.9
ROA (%)	0.3	0.5	13.5	1.5	2.0
ROE (%)	0.9	1.5	34.9	3.4	4.6
ROIC (%)	-10.0	1.2	4.2	3.4	4.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	134.5	52.9	4.4	35.1	24.5
P/B	1.3	0.9	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.5	7.8	10.2	10.8	9.6
P/CF	7.7	6.8	n/a	9.7	8.7
배당수익률 (%)	0.6	#VALUE	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	-22.2	7.3	7.3
영업이익	흑전	75.7	-8.6	-17.4	28.5
세전이익	흑전	342.7	1,582.3	-89.4	44.8
당기순이익	적지	흑전	6,801.9	-89.9	42.7
EPS	n/a	74.8	2,403.6	-87.4	43.7
안정성(%)					
부채비율	168.9	196.6	130.8	129.3	126.2
유동비율	120.7	110.2	137.6	139.6	142.4
순차입금/자기자본	101.5	119.5	53.0	49.4	44.6
영업이익/금융비용	1.4	2.4	3.0	2.6	3.6
총차입금 (십억원)	917.4	1,131.5	935.5	935.5	935.5
순차입금 (십억원)	736.7	858.8	534.3	512.1	481.5
주당지표(원)					
EPS	521	910	22,782	2,860	4,109
BPS	53,061	54,214	76,079	78,223	81,477
CFPS	13,057	14,778	n/a	10,385	11,518
DPS	400	460	460	460	460

Stock Data

KOSPI(06/22)	2,126.7pt
시가총액	11,800억원
발행주식수	11,741천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	103,000/40,200원
90일 일평균거래대금	674억원
외국인 지분율	8.9%
배당수익률(20.12E)	0.5%
BPS(20.12E)	76,079원

주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	4.6	6.1	66.1	70.3
상대수익률	-0.1	-1.8	69.6	70.3

주주구성

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

Stock Price



SK케미칼 목표주가 추이

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	목표 가격 대상 시 시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019. 03. 13	매수(유지)	100,000원	1년	-35.7	-26.9
2019. 07. 03	매수(유지)	80,000원(하향)	1년	-38.5	-3.5
2019. 12. 09	매수(유지)	80,000원	1년	-20	-12.6
2020. 02. 12	매수(유지)	90,000원(상향)	1년	-30.1	-21.4
2020. 03. 25	매수(유지)	90,000원(유지)	1년	-29.2	-14.7
2020. 03. 31	매수(유지)	110,000원(상향)	1년	-20.6	-6.4
2020. 06. 23	매수(유지)	120,000원(상향)	1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자가해기)

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)	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	54.0%	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%	1.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자 의견 없음)	등급보류	44.2%	
		합계		100.0%	