

SK케미칼 (285130)

한상원

sangwon.han@daishin.com

투자 의견

N/R

6개월 목표주가

N/R

현재주가

293,000

(21.08.12)

화학업종

Green Chemicals + Life Science

- 2017년 인적분할을 통해 지주사 SK디스커버리와 사업 회사 SK케미칼이 출범, 2018년 백신 사업을 물적분할(SK바이오사이언스)하여 2021년 3월에 상장
- 사업부는 크게 GC(Green Chemicals)와 LS(Life Science)로 구분: 1) GC 사업은 Co-polyester가 주력 제품이며, 2) LS 부문은 SK바이오사이언스(연결 자회사, 지분율 68%)와 Pharma 사업부(혈액순환 개선제, 관절염 치료제 등)로 구성
- Co-Polyester는 투명성, 내화학성을 강점으로 PC, PVC 및 유리 등을 대체하는 기능성 PET로 Eastman(미국)과 SK케미칼만 생산하는 글로벌 과점 구조

하반기 화학적 재활용 상업화 시작

- 재활용 플라스틱은 전기차가 내연기관을 대체하는 것과 같이 기존 원유 기반의 플라스틱을 대체하면서 향후 강한 수요 성장이 기대되는 분야
- 친환경(재활용) 제품에 대한 전방 고객사들의 니즈는 확대 추세. 현재는 MR(기계적 재활용) 단계이나 점차 CR(화학적 재활용) 방식의 적용이 확대될 전망
- 9월부터 CR 방식의 CoPoly 제품 상업화 예정. 7월부터 가동을 시작한 신규 라인(#4 Capa 7만톤/년)을 활용하여 양산할 계획이며, 지난 4월 중국 Shuye에 지분 투자를 통해 연간 최소 2만톤 규모의 원재료(r-BHT) 구매 권한을 확보
- 이를 통해 친환경 제품 비중을 현재 1%의 수준에서 2025년 50%, 2030년 100%로 전환할 계획 vs. 참고로 글로벌 PET 시장은 연간 약 1억톤 규모

과도한 지분 가치 할인과 본업의 가치 부각

- 현재 주가는 2021~22년 예상 실적 기준 PER 8배 전후에 불과, SK바이오사이언스에 대한 지분 가치를 기준으로도 할인율이 약 80%까지 과도하게 확대
- 할인율 확대의 시작점이 SKBS의 강한 주가 상승이었던 점을 감안하면 보수적으로 가정(할인율 70%)해도 지분 가치만으로 30%의 추가 상승여력이 존재
- 특히 하반기부터는 CR 방식의 친환경 제품 생산이 상업화되면서 본업의 가치 부각도 기대 가능 판단: GC/Pharma 합산 1.0조원으로 평가
- 결론적으로 SKBS 지분 가치 만으로도 주가의 상승여력이 존재하며, 친환경 사업 등 본업의 가치까지 감안 시 주가의 상승여력은 65% 수준

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	0	88	1,368	1,113	1,215
영업이익	0	-9	46	41	106
세전순이익	0	-13	5	-14	19
총당기순이익	0	-10	-16	5	255
지배지분순이익	0	-9	6	11	254
EPS	0	-737	464	807	19,267
PER	0	0.0	150.7	75.7	18.3
BPS	0	53,425	53,061	54,268	73,060
PBR	0	0.0	1.3	1.2	5.4
ROE	0	-2.5	0.9	1.5	30.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

KOSPI	3208.38
시가총액	3,644십억원
시가총액비중	0.16%
지분금(보통주)	59십억원
52주 최고/최저	462,500원 / 237,000원
120일 평균거래대금	565억원
외국인지분율	17.18%
주요주주	SK디스커버리 외 9인 35.18% 국민연금공단 6.14%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.4	16.3	-26.8	-26.8
상대수익률	19.8	14.6	-29.3	-44.5

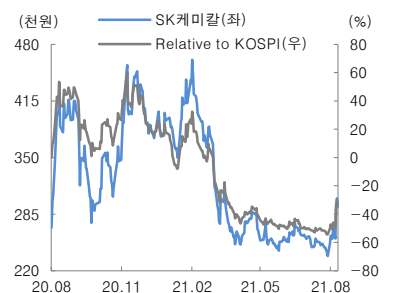
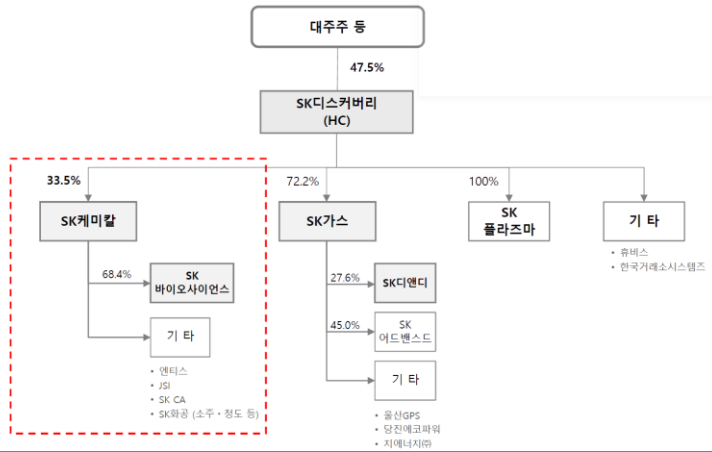
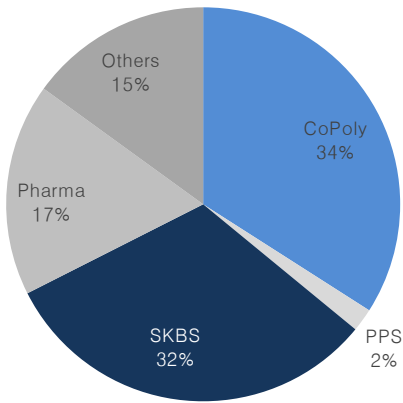


그림 1. SK 케미칼 지배구조



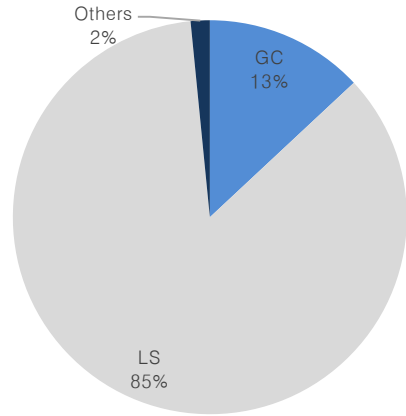
자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

그림 2. 사업 부문별 매출 비중(1H21 기준)



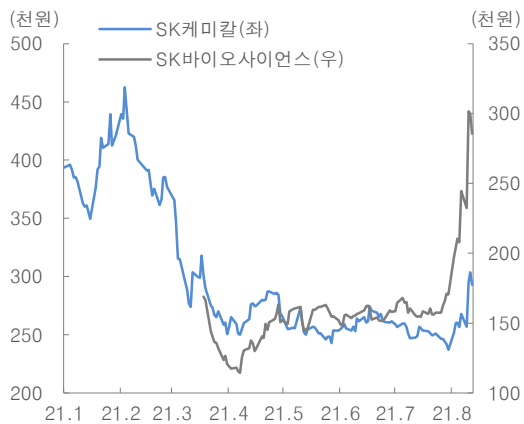
자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

그림 3. 사업 부문별 이익 비중(1H21 기준)



자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

그림 4. SK 케미칼 vs. SK 바이오사이언스 주가 추이



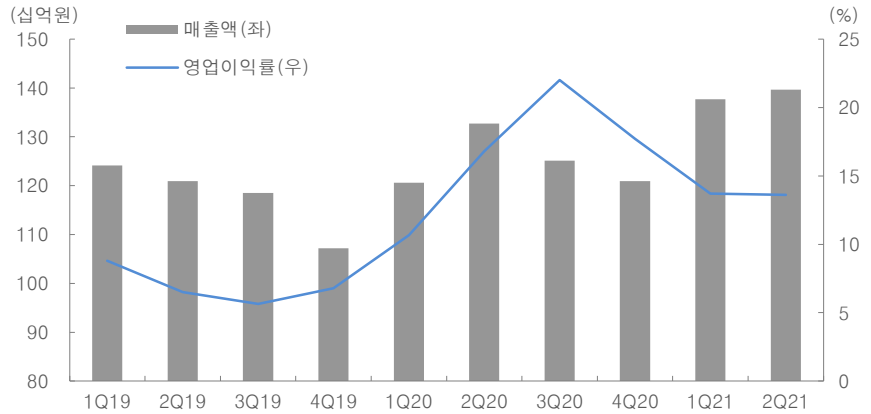
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 5. SK 바이오사이언스 지분가치 할인율



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 6. Co-Poly 사업 분기별 영업실적 추이



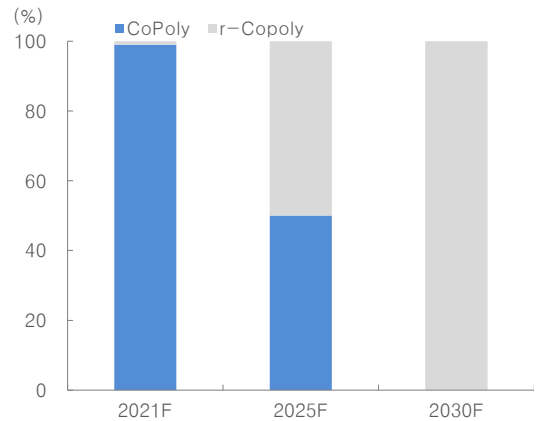
자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

그림 7. r-CoPoly 사업 계획

- Chemical Recycling Copolyester 생산 기반 확보
 - Chemical Recycle 기술 및 장비 보유 기업과의 Recycle 원료 공급계약 체결 ('21년 4월)
 - 원료 구매 관련 및 관련 제품이 한국시장 독점권 확보
- 세계 최초 r-Copolyester 상업 생산 현실화
 - 신규설비(44) 기반 "EcoNova CR" 생산 개시 ('21년 하반기)
- 안정적인 생산기반 구축 및 신규사업 기회 확보를 통한 Recycle 시장 선점
 - New Business Partner 활용, 추가적인 Chemical Recycle 원료 확보 추진
 - Chemical Recycle 공정 내재화를 통한 Recycle 사업 경쟁력 강화
- 제품 Portfolio 확대 및 친환경 Business Model 강화
 - 지속적인 R&D 투자를 통한 친환경 폐기물 솔루션 소재 판매 확대
 - Recycle portfolio '25년까지 50% 비중 확대, '30년까지 100% 대체

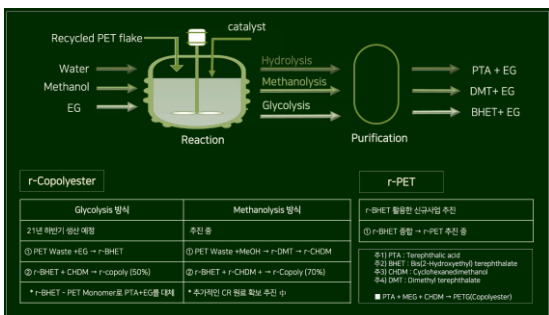
자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

그림 8. CoPoly 제품별 비중 변화



자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

그림 9. r-CoPoly 생산 기술



자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

그림 10. r-CoPoly 원료 조달

1. Biz. Partner : Shuye (중국)
 2. 투자구분 : 지분투자 10% ('21년 4월 30일 취득완료)
 3. 투자규모 : 230 억원
 4. 확보 원료 : r-BHET
 5. 원료확보율 : 2만톤 구매 권한 확보
- Partner사 개요**

 - (1) 중국 광둥성 싼투우에 위치('95년 12월 설립)
 - (2) PET recycle Resin & film 등 주로 포장재 / 필름 사업을 영위
 - (3) Chemical Recycling 기술 / 상업설비 보유
 - (4) 현재 5~7만톤 CAPA의 r-BHET 상업화 공장 보유
 - (5) 생산기종 : '17년 Pilot 생산, '19년 Commercial 개시
 - (6) '20년 기준 매출액 1,390억원 / 순이익 145억 ('18~'20년 연간 성장률 약 11%)
 - (7) 상장예정일 : '22년 6월 상장 목표 (커싱판 상장 추진)

자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

SK 케미칼 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	전체	252.5	288.4	352.1	321.6	378.8	435.7	601.6	855.9	1,214.7	2,271.9	3,600.0
	GC	160.0	173.6	169.7	165.6	187.2	194.9	227.0	248.1	668.8	857.2	996.1
	-CoPoly	120.6	132.7	125.1	120.9	137.7	139.7			499.4		
	-PPS	1.5	4.6	5.2	4.5	5.6	9.9			15.8		
	LS	80.2	102.8	168.4	126.6	176.8	222.6	358.0	590.5	478.0	1,347.9	2,603.9
	-Pharma	57.6	63.4	68.6	62.8	64.1	78.0			252.4		
-SKBS	22.7	39.4	99.8	63.8	112.7	144.6			225.6			
영업이익	전체	8.0	17.6	52.3	28.3	73.0	86.1	141.7	232.0	106.3	532.8	513.0
	GC	0.1	6.6	4.8	-3.5	7.4	7.6	12.5	13.6	8.0	41.2	62.2
	-CoPoly	12.9	22.3	27.5	21.4	18.9	19.0			84.1		
	-PPS	-11.4	-14.8	-17.5	-17.8	-11.0	-6.1			-61.5		
	LS	5.5	8.9	46.6	17.1	60.9	75.0	125.1	214.5	78.1	475.5	450.8
	-Pharma	9.9	12.0	9.1	9.5	7.2	8.8			40.4		
-SKBS	-4.4	-3.1	37.6	7.7	53.7	66.2			37.7			
영업이익률	전체	3.2	6.1	14.9	8.8	19.3	19.8	23.6	27.1	8.7	23.5	14.2
	GC	0.1	3.8	2.8	-2.1	4.0	3.9	5.5	5.5	1.2	4.8	6.2
	-CoPoly	10.7	16.8	22.0	17.7	13.7	13.6			16.8		
	-PPS	-764.1	-324.1	-335.1	-393.1	-197.6	-61.8			-389.1		
	LS	6.9	8.6	27.7	13.5	34.4	33.7	35.0	36.3	16.3	35.3	17.3
	-Pharma	17.2	18.9	13.3	15.1	11.2	11.3			16.0		
-SKBS	-19.5	-7.8	37.6	12.0	47.7	45.7			16.7			
증감률(%YoY)	매출액											
	전체	-20.9	-24.1	-7.4	-7.3	50.0	51.1	70.8	166.1	-14.9	87.0	58.5
	GC	-33.4	-30.7	-34.4	-22.3	17.0	12.3	33.8	49.8	-30.5	28.2	16.2
LS	1.7	-8.5	53.9	5.7	120.3	116.6	112.7	366.5	13.7	182.0	93.2	
영업이익	전체	117.9	-42.0	92.9	48.6	810.6	387.8	171.0	719.4	32.4	401.3	-3.7
	GC	-97.4	168.9	-24.6	적전	6,709.0	15.9	158.5	흑전	-50.8	416.0	51.0
	LS	흑전	-66.5	145.2	26.1	1,005.7	746.0	168.3	1,153.3	32.6	508.6	-5.2
증감률(%QoQ)	매출액											
	전체	-27.2	14.2	22.1	-8.7	17.8	15.0	38.1	42.3			
	GC	-24.9	8.5	-2.2	-2.5	13.1	4.1	16.5	9.3			
LS	-33.0	28.1	63.8	-24.8	39.7	25.9	60.8	64.9				
영업이익	전체	-57.9	120.1	196.4	-45.9	157.9	17.9	64.7	63.7			
	GC	-96.5	5,908.8	-26.4	적전	흑전	2.3	64.3	8.9			
	LS	-59.4	60.9	426.4	-63.3	255.7	23.1	66.9	71.4			

자료: SK 케미칼, 대신증권 Research 센터

SK 케미칼 적정 시가총액 산출

(단위: 십억원, 배)

	EBITDA	배수	가치 비교
영업가치			1,049.5
GreenChem	142.1	4.7	671.6 한국 석유화학 평균 대비 30% 할증
Pharma	37.8	10.0	377.9 제약업 평균 수준
자산가치			4,510.7
SKBS			4,481.7 시가총액*지분율(68%)*할인율(70%)
투자자산			29.0 장부가 20% 할인
순차입금			-329.8 1Q21 말 기준(SKBS 제외)
우선주			200.6 8월 12일 기준 시가총액
적정 시총			5,689.4
현재 시총			3,443.2
상승여력			65.2

주1: 영업가치 평가는 2022년 예상 실적을 기준으로 산출

주2: GreenChem 사업은 2H21 페플라스틱 재활용 상업화를 감안하여 할증 적용

주3: 보수적인 가치 산정을 위해 SK 바이오사이언스 지분 가치에 대해서는 상장 이후 고점권의 할인율을 적용

자료: 대신증권 Research Center

1. 기업개요

기업 및 경영진 현황

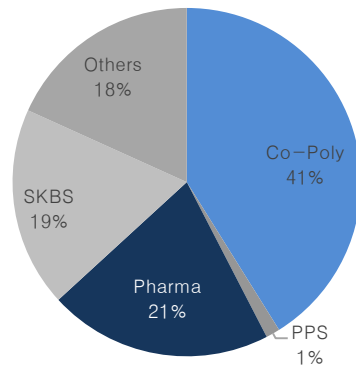
- SK 케미칼 대표는 김철, 전광현 공동 대표
- 사업부는 크게 Green Chemicals, Life Science 로 구분
- GC 사업의 주력 제품은 Co-Polyester(기능성 PET)
- 연결 자회사 SK 바이오사이언스의 최대 주주(지분을 68%)

주가 변동요인

- CoPoly 제품의 수익성 변동
- 화학적 재활용 플라스틱 상업화, 규제 변화 등
- SK 바이오사이언스 지분 가치의 변화

자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

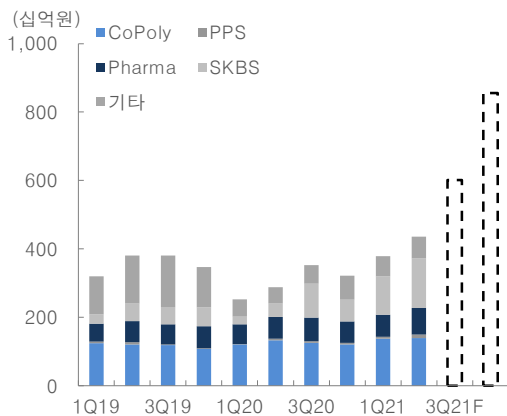
매출 비중 (2020년 기준)



자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

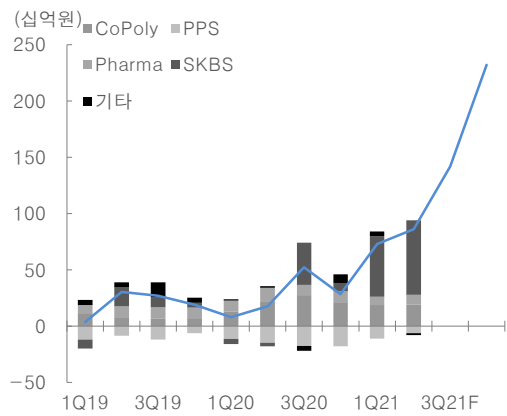
2. Earnings Driver

분기별 매출액 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

분기별 영업이익 추이 및 전망



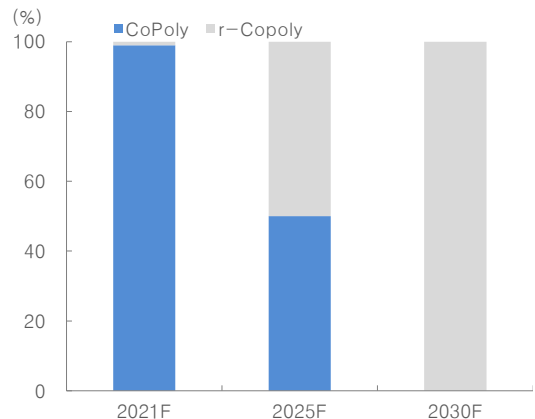
자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

r-CoPoly(재활용 플라스틱) 사업 추진 계획

- Chemical Recycling Copolyester 생산 기반 확보**
 - Chemical Recycle 기술 및 장비 보유 기업과의 Recycle 원료 공급계약 체결 (21년 4월)
 - 원료 구매 권한 및 관련 제품의 한국시장 독점권 확보
- 세계 최초 r-Copolyester 상업 생산 현실화**
 - 신규생비(#4) 기반 "Ecotria CR" 생산 개시 (21년 하반기)
- 안정적인 생산기반 구축 및 신규사업 기회 확보를 통한 Recycle 시장 선점**
 - New Business Partner 활용, 추가적인 Chemical Recycle 원료 확보 추진
 - Chemical Recycle 공정 내재화를 통한 Recycle 사업 경쟁력 강화
- 제품 Portfolio 확대 및 친환경 Business Model 강화**
 - 지속적인 R&D 투자를 통한 친환경 폐기물 솔루션 소재 판매 확대
 - Recycle portfolio '25년까지 50% 비중 확대, '30년까지 100% 대체

자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

CoPoly 제품별 비중 변화



자료: SK케미칼, 대신증권 Research Center

재무제표

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	0	88	1,368	1,113	1,215
매출원가	0	75	1,095	842	864
매출총이익	0	13	272	271	350
판매비와관리비	0	22	227	230	244
영업이익	0	-9	46	41	106
영업외수익	0	-10.5	3.3	3.7	8.7
EBITDA	0	-2	134	144	204
영업외손익	0	-3	-41	-55	-87
관개업손익	0	0	2	2	2
금융수익	0	2	22	26	44
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	4	-50	-54	-65
외환관련손실	0	2	17	18	28
기타	0	-10	-15	-29	-68
법인세비용차감전순이익	0	-13	5	-14	19
법인세비용	0	-3	-22	-9	-10
계속사업순이익	0	-10	-16	-23	9
중단사업순이익	0	0	0	28	246
당기순이익	0	-10	-16	5	255
당기순이익외	0	-11.3	-1.2	0.5	21.0
비재계분순이익	0	-1	-22	-6	1
재계분순이익	0	-9	6	11	254
매도금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	-10	-18	1	252
비재계분포괄이익	0	-1	-23	-6	1
재계분포괄이익	0	-9	4	7	251

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	0	-737	464	846	21,454
PER	0	0.0	150.7	75.7	18.3
BPS	0	53,425	53,061	54,214	72,187
PBR	0	0.0	1.3	1.2	5.4
EBITDAPS	0	-154	11,592	12,327	17,412
EV/EBITDA	0	N/A	12.0	11.5	25.2
SPS	0	6,737	104,898	84,715	92,023
PSR	0	0.0	0.7	0.8	4.3
CFPS	0	91	11,596	13,101	14,422
DPS	0	0	400	450	2,000

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
성장성					
매출액 증율	0	0	1,457.1	-18.6	9.1
영업이익 증율	0	0	흑전	-9.8	157.8
순이익 증율	0	0	적지	흑전	4,981.3
수익성					
ROIC	0	-1.0	-9.8	4.4	3.6
ROA	0	-1.0	2.4	2.0	5.0
ROE	0	-2.5	0.9	1.5	30.5
안정성					
부채비율	0	161.5	168.9	196.6	121.1
순차입금비율	0	99.1	101.5	119.5	29.4
이자보상배율	0	-4.0	1.4	1.3	4.4

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	0	663	717	792	923
현금및현금성자산	0	155	45	184	87
매출채권 및 기타채권	0	194	196	171	226
재고자산	0	290	329	331	253
기타유동자산	0	23	147	106	358
비유동자산	0	1,250	1,234	1,340	1,197
유형자산	0	1,098	1,103	1,165	1,070
투자자산	0	7	7	9	9
기타비유동자산	0	144	124	166	118
자산총계	0	1,912	1,951	2,132	2,120
유동부채	0	661	594	719	646
매입채무 및 기타채무	0	247	241	244	252
차입금	0	130	181	199	108
유동상차부	0	274	145	253	100
기타유동부채	0	9	27	23	186
비유동부채	0	520	631	694	515
차입금	0	484	586	632	492
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	36	45	63	24
부채총계	0	1,181	1,225	1,413	1,161
자본부분	0	697	692	716	953
자본금	0	65	65	66	66
자본잉여금	0	667	668	264	264
이익잉여금	0	-9	-3	398	643
기타자본변동	0	-27	-39	-12	-21
비재계분	0	35	34	3	6
자본총계	0	731	726	719	959
순차입금	0	725	737	859	282

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	0	-11	67	122	247
당기순이익	0	-10	-16	5	255
비현금형식의기갑	0	11	168	167	-65
감가상각비	0	7	88	103	98
오환손익	0	0	0	1	-8
자본평가손익	0	0	-2	-2	-2
기타	0	4	81	65	-153
자산부채의증감	0	-10	-52	1	98
기타현금흐름	0	-2	-32	-51	-42
투자활동 현금흐름	0	-9	-146	-101	41
투자자산	0	0	-11	-1	3
유형자산	0	-8	-82	-125	-95
기타	0	0	-53	25	133
재무활동 현금흐름	0	8	48	117	-385
단기차입금	0	-3	25	18	-83
사채	0	0	204	294	0
장기차입금	0	45	46	-9	-31
유상증자	0	0	0	-389	0
현금배당	0	0	0	-5	-6
기타	0	-33	-226	208	-265
현금의 증감	0	-11	-110	139	-97
기초 현금	0	166	155	45	184
기말 현금	0	155	45	184	87
NOPLAT	0	-7	-145	67	50
FCF	0	-9	-141	42	55

자료: SK 케미칼 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한상원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK케미칼(285130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	투자이견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)
제시일자	투자이견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)
제시일자	투자이견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)
제시일자	투자이견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210810)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.0%	0.9%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상