

2021. 8. 11

## 헬스케어팀

서근희, Ph.D.

Analyst

keunhee.seo@samsung.com

# SK케미칼 (285130)

## 사업부 재평가 필요

- 자회사 SK바이오사이언스 지분 가치 증대 대비 저평가로 할인율 축소 기대.
- 투자 의견 Buy, 목표주가 50만원 제시: SK바이오사이언스 상장으로 지분 가치 희석 및 지주사 할인 반영을 위해 기존 DCF 밸류에이션 방법에서 SOTP로 변경.

### WHAT'S THE STORY?

**2Q21 review:** 연결 기준 매출액 4,357억원 (+51.1% y-y, +15.0% q-q), 영업이익 861억원 (+387.9% y-y, +17.9% q-q), 순이익 693억원 달성. 자회사 SK바이오사이언스 코로나19 백신 관련 매출 증가로 매출액 1,446억원 (+266.8% y-y), 영업이익 662억원 (흑전 y-y) 기록, SK케미칼 실적 성장 견인. Copoly 사업부 매출액 1,397억원 (+5.1% y-y), 영업이익 190억원 (-14.7% y-y)으로 수요처 확대에 따른 매출 성장. PPS 사업부 매출액 99억원 (+114.8% y-y), 영업이익 61억원 (적지 y-y)으로 적자폭 축소. Pharma 사업부 매출액 780억원 (+23.6% y-y), 영업이익 88억원 (-26.6% y-y)으로 안정적 성장세.

**2021년 outlook:** 본업 매출액 1조원 (+9.2% y-y), 영업이익 672억원 (+38.8% y-y), 자회사 SK바이오사이언스 매출액 1.1조원 (+387.5% y-y), 영업이익 4,748억원 (+1,130.3% y-y) 예상. SK바이오사이언스 1) 기존 백신 도입 품목 계약 종료 및 인플루엔자 백신 판매 제품 전환으로 매출 973억원 (-55.4% y-y), 2) 코로나19 백신 CMO/CDMO 3,312억원 (100배치 생산), 3) 코로나19 백신 노바백스 국내 판매 6,750억원 등 반영.

**투자 의견 Buy, 목표주가 50만원으로 하향 조정:** 자회사 SK바이오사이언스의 코로나19 백신 매출 본격화로 SK케미칼 연결 실적 개선 전망. 하지만 자회사 SK바이오사이언스 상장으로 SK케미칼 기업 가치에 반영되는 코로나19 백신 관련 사업 지분 가치 희석 및 지주사 할인 반영을 위해 기존 DCF 밸류에이션 방법에서 SOTP 밸류에이션으로 변경하여 목표주가 산출. Green Chemical(GC) 사업 부문 가치 3,790억원 (12M Fwd EBITDA 499억원에 화학 업종 평균 EV/EBITDA 7.6배), Pharma 사업 부문 가치 6,057억원 (12M Fwd EBITDA 433억원에 제약 업종 평균 EV/EBITDA 14배), SK바이오사이언스 시가 총액(23조원)에 70% 할인율, 순현금 (SK바이오사이언스 순현금 제외) 등을 합쳐 목표주가 50만원 산출. SK케미칼 현재 주가는 최근 SK바이오사이언스의 추가 급등으로 자회사 지분가치의 괴리 확대로 SK바이오사이언스 시가 총액 기준 지분 가치 85% 할인, 국내 지주사 평균 할인율 40% 대비 저평가. 본업 GC 및 Pharma 사업부 더딘 성장 속도로 사업 가치 감경이 저평가의 주요 원인. SK바이오사이언스 주식 매각 가능성 낮으며 (락업 6개월), 국내 지주회사 평균 할인율(30-40%) 적용 시 기업 가치 추가 상승 기대.

### 분기 실적

| (십억원)          | 2Q21  | 증감 (%)  |        | 차이 (%)  |        |
|----------------|-------|---------|--------|---------|--------|
|                |       | 전년동기 대비 | 전분기 대비 | 삼성증권 추정 | 컨센서스   |
| 매출액            | 435.7 | 51.1    | 15.0   | 35.6    | 6.6    |
| 영업이익           | 86.1  | 387.9   | 17.9   | 33.8    | 11.9   |
| 세전이익           | 89.3  | 1,659.9 | 26.2   | 46.4    | 28.1   |
| 순이익            | 69.3  | (71.0)  | 37.3   | 45.7    | (76.0) |
| <b>이익률 (%)</b> |       |         |        |         |        |
| 영업이익           | 19.8  |         |        |         |        |
| 세전이익           | 20.5  |         |        |         |        |
| 순이익            | 15.9  |         |        |         |        |

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

### Valuation summary

|                      | 2020    | 2021E   | 2022E   |
|----------------------|---------|---------|---------|
| <b>Valuation (배)</b> |         |         |         |
| P/E                  | 20.4    | 10.1    | 9.0     |
| P/B                  | 5.4     | 1.5     | 1.3     |
| EV/EBITDA            | 26.9    | 3.1     | 2.2     |
| Div yield (%)        | 0.5     | 0.8     | 0.8     |
| EPS 증가율 (%)          | 2,288.4 | 31.5    | 12.4    |
| ROE (%)              | 30.5    | 21.1    | 15.7    |
| <b>주당지표 (원)</b>      |         |         |         |
| EPS                  | 19,267  | 25,341  | 28,480  |
| BVPS                 | 73,061  | 170,449 | 197,474 |
| DPS                  | 2,000   | 2,000   | 2,000   |

### ▶ AT A GLANCE

| 투자의견           | BUY                 |       |
|----------------|---------------------|-------|
| 목표주가           | 500,000원            | 69.5% |
| 현재주가           | 295,000원            |       |
| 시가총액           | 3.5조원               |       |
| Shares (float) | 11,751,396주 (64.7%) |       |
| 52주 최저/최고      | 237,000원/462,500원   |       |
| 60일-평균거래대금     | 405.9억원             |       |

### ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

|                    | 1M   | 6M    | 12M   |
|--------------------|------|-------|-------|
| SK케미칼 (%)          | 19.4 | -26.3 | -26.5 |
| Kospi 지수 대비 (%pts) | 18.5 | -29.6 | -45.9 |

### ▶ KEY CHANGES

| (원)       | New     | Old     | Diff   |
|-----------|---------|---------|--------|
| 투자의견      | BUY     | BUY     |        |
| 목표주가      | 500,000 | 550,000 | -9.1%  |
| 2021E EPS | 25,341  | 26,130  | -3.0%  |
| 2022E EPS | 28,480  | 48,523  | -41.3% |

### ▶ SAMSUNG vs THE STREET

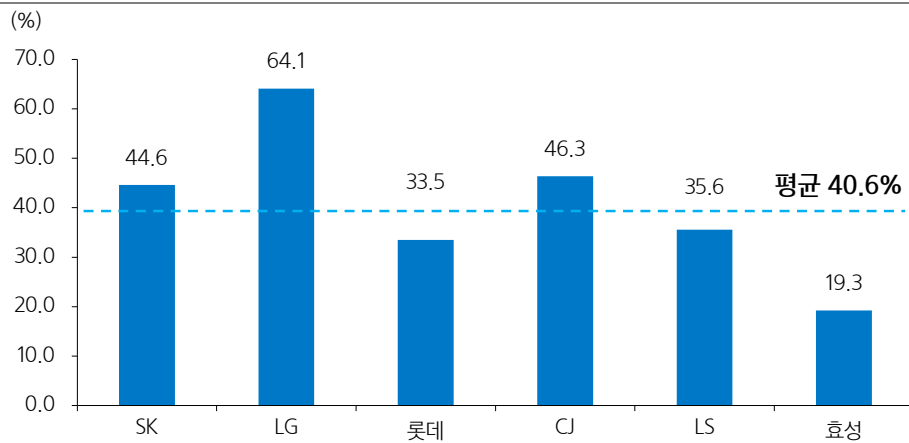
|   |         |
|---|---------|
| No of estimates                                     | 1       |
| Target price  | 380,000 |
| Recommendation                                      | 4.0     |
| BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1 |         |

SK케미칼 SOTP 밸류에이션 (신규)

| (십억원)          | 환산가치    | 12 Fwd EBITDA | EV/EBITDA (배)        |
|----------------|---------|---------------|----------------------|
| 영업가치 (A)       | 9,848   |               |                      |
| Green Chemical | 3,790   | 499           | 7.6                  |
| Life Science   | 6,057   | 433           | 14.0                 |
| 비영업가치 (B)      | 47,350  |               |                      |
| SK바이오사이언스      | 47,350  |               | 지분율 68% 및 할인율 70% 반영 |
| 순현금 (C)        | 1,190   |               | SK바이오사이언스 순현금 제외     |
| 합산가치 (A+B+C)   | 58,387  |               |                      |
| 보통주주식수 (D, 천주) | 11,741  |               |                      |
| 적정주가 (원)       | 497,275 |               |                      |
| 목표주가 (원)       | 500,000 |               |                      |

참고: 글로벌 화학업종 EV/EBITDA 평균 7.6배 및 커버리지 내 대형제약사 (한미약품 제외) EV/EBITDA 평균 14배 적용.  
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

국내 주요 지주사 NAV 할인율



자료: 각 사, 삼성증권 정리

포괄손익계산서

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2019  | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액              | 1,113 | 1,215  | 2,181  | 2,527  | 2,531  |
| 매출원가             | 842   | 864    | 1,423  | 1,592  | 1,569  |
| 매출총이익            | 271   | 350    | 758    | 935    | 962    |
| (매출총이익률, %)      | 24.4  | 28.8   | 34.8   | 37.0   | 38.0   |
| 판매 및 일반관리비       | 230   | 244    | 209    | 309    | 501    |
| 영업이익             | 41    | 106    | 549    | 626    | 460    |
| (영업이익률, %)       | 3.7   | 8.7    | 25.2   | 24.8   | 18.2   |
| 영업외손익            | -18   | 238    | 6      | 13     | -8     |
| 금융수익             | 26    | 44     | 67     | 76     | 6      |
| 금융비용             | 54    | 65     | 50     | 49     | 14     |
| 지분법손익            | 2     | 2      | 1      | 0      | 0      |
| 기타               | 8     | 258    | -11    | -14    | 0      |
| 세전이익             | 23    | 344    | 556    | 639    | 453    |
| 법인세              | 9     | 10     | 127    | 141    | 72     |
| (법인세율, %)        | 38.9  | 2.9    | 22.9   | 22.0   | 15.9   |
| 계속사업이익           | -23   | 9      | 428    | 499    | 380    |
| 중단사업이익           | 28    | 246    | 0      | 0      | 0      |
| 순이익              | 5     | 255    | 428    | 499    | 380    |
| (순이익률, %)        | 0.5   | 21.0   | 19.6   | 19.7   | 15.0   |
| 지배주주순이익          | 11    | 254    | 335    | 376    | 287    |
| 비지배주주순이익         | -6    | 1      | 94     | 123    | 93     |
| EBITDA           | 144   | 204    | 638    | 705    | 531    |
| (EBITDA 이익률, %)  | 12.9  | 16.8   | 29.2   | 27.9   | 21.0   |
| EPS (지배주주)       | 807   | 19,267 | 25,341 | 28,480 | 21,726 |
| EPS (연결기준)       | 382   | 19,330 | 32,432 | 37,756 | 28,802 |
| 수정 EPS (원)*      | 807   | 19,267 | 25,341 | 28,480 | 21,726 |

현금흐름표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E  | 2022E | 2023E |
|------------------|------|------|--------|-------|-------|
| 영업활동에서의 현금흐름     | 122  | 247  | 581    | 573   | 447   |
| 당기순이익            | 5    | 255  | 428    | 499   | 380   |
| 현금유출입이없는 비용 및 수익 | 167  | -65  | 227    | 230   | 150   |
| 유형자산 감가상각비       | 98   | 92   | 82     | 73    | 66    |
| 무형자산 상각비         | 5    | 6    | 7      | 6     | 5     |
| 기타               | 64   | -163 | 138    | 151   | 80    |
| 영업활동 자산부채 변동     | 1    | 98   | 105    | 1     | 0     |
| 투자활동에서의 현금흐름     | -101 | 41   | -1,597 | -162  | 2     |
| 유형자산 증감          | -125 | -95  | -48    | -10   | 0     |
| 장단기금융자산의 증감      | -1   | 4    | -1,897 | -157  | -3    |
| 기타               | 25   | 132  | 348    | 5     | 5     |
| 재무활동에서의 현금흐름     | 117  | -385 | 1,325  | -23   | -193  |
| 차입금의 증가(감소)      | 214  | -415 | -134   | 0     | -169  |
| 자본금의 증가(감소)      | -403 | 0    | 961    | 0     | 0     |
| 배당금              | -5   | -6   | -26    | -23   | -23   |
| 기타               | 311  | 36   | 523    | 0     | 0     |
| 현금증감             | 139  | -97  | 334    | 387   | 256   |
| 기초현금             | 45   | 184  | 87     | 421   | 808   |
| 기말현금             | 184  | 87   | 421    | 808   | 1,065 |
| Gross cash flow  | 172  | 190  | 655    | 729   | 531   |
| Free cash flow   | -5   | 152  | 532    | 563   | 447   |

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

재무상태표

| 12월 31일 기준 (십억원) | 2019  | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산             | 792   | 923   | 2,943  | 3,567  | 3,826  |
| 현금 및 현금등가물       | 184   | 87    | 421    | 808    | 1,065  |
| 매출채권             | 168   | 147   | 214    | 260    | 260    |
| 재고자산             | 331   | 253   | 273    | 295    | 296    |
| 기타               | 109   | 437   | 2,035  | 2,203  | 2,206  |
| 비유동자산            | 1,340 | 1,197 | 1,183  | 1,117  | 1,046  |
| 투자자산             | 44    | 34    | 58     | 60     | 60     |
| 유형자산             | 1,165 | 1,070 | 1,036  | 973    | 907    |
| 무형자산             | 37    | 37    | 37     | 31     | 26     |
| 기타               | 93    | 56    | 53     | 53     | 53     |
| 자산총계             | 2,132 | 2,120 | 4,126  | 4,684  | 4,873  |
| 유동부채             | 719   | 646   | 973    | 1,053  | 885    |
| 매입채무             | 146   | 84    | 112    | 136    | 136    |
| 단기차입금            | 199   | 108   | 11     | 11     | 11     |
| 기타 유동부채          | 374   | 454   | 850    | 907    | 738    |
| 비유동부채            | 694   | 515   | 422    | 423    | 423    |
| 사채 및 장기차입금       | 632   | 492   | 392    | 392    | 392    |
| 기타 비유동부채         | 63    | 24    | 30     | 31     | 31     |
| 부채총계             | 1,413 | 1,161 | 1,395  | 1,477  | 1,309  |
| 지배주주지분           | 716   | 953   | 2,225  | 2,577  | 2,841  |
| 자본금              | 66    | 66    | 66     | 66     | 66     |
| 자본잉여금            | 264   | 264   | 1,225  | 1,225  | 1,225  |
| 이익잉여금            | 398   | 643   | 952    | 1,305  | 1,568  |
| 기타               | -12   | -21   | -19    | -19    | -19    |
| 비지배주주지분          | 3     | 6     | 507    | 630    | 723    |
| 자본총계             | 719   | 959   | 2,732  | 3,207  | 3,564  |
| 순부채              | 947   | 622   | -1,719 | -2,261 | -2,689 |

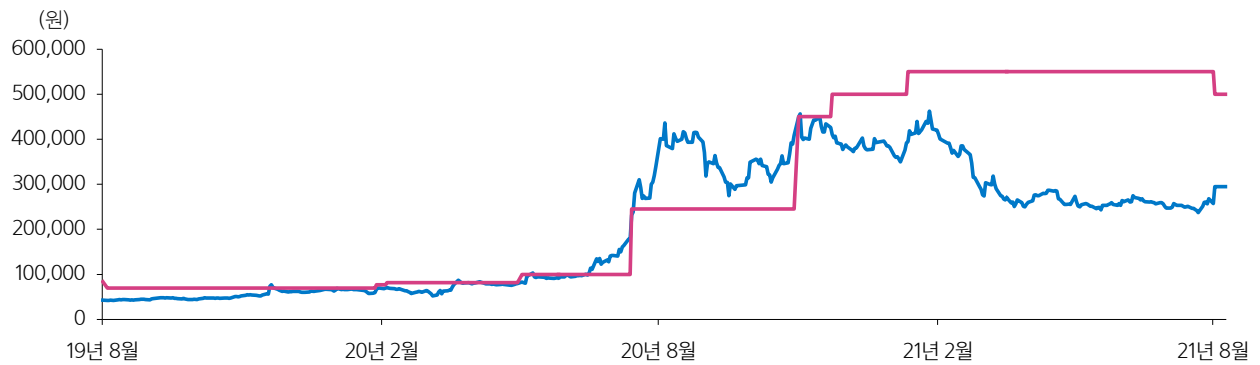
재무비율 및 주당지표

| 12월 31일 기준     | 2019   | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 증감률 (%)        |        |         |         |         |         |
| 매출액            | -18.6  | 9.1     | 79.6    | 15.9    | 0.1     |
| 영업이익           | -9.8   | 157.8   | 416.9   | 14.0    | -26.5   |
| 순이익            | 흑전     | 4,981.3 | 67.9    | 16.4    | -23.7   |
| 수정 EPS**       | 74.5   | 2,288.4 | 31.5    | 12.4    | -23.7   |
| 주당지표           |        |         |         |         |         |
| EPS (지배주주)     | 807    | 19,267  | 25,341  | 28,480  | 21,726  |
| EPS (연결기준)     | 382    | 19,330  | 32,432  | 37,756  | 28,802  |
| 수정 EPS**       | 807    | 19,267  | 25,341  | 28,480  | 21,726  |
| BPS            | 54,268 | 73,061  | 170,449 | 197,474 | 217,664 |
| DPS (보통주)      | 450    | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   |
| Valuations (배) |        |         |         |         |         |
| P/E***         | 79.3   | 20.4    | 10.1    | 9.0     | 11.8    |
| P/B***         | 1.2    | 5.4     | 1.5     | 1.3     | 1.2     |
| EV/EBITDA      | 12.1   | 26.9    | 3.1     | 2.2     | 2.3     |
| 비율             |        |         |         |         |         |
| ROE (%)        | 1.5    | 30.5    | 21.1    | 15.7    | 10.6    |
| ROA (%)        | 0.2    | 12.0    | 13.7    | 11.3    | 8.0     |
| ROIC (%)       | 4.6    | 3.7     | 39.9    | 53.9    | 46.2    |
| 배당성향 (%)       | 49.8   | 9.2     | 7.0     | 6.2     | 8.2     |
| 배당수익률 (보통주, %) | 0.7    | 0.5     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| 순부채비율 (%)      | 131.8  | 64.9    | -62.9   | -70.5   | -75.4   |
| 이자보상배율 (배)     | 1.3    | 4.4     | 33.2    | 38.9    | 33.4    |

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 10일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

| 일 자         | 2019/5/12 | 8/12   | 2020/2/5 | 2/12   | 5/11    | 7/22    | 11/9    | 12/1    | 2021/1/20 | 8/11    |
|-------------|-----------|--------|----------|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|
| 투자 의견       | BUY       | BUY    | BUY      | BUY    | BUY     | BUY     | BUY     | BUY     | BUY       | BUY     |
| TP (₩)      | 84,000    | 70,000 | 77,000   | 82,000 | 100,000 | 245,000 | 450,000 | 500,000 | 550,000   | 500,000 |
| 과리율 (평균)    | -35.68    | -22.80 | -9.74    | -13.68 | 12.01   | 41.80   | -5.56   | -23.56  | -47.06    |         |
| 과리율 (최대/최소) | -27.02    | 10.29  | -9.22    | 6.46   | 78.50   | 77.96   | 1.33    | -18.70  | -15.91    |         |

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** 2021년 6월 30일 기준

매수 (87.9%) | 중립 (12.1%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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