



SK케미칼 (285130)

성장성 갖춘 저평가 기업

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (신규)

목표주가(신규): 130,000원

현재 주가(9/1)	94,600원
상승여력	▲27.2%
시가총액	16,669억원
발행주식수	17,621천주
52 주 최고가 / 최저가	224,513 / 88,200원
90 일 일평균 거래대금	68.63억원
외국인 지분율	20.2%

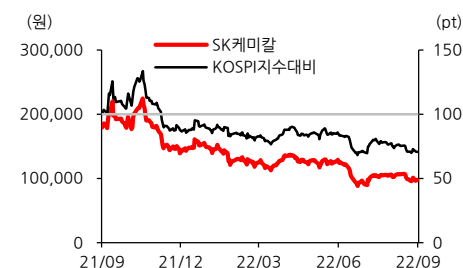
주주 구성	
SK 디스커버리 (외 9 인)	36.6%
국민연금공단 (외 1 인)	7.0%
자사주신탁 (외 1 인)	2.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.8	-26.7	-24.3	-47.3
상대수익률(KOSPI)	-9.3	-16.6	-13.8	-22.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,090	2,234	2,499	2,624
영업이익	555	487	604	657
EBITDA	648	585	723	792
지배주주순이익	168	149	171	225
EPS	9,202	8,109	9,411	12,436
순차입금	230	456	394	490
PER	16.2	11.7	10.1	7.6
PBR	1.4	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.4	3.8	3.0	2.9
배당수익률	2.0	3.2	3.2	3.2
ROE	11.2	7.2	8.0	9.8

주가 추이



[안정성] 화학/제약 실적 강세 지속

Copolyester은 특수 PET로, 뛰어난 투명성/내화학성을 가져 “유리”를 대체할 수 있는 플라스틱이다. 미국 Eastman Chemical과 시장을 양분(7:3)하고 있는데, 최근 고급 화장품 용기 등에 활발히 사용되며 현재 공급이 매우 타이트하다. 실제로, 2021년 7월에 대규모 증설(+37%)을 진행했음에도, 현재 Full 가동 중이며, 판가는 상승세로, 5개 분기 연속 증익 달성했다. 제약부문도 안정적인 조인스(관절염), 기네신(혈액순환) 매출 발생 중이다.

[성장성] Chemical Recycle 플라스틱의 선두 주자

동사는 r-BHET(재생 플라스틱 중간재) 생산업체인 Shuye(중국) 지분 10%를 인수해 재생 Copolyester을 일부 생산하기 시작했다(2021년). 자체적인 재생 기술도 개발중으로, 재생 비중을 2025년까지 50%, 2030년까지 100%로 확대해 나갈 계획이다.

[저평가] SK바이오사이언스 지분으로 바닥 확보

동사는 SK바이오사이언스(시총 8.3조원) 지분 68.3%를 보유중인데, 지분가치는 5.7조원으로, SK케미칼 시총(1.7조원)을 크게 상회한다.

SK바이오사이언스는 국내 최대 Capa와 빠르게 개발/출시할 수 있는 기술력 보유하고 있다. 2021년까지는 아스트라제네카 및 노바백스의 코로나19 백신 CMO로 고성장 했고, 2022년부터는 자체개발 코로나 19 백신 ‘스카이코비원’(안전적/전통적 유전자 재조합기술)의 국내외 매출이 향후 성장 및 기업가치에 영향을 끼칠 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 13만원 (지주사 할인 -70%)

SOTP를 통해 산출한 적정주가는 43.7만원(Upside +362%)으로: 1) 안정/성장성을 갖춘 본업 1.4조원, +2) SK바이오사이언스 지분가치 5.7조원에 -3) 순차입금 0.4조원을 차감했다. 다만, 목표주가는 지주사 할인 및 바이오사업에 대한 불확실성을 고려해 할인을 -70%를 적용했다. 2025~28년에는 재생플라스틱 시대가 개화할 것으로, 신기술을 적용/선도하고 있는 SK케미칼에도 관심을 가질 필요가 있다.

향후 재생/BIO 플라스틱 투자를 위해 SK바이오사이언스 지분 활용할 경우, 할인을 축소 요인으로 작용할 수 있어 기대된다.

[표1] SK 케미칼 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	3,729.6	4,264.5	5,189.7	7,712.6	4,181.4	5,012.6	6,080.0	7,066.3	20,896.3	22,340.3	24,991.6
QoQ(%)	117.6%	114.3%	121.7%	148.6%	54.2%	119.9%	121.3%	116.2%			
YoY(%)	48.6%	50.3%	49.6%	143.3%	12.1%	17.5%	17.2%	-8.4%	74.3%	6.9%	11.9%
그린소재	1,815.4	1,849.5	2,094.3	2,172.5	2,384.8	2,485.4	2,635.3	2,588.6	6,299.1	8,916.4	9,380.0
제약	641.0	780.0	799.3	781.5	770.0	771.7	812.7	802.7	3,001.8	3,157.2	3,283.5
기타	585.0	641.9	503.7	574.9	430.3	675.6	550.0	550.0	2,305.4	2,205.9	2,200.0
바이오사이언스	1,127.1	1,446.0	2,208.3	4,508.6	870.9	1,382.8	2,382.0	3,425.0	9,290.0	8,060.7	10,128.0
영업이익	818.4	919.4	1,099.7	2,714.4	487.2	871.8	1,409.5	2,101.6	5,551.9	4,870.1	6,041.9
영업이익률(%)	21.9%	21.6%	21.2%	35.2%	11.7%	17.4%	23.2%	29.7%	26.6%	21.8%	24.2%
QoQ(%)	95.0%	12.3%	19.6%	146.8%	-82.1%	79.0%	61.7%	49.1%			
YoY(%)	264.2%	238.1%	72.6%	546.8%	-40.5%	-5.2%	28.2%	-22.6%	26.6%	21.8%	24.2%
그린소재	188.7	190.2	212.4	236.2	266.9	267.7	291.9	286.1	827.6	1,112.6	1,172.5
영업이익률(%)	13.7%	13.6%	12.7%	12.8%	12.6%	12.3%	12.5%	12.5%	13.1%	12.5%	12.5%
제약	71.7	88.1	149.0	136.0	91.5	78.6	81.6	80.6	444.7	332.2	345.4
영업이익률(%)	11.2%	11.3%	18.6%	17.4%	11.9%	10.2%	10.0%	10.0%	2.1%	1.5%	1.4%
바이오사이언스	537.2	661.5	1,004.1	2,539.4	237.5	611.9	1,116.0	1,775.0	4,742	3,740	4,614
영업이익률(%)	47.7%	45.7%	45.5%	56.3%	27.3%	44.3%	46.9%	51.8%	22.7%	16.7%	18.5%
당기순이익	50.5	69.3	△2.9	151.8	45.7	60.3	22.8	72.2	268.7	201.0	247.2
지배순이익	49.7	52.3	△27.3	93.4	36.8	45.3	16.0	50.5	168.1	148.5	171.5
순이익률(%)	1.4%	1.6%	-0.1%	2.0%	1.1%	1.2%	0.4%	1.0%	1.3%	0.9%	1.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] SOTP Valuation(SK 케미칼)

(단위: 십억원)

	영업이익				
	2021	2022E	2023E	Valuation	비고
1) 별도 사업부 합	81.0	113.0	142.8	1,427.9	
그린소재	82.8	111.3	117.3		특수화학 Valuation 및 재생 플라스틱 성장성
제약	- 44.9	- 38.8	- 17.0		제약업 Valuation
기타	43.1	40.6	42.5		인큐베이팅 및 적자 사업부
2) SK 바이오사이언스	474.2	374.0	461.4	5,663.9	= SK 바이오사이언스(8.3 조원) x 지분(68.3%)
순차입금				427.0	
합계				7,518.9	
주식 수(천주)				17,200	
적정주가				437,132	
목표주가				131,140	할인률 -70% 적용 (지주사 할인 및 바이오 사업 불확실성)
현재				94,600	
Upside				39%	

료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] Recycled Copolyester, 2021 년말 일부 생산 시작



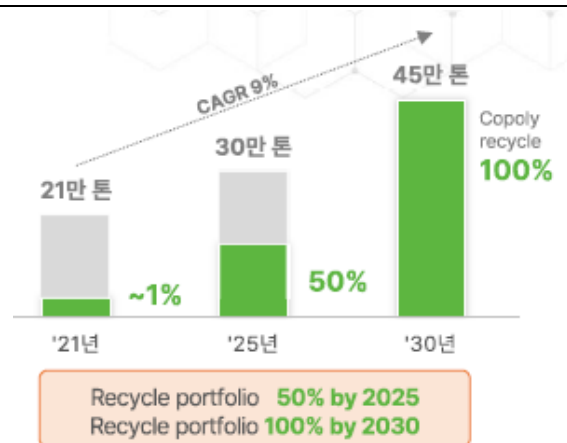
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 투명/내화학성 우수한 Copolyester



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 2025/30 년, R-Copolyester 확대 목표



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 선진국 R-Plastic 의무화 목표

유럽		- Plastic packaging에 Recyclable plastic 사용 의무화 : 2025년까지 55%, 2030년까지 100% (Sources: European Commission, COM(2018)) - PET 음료병에 Recycled PET(r-PET) 사용 의무화 : 2025년부터 25%, 2030년부터 30% (Sources: European Parliament, Single-Use Plastics Directive)
미국		1회용 제품 축소 및 재활용 제품 사용 확대를 위한 법안 도입 중 (Sources: McKinsey Sustainability)
일본		Plastic container 용도의 Recycle 비율 목표 수립 : 2030년까지 60%, 2035년까지 100% (Sources: Recycle, Reuse 어려운 경우 화력 연료로 활용, 환경청)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,199	2,090	2,234	2,499	2,624
매출총이익	388	881	870	1,054	1,107
영업이익	155	555	487	604	657
EBITDA	254	648	585	723	792
순이자손익	-17	-7	-8	-14	-16
외화관련손익	5	-5	12	0	0
지분법손익	4	2	-1	0	0
세전계속사업손익	126	539	275	359	408
당기순이익	255	269	201	247	281
지배주주순이익	254	168	149	171	225
증가율(%)					
매출액	7.7	74.3	6.9	11.9	5.0
영업이익	276.8	257.4	-12.3	24.0	8.8
EBITDA	76.1	155.6	-9.8	23.7	9.5
순이익	4,981.3	5.3	-25.2	22.9	13.6
이익률(%)					
매출총이익률	32.4	42.2	39.0	42.2	42.2
영업이익률	13.0	26.6	21.8	24.2	25.0
EBITDA 이익률	21.1	31.0	26.2	28.9	30.2
세전이익률	10.5	25.8	12.3	14.4	15.6
순이익률	21.3	12.9	9.0	9.9	10.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	247	509	-240	433	291
당기순이익	255	269	201	247	281
자산상각비	98	93	98	119	135
운전자본증감	98	5	-369	140	-71
매출채권 감소(증가)	-26	-38	-212	150	-14
재고자산 감소(증가)	22	-129	-229	200	-19
매입채무 증가(감소)	23	86	176	-158	15
투자현금흐름	41	-1,567	135	-313	-328
유형자산처분(취득)	-95	-139	-273	-300	-315
무형자산 감소(증가)	1	-7	-9	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-247	-1,453	436	-1	-1
재무현금흐름	-385	1,224	45	21	21
차입금의 증가(감소)	-370	-228	139	80	80
자본의 증가(감소)	-10	-29	-95	-59	-59
배당금의 지급	6	26	59	59	59
총현금흐름	190	621	304	293	362
(-)운전자본증감(감소)	53	1,268	144	-140	71
(-)설비투자	95	140	273	300	315
(+)자산매각	1	-5	-9	-10	-10
Free Cash Flow	44	-793	-122	123	-34
(-)기타투자	-533	-1,305	244	2	3
잉여현금	577	512	-366	120	-37
NOPLAT	111	382	356	415	452
(+) Dep	98	93	98	119	135
(-)운전자본투자	53	1,268	144	-140	71
(-)Capex	95	140	273	300	315
OpFCF	62	-934	36	375	201

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	923	2,784	2,696	2,548	2,628
현금성자산	94	258	210	351	336
매출채권	226	365	438	289	303
재고자산	253	349	584	385	404
비유동자산	1,197	1,172	1,343	1,537	1,729
투자자산	90	128	113	115	117
유형자산	1,070	999	1,182	1,372	1,561
무형자산	37	44	49	50	50
자산총계	2,120	3,956	4,040	4,085	4,357
유동부채	646	1,087	1,177	1,107	1,211
매입채무	252	509	464	306	321
유동성이자부채	212	224	498	578	658
비유동부채	515	302	222	224	226
비유동이자부채	505	264	168	168	168
부채총계	1,161	1,389	1,398	1,331	1,437
자본금	66	99	99	99	99
자본잉여금	264	1,193	1,196	1,196	1,196
이익잉여금	643	781	870	983	1,149
자본조정	-21	-18	-68	-68	-68
자기주식	-6	-9	-59	-59	-59
자본총계	959	2,567	2,641	2,754	2,920

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	14,292	9,202	8,109	9,411	12,436
BPS	72,187	104,049	106,247	111,961	120,371
DPS	1,334	3,000	3,000	3,000	3,000
CFPS	9,653	31,460	15,394	14,845	18,356
ROA(%)	12.0	5.5	3.7	4.2	5.3
ROE(%)	30.5	11.2	7.2	8.0	9.8
ROIC(%)	7.0	17.8	12.3	13.5	14.0
Multiples(x, %)					
PER	18.3	16.2	11.7	10.1	7.6
PBR	3.6	1.4	0.9	0.8	0.8
PSR	4.3	1.4	0.8	0.7	0.7
PCR	27.1	4.7	6.1	6.4	5.2
EV/EBITDA	20.6	4.4	3.8	3.0	2.9
배당수익률	0.5	2.0	3.2	3.2	3.2
안정성(%)					
부채비율	121.1	54.1	52.9	48.3	49.2
Net debt/Equity	64.9	9.0	17.3	14.3	16.8
Net debt/EBITDA	245.3	35.5	78.0	54.5	61.8
유동비율	143.0	256.2	229.1	230.2	216.9
이자보상배율(배)	8.1	52.4	34.2	34.3	33.6
자산구조(%)					
투하자본	89.4	87.7	90.4	86.9	88.1
현금+투자자산	10.6	12.3	9.6	13.1	11.9
자본구조(%)					
차입금	42.8	16.0	20.1	21.3	22.0
자기자본	57.2	84.0	79.9	78.7	78.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 09월 02일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려져 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK케미칼 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.09.02	2022.09.02				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	전우제	130,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.09.02	Buy	130,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%