



기업분석 | 제약/바이오

Analyst
신재훈

02 3779 8808

shinjaehoon @ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가	130,000 원
기준가	66,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI (1/4)	2,466.46 pt
시가총액	7,643 억원
발행주식수	11,580 천주
52 주 최고가/최저가	n/a
90 일 일평균거래대금	n/a
외국인 지분율	n/a
배당수익률(17.12E)	0.0%
BPS(17.12E)	54,568 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 n/a
	6 개월 n/a
	12 개월 n/a
주주구성	최창원 외 15 인 22.4%

Stock Price

SK케미칼 (285130)

2018 새로운 도약의 원년

SK케미칼 사업회사로 재 상장

SK케미칼이 사업회사로서 코스피 시장에 새롭게 상장한다. 분할신설 회사인 SK케미칼은 Life Science 및 Green Chemicals의 양대 사업부문의 비즈니스를 유지하고 PETG 원료 생산 업체 SK유화(100.0%)와 PPS 생산 법인 이니츠(66.0%)를 지배하게 된다. 분할준속회사이자 투자회사인 SK디스커버리는 SK가스(45.6%), SK플라즈마(60%), SK건설(28.3%) 등의 업체를 지배하고 있다. 향후 SK디스커버리는 사업회사인 SK케미칼과의 지분 스왑을 통하여 지주회사 요건을 충족시키고 지주회사 체제를 구축할 것으로 예상된다

올해도 뚜렷한 실적성장 기대

SK케미칼은 올해도 뚜렷한 실적성장을 보여줄 것으로 기대한다. 2018년도 실적은 매출액 1조 4,223억원(+13.0% YoY), 영업이익 898억원(+43.8% YoY), 순이익 633억원(+51.8% YoY)을 예상한다. Life Science 부문은 혈우병치료제 앱스틸라 로열티 유입 확대 및 대상포진백신 스카이조스터 판매개시 및 공격적 시장침투를 반영하여 매출액 3,793억원(+9.4% YoY), 영업이익 269억원(+212.8% YoY)를 추정하였고 Green Chemicals 부문은 PETG 신규설비 가동을 증가, 바이오디젤 혼합률 0.5%p 증가(2.4%→3.0%)를 반영하여 매출액 1조 430억원(+19.1% YoY), 영업이익 628억원(+14.0% YoY)로 추정하였다

투자의견 Buy, 목표주가 130,000원, 업종 내 Top Pick 의견 제시

SK케미칼에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가를 130,000원, 업종 내 Top Pick 의견을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 산출과정은 [표 3]에 자세히 설명되어 있다

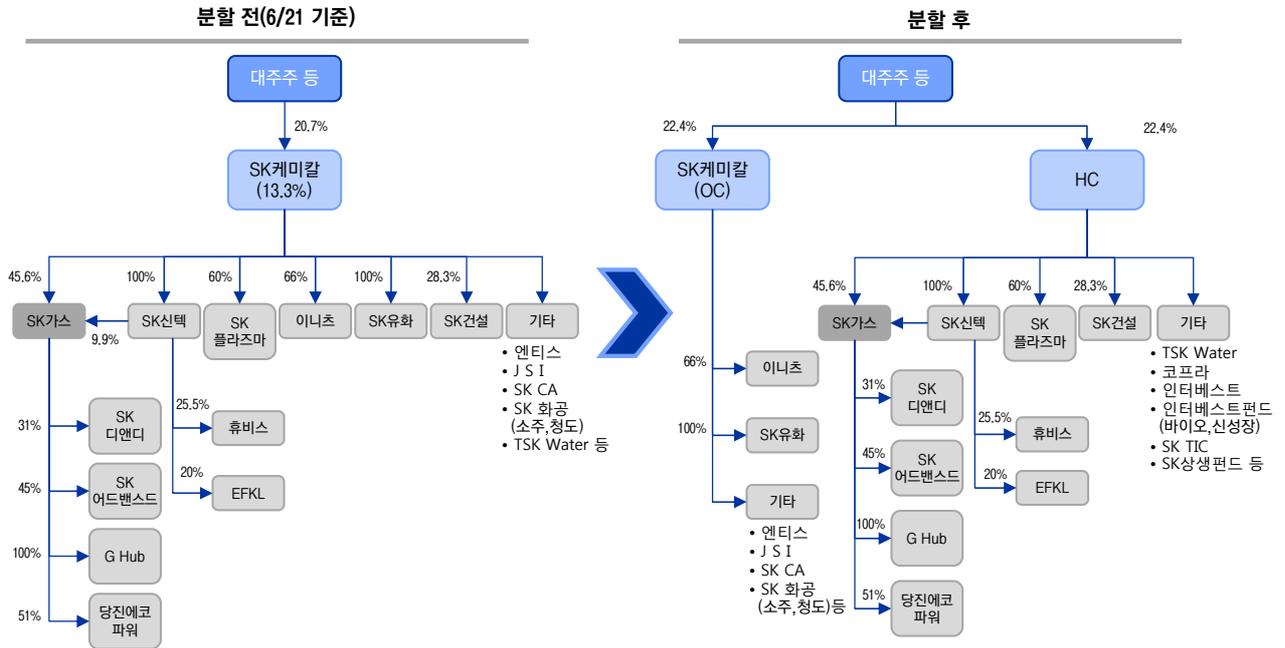
Financial Data

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,040	1,147	1,259	1,422	1,636
영업이익	18	47	62	90	119
세전계속사업손익	149	10	83	81	111
순이익	120	12	42	63	87
EPS (원)	10,358	1,009	3,601	5,466	7,477
증감률 (%)	n/a	-90.2	256.8	51.8	36.8
PER (x)	n/a	n/a	18.1	12.1	8.8
PBR (x)	n/a	n/a	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	n/a	n/a	7.6	7.3	6.7
영업이익률 (%)	1.8	4.1	5.0	6.3	7.3
EBITDA 마진 (%)	6.7	8.7	9.6	10.5	11.2
ROE (%)	11.0	0.9	3.2	4.5	5.9
부채비율 (%)	104.7	96.0	90.6	89.0	87.1

주: IFRS 연결 기준

자료: SK케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 SK 케미칼 지배구조



자료: SK케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 분할개요

구분	내용
이사회 결의일	2017.06.21
주주총회 예정일	2017.10.27
매매거래 정지 예정기간	2017.11.29 ~ 2018.01.04
신주배정 기준일	2017.11.30
분할기일	2017.12.01
신주권교부 예정일	2018.01.04
변경상장 및 재상장일	2018.01.05
분할비율	SK디스커버리 : SK케미칼 = 48 : 52
SK케미칼홀딩스 주식회사(가칭)	존속회사, 자회사관리 및 신규사업 투자 영위
SK케미칼 주식회사(가칭)	신설회사, Green Chemicals 및 Life Science 사업 영위
자사주 소각	보통주 1,939,120주 (8.0%)
자사주 매각	보통주 1,297,483주 (5.3%)

자료: SK케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 SK 케미칼 실적추정

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017E	2018E
매출액	2,696	2,994	3,484	3,411	3,155	3,381	3,926	3,761	12,586	14,223
YoY(%)	9.8	2.6	13.4	13.0	17.0	12.9	12.7	10.3	9.8	13.0
Life Science	667	666	1,057	1,000	787	796	1,185	1,025	3,466	3,793
YoY(%)	4.4	(7.0)	1.0	9.1	18.0	19.5	12.1	2.5	4.4	9.4
Green Chemicals	2,028	2,328	2,426	2,411	2,368	2,585	2,741	2,736	8,756	10,430
YoY(%)	11.7	5.7	19.7	14.7	16.8	11.0	13.0	13.5	7.5	19.1
수지	858	1,042	1,020	1,066	1,085	1,121	1,155	1,186	3,986	4,547
YoY(%)	10.6	22.8	17.6	16.7	26.5	7.6	13.2	11.3	17.1	14.1
바이오에너지	663	781	872	805	768	955	1,045	999	3,121	3,767
YoY(%)	14.8	(14.5)	26.0	13.9	15.8	22.3	19.8	24.1	8.0	20.7
정밀화학	328	346	349	351	333	348	351	360	1,311	1,392
YoY(%)	8.0	14.0	23.3	18.4	1.5	0.6	0.6	2.6	10.4	6.2
UT/기타	180	159	187	189	182	161	190	191	689	724
YoY(%)	12.7	16.1	1.3	1.9	1.1	1.3	1.6	1.1	3.3	5.1
영업이익	112	136	302	75	185	213	351	148	625	898
YoY(%)	37.4	25.8	17.8	174.9	65.6	56.3	16.5	98.3	32.0	43.8
OPM(%)	4.2	4.6	8.7	2.2	5.9	6.3	9.0	3.9	5.0	6.3
Life Science	(10)	(17)	139	(26)	37	39	166	27	86	269
YoY(%)	적지	적지	17.0	적지	흑전	흑전	19.4	흑전	흑전	212.8
OPM(%)	-	-	13.2	-	4.7	4.9	14.0	2.6	2.5	7.1
Green Chemicals	126	159	165	101	148	174	185	121	551	628
YoY(%)	(1.6)	1.0	15.6	41.9	17.5	9.4	12.1	19.8	10.3	14.0
OPM(%)	6.2	6.8	6.8	4.2	6.3	6.7	6.7	4.4	6.3	6.0
수지	65	144	135	131	158	160	165	162	475	645
바이오에너지	5	34	35	35	38	40	44	43	109	165
정밀화학	(1)	2	(9)	(15)	(3)	0	(10)	(4)	(23)	(17)
UT/기타	71	(9)	20	(15)	(17)	(10)	(6)	(25)	67	(58)
당기순이익	462	-264	159	61	127	149	257	99	417	633
YoY(%)	240.8	적전	3.4	흑전	(72.5)	흑전	62.1	63.2	256.8	51.8
NPM(%)	17.1	-	4.6	1.8	4.0	4.4	6.6	2.6	3.3	4.5

자료: SK케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 목표주가 산정과정

구분	항목	(억원)
영업가치		(a = b + e) 14,423
	Green Chemical Biz	(b = c * d) 7,287
	EBITDA (2017E)	(c) 1,041
	EV/EBITDA (배)	(d: 화학업종 평균 멀티플) 7
	Life Science Biz	(e = f * g * (1 - h)) 7,136
	EBITDA (2017E)	(f) 446
	EV/EBITDA (배)	(g: 제약업종 평균 멀티플) 16
파이프라인가치		(i = j + k + l) 6,298
	국내백신	(j) 2,546
	차세대폐렴구균백신	(k) 1,053
	혈우병치료제	(l) 2,699
순차입금		(m) 5,513
기업가치		(a + i - m) 15,208
주식수		(주) 11,579,852
적정주가		(원) 131,332
목표주가		(원) 130,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 애플(NBP601) Valuation

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
시장규모(m\$)	6,739	6,874	7,011	7,151	7,295	7,440	7,589	7,741	7,896	8,054
M/S (Afstyla, CSL)	2%	4%	6%	8%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
매출액 (m\$)	135	275	421	572	729	744	759	774	790	805
로열티(m\$)	7	14	21	29	36	37	38	39	39	40
마일스톤(m\$)										
원화환산(1\$=1,200원)	8	16	25	34	44	45	46	46	47	48
순이익(Tax Rate: 30%, 십억원)	6	12	18	24	31	31	32	33	33	34
Discount Rate: 7%	1.00	0.93	0.87	0.82	0.76	0.71	0.67	0.62	0.58	0.54
PV (십억원)	6	11	15	20	23	22	21	20	19	18
PV of FCF (십억원)	176.3									
PV of Terminal Value (십억원)	93.5									
NPV (십억원)	269.9									
주식수(주)	11,579,852									
주당가치(원)	23,308									

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 차세대 폐렴구균백신 Valuation

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
시장(b\$)	6.5	6.8	6.9	7.0	7.2	7.3	7.5	7.5	7.6	7.7	7.8	7.8
Sanofi M/S		2%	5%	10%	15%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Sanofi 매출(m\$)		135	345	704	1,076	1,464	1,493	1,508	1,523	1,539	1,554	1,569
Sanofi 순이익(m\$)		41	103	211	323	439	448	603	609	615	622	628
SK케미칼 매출(m\$)	25	20	52	106	161	220	224	302	305	308	311	314
SK케미칼 순이익(m\$)	17.5	14	36	74	113	154	157	211	213	215	218	220
Discount Rate: 10%	0.91	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32	0.29
PV(십억원)	19.1	12.8	29.7	55.0	76.6	94.7	87.8	107.5	98.7	90.6	83.2	76.4
PV of FCF (십억원)	831.9											
PV of Terminal Value(십억원)	221											
성공확률	10%											
NPV(십억원)	105.3											
주식수(주)	11,579,852											
주당가치(원)	9,093											

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 SK케미칼 R&D 파이프라인

구분	과제명	적응증	개발단계	비고
바이오	NBP601	혈우병치료제	발매	Global L/O
	NBP606	폐렴구균백신	성인 -허가 소아 - 임상 3상	
	NBP607	인플루엔자백신	발매	국내최초 세포배양 백신
	NBP607-QIV	인플루엔자백신	발매	세계최초 세포배양 4가 독감백신
	NBP608	대상포진백신 수두백신	발매 임상 2/3상	
	NBP602	B형간염치료제	허가완료	
	NBP613	로타바이러스백신	임상 1/2상	
	NBP615	자궁경부암백신	임상 1/2상	
	NBP604	혈우병치료제	전임상	
화합물	YKP10811	과민성대장증후군치료제	임상 2상	
	THVD201	과민성대장증후군치료제	임상 3상	
	NCE403	자궁내막증치료제	임상 1상	
	NCE406	당뇨치료제	전임상	
	SID123	조루치료제	임상 1상	
	SID710	치매치료제	발매	유럽 1st 제네릭 발매 미국 L/O 완료(개발 중)
천연물	HMP301	천식치료제	임상 3상	
	SID132	골관절치료제	임상 3상	
	SID142	만성동맥폐색증치료제	임상 1상	

자료: SK케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 분할 전/후 별도 재무제표 변화

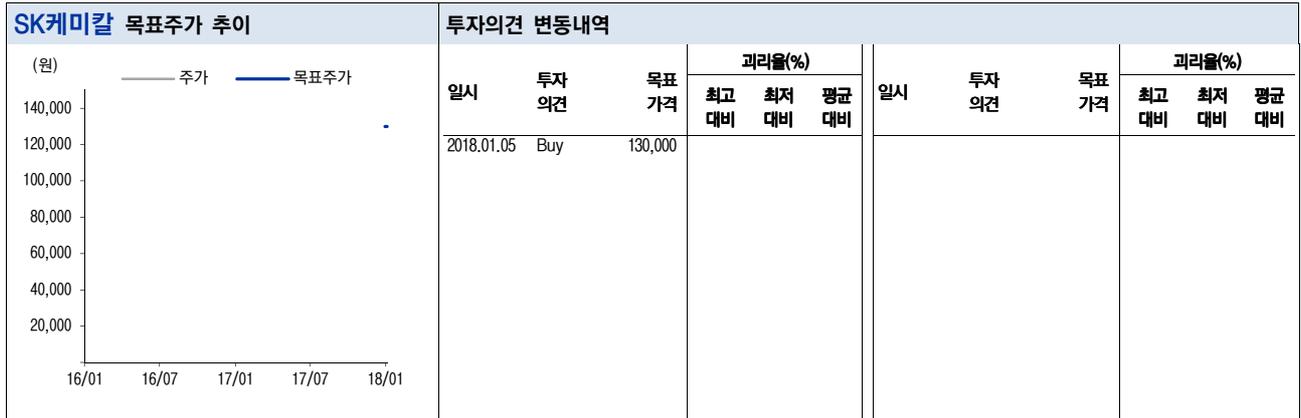
구분	분할 전	분할 후	
		존속회사 (SK디스커버리)	신설회사 (SK케미칼)
(단위: 백만원)			
유동자산	554,631	32,589	522,042
현금 및 현금성 자산	110,337	30,000	80,337
매출채권 및 기타채권	227,284	171	227,113
재고자산	209,258	0	209,258
기타 유동자산	7,751	2,418	5,333
비유동자산	1,971,783	864,961	1,117,723
장기금융자산	11,948	11,498	450
장기대여금	0	0	0
보증금	4,492	84	4,408
관계기업투자주식	388,483	383,393	5,091
종속기업투자주식	630,280	468,929	161,352
유형자산	799,276	91	799,186
무형자산	47,996	966	47,030
투자부동산	88,812	0	88,812
기타 비유동자산	495	0	495
이연법인세자산	0	0	10,901
자산총계	2,526,414	897,549	1,639,766
유동부채	609,001	12,988	596,013
매입채무 및 기타채무	226,234	1,038	225,197
단기차입금	111,437	0	111,437
유동성장기부채	242,846	0	242,846
미지급법인세	11,929	11,929	0
기타유동부채	12,155	22	12,133
유동성충당부채	4,400	0	4,400
비유동부채	559,441	249,644	320,698
사채	459,007	204,681	254,327
장기차입금	41,992	0	41,992
확정급여부채	13,545	1,435	12,109
기타비유동부채	8,642	0	8,642
이연법인세부채	32,627	43,528	0
충당부채	3,628	0	3,628
부채총계	1,168,442	262,632	916,711
자본금	135,602	70,409	65,193
자본잉여금	381,079	231,628	657,863
기타자본항목	0	(508,411)	0
기타포괄손익누계액	3,047	3,047	0
이익잉여금	838,244	838,244	0
자본총계	1,357,972	634,917	723,055

자료: SK케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 SK 케미칼 분할 재상장 및 변경상장 기준가 관련내용

(단위: 원, 주)	분할전(연결)	SK디스커버리(연결)	SK케미칼(연결)
자산총액 - 부채총액	2,834,951,885,884	2,093,550,524,263	741,401,361,621
비지배지분	1,095,892,702,505	1,059,850,874,578	36,041,827,927
순자산가액	1,739,059,183,379	1,033,699,649,685	705,359,533,694
상장주식수(보통주)	22,364,135	10,784,283	11,579,852
상장주식수(우선주)	2,817,125	1,358,455	1,458,670
기준가(보통주)	84,200	10,400	66,000
기준가(우선주)	40,500	49,950	31,750
시가총액(보통주)	1,883,060,167,000	1,121,565,432,000	764,270,232,000
시가총액(우선주)	114,093,562,500	67,854,827,250	46,312,772,500
시가총액(합계)	1,997,153,729,500	1,189,420,259,250	810,583,004,500

자료: SK케미칼, 이베스트투자증권 리서치센터



Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이거나, 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 당사에게 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 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	91.6% 8.4%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2017.1.1 ~ 2017.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)