

SK케미칼 (006120)

2016. 11. 29

제약/바이오

2017년 실적 턴어라운드 기대

Analyst 신재훈

02. 3779-8808

shinjaehoon@ebestsec.co.kr

혈우병치료제 앱스틸라 유럽의약품청 판매승인

미국 FDA 승인을 받은 혈우병치료제 앱스틸라(NBP601)가 유럽의약품청의 판매승인을 획득하였다. 미국판매는 시작되었으며 내년부터는 파트너 업체인 CSL Behring의 매출액 대비 5% 수준의 로열티가 유입될 예정이다. 동사는 올해 3분기 인플루엔자 백신 '스카이셀플루 4가'를 출시했다. 스카이셀플루 4가는 세계최초 세포배양 4가 인플루엔자 백신으로 국산 4가 백신 중 유일하게 만 3세 이상의 소아접종이 가능하며 영유아 임상을 진행 중이다. 2017년도에는 국내 허가신청을 준비 중인 대상포진 백신과 다국적 제약기업 화이자와 소송이슈가 남아있는 소아용 폐렴구균 백신이 출시될 예정이며, 2018년도에는 현재 임상 1/2상을 진행 중인 자궁경부암과 소아장염 백신, 2/3상을 진행 중인 수두백신의 출시를 예상된다. 사노피파스퇴르와 개발 중인 차세대폐렴구균 백신은 2017년에 임상 1상 진입이 예정되어 있으며 출시는 2020년으로 계획되어 있다

Buy (maintain)

목표주가 **100,000 원**

현재주가 **61,900 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (11/28)	1,978.13pt
시가총액	15,044 억원
발행주식수	24,303 천주
52 주 최고가 / 최저가	85,500 / 55,400 원
90 일 일평균거래대금	64.5 억원
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(16.12E)	0.5%
BPS(16.12E)	59,803 원
KOSPI 대비상대수익률	1개월 3.2%
	6개월 -21.2%
	12개월 -12.3%
주주구성	최창원외 12인 20.7%
	국민연금 13.0%

3Q16 Review - 컨센서스 부합

SK케미칼의 연결기준 3Q16 실적은 매출액 16,278억원(+13.1% YoY), 영업이익 712억원(+42.3%YoY), 영업이익률 4.4%(+0.9%p YoY), 순이익 568억원 (+18.3% YoY) 순이익률 3.5%(+0.2%p YoY)를 기록했다. 별도기준 3Q16 실적은 매출액 3,074억원(+0.4% YoY), 영업이익 256억원(+1.8% YoY), 영업이익률 8.3%(+0.1%p YoY), 를 시현했다. Life Science 매출액은 1,047억원(+2.2% YoY), Green Chemical 매출은 2,026억원(-0.3% YoY)을 기록하였으며 부분별 매출액 수지 867억원(-1.2% YoY), 바이오에너지 692억원(+2.8% YoY), 정밀화학 283억원(-3.5% YoY), UT/기타 185억원(-4.9% YoY)을 시현했다

Stock Price



투자의견 Buy 유지, 목표주가 100,000원으로 하향, TOP PICK 의견 유지

SK케미칼에 대해 목표주가를 100,000원으로 하향하지만 투자의견 Buy 및 TOP PICK 의견은 유지한다. 목표주가 하향은 R&D 가치의 보수적 추정을 반영하여 사노피파스퇴르와 개발 중인 차세대폐렴구균의 성공가능성을 조정한 것에 기인한다. 동사의 주가는 최근 부진했으나 1)순차적으로 시판되는 프리미엄 백신, 2)차세대 폐렴구균 임상진행에 따른 파이프라인 가치상승, 3)혈우병치료제 로열티수입 확대, 4)PETG 설비증설 및 PPS 신규매출에 기인하여 향후 확실한 실적개선과 주가상승이 가능하다고 판단한다

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	7,284	150	34	14	-1,173	적지	235	-53.2	15.8	1.2	-2.0
2015	5,269	114	116	94	2,531	흑전	217	28.7	20.7	1.3	4.1
2016E	6,305	248	236	198	5,615	121.9	357	11.0	11.3	1.0	8.8
2017E	6,487	262	262	198	8,120	44.6	373	7.6	12.4	0.9	11.6
2018E	6,707	280	265	201	8,233	1.4	418	7.5	12.6	0.8	10.5

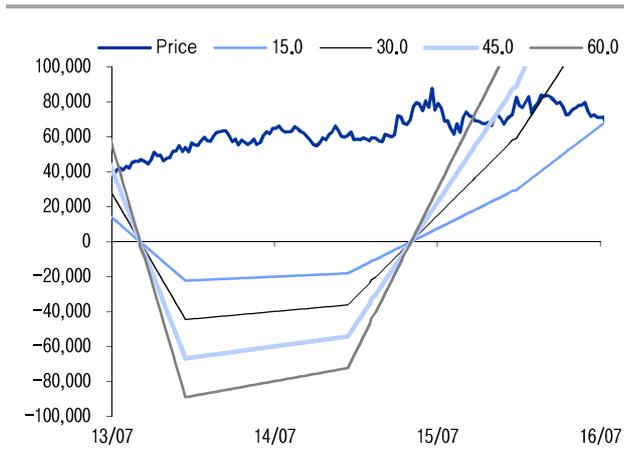
자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표10 SK 케미칼 실적추정 (연결기준)

(억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E
매출액	14,301	16,242	16,278	16,231	14,767	16,505	17,015	16,578	63,052	64,865
YoY(%)	20.5	31.2	13.1	15.6	3.3	1.6	4.5	2.1	19.7	2.9
SK케미칼	2,455	2,918	3,074	2,790	2,699	3,105	3,633	3,051	11,237	12,488
YoY(%)	0.5	23.2	0.4	10.5	10.0	6.4	18.2	9.4	8	11
SK가스	11,606	13,003	12,905	13,131	11,817	13,111	13,086	13,213	50,646	51,227
YoY(%)	27.0	34.9	18.6	18.0	1.8	0.8	1.4	0.6	24.2	1.1
영업이익	671	557	712	543	603	621	772	625	2,484	2,621
YoY(%)	1,179.4	168.5	42.3	42.0	(10.2)	11.4	8.4	15.1	117.4	5.5
OPM(%)	4.7	3.4	4.4	3.3	4.1	3.8	4.5	3.8	3.9	4.0
SK케미칼	82	108	256	97	109	131	274	123	543	637
YoY(%)	흑전	흑전	1.8	213.6	33.7	21.2	6.9	26.8	193.7	17.3
OPM(%)	3.3	3.7	8.3	3.5	4.0	4.2	7.5	4.0	4.8	5.1
SK가스	586	467	438	444	488	489	478	497	1,935	1,952
YoY(%)	593.7	79.0	95.0	21.5	(16.8)	4.8	9.2	11.9	106.9	0.9
OPM(%)	5.1	3.6	3.4	3.4	4.1	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8
순이익	414	588	568	411	378	665	589	421	1,981	2,053
YoY(%)	(937.1)	1,251.3	18.3	(12.5)	(8.8)	13.1	3.7	2.4	109.9	3.6
NPM(%)	2.9	3.6	3.5	2.5	2.6	4.0	3.5	2.5	3.1	3.2

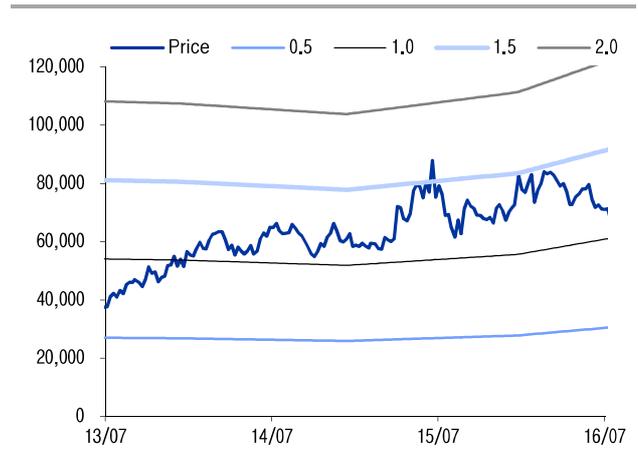
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 SK케미칼 FWD PER Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 SK케미칼 FWD PBR Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 SK 케미칼 실적추정 (별도기준)

(억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E
매출액	2,455	2,918	3,074	2,790	2,699	3,105	3,633	3,051	11,236	12,488
YoY(%)	0.5	23.2	0.4	10.5	10.0	6.4	18.2	9.4	8.1	11.1
Life Science	639	716	1,047	977	711	806	1,211	1,076	3,379	3,804
YoY(%)	(7.1)	16.1	2.2	13.1	11.3	12.6	15.7	10.1	5.8	12.6
Green Chemicals	1,816	2,201	2,026	1,812	1,987	2,298	2,421	1,974	7,855	8,680
YoY(%)	3.9	26.2	(0.3)	9.6	9.4	4.4	19.5	8.9	9.4	10.5
수지	776	849	867	801	833	848	1,037	891	3,293	3,609
YoY(%)	4.0	1.8	(1.2)	12.8	7.4	(0.1)	19.6	11.2	4.0	9.6
바이오에너지	577	913	692	581	652	1,002	856	632	2,763	3,142
YoY(%)	11.7	109.2	2.8	23.3	12.9	9.8	23.7	8.8	31.7	13.7
정밀화학	304	304	283	272	323	307	334	288	1,163	1,252
YoY(%)	(1.4)	(3.8)	(3.5)	(4.3)	6.3	1.1	18.0	5.9	(3.2)	7.7
UT/기타	160	137	185	158	179	141	194	163	639	677
YoY(%)	(13.6)	(17.6)	(4.9)	(6.9)	12.1	2.9	5.1	3.2	(10.5)	5.9
영업이익	82	108	256	97	109	131	274	123	543	637
YoY(%)	흑전	흑전	1.8	213.6	33.7	21.2	6.9	26.8	193.7	17.3
OPM(%)	3.3	3.7	8.3	3.5	4.0	4.2	7.5	4.0	4.8	5.1
Life Science	(46)	(50)	119	3	(21)	(28)	128	26	26	105
YoY(%)	적지	적지	(3.0)	(60.8)	적지	적지	7.8	766.7	흑전	298.5
OPM(%)	-	-	11.3	0.3	-	-	10.6	2.4	0.8	2.8
Green Chemicals	128	157	143	94	130	159	146	97	522	532
YoY(%)	91.2	13,580.6	12.0	203.9	1.5	1.0	2.3	3.2	130.6	1.9
OPM(%)	7.1	7.2	7.0	5.2	6.5	6.9	6.0	4.9	6.6	6.1
수지	98	85	64	47	55	59	71	59	293	244
바이오에너지	36	87	63	42	59	90	70	49	228	268
정밀화학	(11)	(4)	(3)	1	4	10	9	3	(17)	26
UT/기타	30	14	37	27	34	25	21	11	108	91
신규사업 (GC R&D)	(25)	(23)	(24)	(23)	(22)	(25)	(25)	(25)	(95)	(97)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 SK 케미칼 Valuation Table

구분	항목		(억원)
1. 영업가치		(a + e)	9,312
	Green Chemical Biz	(a = b * c)	3,168
	EBITDA (2016E)	(b)	543
	EV/EBITDA (배)	(c: 석유화학 업종 평균 멀티플)	7
	Life Science Biz	(e = f * g * (1 - h))	6,144
	EBITDA (2016E)	(f)	512
	EV/EBITDA (배)	(g: 제약바이오 업종 평균 멀티플)	15
	Discount	(h)	20%
2. 투자회사가치		(i + l + o) * (1 - r)	10,227
	SK가스	(i = j * k)	4,485
	시가총액	(j: 2016.11.25일 증가 기준)	9,015
	지분율	(k)	45.5%
	SK건설	(l = m * n)	3,364
	장부가	(m)	3,364
	PBR (배)	(n)	1
	기타종속회사	(o = p * q)	6,833
	장부가	(p)	4,555
	PBR(배)	(q)	1.5
	Discount	(r)	30%
3. 파이프라인가치		(s + t + u)	10,997
	국내백신	(s)	3,133
	차세대페렴백신	(t)	4,167
	NBP601	(u)	3,697
4. 자사주		(v * w)	2,010
	시가총액	(v: 2016.11.25일 증가 기준)	15,092
	비중	(w)	13.32%
5. 순차입금		(3Q16 기준)	7,988
6. 우선주	시가총액	(2016.11.25일 증가 기준)	721
7. 기업가치		(1 + 2 + 3 + 4 - 5 - 6)	23,887
8. 주식수			24,303,255
	적정주가(원)		98,286
	목표주가(원)		100,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 SK 케미칼 파이프라인 Valuation

품목	항목	가치(억원)
차세대 페럼구균백신	PV of FCF (~2029)	10,136
	PV of Terminal Value	4,158
	시판성공확률	25%
	NPV	4,167
주당가치(원)		17,144
독감백신	PV of FCF (~2024)	397
	PV of Terminal Value	263
	시판성공확률	100%
	NPV	770
주당가치(원)		3,168
대상포진백신	PV of FCF (~2025)	255
	PV of Terminal Value	163
	시판성공확률	80%
	NPV	487
주당가치 (원)		2,008
페럼구균백신	PV of FCF (~2026)	479
	PV of Terminal Value	327
	시판성공확률	80%
	NPV	939
주당가치(원)		3,865
자궁경부암백신	PV of FCF (~2026)	204
	PV of Terminal Value	174
	시판성공확률	60%
	NPV	703
주당가치(원)		1,451
Rota Virus 백신	PV of FCF (~2026)	130
	PV of Terminal Value	120
	시판성공확률	60%
	NPV	233
주당가치(원)		958
NBP601(CSL627)	PV of FCF (~2026)	2,174
	PV of Terminal Value	1,522
	시판성공확률	100%
	NPV	3,697
주당가치 (원)		15,120
가정	Terminal Growth	0%
	WACC	10%
	주식수	24,303,255

표14 Afstyla(NBP601/CSL627) DCF Valuation

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
시장규모(m\$) – CAGR 2%	5,656	5,769	5,885	6,002	6,122	6,245	6,370	6,497	6,627	6,759	6,895
M/S (Afstyla, CSL)		3%	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
매출액 (m\$)		173	294	600	918	937	955	975	994	1,014	1,034
로열티(m\$)		9	15	30	46	47	48	49	50	51	52
마일스톤(m\$)	5										
원화환산(1\$=1,200원)	6	10	18	36	55	56	57	58	60	61	62
순이익(Tax Rate: 30%)	4.2	7	12	25	39	39	40	41	42	43	43
Discount Rate: 7%	1.00	0.93	0.87	0.82	0.76	0.71	0.67	0.62	0.58	0.54	0.51
PV (십억원)		7	11	21	29	28	27	25	24	23	22
PV of FCF (십억원)	217.4										
PV of Terminal Value (십억원)	152.2										
NPV (십억원)	369.7										
주식수(주)	24,303,255										
주당가치(원)	15,210										

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 SK케미칼 R&D 파이프라인

구분	과제명	적응증	개발단계	비고
바이오	NBP601	혈우병치료제	인허가(미국)	Global L/O
	NBP606	폐렴구균백신	성인 -허가 소아 - 임상 3상	
	NBP607	인플루엔자백신	허가완료	국내최초 세포배양 백신
	NBP607-QIV	인플루엔자백신	인허가	4가 백신
	NBP608	대상포진백신 수두백신	허가준비 임상 2/3상	
	NBP602	B형간염치료제	허가완료	
	NBP613	로타바이러스백신	임상 1상	
	NBP615	자궁경부암백신	임상 1상	
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, 이베스트증권 리서치센터

표16 주요 혈우병치료제(A형, Factor VIII) 판매 및 개발현황

구분	제품명	회사명	기술적 특징	개발단계	용법	매출(2015, m\$)
3세대	Afstyla	CSL Behring	Single chain BDD FVIII	Marketed(2016.05)	1주 2회	-
	Elocate	Biogen Idec	rFVIII fused to FC	Marketed(2014.06)	1주 3회	320
	Adynovate	Baxalta	FVIII Lys-linked pegyl	Marketed(2015.11)	1주 2회	-
	Kovaltry	Bayer	-	Marketed(2016.03)	1주 3회	-
	N8-GP	Novo Nordisk	BDD FVIII O-linked pegyl	Phase 3	4일 1회	-
	BAY 94-9027	Bayer	BDD FVIII site-specific pegyl	Phase 3	5일 1회	-
2세대	Advate	Baxter	Recombinant blood coagulation FVIII	Maketed	1일 1회	2,245
	Kogenate FS	Bayer	Recombinant blood coagulation FVIII	Maketed	1일 1회	1,282
	Helixate FS	CSL Behring	Recombinant blood coagulation FVIII	Maketed	1일 1회	468
	Refacto/Xyntha	Pfizer	Recombinant blood coagulation FVIII	Maketed	1일 1회	533

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SK케미칼 (006120)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,046	2,374	2,463	2,902	2,348
현금 및 현금성자산	324	561	332	722	92
매출채권 및 기타채권	808	701	882	900	931
재고자산	647	882	1,025	1,047	1,083
기타유동자산	266	231	223	232	242
비유동자산	3,509	4,221	3,930	4,704	5,482
관계기업투자등	546	609	826	860	895
유형자산	2,409	2,998	2,456	3,172	3,891
무형자산	354	352	362	375	388
자산총계	5,555	6,595	6,393	7,606	7,830
유동부채	1,528	1,388	2,128	3,144	3,167
매입채무 및 기타채무	474	418	566	578	598
단기금융부채	969	875	1,474	2,474	2,474
기타유동부채	85	95	88	92	95
비유동부채	2,021	2,622	1,611	1,619	1,626
장기금융부채	1,838	2,452	1,430	1,430	1,430
기타비유동부채	183	170	181	188	196
부채총계	3,549	4,009	3,739	4,762	4,793
지배주주지분	1,228	1,498	1,622	1,812	2,005
자본금	118	136	136	136	136
자본잉여금	147	329	329	329	329
이익잉여금	1,034	1,099	1,223	1,413	1,606
비지배주주지분(연결)	778	1,088	1,032	1,032	1,032
자본총계	2,006	2,586	2,654	2,844	3,036

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	186	-65	136	239	251
당기순이익(손실)	14	94	198	198	201
비현금수익비용가감	216	160	187	71	97
유형자산감가상각비	79	97	103	105	131
무형자산상각비	6	6	6	6	6
기타현금수익비용	30	-57	78	-41	-40
영업활동 자산부채변동	30	-199	-164	-30	-48
매출채권 감소(증가)	369	122	-263	-19	-31
재고자산 감소(증가)	53	-219	-140	-22	-36
매입채무 증가(감소)	-325	23	214	12	20
기타자산, 부채변동	-68	-125	25	-1	-1
투자활동 현금	-898	-659	-474	-842	-872
유형자산처분(취득)	-648	-664	-463	-821	-849
무형자산 감소(증가)	-6	-15	-13	-19	-19
투자자산 감소(증가)	-91	10	20	10	8
기타투자활동	-151	10	-18	-12	-12
재무활동 현금	526	956	117	992	-9
차입금의 증가(감소)	452	465	114	1,000	0
자본의 증가(감소)	-14	184	-20	-8	-9
배당금의 지급	14	13	20	8	9
기타재무활동	88	307	23	0	0
현금의 증가	-182	236	-228	389	-630
기초현금	506	324	561	332	722
기말현금	324	561	332	722	92

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,284	5,269	6,305	6,487	6,707
매출원가	6,624	4,658	5,546	5,734	5,929
매출총이익	659	611	760	752	778
판매비 및 관리비	510	497	511	490	498
영업이익	150	114	248	262	280
(EBITDA)	235	217	357	373	418
금융손익	-80	-99	-22	-64	-79
이자비용	61	73	72	80	95
관계기업등 투자손익	-72	53	38	48	48
기타영업외손익	37	48	-28	16	16
세전계속사업이익	34	116	236	262	265
계속사업법인세비용	20	22	56	63	64
계속사업이익	14	94	180	198	201
중단사업이익	0	0	18	0	0
당기순이익	14	94	198	198	201
지배주주	-25	56	137	198	201
총포괄이익	7	104	198	198	201
매출총이익률 (%)	9.1	11.6	12.0	11.6	11.6
영업이익률 (%)	2.1	2.2	3.9	4.0	4.2
EBITDA 마진률 (%)	3.2	4.1	5.7	5.8	6.2
당기순이익률 (%)	0.2	1.8	3.1	3.1	3.0
ROA (%)	-0.5	0.9	2.1	2.8	2.6
ROE (%)	-2.0	4.1	8.8	11.6	10.5
ROIC (%)	1.9	2.2	4.3	4.3	3.9

주요 투자지표

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	-53.2	28.7	11.0	7.6	7.5
P/B	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	15.8	20.7	11.3	12.4	12.6
P/CF	6.6	7.1	4.4	6.2	5.6
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	-11.8	-27.7	19.7	2.9	3.4
영업이익	-22.9	-23.6	117.4	5.5	6.9
세전이익	4.6	239.8	102.7	11.0	1.4
당기순이익	78.7	575.8	109.9	0.1	1.4
EPS	적지	흑전	121.9	44.6	1.4
안정성(%)					
부채비율	176.9	155.0	140.9	167.5	157.9
유동비율	133.9	171.1	115.7	92.3	74.1
순차입금/자기자본	114.9	101.7	92.7	107.9	121.6
영업이익/금융비용	2.4	1.6	3.4	3.3	2.9
총차입금 (십억원)	2,807	3,327	2,904	3,904	3,904
순차입금 (십억원)	2,306	2,629	2,461	3,067	3,692
주당지표 (원)					
EPS	-1,173	2,531	5,615	8,120	8,233
BPS	50,329	55,218	59,803	66,812	73,913
CFPS	9,440	10,195	14,200	9,922	11,002
DPS	300	300	310	320	330