



# SK케미칼 (006120.KS)

## 헬스케어 업종 대안 찾기(2) 가스/화학의 탄탄한 실적 + 백신의 성장



제약바이오 담당 박진희

Tel. 02) 368-6170/jhwak@eugenefn.com

**BUY (유지)**

목표주가 100,000원  
현재주가(12/7) 61,000원

**Key Data**

(기준일: 2016.12.7)

KOSPI(pt)	1,991.9
KOSDAQ(pt)	578.5
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,482.5
52주 최고/최저(원)	86,300 / 54,900
52주 일간 Beta	1.35
발행주식수(천주)	24,303
평균거래량(3M, 천주)	101
평균거래대금(3M, 백만원)	6,242
배당수익률(15A, %)	0.4
외국인 지분율(%)	10.4
주요주주 지분율(%)	
최장원 외 12인	21.0

**Company Performance**

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	-8.4	-22.8	-11.8
KOSPI 대비 상대수익률	5.8	-5.0	-21.8	-13.3

**Financial Data**

결산시(12월)	2015A	2016F	2017F
매출액(십억원)	5,269.2	6,277.8	7,580.1
영업이익(십억원)	114.3	248.5	280.4
세전계속사업손익(십억원)	116.4	233.5	273.9
당기순이익(십억원)	94.4	199.1	222.1
EPS(원)	2,531	5,081	6,067
증감률(%)	흑전	102.4	19.3
PER(배)	28.7	11.9	10.0
ROE(%)	6.9	12.8	13.0
PBR(배)	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	25.7	13.7	13.8

자료: 유진투자증권

**캐쉬카우 화학/SK가스의 선택&집중 전략으로 이익 레벨 크게 향상**

- SK케미칼은 국내에서 차별적인 아이템을 선정해 집중 투자를 해왔음. 사업군은 크게 1)화학(PETG, 바이오디젤 등), 2)제약(백신 중점 성장), 3)연결회사인 SK가스임
- 2016년은 캐쉬카우군인 화학과 SK가스의 실적 성장이 두드러진 해였음. 화학은 3분기 누적으로 매출액 6,043억원(+9.4%yoy), 영업이익의 428억원(+118%yoy)을 기록했음. 친환경 수지인 PETG 시장 호조와 바이오디젤 이익 정상화에 기인함. 이는 2017년에도 이어질 것으로 예상함. PETG는 현재 12만톤 생산능력인데, 2017년 4월부터 3공장인 6만톤 증설분이 가동되면서 판매량 증가가 예상된다. 2017년 3만톤, 2018년 추가 3만톤 물량 증가 효과가 반영될 것으로 보여짐

- 연결회사인 SK가스 또한 실적 호조를 보였음. 3분기 누적으로 매출액은 3조 7,514억원(+26.4%yoy), 영업이익은 1,490억원(+144%yoy)을 기록했음. 국내는 석유화학용 판매량이 확대되었고, 수출용 트레이딩 물량 증가에 따라 판매량이 전년 대비 50% 이상의 성장을 보였기 때문. 2017년은 SK어드밴스드 향 프로판 물량 운기 반영(70만톤), SK중합화학 계약 증가 물량(13만톤), 그 외 추가 화학업체로의 판매량 증가로 소폭의 물량 증가는 이어질 것으로 예상되어 견조한 실적이 이어질 전망

**폐렴구균(Streptococcus pneumoniae) 백신:** 급성 중이염, 폐렴 등 침습성 감염을 일으키는 주요 원인균 중의 하나. 영아 및 소아와 고령자에서 발생 빈도 높음. 시장 규모 8조원 중 화이자가 프라베나 13가로 80% 시장을 점유. SK케미칼은 사노피와 폐렴구균 백신 13가 이상을 공동개발중. 2017년 1상 진입 예상

**2017년 NBP601 판매시작으로 로열티 반영+ 백신을 통해 보여질 향후 성장**

- NBP601은 유전자재조합 8인자 치료제이며, 주 2회 투여하는 4세대 지속형 제품임. 동사는 2009년 전 임상 단계에서 호주 CSL사에 L/O하였고, 2016년 5월 미국 판매 승인, 2017년 유럽 승인 예정에 따라 2017년부터 본격적인 로열티 수입이 반영될 것으로 예상함. 생명과학 사업부 영업이익의 레벨이 연간 100억원 내외씩 향후 3년간 성장할 수 있을 것으로 보여짐
- 현재 화이자와 진행중인 폐렴구균 국내 2심 소송 결과는 2017년 나올 것으로 예상되는데, 사노피와 진행하는 폐렴구균 백신과는 별도로기에 결과의 영향은 제한적일 것으로 예상함(SK케미칼이 유럽 1심 승소, 국내 1심 패소). 다만 폐렴구균 백신은 보수적으로 접근하여 동 부분은 최악의 상황으로 가정하여 반영하였음. 폐렴구균 13가 백신은 동사 기업 가치 산정에서 4%에 해당하는 것으로 판단함
- 향후 국내 독감 4가 백신 매출액의 점진적인 확대와 2017년 대상포진 백신 판매 시작으로 백신 사업은 꾸준한 성장이 예상됨. 사노피 파스퇴르와 공동개발중인 폐렴구균 백신은 2017년 중 전임상을 마치고 1상에 진입할 것으로 예상되어 2017년 백신 관련 개발 진척 확인이 catalyst가 될 것으로 예상.

**대규모 투자의 마무리, 변화된 포트폴리오를 통한 성장이 이어진다**

- 동사는 화학/제약 업체 내에서 스페셜티 군에 집중된 포트폴리오를 보유하고 있고, 지난 3년간 동 부문의 투자가 집중적으로 이뤄졌음(수퍼에지니아어링 PPS 투자, 백신 공장 투자, PETG 증설, 혈액제제 플라즈마 사업 시작). SK가스의 PDH가 예상보다 빠르게 턴어라운드해 초기 가동 효과가 높은 가운데 화학 사업은 시장과 관계없이 성장하는 모델을 마련하고 있고, 백신/혈액제제는 제약업종 내에서 안정적으로 성장할 수 있는 모델임. 특히 동사는 세포배양 타입의 백신 제조와 사노피 등과의 공동개발로 시장 대비 차별점 높아 백신 임상 진척에 따라 그 가치는 크게 확대될 것으로 예상함
- SK가스의 프로판과 PETG 물량증가, NBP601로 2017년 실적 성장 예상되고, 그동안 진행되었던 투자도 실적으로 가시화되는 과정이 2017년부터 2019년까지 보여질 것으로 예상되어 긍정적. 투자의견 BUY, 목표주가 10만원을 유지하며 추천함



**도표 1 사업부분별 실적 추정**

(십억원)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	연결	1,430.1	1,624.2	1,627.8	1,595.6	1,727.6	1,848.6	2,011.0	2,003.0	5,269.2	6,277.8	7,590.1	8,061.6
	개별	245.5	291.8	307.4	290.7	287.3	300.2	354.8	347.0	1,037.2	1,135.4	1,289.4	1,437.3
	케미칼	181.6	220.1	202.6	178.5	185.1	198.8	216.2	215.7	717.7	782.8	815.8	920.6
	PETG	56.7	65.2	70.9	55.9	61.9	69.8	80.1	85.4	222.5	248.7	297.1	389.7
	BD	57.7	91.3	69.2	57.1	54.9	59.3	64.6	58.8	209.7	230.7	237.6	244.8
	생명과학	63.9	71.6	104.7	94.0	82.1	79.8	115.4	108.1	319.2	335.2	385.5	424.0
	SK가스	1,160.6	1,300.3	1,290.5	1,267.3	1,402.1	1,509.9	1,617.8	1,617.8	4,079.0	5,018.7	6,147.5	6,471.1
	영업이익	연결	67.1	55.7	71.2	53.5	58.1	63.7	79.1	55.8	114.3	247.5	256.6
개별	8.2	10.8	25.6	12.0	10.5	10.1	27.1	17.9	18.5	56.6	65.6	82.1	
케미칼	15.2	18.1	16.1	11.6	14.5	15.3	16.4	14.4	26.7	61.0	60.5	69.5	
생명과학	-4.6	-5.0	11.9	1.9	-1.4	-2.5	13.5	6.1	4.4	4.2	15.7	23.6	
SK가스	58.6	46.7	43.8	40.7	46.5	52.5	50.9	37.0	93.5	189.7	186.9	199.0	
영업이익률	연결	4.7%	3.4%	4.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.9%	2.8%	2.2%	3.9%	3.4%	3.5%
	개별	3.3%	3.7%	8.3%	4.1%	3.7%	3.4%	7.6%	5.1%	1.8%	5.0%	5.1%	5.7%
	케미칼	8.4%	8.2%	7.9%	6.5%	7.8%	7.7%	7.6%	6.7%	3.7%	7.8%	7.4%	7.6%
	생명과학	-7.2%	-7.0%	11.4%	2.0%	-1.7%	-3.1%	11.7%	5.6%	1.4%	1.3%	4.1%	5.6%
	SK가스	5.1%	3.6%	3.4%	3.2%	3.3%	3.5%	3.1%	2.3%	2.3%	3.8%	3.0%	3.1%
SK어드밴스드 (SK가스 45%가 지분을 보유)													
매출액		137.1	148.5	145.8	161.3	173.7	186.2	186.2		431.4	707.4	735.7	
영업이익		12.0	21.4	18.9	22.1	25.3	24.4	25.7		52.3	97.5	103.0	
영업이익률		8.8	14.4	13.0	13.7	14.6	13.1	13.8		12.1	13.8	14.0	

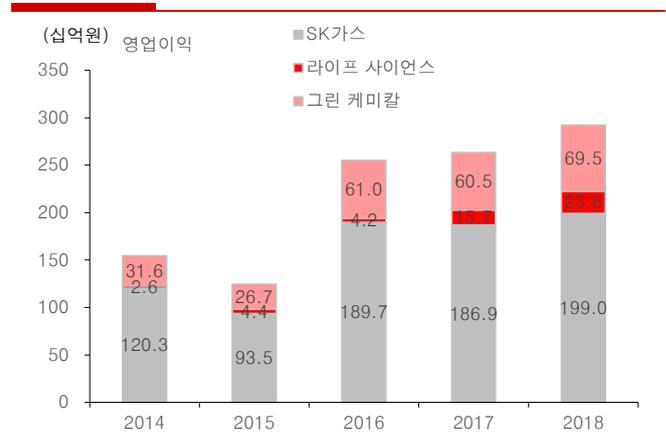
자료: 유진투자증권

**도표 2 매출액: SK가스, 케미칼의 성장  
→ 향후 라이프사이언스의 성장**



자료: 유진투자증권

**도표 3 영업이익: 캐시카우의 이익 레벨업, 향후 백신 등 통해 이익 성장 예상**



자료: 유진투자증권

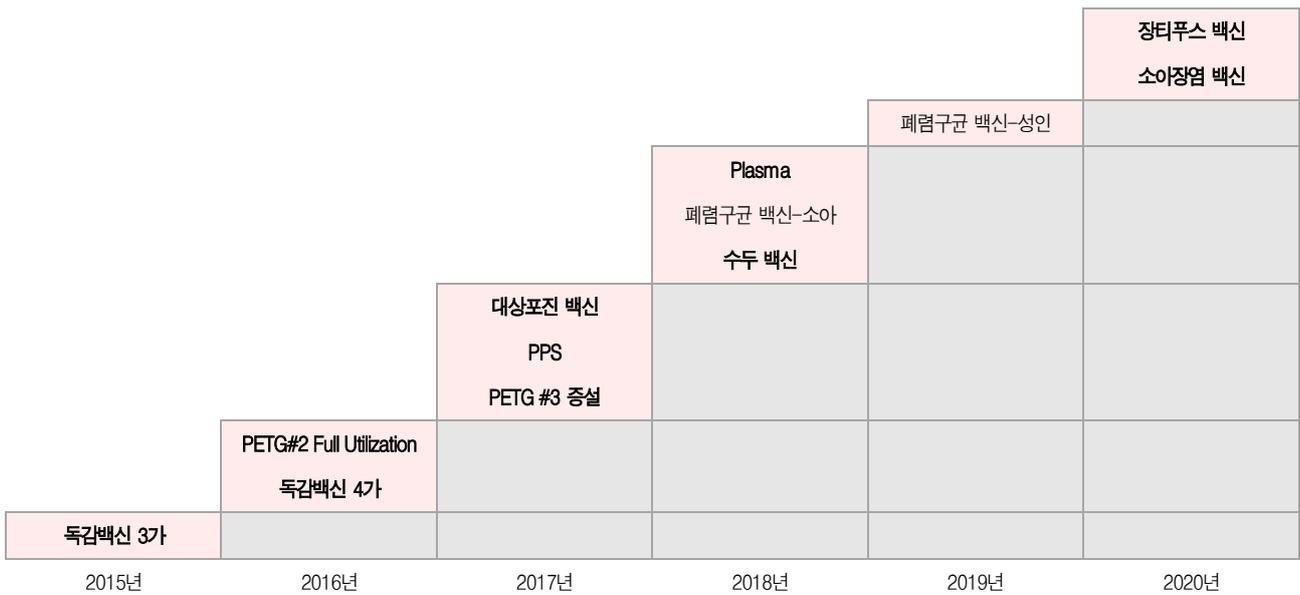


도표 4 백신 파이프라인

	Phase I / II	Phase III	BLA	Commercial	국내시장규모
Cell culture flu 3가				■	1700억원
Cell culture flu 4가				■	
폐렴구균 백신(PCV)		■ 소아		■ 성인	1200억원
대상포진 백신(Zoster)			■		600억원
수두 백신(Varicella)		■			
자궁경부암 백신(HPV Vaccine)	■				650억원
소아장염 백신(Rota virus)	■				400억원
장티푸스 백신(TCV)	■				

자료: SK케미칼, 유진투자증권

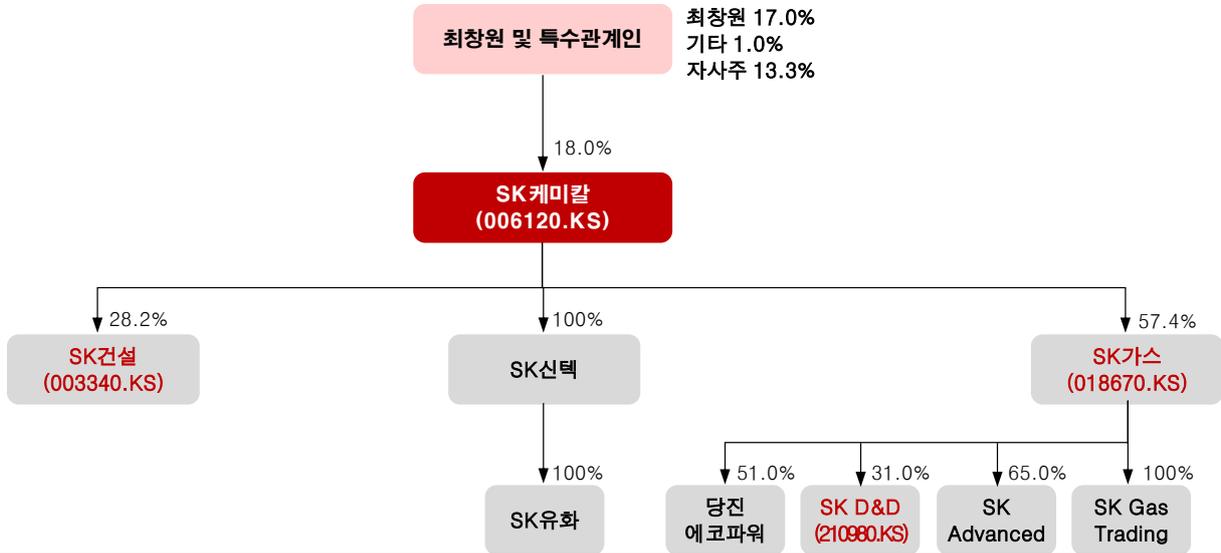
도표 5 SK케미칼 성장 포트폴리오



자료: SK케미칼, 유진투자증권



도표 6 SK케미칼 지배구조



자료: 유진투자증권



## SK케미칼(006120.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
<b>자산총계</b>	5,554.8	6,595.0	6,370.4	6,734.6	6,998.3
유동자산	2,045.6	2,374.1	2,594.2	2,810.9	2,908.9
현금성자산	501.2	698.1	625.4	362.6	425.9
매출채권	808.2	700.7	866.6	1,087.9	1,103.5
재고자산	647.2	882.1	1,008.0	1,265.3	1,283.5
비유동자산	3,509.2	4,220.9	3,776.2	3,923.7	4,089.4
투자자산	746.2	871.0	1,111.6	1,156.8	1,203.8
유형자산	2,408.9	2,997.7	2,302.2	2,391.7	2,497.8
기타	354.0	352.2	362.4	375.2	387.8
<b>부채총계</b>	3,548.7	4,009.2	3,737.2	3,887.6	3,906.3
유동부채	1,527.6	1,387.7	2,125.9	2,269.0	2,279.9
매입채무	473.8	418.2	556.6	698.7	708.7
유동성외부채	969.2	874.9	1,473.8	1,473.8	1,473.8
기타	84.6	94.6	95.5	96.5	97.5
비유동부채	2,021.1	2,621.5	1,611.3	1,618.7	1,626.3
비유동성외부채	1,837.8	2,451.8	1,430.2	1,430.2	1,430.2
기타	183.3	169.7	181.1	188.5	196.1
<b>자본총계</b>	2,006.1	2,585.8	2,633.2	2,847.0	3,092.0
지배지분	1,227.8	1,497.5	1,601.5	1,815.3	2,060.3
자본금	118.3	135.6	135.6	135.6	135.6
자본잉여금	147.1	329.3	329.4	329.4	329.4
이익잉여금	1,034.3	1,099.4	1,224.1	1,437.9	1,682.9
기타	(71.9)	(66.7)	(87.6)	(87.6)	(87.6)
비지배지분	778.3	1,088.2	1,031.7	1,031.7	1,031.7
자본총계	2,006.1	2,585.8	2,633.2	2,847.0	3,092.0
총차입금	2,807.0	3,326.7	2,904.0	2,904.0	2,904.0
순차입금	2,305.8	2,628.6	2,278.6	2,541.4	2,478.1

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
<b>영업현금</b>	186.4	(65.4)	162.9	(65.3)	280.6
당기순이익	14.0	94.4	199.1	222.1	253.3
자산상환비	85.2	103.1	107.7	91.7	95.4
기타비현금성순익	30.0	(57.3)	56.6	(42.6)	(44.3)
운전자본증감	30.0	(199.3)	(115.6)	(336.5)	(23.7)
매출채권감소(증가)	369.1	122.1	(248.4)	(221.2)	(15.6)
재고자산감소(증가)	53.4	(219.4)	(122.3)	(257.3)	(18.1)
매입채무증가(감소)	(324.8)	22.9	204.7	142.1	10.0
기타	(67.7)	(124.9)	50.4	0.0	0.0
<b>투자현금</b>	(897.6)	(659.4)	(318.6)	(193.7)	(213.7)
단기투자자산감소	(91.5)	9.6	46.7	(4.5)	(4.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(26.7)	16.4	17.1
설비투자	(659.5)	(667.1)	(316.4)	(175.0)	(195.0)
유형자산처분	11.1	2.7	9.0	0.0	0.0
무형자산처분	(6.4)	(14.7)	(13.3)	(19.1)	(19.1)
<b>재무현금</b>	525.9	956.0	117.2	(8.3)	(8.3)
차입금증가	452.1	464.8	114.2	0.0	0.0
자본증가	(14.4)	184.4	(19.7)	(8.3)	(8.3)
배당금지급	14.4	13.5	19.7	8.3	8.3
<b>현금 증감</b>	(182.0)	236.3	(45.9)	(267.3)	58.6
기초현금	506.2	324.2	560.5	514.6	247.3
기말현금	324.2	560.5	514.6	247.3	305.9
Gross Cash flow	230.3	253.9	363.3	271.2	304.3
Gross Investment	776.2	868.3	480.8	525.7	232.7
<b>Free Cash Flow</b>	(545.9)	(614.3)	(117.5)	(254.5)	71.6

### 손익계산서

(단위:십억원)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
<b>매출액</b>	7,283.6	5,269.2	6,277.8	7,590.1	8,061.6
증가율(%)	(11.8)	(27.7)	19.1	20.9	6.2
매출원가	6,624.4	4,658.1	5,509.9	6,655.0	7,056.1
<b>매출총이익</b>	659.3	611.1	767.8	935.1	1,005.5
판매원본분비	509.7	496.8	519.3	654.7	690.0
기타영업순익	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
<b>영업이익</b>	149.6	114.3	248.5	280.4	315.5
증가율(%)	(22.9)	(23.6)	117.5	12.8	12.5
<b>EBITDA</b>	234.7	217.3	356.2	372.1	410.9
증가율(%)	(14.2)	(7.4)	63.9	4.5	10.4
<b>영업외순익</b>	(115.3)	2.1	(15.0)	(6.5)	(3.2)
이자수익	24.0	13.9	17.9	14.4	15.7
이자비용	61.3	72.8	72.2	70.9	70.9
지분법순익	(72.1)	52.9	37.7	50.0	52.0
기타영업순익	(5.9)	8.1	1.6	0.0	0.0
<b>세전순이익</b>	34.3	116.4	233.5	273.9	312.3
증가율(%)	4.6	239.8	100.6	17.3	14.0
법인세비용	20.3	22.0	52.2	51.8	59.1
<b>당기순이익</b>	14.0	94.4	199.1	222.1	253.3
증가율(%)	78.7	575.8	110.9	11.6	14.0
지배주주지분	(25.1)	55.6	124.5	148.4	169.3
증가율(%)	적지	흑전	124.1	19.3	14.0
비지배지분	39.1	38.8	74.6	73.7	84.0
<b>EPS</b>	(1,173)	2,531	5,121	6,107	6,965
증가율(%)	적지	흑전	102.4	19.3	14.0
수정EPS	(1,173)	2,531	5,081	6,067	6,925
증가율(%)	적지	흑전	100.8	19.4	14.1

### 주요투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
<b>주당지표</b>					
EPS	(1,173)	2,531	5,081	6,067	6,925
BPS	50,329	55,218	59,050	66,934	75,967
DPS	300	300	310	310	310
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	n/a	28.7	11.9	10.0	8.8
PBR	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	19.1	25.7	13.7	13.8	12.3
배당수익율	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	6.6	7.1	4.6	6.1	5.4
<b>수익성(%)</b>					
영업이익율	2.1	2.2	4.0	3.7	3.9
EBITDA이익율	3.2	4.1	5.7	4.9	5.1
순이익율	0.2	1.8	3.2	2.9	3.1
ROE	1.1	6.9	12.8	13.0	13.1
ROIC	1.9	2.2	4.4	5.3	5.6
<b>안정성 (%)</b>					
순차입금/자기자본	114.9	101.7	86.5	89.3	80.1
유동비율	133.9	171.1	122.0	123.9	127.6
이자보상배율	4.0	1.9	4.6	5.0	5.7
<b>활동성 (%)</b>					
총자산회전율	1.4	0.9	1.0	1.2	1.2
매출채권회전율	7.7	7.0	8.0	7.8	7.4
재고자산회전율	11.9	6.9	6.6	6.7	6.3
매입채무회전율	12.3	11.8	12.9	12.1	11.5



**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	4%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만	83%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만	12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만	1%

(2016.09.30 기준)

