

SK케미칼 (006120)

4Q16 Review_다소 부진한 실적

제약/바이오 Analyst 신재훈

02. 3779-8808 shinjaehoon@ebestsec.co.kr



Buy (maintain)

목표주가 **100,000 원**

현재주가 **60,200 원**

4Q16 Review_다소 부진한 실적

SK케미칼의 연결기준 4Q16 실적은 매출액 1조 8,439억원(+31.3% YoY), 영업이익 358억원(-6.5% YoY), 순이익 176억원(-62.6% YoY)으로 외형신장은 훌륭했으나 수익성은 부진했다. 연결 자회사 SK가스는 LPG의 석화사와 산업체 B2B 매출증가, SK어드밴스드 및 트레이딩 물량 증가에 기인하여 매출액 1조 5,033억원(+35.1% YoY)을 기록하였으며, 영업이익은 SK가스의 회계처리가 변경(파생상품 관련 위험회피회계 적용)되면서 314억원(-14.1% YoY)으로 부진하였다. 순이익은 4Q15에 유비케어 매각차익으로 인한 기고효과로 인해 감소하였다. 별도기준 4Q16 실적은 매출액 3,019억원(+19.6% YoY), 영업이익 27억원(-12.3% YoY), 당기순손실 204억원(적자전환)을 시현하였다. 사업부별 매출액은 G/C(화학) 2,101억원(+27.1% YoY), L/S(생명과학) 917억원(+6.1% YoY)를 기록하였다. G/C의 매출호조는 PETG 생산증가 및 바이오중유 입찰확대에 기인하였다. G/C의 부문별 매출액은 수지 913억원(+28.6% YoY), 바이오에너지 707억원(+50.1% YoY), 정밀화학 297억원(+4.4% YoY), UT/기타 185억원(+9.3% YoY)을 기록하였다. 당기순손실은 기타영업비용으로 가슴기살균제 총당금이 반영되었기 때문이다.

투자 의견 Buy, 목표주가 100,000원 유지

SK케미칼의 투자 의견 Buy, 목표주가 100,000원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 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 신규 매출에 기인하여 향후 확실한 실적개선과 주가상승이 가능하다고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	7,284	5,269	6,526	6,989	7,409
영업이익	150	114	230	296	387
세전계속사업손익	34	116	209	326	398
순이익	14	94	175	247	302
EPS (원)	-1,173	2,531	3,303	10,123	12,374
증감률 (%)	적지	흑전	30.5	206.5	22.2
PER (x)	-53.2	28.7	18.2	5.9	4.9
PBR (x)	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	15.8	20.7	12.5	11.9	10.4
영업이익률 (%)	2.1	2.2	3.5	4.2	5.2
EBITDA 마진 (%)	3.2	4.1	5.2	5.9	7.1
ROE (%)	-2.0	4.1	5.2	14.4	15.2
부채비율 (%)	176.9	155.0	145.1	186.3	170.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

컨센서스 대비

상회	부합	하회
○		

Stock Data

KOSPI (2/7)	2,075.21pt
시가총액	14,631 억원
발행주식수	24,303 천주
52 주 최고가/최저가	84,300 / 55,400 원
90 일 일평균거래대금	71.59 억원
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(16.12E)	0.5%
BPS(16.12E)	58,936 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -11.8%
	6개월 -11.5%
	12개월 -35.8%
주주구성	최창원의 12인 20.7%
	국민연금 10.0%

Stock Price



표1 SK 케미칼 4Q16 실적 Review

(억원)	4Q16P	4Q15	YoY(% , %p)	3Q16	QoQ(% , %p)	기존추정	컨센서스
매출액	18,439	14,043	31.3	16,278	13.3	16,231	15,629
영업이익	358	382	(6.5)	712	(49.8)	543	676
OPM(%)	1.9	2.7	(0.8)	4.4	(2.4)	3.3	4.3
당기순이익	176	470	(62.6)	568	(69.1)	411	402
NPM(%)	1.0	3.3	(2.4)	3.5	(2.5)	2.5	2.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 SK 케미칼 실적추정 (연결)

(억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016P	2017E
매출액	14,301	16,242	16,278	18,439	15,761	17,388	17,826	18,919	65,260	69,894
YoY(%)	20.5	31.2	13.1	31.3	10.2	7.1	9.5	2.6	23.9	7.1
SK케미칼	2,455	2,918	3,074	3,019	2,699	3,212	3,633	3,051	11,466	12,595
YoY(%)	0.5	23.2	0.4	19.6	10.0	10.1	18.2	1.1	10	10
SK가스	11,606	13,003	12,905	15,033	12,811	13,887	13,897	15,554	52,547	56,149
YoY(%)	27.0	34.9	18.6	35.1	10.4	6.8	7.7	3.5	28.8	6.9
영업이익	671	557	712	358	727	703	835	689	2,298	2,954
YoY(%)	1,179.4	168.5	42.3	(6.5)	8.3	26.1	17.3	92.7	101.2	28.5
OPM(%)	4.7	3.4	4.4	1.9	4.6	4.0	4.7	3.6	3.5	4.2
SK케미칼	82	108	256	27	109	131	274	123	473	637
YoY(%)	흑전	흑전	1.8	(12.3)	33.7	21.2	6.9	353.5	155.9	34.6
OPM(%)	3.3	3.7	8.3	0.9	4.0	4.1	7.5	4.0	4.1	5.1
SK가스	586	467	438	314	612	571	541	561	1,805	2,285
YoY(%)	593.7	79.0	95.0	(14.1)	4.4	22.4	23.5	78.7	93.0	26.6
OPM(%)	5.1	3.6	3.4	2.1	4.8	4.1	3.9	3.6	3.4	4.1
순이익	414	588	568	176	621	608	722	577	1,746	2,528
YoY(%)	(937.1)	1,251.3	18.3	(62.6)	49.9	3.4	27.2	228.4	85.0	44.8
NPM(%)	2.9	3.6	3.5	1.0	3.9	3.5	4.1	3.0	2.7	3.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 SK 케미칼 실적추정 (별도)

(억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016P	2017E
매출액	2,455	2,918	3,074	3,019	2,699	3,212	3,633	3,051	11,465	12,595
YoY(%)	0.5	23.2	0.4	19.6	10.0	10.1	18.2	1.1	10.3	9.9
Life Science	639	716	1,047	917	711	860	1,211	1,076	3,319	3,858
YoY(%)	(7.1)	16.1	2.2	6.1	11.3	20.1	15.7	17.4	3.9	16.3
Green Chemicals	1,816	2,201	2,026	2,101	1,987	2,351	2,421	1,974	8,144	8,733
YoY(%)	3.9	26.2	(0.3)	27.1	9.4	6.8	19.5	(6.1)	13.5	7.2
수지	776	849	867	913	833	848	1,037	891	3,405	3,609
YoY(%)	4.0	1.8	(1.2)	28.6	7.4	(0.1)	19.6	(2.4)	7.5	6.0
바이오에너지	577	913	692	707	652	1,002	856	632	2,889	3,142
YoY(%)	11.7	109.2	2.8	50.1	12.9	9.8	23.7	(10.6)	37.7	8.8
정밀화학	304	304	283	297	323	307	334	288	1,187	1,252
YoY(%)	(1.4)	(3.8)	(3.5)	4.4	6.3	1.1	18.0	(2.9)	(1.2)	5.5
UT/기타	160	137	185	185	179	141	194	163	667	677
YoY(%)	(13.6)	(17.6)	(4.9)	9.3	12.1	2.9	5.1	(12.1)	(6.7)	1.5
영업이익	82	108	256	27	109	131	274	123	473	637
YoY(%)	흑전	흑전	1.8	(12.3)	33.7	21.2	6.9	353.5	155.9	34.6
OPM(%)	3.3	3.7	8.3	0.9	4.0	4.1	7.5	4.0	4.1	5.1
Life Science	(46)	(50)	119	(36)	(21)	(28)	128	26	(13)	105
YoY(%)	적지	적지	(3.0)	적전	적지	적지	7.8	(171.6)	흑전	(909.0)
OPM(%)	-	-	11.3	-	-	-	10.6	2.4	(0.4)	2.7
Green Chemicals	128	157	143	71	130	159	146	97	499	532
YoY(%)	91.2	13,580.6	12.0	130.1	1.5	1.0	2.3	36.3	120.5	6.5
OPM(%)	7.1	7.2	7.0	3.4	6.5	6.8	6.0	4.9	6.1	6.1
수지	98	85	64	75	55	59	71	59	321	244
바이오에너지	36	87	63	29	59	90	70	49	215	268
정밀화학	(11)	(4)	(3)	(11)	4	10	9	3	(29)	26
UT/기타	30	14	37	(10)	34	25	21	11	71	91
신규사업 (GC R&D)	(25)	(23)	(24)	(19)	(22)	(25)	(25)	(25)	(91)	(97)

주: IFRS 별도 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 SK 케미칼 Valuation Table

구분	항목		(억원)
1. 영업가치		(a + e)	9,312
	Green Chemical Biz	(a = b * c)	3,168
	EBITDA (2017E)	(b)	543
	EV/EBITDA (배)	(c: 석유화학 업종 평균 멀티플)	7
	Life Science Biz	(e = f * g * (1 - h))	6,144
	EBITDA (2017E)	(f)	512
	EV/EBITDA (배)	(g: 제약바이오 업종 평균 멀티플)	15
	Discount	(h)	20%
2. 투자회사가치		(i + l + o) * (1 - r)	10,009
	SK가스	(i = j * k)	4,485
	시가총액	(j: 2017.02.07일 종가 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)	1,949
	시가총액	(v: 2017.02.07일 종가 기준)	14,631
	비중	(w)	13.32%
5. 순차입금		(3Q16 기준)	7,988
6. 우선주	시가총액	(2017.02.07일 종가 기준)	730
7. 기업가치		(1 + 2 + 3 + 4 - 5 - 6)	23,887
8. 주식수			24,303,255
	적정주가(원)		96,891
	목표주가(원)		100,000

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 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

표6 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

표7 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

표8 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	2016P	2017E	2018E
유동자산	2,046	2,374	2,488	3,419	2,902
현금 및 현금성자산	324	561	99	964	304
매출채권 및 기타채권	808	701	1,001	1,028	1,089
재고자산	647	882	1,165	1,195	1,267
기타유동자산	266	231	223	232	242
비유동자산	3,509	4,221	3,958	4,794	5,655
관계기업투자등	546	609	826	860	895
유형자산	2,409	2,998	2,484	3,262	4,064
무형자산	354	352	362	375	388
자산총계	5,555	6,595	6,446	8,213	8,557
유동부채	1,528	1,388	2,205	3,725	3,769
매입채무 및 기타채무	474	418	643	660	699
단기금융부채	969	875	1,474	2,974	2,974
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	3,816	5,344	5,395
지배주주지분	1,228	1,498	1,598	1,837	2,130
자본금	118	136	136	136	136
자본잉여금	147	329	329	329	329
이익잉여금	1,034	1,099	1,200	1,438	1,732
비지배주주지분(연결)	778	1,088	1,032	1,032	1,032
자본총계	2,006	2,586	2,630	2,869	3,162

현금흐름표

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	186	-65	-69	279	309
당기순이익(손실)	14	94	175	247	302
비현금수익비용가감	216	160	187	73	102
유형자산감가상각비	79	97	104	107	136
무형자산상각비	6	6	6	6	6
기타현금수익비용	30	-57	78	-41	-40
영업활동 자산부채변동	30	-199	-347	-41	-95
매출채권 감소(증가)	369	122	-383	-26	-62
재고자산 감소(증가)	53	-219	-279	-30	-72
매입채무 증가(감소)	-325	23	291	17	40
기타자산, 부채변동	-68	-125	25	-1	-1
투자활동 현금	-898	-659	-502	-906	-961
유형자산처분(취득)	-648	-664	-491	-885	-938
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	1,492	-9
차입금의 증가(감소)	452	465	114	1,500	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	-462	865	-660
기초현금	506	324	561	99	964
기말현금	186	-65	-69	279	309

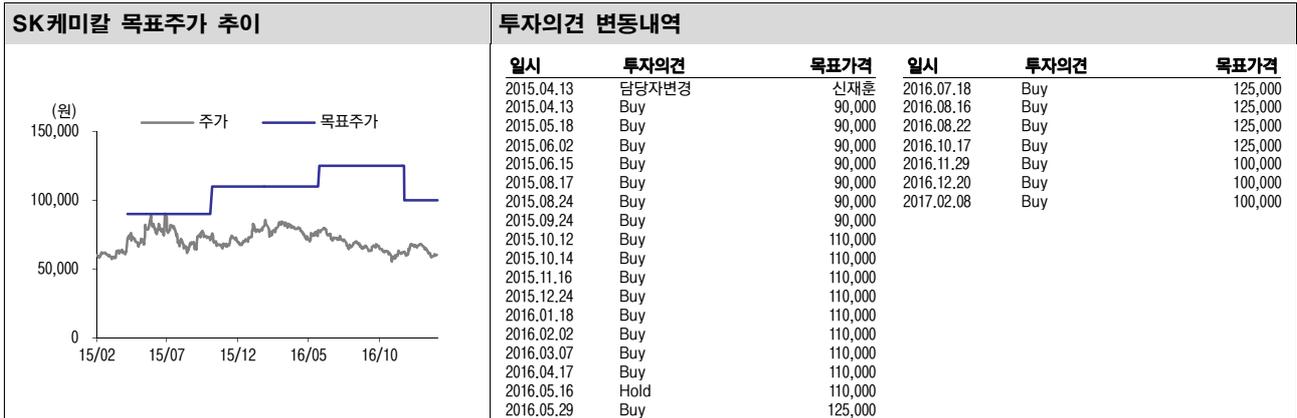
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	7,284	5,269	6,526	6,989	7,409
매출원가	6,624	4,658	5,771	6,165	6,520
매출총이익	659	611	755	825	889
판매비 및 관리비	510	497	525	529	502
영업이익	150	114	230	296	387
(EBITDA)	235	217	339	409	529
금융손익	-80	-99	-22	-72	-91
이자비용	61	73	72	88	107
관계기업등 투자손익	-72	53	38	48	48
기타영업외손익	37	48	-36	54	54
세전계속사업이익	34	116	209	326	398
계속사업법인세비용	20	22	52	79	96
계속사업이익	14	94	157	247	302
중단사업이익	0	0	18	0	0
당기순이익	14	94	175	247	302
지배주주	-25	56	81	247	302
총포괄이익	7	104	174	247	302
매출총이익률 (%)	9.1	11.6	11.6	11.8	12.0
영업이익률 (%)	2.1	2.2	3.5	4.2	5.2
EBITDA 마진률 (%)	3.2	4.1	5.2	5.9	7.1
당기순이익률 (%)	0.2	1.8	2.7	3.5	4.1
ROA (%)	-0.5	0.9	1.2	3.4	3.6
ROE (%)	-2.0	4.1	5.2	14.4	15.2
ROIC (%)	1.9	2.2	3.8	4.6	5.1

주요 투자지표

	2014	2015	2016P	2017E	2018E
투자지표 (x)					
P/E	-53.2	28.7	18.2	5.9	4.9
P/B	1.2	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	15.8	20.7	12.5	11.9	10.4
P/CF	6.6	7.1	4.5	5.1	4.0
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	-11.8	-27.7	23.9	7.1	6.0
영업이익	-22.9	-23.6	101.1	28.7	30.7
세전이익	4.6	239.8	79.8	55.8	22.2
당기순이익	78.7	575.8	85.0	41.5	22.2
EPS	적지	흑전	30.5	206.5	22.2
안정성(%)					
부채비율	176.9	155.0	145.1	186.3	170.6
유동비율	133.9	171.1	112.9	91.8	77.0
순차입금/자기자본	114.9	101.7	102.4	115.9	125.9
영업이익/금융비용	2.4	1.6	3.2	3.4	3.6
총차입금 (십억원)	2,807	3,327	2,904	4,404	4,404
순차입금 (십억원)	2,306	2,629	2,694	3,325	3,980
주당지표 (원)					
EPS	-1,173	2,531	3,303	10,123	12,374
BPS	50,329	55,218	58,936	67,739	78,551
CFPS	9,440	10,195	13,343	11,797	14,893
DPS	-53.2	28.7	18.2	5.9	4.9



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 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 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 당사에 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 (향후12개월)	투자이견 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)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	83.7% 16.3%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자이견 비율은 2016. 1. 1 ~ 2016. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)