

# SK케미칼(006120)

## 발상을 전환하면 미반영된 가치가 보인다

### 제약/바이오 Trap에서 벗어나면 본질 가치가 보인다

SK케미칼의 주가흐름이 아이러니하다. 연결 영업익 내 75%를 차지하는 SK가스는 '16년 사상 최대 실적과 함께 79% 주가 상승을 기록하고, 케미칼 자체사업 영업익 또한 156% 증가했음에도 불구하고 SK케미칼 주가는 8% 하락했다. 이는 제약/바이오 업종 센터먼트 약화와 대주주의 SK케미칼 지분 확보 관련 지배구조상 피해주 Concept에 기인한다. 이러한 부정적 인식에 묻혀 펀더멘탈 개선은 간과되었는데, 특히 자체사업 실적의 사실상 100%를 차지하는 그린 케미칼 사업부는 '15년 영업익 227억원에서 '17년 영업익 680억원으로 누적 200% 증가가 추정되며 SK가스는 올해도 사상 최대 영업익 경신이 예상된다. 13.3%의 자사주와 SK그룹과의 계열분리 이슈, 화학/제약이라는 상이한 사업 구조를 고려할 때 인적분할을 통한 자사주 가치 복원 역시 가능하기에 현 저평가 상황은 분명한 매수기회라 판단한다. 가치합산 방식을 통해 목표가 9만원을 제시하며 상승여력은 41%이다.

### 이익의 핵심 SK가스, G/C 사업부는 2017년에도 중익

SK가스, Green Chemical 사업부의 '16년 합산 영업이익은 SK케미칼의 영업이익을 100% 설명한다. 양 사업부의 합산 영업이익은 '16년 2,304억원으로 약 100% 성장한데 이어 '17년에는 2,954억원으로 약 30% 성장하면서 SK케미칼의 증익을 견인할 전망이다. '17년 SK가스, G/C 영업이익은 각각 YoY +26%, +36% 개선될 것으로 추정한다. SK가스는 국내 석유 화학용 프로판 수요, 인도/인니의 구조적인 수요 증가로 LPG 판매량이 YoY +13% 증가할 것이며, G/C는 원가 상승분 전가에 따른 판가 상승 및 PETG 증설로 인한 제품 Mix개선이 나타날 것이기 때문이다.

### LS사업부의 미래 가치를 보자

SK케미칼의 제약바이오 부분의 '17년도 영업이익은 135억원으로 흑자전환이 기대된다. 다만 제약 부분의 성장률은 미미할 것으로 예상되며, 기대했던 백신도 독감백신의 국내시장이 과열됨에 따라 큰 성장률을 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 호주 CSL사로 기술이전되었던 앵스틸라의 로열티가 올해부터 본격적으로 수취 가능하며, 사노피와 공동개발 중인 차세대 폐렴구균백신의 가치 합산을 통한 밸류에이션 부여가 필요하다.

### Collaboration Report

## BUY(신규)

| TP(12M): 90,000(신규) | CP(2월27일): 64,000원

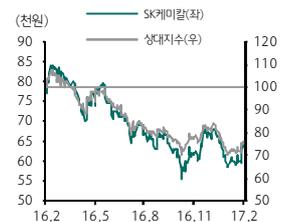
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,085.52
52주 최고/최저(원)	84,300/55,400
시가총액(십억원)	1,555.4
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	24,303.3
60일 평균 거래량(천주)	129.7
60일 평균 거래대금(십억원)	8.2
15년 배당금(예상, 원)	300
15년 배당수익률(예상, %)	0.45
외국인지분율(%)	8.73
주요주주 지분율(%)	
최창원 외 12인	20.71
국민연금	10.32
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.6 (4.8) (19.8)
상대	9.5 (7.0) (26.2)

#### Consensus Data

	2016	2017
매출액(십억원)	6,217.9	6,998.4
영업이익(십억원)	240.5	271.6
순이익(십억원)	192.9	230.6
EPS(원)	4,393	4,774
BPS(원)	67,394	72,973

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출액	십억원	7,283.6	5,269.2	6,526.0	8,704.2	9,837.9
영업이익	십억원	149.6	114.3	229.8	309.6	359.8
세전이익	십억원	34.3	116.4	202.6	282.6	332.2
지배순익	십억원	(25.1)	55.6	107.9	150.3	177.0
EPS	원	(1,032)	2,269	3,980	5,543	6,526
증감률	%	적지	흑전	75.4	39.3	17.7
PER	배	N/A	31.99	16.83	11.55	9.81
PBR	배	1.14	1.23	1.09	0.96	0.88
EV/EBITDA	배	19.15	25.66	14.98	12.61	11.27
ROE	%	(2.01)	4.08	7.04	9.15	9.84
BPS	원	54,511	58,834	61,543	66,816	73,073
DPS	원	300	300	300	300	300

주: 15년 과거 데이터와의 비교 가능성 위해 재구성한 숫자



화학/정유 Analyst **윤재성**  
02-3771-7567  
js.yoon@hanafn.com



제약/바이오 Analyst **전민정**  
02-3771-7785  
rsshun@hanafn.com



지주/보험 Analyst **오진원**  
02-3771-7525  
jw.oh@hanafn.com

RA **전우제**  
02-3771-7617  
wchun0222@hanafn.com

# CONTENTS

<b>Summary</b>	<b>3</b>
<b>1. 제약/바이오 Trap에서 벗어나면 본질 가치가 보인다</b>	<b>4</b>
2017년 자체사업 및 SK가스 실적 역사적 최대치 전망	4
<b>2. SK케미칼 기업가치 보다 Fair하게 접근하기</b>	<b>9</b>
적정가치 1.9조원, 목표가 90,000원으로 41% 상승여력 존재	9
<b>3. Green Chemical: 2017년부터 본격적인 이익성장 궤도 진입</b>	<b>17</b>
1) G/C사업부 매출/영업이익 개선 본격화	17
2) G/C의 핵심인 수지사업부 영업이익 YoY +40% 예상	18
3) 수지사업부의 주력 제품 PETG 소개	22
4) 바이오디젤, 공급과잉 상황 종료. 2018년 의무혼합비율 증가를 기대	24
<b>4. SK가스: 안정적인 사업구조에 성장이란 날개를 더하다</b>	<b>26</b>
1) 국내외 석유화학업체 및 해외향 매출 증가로 성장성을 장착	26
2) 매출처 확대를 통한 도약의 첫 걸음을 내딛은 2016년. 2017년도 추가 도약 기대	26
3) 2017년 이후 기대되는 포인트: SK어드밴스드/국내 석화업체 증설/해외	28
4) 2017년 매출/영업이익 YoY +39%, +26% 개선 전망	29
<b>5. Life Science 미래 가치를 보자</b>	<b>30</b>
1) 달혀있는 제약 부문	30
2) 백신으로 선택과 집중	30
3) 사노피와 공동개발 중인 차세대 폐렴구균 백신	33
4) 러닝로열티가 기대되는 앱스틸라(Afstyla)	35

## Summary

### ✓ Catalyst

- Green Chemical 사업부 실적 개선 기대. 특히, PET/PETG의 판가 상승과 PETG 증설(12만톤/년→18만톤/년)에 따른 Mix 개선으로 수지부문 이익 증가 예상
- 연결 영업익 75% 차지하는 SK가스의 실적 개선은 2017년에도 지속. SK어드밴스드향 매출 온기반영과 대한유화 등 국내업체/해외향 매출 증가에 따라 물량 증가 예상
- Life Science 부문은 2017년도부터 본격적으로 앱스틸라의 리닝로열티(매출액의 약 5%) 수취 기대. 사노피와 공동개발 중인 차세대 폐렴구균 백신의 경우 폐렴구균 백신의 성장성과 사노피와 백신 영업망에 대한 시너지 기대
- 자사주 13.3% 보유, SK그룹과의 계열분리 가능성, 화학/제약 사업 영위, 지속된 대주주 지분 취득 고려시 인적분할 가능성 상존

### ✓ 증장기 전망

- G/C사업부 영업이익은 '17년 680억원 → '18년 854억원으로 매년 약 30% 내외의 개선이 기대됨. 바이오디젤의 안정적인 수익성에 더해 PETG 증설 효과가 반영되기 때문
- SK가스 영업이익은 '17년 2,274억원 → '18년 2,484억원으로 추가 개선 기대, 국내 석유화학 업체향(PDH/NCC)은 물론 중국(PDH향) 및 동남아향 물량 증가 예상
- Life Science '17년 영업이익은 약 135억원으로 흑자전환이 기대됨, '18년 앱스틸라의 글로벌 점유율 상승과 SK케미칼이 자체 개발한 프리미엄 백신(폐렴구균과 대상포진 백신) 매출이 발생하면서 영업이익은 약 254억원 기대.
- SK케미칼 인적분할시 13.3% 자사주의 의결권 부활로 지주회사가 그린케미칼(가칭, 영업사), 라이프사이언스(가칭, 영업사) 지분 13.3% 소유, 대주주 보유 사업사 지분 현물 출자시 대주주의 SK케미칼 HC 지분을 25~30%대 추정

### ✓ 투자 Point

- G/C 사업부의 PETG 증설에 따른 이익 개선 효과와 SK가스의 추가적인 물량 확대 가능성이 중요한 투자 포인트. SK어드밴스드의 실적 개선도 기대해 볼만
- Life Science는 현재 제약사업부의 성장은 단혀있으나, 향후 자체 개발한 프리미엄급 백신 생산과 앱스틸라의 로열티 수취, 그리고 사노피와 공동개발 중인 차세대 폐렴구균 백신의 성장성에서 회사의 가치 부여 가능

### ✓ Valuation

- 펀더멘탈이 서로 상이한 L/S, G/C 사업부와 지분가치를 동시 반영하기 위해 가치합산 방식(SOTP) Valuation을 적용. 투자의견 BUY, 목표주가 9만원 제시
- G/C 사업부 가치는 '17년 예상 EBITDA 940억원 대비 8배 적용한 7,517억원 추정
- L/S 사업부 가치는 영업가치 3,923억원과 신약가치 3,238억원(앱스틸라 1,399억원, 차세대백신 1,839억원)을 합산 반영
- 자사주 취득원가는 981억원으로 현재 순자산 차감항목 표기. 인적분할시 홀딩스의 영업사 지분가치로 반영되므로 분할전, 분할후 밸류에이션상 +8% 추가 상승여력 보유

# 1. 제약/바이오 Trap에서 벗어나면 본질 가치가 보인다

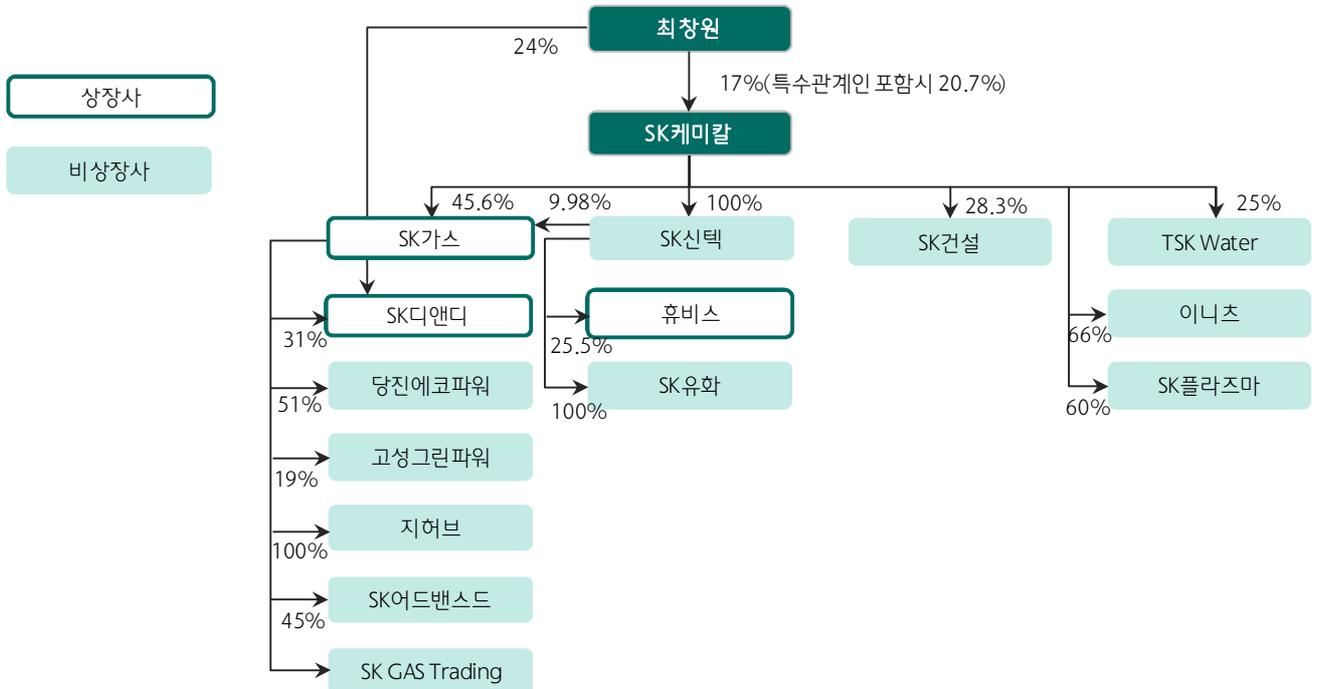
## 2017년 자체사업 및 SK가스 실적 역사적 최대치 전망

가스 지분가치 급등에도 불구하고, 바이오지수 영향으로 전년 대비 주가 20% 이상 하락

SK케미칼은 SK가스 지분 55.6%를 보유한 준 사업주회사격 회사 총자산 대비 자회사 지분가액 지분율 45% 상회(지분 시가평가시)

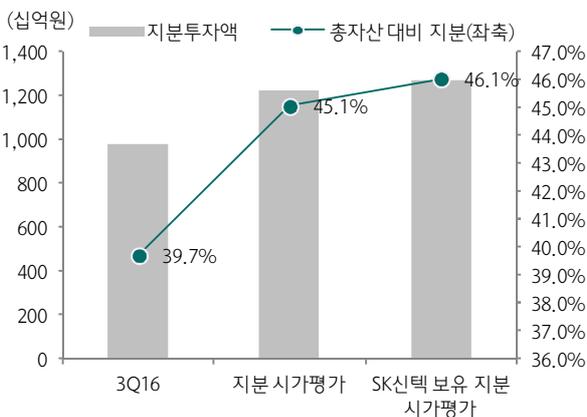
SK케미칼은 SK가스 지분 55.6%를(100% 자회사인 신텍 지분 10% 합산) 보유한 준 사업주회사격 회사이다. 3Q16 총자산 2.47조원 대비 투자주식 비율이 40%에 달해 50%라는 공정거래법상 지주회사 전환 당위 규정에 근접해 있다. 또한 장부가로 평가되어 있는 SK가스 지분(주당 45,472원)을 시가평가시 동 비율은 45.1%까지 상승한다. 또한 SK신텍(SK케미칼이 100% 보유한 비상장 자회사) 지분 포함시 사실상 지주 전환비율에 근접한다. 따라서 향후 언젠가 회사의 의지에 따라 지주회사 전환 가능성이 열려있는 상황이다.

그림 1. SK케미칼 지배구조 현황



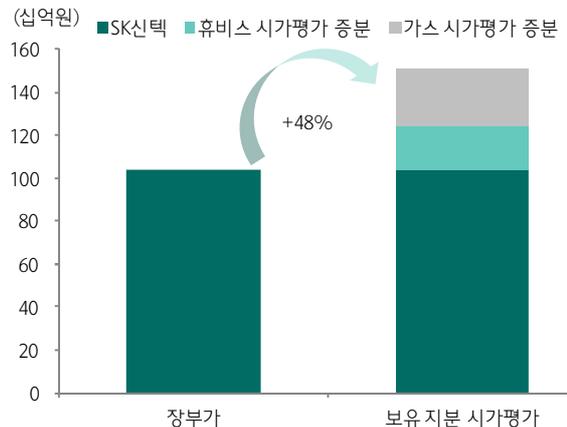
자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 2. 3Q16 기준 SK케미칼 총자산 대비 지분투자액



주: 총자산 대비 지분가액 50% 상회시 공정거래법상 지주회사 지정  
 자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 3. 100% 보유한 비상장사 SK신텍 장부가와 시가평가시 Gap



주: SK유화도 장부가 표기로 최근 업황 반등 고려시 추가 상승여력 존재  
 자료: SK케미칼, 하나금융투자

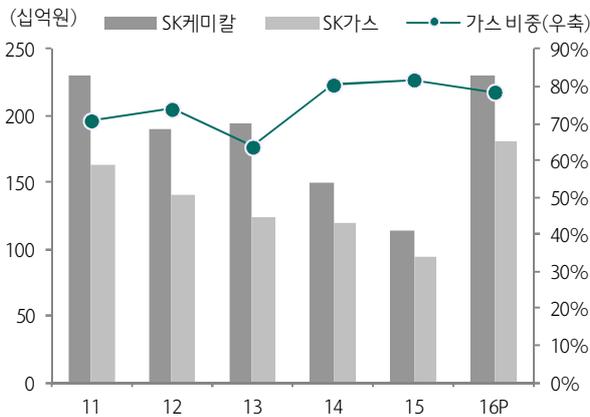
**SK가스의 SK케미칼 연결 영업익 기여도는 75% 육박**

SK케미칼은 Green Chemical(화학), Life Science(생명과학)의 양대 사업부문을 영위하며 핵심자회사로 SK가스를 지배한다. SK가스는 특히 SK케미칼 연결 실적 기여도가 단연 높은 핵심 수익원이다. 지난 5년간 SK케미칼 연결 영업익 내 SK가스 영업익 비중은 무려 75%에 달했다.

**그럼에도 불구하고, SK가스와 SK케미칼 주가 상관관계는 '15년 이후 부의 상관관계 관찰'**

현재 SK케미칼 주가 관련, 펀더멘탈과 괴리가 분명한 아이러니가 존재한다. SK케미칼은 SK가스 지분을 55.6%나 보유하고 있고, SK가스 실적이 SK케미칼 연결 영업익 내 75% 비중을 차지함에도 불구하고 각 주가 방향성이 상이하다는 점이다. 양 기업의 시가총액을 그려 보면 '14년 전까지는 양의 상관관계가 관찰되는 반면, 그 이후 상관관계는 오히려 부의 상관관계가 뚜렷하게 나타난다. 연도별 양 기업의 시가총액간 상관관계를 그려보면 '11년~'14년은 0.57에서 0.24를 나타낸 반면, '15년, '16년은 각 -0.05, -0.75로 관찰되었다.

그림 4. SK케미칼 및 SK가스 영업익 추이 및 SK가스 비중 추이



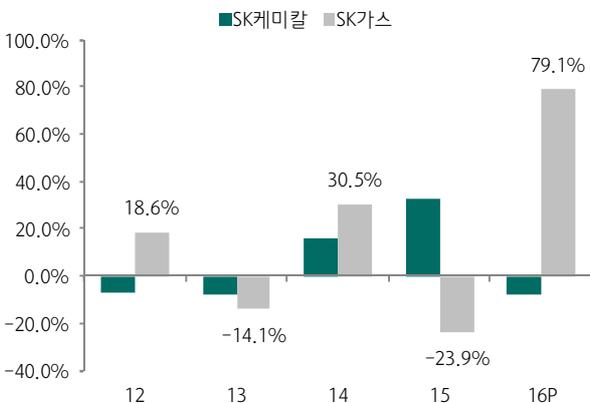
주: 연도별 SK케미칼 연결 영업익 내 SK가스 비중 추이  
 자료: SK케미칼, SK가스, 하나금융투자

그림 5. '14년 이후 SK가스와 SK케미칼 시가총액 역의 상관관계 형성



자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 6. 연도별 시총 상승률('16년 가스 급등에도 케미칼 주가 하락)



자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 7. 연도별 SK케미칼과 SK가스 주가 상관관계



자료: Dataguide, 하나금융투자

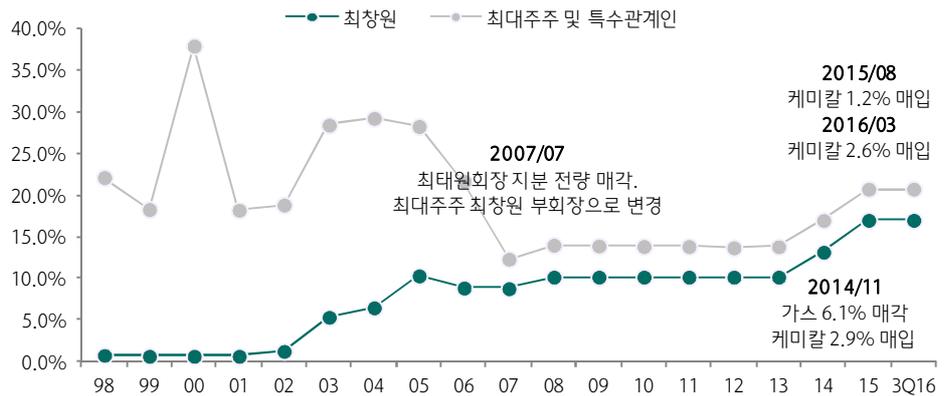
역의 주가 상관관계 형성은  
2가지 요인에 기인.  
첫째, 대주주 지분 취득 이슈  
SK케미칼 매입과  
SK가스 매각 대비

이러한 역의 주가 상관관계 형성에는 크게 두가지 요인에 기인했다. 첫째는 최창원 부회장의 SK케미칼 지분 확보과정이다. '11/4월 6.1% 매입했던 SK가스 지분을 '14/11월 전량 매각하며 당시 태영건설 보유 SK케미칼 2.9% 지분을 매입했다. 이후 최 부회장은 '15년 8월 1.15%, '16년 3월 2.63% 등 현행 17% 지분율까지 SK케미칼 지분을 추가 확보했다.

SK가스 매각과 SK케미칼 매입이  
대비되며 역의 주가 상관관계 형성.  
SK케미칼 추가 매입을 위해서는  
주가 상승을 제한해야한다는  
시각 역시 존재

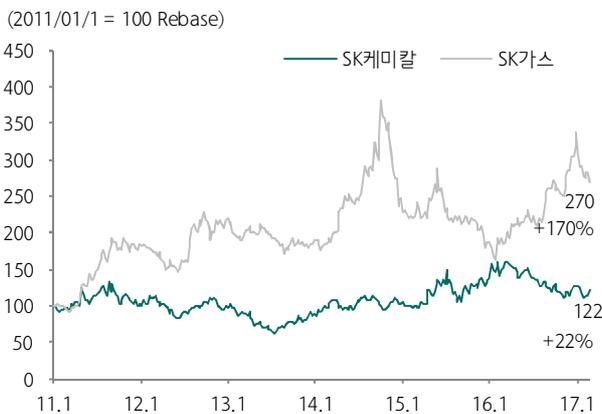
동 과정에서 SK 가스와 SK건설 지분 전량 매각, SK D&D 지분 유동화 가능성이 불거져 SK케미칼과 SK가스 간 역의 주가 상관관계가 형성되었다. SK케미칼 내 SK가스 실적 기여도가 단연 높음에도 불구하고 지배구조 이슈가 주가 영향을 미친 것이다. 또한 이는 최창원 부회장의 유의미한 지분을 확보 전까지는 주가 상승시 추가 매입이 어려워진다는 점에서 SK케미칼 주가에 장기적인 주가 할인요인으로 작용하였다. 실제 SK가스 지분가치 급등과 '16년 자체사업 실적 반등, '17년 사상 최대 실적 전망에도 불구하고, SK케미칼 주가 영향은 제한적이었다.

그림 8. SK케미칼 최대주주 및 특수관계인 지분율 추이



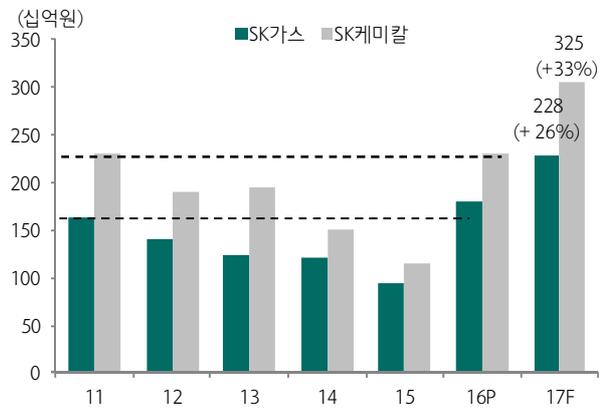
자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 9. 장기적 관점에서 가스 시총 상승분을 반영 못한 sk케미칼



주: 2011/1/1일자 시가총액 100으로 Rebase후 비교  
자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 10. 연도별 SK가스 및 SK케미칼(연결) 영업익 추이



주: 2016년 기준 SK케미칼 실적은 11년과 유사. 가스는 사상 '11년 이후 최대치 시현  
자료: 각사, 하나금융투자

두번째는 SK케미칼 라이프사이언스 부문에 대한 재평가. 제약/바이오지수 폭등에 따른 밸류에이션 동반 상승이후 주가 제자리 찾는 과정

두번째, '15년 바이오/제약 섹터의 리레이팅에 따른 동사의 라이프 사이언스 사업부 밸류에이션 급변동 영향이다. SK가스 55.6% 지분가치를 SK케미칼 시가총액에서 제거시 지난 '11년 이후 시가총액은 4,500억원대에서 1.6조원대까지 급격한 변동을 보였다.

별도 영업이익, 즉 자체사업은 '15년 바닥으로 '16년 156% 증가, '17년 69% 증가 추정에도 SK가스 지분가치 차감한 시가총액 하락세 지속

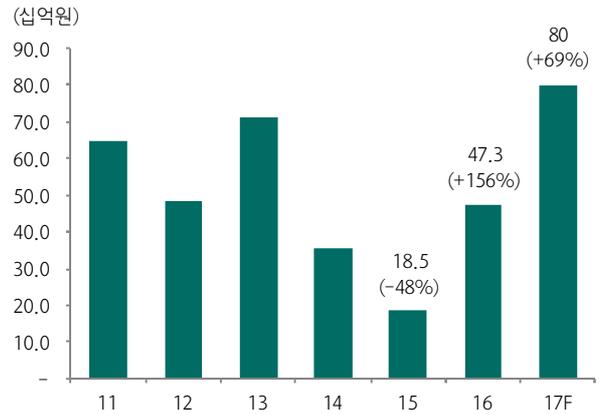
특히 '15년 뚜렷한 상승을 나타냈는데 거꾸로 '15년 SK케미칼 별도 영업익은 185억원으로 48.1% 감소했다. '16년 473억원 영업익으로의 회복을 선반영했다 가정한다 해도 오히려 '16년에는 시가총액이 1조원 이하로 하락했기에 설명되지 않는다('17년 별도 영업익은 69% 상승 추정되므로). 결국 라이프 사이언스 가치의 리레이팅이라 볼 수 있다. 실제 제약/바이오지수와 SK케미칼 잔여 시가총액 추세를 그려보면 '14~'15년 급등 이후 '16년 하락이 잘 연동하는 것으로 나타난다.

그림 11. SK가스 지분가치를 차감한 케미칼 시가총액 추이



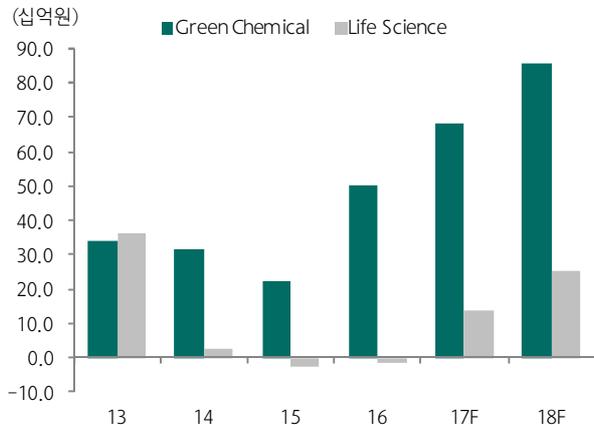
주: SK케미칼 시가총액에서 55.6% SK가스 지분가치를 차감한 잔여 시가총액 추이  
자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 12. SK케미칼 별도 영업이익 추이



자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 13. SK케미칼 그린케미칼/ 라이프사이언스 영업익 추이



자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 14. 제약/바이오지수와 가스지분을 제거한 SK케미칼 시총 추이



주: SK케미칼 시가총액에서 55.6% SK가스 지분가치를 차감한 잔여 시가총액 추이  
자료: Dataguide, 하나금융투자

2017년 지배구조 및 라이프사이언스 사업 관점에서 주가 반등 예상

지배구조 관점에서, SK케미칼에게 우호적인 환경 조성. 최창원의 추가 장내 매입 노력치 않고, 인위적인 주가 조정 어려우며, 인적분할시 반영된 자사주 가치 13.4% 보유

2017년은 라이프사이언스 사업가치 턴어라운드 시점. '18년도 실적 성장 확대

지난 '11년 이후 기관 누적 순매수는 역대 최저치까지 하락 빈 수급으로 주가 반등시 탄력 기대

SK가스 사상 최대실적, 자체사업 사상 최대실적, 인적분할시 자사주 가치 현실화로 적극적인 비중확대 필요 시점

중요한 것은 결국, 앞으로의 실적과 주가 흐름일 것이다. 2017년 지배구조 이슈와 라이프사이언스 사업부 양 측면에서 모두 주가 반등을 가리키고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

먼저, 오너의 추가 지분 확대를 위해 SK케미칼 주가가 낮은 수준에서 유지되어야 한다는 논리는 그 한계가 명확하다. 최 부회장의 현 지분가치는 약 3,662억원이고, 주식담보대출액이 3Q16 기준 2,296억원에 달해 담보비율이 이미 63%에 달한다. 언론보도에 의하면 케미칼 담보 대출 주식이 100만주 이상이기때 주가 하락이 오히려 지분을 확대에는 자충수가 될 수 있다. 또한, 대주주 지분을 상수를 위한 소액주주 가치 침해 이슈는 현재와 같은 경제민주화 논의 및 스튜어드십 코드 도입 확대를 고려할 때 그 현실화 가능성이 극히 제한적이다.

2017년 라이프 사이언스 부문은 그동안의 투자가 결실을 맺을 시점으로 판단하며, 영업익 85억원으로 전년 대비 흑자전환을 전망한다. CSL627 매출액 대비 로열티 5% 수취로 인해 연간 로열티 100억원 내외의 수취가 예상된다.

이밖에 기관 수급 측면에서도 지난 5년 내 최저치까지 보유비중이 하락하여, 2배 가까이 상승한 SK가스 지분가치, 올해 101% 증가하며 역대 최대 자체사업 영업익, 분할시 자사주 가치 복원 여력 더불어 주가 반등시 그 탄력성을 더할 것으로 예상된다.

종합해보면,

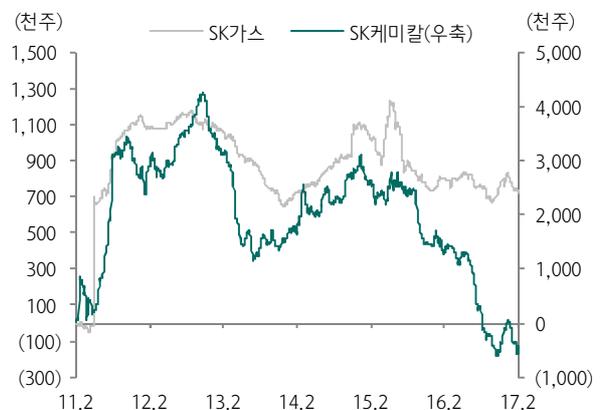
- 1) SK가스는 '17년 영업익 2,274억원(YoY +26%)으로 사상 최대실적이 예상되며,
- 2) 자체사업 실적은 그린케미칼 사업부의 36.1% 증가, 라이프사이언스 사업부 흑자전환에 따라 전년비 69.4% 증가한 801억원으로 역시 사상 최대실적 달성이 전망되며
- 3) 향후 인적분할시에는 취득원가 981억원에 불과한 자사주 가치의 현실화가 예상된다. 적극적인 비중 확대를 고려할 시점으로 판단한다.

표 1. 최창원 보유 지분가치 현황

기업명	주식수 (주)	지분율 (%)	지분가치 (십억원)
SK D&D	2,585,000	24.0%	104
SK케미칼	4,131,560	17.0%	262
SK케미칼 우	11,991	0.4%	0.3
<b>합산</b>			<b>366.2</b>
주식담보대출(3Q16 기준)			229.6
<b>담보비율</b>			<b>62.7%</b>

자료: 언론, 하나금융투자

그림 15. '11년 이후 사상 최저치까지 낮아진 SK케미칼 기관 누적순매수



주: '11년 이후 6년간 기관 누적 순매수수량 추이  
자료: Dataguide, 하나금융투자

## 2. SK케미칼 기업가치 보다 Fair하게 접근하기

### 적정가치 1.9조원, 목표가 90,000원으로 41% 상승여력 존재

시장 컨센서스 대비 '17년 그린케미칼 영업익 +27.3% 상회 예상  
인적분할시 자사주 취득가액 대비 2배 이상 증가

SK케미칼은 가스 지분을 대량 보유한 준 사업지주회사격 회사. 화학/제약이라는 완전히 다른 사업 영위

SK케미칼은 상장사인 SK가스 지분을 55.6% 보유한 지주회사적 성격을 지님과 동시에 그린케미칼 및 라이프사이언스 사업을 영위하기에 가치합산방식(Sum of the parts, SOTP) 밸류에이션 적용이 필수적이다. 지분가치와 사업가치간 방향성과 펀더멘탈 특성이 상이하기 때문이다.

계열분리 가능성 지속 제기. 상이한 사업, 낮은 대주주 지분율, 높은 자사주 보유량을 바탕으로 향후 인적분할 가능성 높음

또한, SK케미칼은 SK그룹의 지주회사 설립 이후부터 대주주 특성상 꾸준히 계열분리 가능성이 제기된 바 있고 화학/ 제약사업을 동시에 보유한 사업구조, 상대적으로 낮았던 대주주 지분율 등을 바탕으로 지주회사 전환 설이 끊이지 않았다. 자사주를 13.3% 보유하고 있다는 점도 향후 인적분할을 통한 지주회사 설립 가능성을 배제할 수 없는 요인 중 하나이다.

펀더멘탈 반영을 위해 분할시 각 사업부문과 지분가치 합산 시가총액을 추정. 분할 가정/ 미가정간 핵심 차이는 자사주 가치의 접근 방식. 현재 13.3% 보유한 자사주는 취득가액 981억원(주당 약 3만원)으로 자본 차감 반영

우리는 이러한 SK케미칼의 펀더멘탈을 보다 정확하게 반영하기 위하여 분할시 각 사업부 및 보유 지분가치 합산 시가총액을 추정했다. 이러한 작업은 마치 글로벌 peer 대비 만성 저평가되어있는 삼성전자의 인적분할시 가치 복원 여력을 추정하는 과정과 유사하다. 결론적으로 각 사업부와 지분가치의 합산 시가총액은 1.9조원으로 현 주가 대비 41% 상승여력이 존재한다. 분할 가정/미가정 SOTP Valuation의 차이는 결국, 자사주의 가치 반영 방법의 차이로 현재 SK케미칼은 자사주 323.6만주(13.3%), 취득가액 981억원으로 순자산 내 자본차감 항목으로 반영되어 있다. 자사주 한주당 취득가는 30,300원으로 현 시가는 취득가액 대비 109.2%나 상승한 상황이다.

표 2. SK케미칼 SOTP Valuation상 주요 이슈

SK가스	SK가스 지분 45.56%에 대한 장부가 표기(1,840억원) 주당 45,472원으로 시가평가시 132% 증가
SK신택	SK신택(100% 보유 비상장사)에 대한 장부가 표기(1,037억원) SK가스, 휴비스 시가평가시 497억원(+48%) 증가
영업가치	전혀 다른 펀더멘탈 특성을 지닌 Green Chemical/ Life Science 사업 영위
자사주	자사주 13.3% 보유. 취득가 981억원으로 자본차감. 시가평가시 1,071억원 증가. 분할시 사업사 지분가치로 복원

자료: SK케미칼, 하나금융투자

SK케미칼, 지주회사 전환  
가능성 유력.  
대주주의 SK케미칼 지분 취득  
지속. 자사주 보유량 고려시  
추가 지분 강화 가능

SK케미칼의 향후 지주회사 전환 가능성을 유력하다 판단한다. 주식의 지배를 주된 목적으로 하는 회사라는 지주회사 명칭 그대로 대주주는 보유 SK가스 지분 매각, 기타 건설 지분 매각을 통해서 SK케미칼 지분을 추가 취득하면서 SK케미칼을 통한 가스 등 계열사 지배를 공고히 해왔다. 현재 최창원 부회장의 지분율은 17%, 특수관계인 합산 지분율은 20.7%이다.

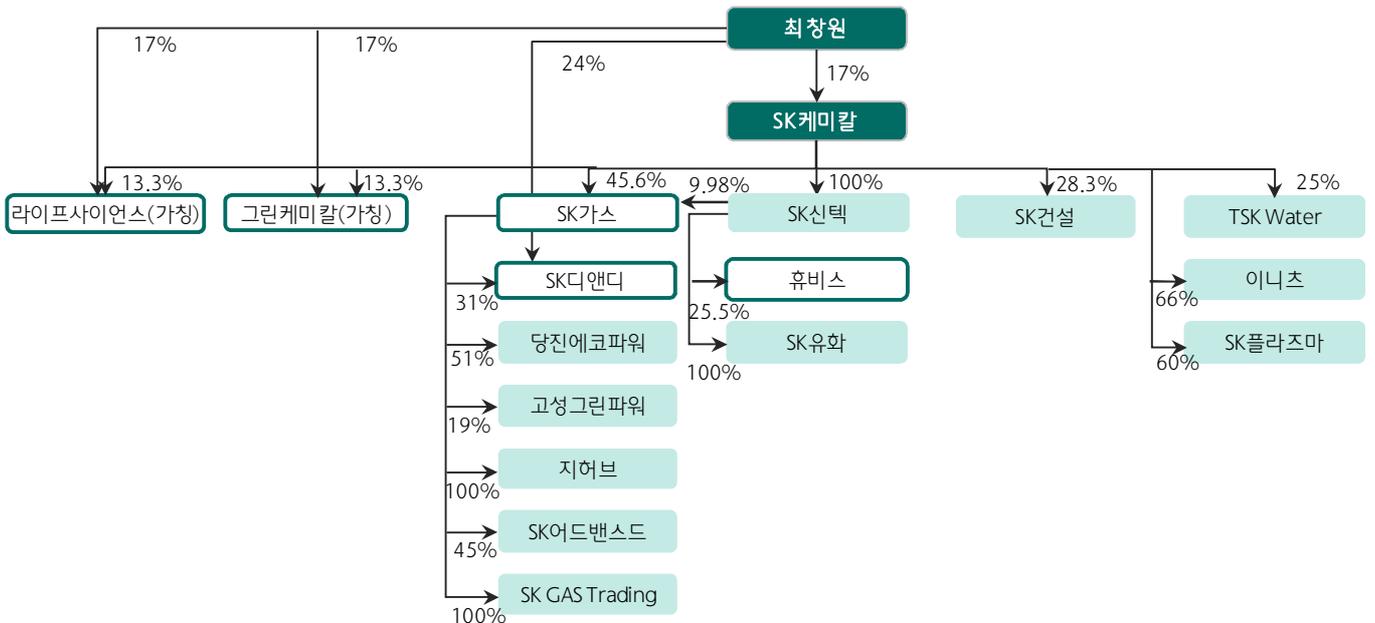
SK케미칼 인적분할후  
HC, L/S, G/C간 지분 스왑  
고려시 최창원 부회장 지분율은  
최대 29.1%까지 확대  
HC는 각 사업사 지분 30%  
이상 보유

SK케미칼의 인적분할 후 사업사인 라이프 사이언스, 그린케미칼을 각 SK케미칼에 현물출자 후 홀딩스 지분 교환을 가정하면 현재 17%인 최창원 부회장의 지분율은 최대 29.1%까지 확대될 것으로 추정된다.(현물출자 유상증자 관련 일반 주주 참여율에 따라 지분율 변화) SK케미칼 홀딩스가 보유한 각 사업사에 대한 지분율은 대주주 보유 사업사 지분 스왑에 따라 확보하는 17%, 자사주 분할을 통해 확보하는 13.3%가 더해져 각 30.3% 이상(현물출자 스왑 참여율에 따라 추가 상승 가능)을 보유할 것으로 추정된다.

SK건설 및  
SK네트웍스 지분은  
향후 매각 고려할 가능성 존재

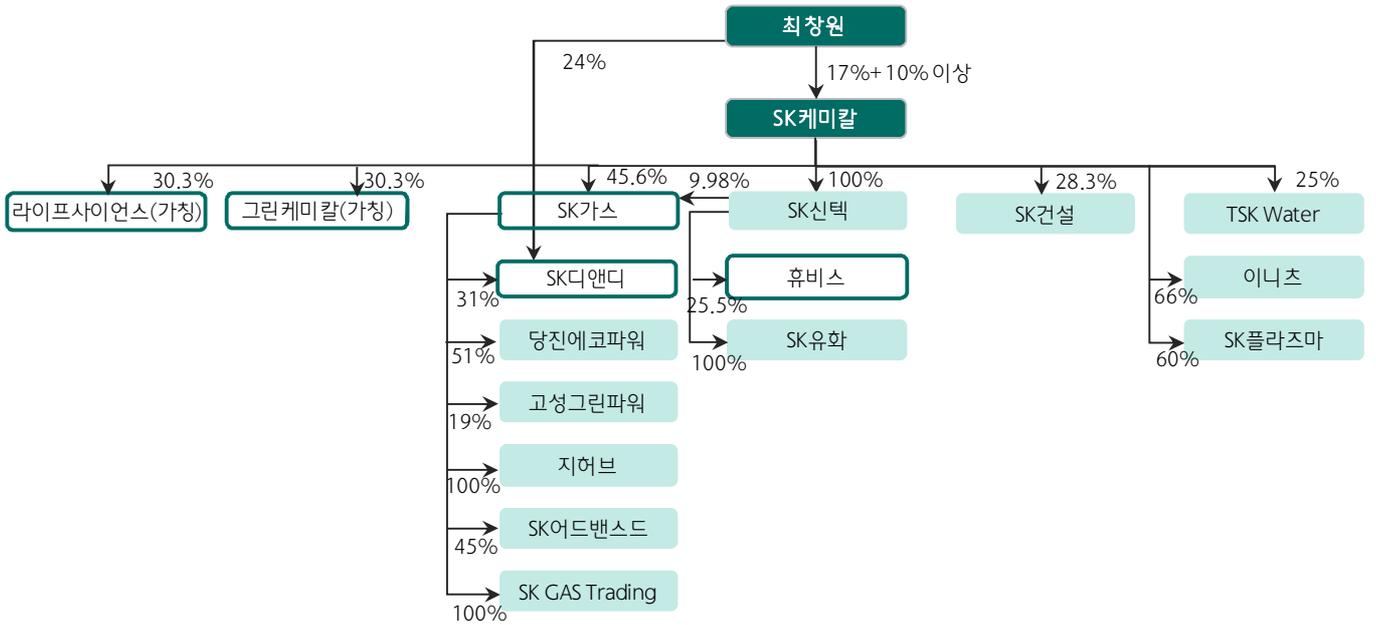
공정거래법상 지주회사 성립요건은 자산총액 기준 1천억원(7월부터 5천억원 상향 예정)과 총자산 중 자회사 지분가액 비율 50% 요건으로 인적분할을 통해 쉬이 부합 가능하다. 행위 제한 요건에 있어서는 자회사 이외 계열사 지분 보유 불가 규정에 따라 지주회사 설립일로부터 2년 이내 SK네트웍스 및 SK건설 지분 매각을 고려할 것으로 보인다.(100% 지분 비상장사인 SK신택이 보유한 SK가스 10%, 휴비스 25.5% 지분은 홀딩스 지분화 가정)

그림 16. SK케미칼 인적분할시 지배구조



자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 17. SK케미칼 인적분할후 대주주 지분 스왑시 지배구조



주: 현물출자 유상증자 관련 일반 주주 참여율에 따라 지분을 변화  
 자료: SK케미칼, 하나금융투자

표 3. SK케미칼 지주회사요건 부한 관련 주요 사항 점검

내용	검토결과	충족여부	비고
자회사 이외 계열사 지분 보유 불가	SK네트웍스 0.02%, SK건설 28.25% 지분 보유	미충족	2년내 지분 매각
지분을 규제(상장 20%, 비상장 40%)	라이프사이언스(가칭) 13.3%, 그린케미칼(가칭) 13.3%	미충족	2년내 지분 충족
자회사의 손자회사 이외 계열사 보유 불가		충족	
자회사의 지분을 규제(상장 20%, 비상장 40%)	(비상장)원일에너지 29%	미충족	2년내 지분 충족
손자회사의 국내계열사 100% 지분 의무		충족	
중손회사의 국내계열사 주식 소유 불가		충족	
계열사 아닌 국내회사 지분 5% 초과 보유 불가		충족	
부채비율 200% 초과 불가		충족	
지주회사 내 금융사 지배금지		충족	

자료: SK케미칼, 하나금융투자

SK케미칼 인적분할시  
분할비율은 HC 0.246,  
화학 0.360, 제약 0.394 가정

SK케미칼의 인적분할시 분할비율은 SK케미칼(Holding Company, 이하 HC), SK그린케미칼(Operating Company), SK라이프사이언스(Operating Company) 각 0.246, 0.360, 0.394를 가정했다. 분할비율 가정은 지난 3Q16 사업부문별 총자산에 순차입금을 균등 배분했다. 분할전 자사주 취득원가를 고려한 3Q16 조정순자산은 1,369조원이고 분할후 자사주 13.3%는 HC에 귀속했다.

HC에는 기존 가스 지분 55.6%를  
포함한 계열사 지분 귀속.  
추가로 자사주 13.3%의 분할효과에  
따른 신설 영업사인 GC, LS 지분  
13.3% 보유

HC는 기존 보유 지분가치인 SK가스 55.6%(신택 보유분 포함), SK네트웍스 0.02%, SK건설 28% 등을 포함하여 신설 사업사인 그린케미칼 및 라이프사이언스 지분 13.3%를 보유하게 된다. 기존 보유 자사주의 인적분할에 따른 의결권 보유 효과에 따른 것이다. 기존 지분 가치 반영은 분할전과 다름 없으나, 그린케미칼 및 라이프사이언스 영업사의 지분가치 반영이라는 측면에서 기존 자사주 보유와 차이가 발생한다.

자사주는 순자산 차감항목  
-981억원에서 HC 자사주 -241억원과  
순자산 증가 740억원으로 표기

자사주 13.3%는 기존 취득가인 981억원이 순자산 차감항목으로 반영되어 있었으나, 분할후에는 존속법인인 HC의 자사주 취득원가 자본차감항목 241억원과 순자산 증가 740억원의 형태로 표기된다.

각 사업사의 기업가치는 4,857억원,  
4,501억원으로 추정. 임의적인  
순차입금 효과 배제시 각 7,960억원,  
7,162억원으로 추정

각 사업사의 기업가치는 각 차입금을 배제한 기준 그린케미칼 4,857억원, 라이프사이언스 4,501억원을 반영했다. 순차입금 배정은 임의이므로 순수 영업가치만을 반영시 각 7,517억원, 7,162억원으로 추정했다. 그린케미칼은 '17년 예상 EBITDA 940억원에 8배수(비교 가능 화학업체인 SKC, 효성120 '17년 EV/EBITDA 평균), 라이프사이언스는 '17년 예상 EBITDA 291억원에 13.5배수(제약 '17년 EV/EBITDA 평균)를 적용하고, 파이프라인가치는 3,238억원(엡스틸라 1,399억원, 차세대폐렴구균백신 1,839억원)으로 반영했다.

SK케미칼 HC의 가치는 0.96조원으로  
추정. 상장사 시가 적용후 30% 할인,  
비상장사 장부가 적용  
현 주가 대비 상승여력  
41% 추정  
목표주가 90,000원

SK케미칼 HC의 가치는 0.96조원으로 추정했는데 상장사인 SK가스, 네트워크, 코프라의 시가 대비 30% 할인 반영, 비상장사는 장부가를 적용했고, 분할 신설사인 그린케미칼 및 라이프사이언스 기업가치 대비 13.3% 지분을 반영(상장사 가정, 30% 할인 반영)했다. 이를 통한 기업가치 합산액은 1.9조원이며, HC 내 자사주 가치는 반영하지 않았으므로 현재 자사주를 제외한 보통주식수 기준 시가총액 1,35조원 대비 상승여력은 41%에 달한다. 주당 적정가치로는 90,000원을 제시한다.

표 4. SK케미칼 인적분할시 분할사 주요 사항 요약 / 분할 가정 합산 시가총액 추정

(단위 : 십억원, 주, 배)

	존속법인	신설법인	신설법인	가치 합산
회사명	SK 케미칼(HC, 가칭)	그린케미칼(OC, 가칭)	라이프사이언스(OC, 가칭)	
분할방법	인적분할	인적분할	인적분할	
<b>분할비율</b>	<b>0.246</b>	<b>0.360</b>	<b>0.394</b>	<b>1.000</b>
발행주식수	5,973,042	8,747,934	9,582,280	24,303,255
분할순자산	312	493	540	1,345
순차입금	266	266	266	798
<b>회사가치</b>	<b>961</b>	<b>485.7</b>	<b>450.1</b>	<b>1,897</b>
지분가치	1,421	-	-	
SK 가스	1,421			
SK 건설	511			
그린케미칼	336			
라이프사이언스	65			
플라즈마	60			
기타	180			
영업가치	-	751.7	716.2	
2017F EBITDA		94.0	29.1	
EV/EBITDA(배)		<b>8</b>	<b>13.5</b>	
Pipeline Value			323.8	
			현재 시가총액(자사주 제외)	1,348
			상승여력	<b>41%</b>

자료: SK케미칼, 하나금융투자

표 5. SK케미칼 인적분할 가정한 Proforma 재무상태표

(단위: 십억원)

	분할 전 (3Q16)	분할 후		
		분할존속 SK케미칼 (HC, 가칭)	분할신설	
			그린케미칼 (OC, 가칭)	라이프사이언스 (OC, 가칭)
자산				
I. 유동자산	559	140	224	196
II. 비유동자산	1,907	1,351	315	315
관계기업투자주식	388	462	-	-
종속기업투자주식	574	574	-	-
기타	944	315	315	315
<b>자산총계</b>	<b>2,466</b>	<b>1,491</b>	<b>538</b>	<b>510</b>
부채				
I. 유동부채	519	137	191	191
매입채무및기타채무	215	21	97	97
단기차입금	89	30	30	30
유동성장기부채	195	65	65	65
미지급법인세	4	4	-	-
기타유동부채	15	15	-	-
유동성충당부채	2	2	-	-
II. 비유동부채	676	231	222	223
사채	582	194	194	194
장기차입금	56	19	19	19
확정급여부채	25	6	9	10
총당부채	1	1	-	-
이연법인세부채	11	11	-	-
<b>부채총계</b>	<b>1,195</b>	<b>368</b>	<b>413</b>	<b>414</b>
자본				
자본금	136	33	49	53
자본잉여금	326	92	507	556
기타자본항목	-98	-24	-	-
자본조정 및 기타포괄손익	7	-689	-63	-69
이익잉여금	900	900	-	-
<b>자본총계</b>	<b>1,271</b>	<b>312</b>	<b>493</b>	<b>540</b>
자본과부채총계	2,466	681	906	954
분할비율		0.246	0.360	0.394

자료: SK케미칼, 하나금융투자

인적분할시 합산 시가총액 상승 경향은 빈번히 관찰되는 현상

인적분할시 합산 시가총액 상승 경향은 비단 SK케미칼을 통한 이론적인 접근을 떠나서, 과거 빈번하게 증시 내에서 관찰되는 현상이다. 우리는 지난 11/21일 발간한 지주회사 2017년 연간 전망 '인적분할, 왜 주주가치 증진으로 이어지는가?' 자료를 통해 인적분할 이후 합산 시가총액의 뚜렷한 상승 경향에 대해서 탐구한 바 있다.

인적분할이후 재상장까지 통상 6개월 내외 소요  
6개월, 9개월, 12개월 기준  
19~27% 주가 상승 관찰

주요 그룹사의 지주회사 전환이 본격화된 2007년 이후 약 10년간, KOSPI 내 인적분할 후 영업사/지주사를 모두 재상장한 주요 39사례를 단순 가중평균한 합산 시가총액 상승률은 인적분할 이사회 발표 이후 6개월, 9개월, 12개월 기준 각 19.1%, 24.2%, 27.3% 상승했다. (분할 이사회 공시 후 신설/존속법인 재상장까지는 통상 6개월 내외가 소요됨을 고려 6개월 이후 시가총액 상승률 중요)

인적분할 후 합산 시총 증가는  
1) 잠식된 자사주 가치 반영  
2) 분할이후 주주환원을 상승

인적분할시 이렇듯 뚜렷하게 관찰되는 주가 상승 경향의 근거는 크게 2가지로 판단한다. 첫째, 미반영되었던 자사주 가치가 인적분할을 통해서 HC의 자회사 지분가치로 반영된다. 둘째, 인적분할 이후 배당성향 상향 등 주주환원율의 명백한 상승을 꼽을 수 있다.

해외는 자사주 취득시 주가 상승, 국내는 자사주 취득으로 주가 상승 못하나, 인적분할시 후향 반영

특히, 자사주 가치의 복원 관련해서는 해외는 자사주 취득후 분할이 매우 일반적이기에 자사주 취득시 주가 상승이 바로 나타나는 한편, 국내는 자사주 취득과 그의 소각은 별개의 문제라는 점에서 자사주 취득이 주주가치 상승으로 이어지지 못한 사례가 빈번했다.

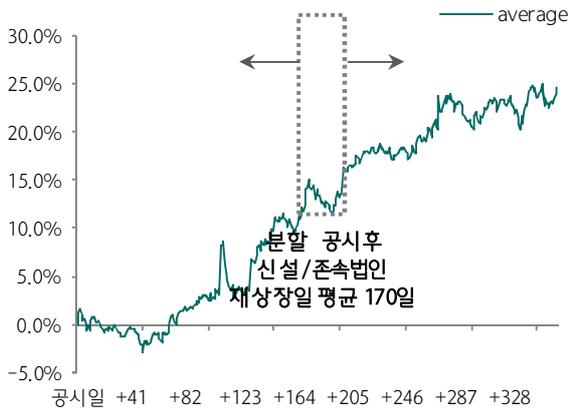
자사주를 10% 이상 보유한 기업의 인적분할시 합산 시가총액 상승률간의 상관관계는 0.835로 나타남

반면, 자사주 취득후 인적분할을 발표하게 되면 잠식되었던 자사주 가치가 자사주 의결권 부활을 통해 지주회사의 신설 영업 자회사 지분으로 복원되므로 지주회사 NAV 가치 추정시 반영되게 된다. 실제 자사주 보유량과 합산 시가총액 상승률을 살펴보면 자사주를 5% 이상 보유 혹은, 10% 이상 보유한 기업들의 인적분할시 시가총액 상승경향은 자사주 보유량 증대에 따라 상관관계가 유의미하게 증가한다는 점을 주목할 필요가 있다. 특히, 10% 이상 자사주를 보유한 기업과 합산 시가총액 상승률 간의 상관관계는 0.835로 나타났다.

SK케미칼은 자사주 13.3% 보유. 자사주 취득원가 대비 2배 이상 상승하여 분할시 순자산 증가 예상. 영업가치 증분에 따라 분할 가정에 따라 목표가 8%대 상승 추정

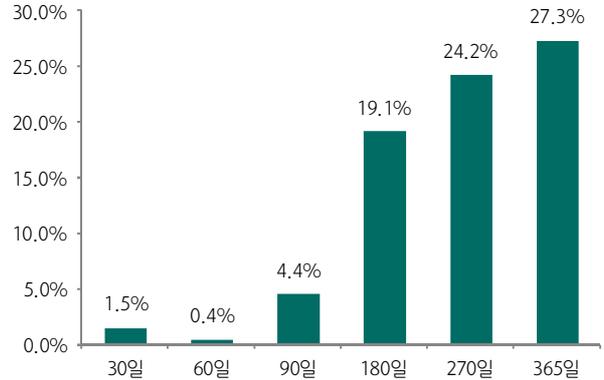
SK케미칼은 자사주를 13.3% 보유한 상황에서, 취득원가 대비 현 케미칼 시가는 109% 상승하여 분할시 순자산은 HC 보유 자사주를 제외한 차액만큼 증가하게 된다. 앞서 살펴본 분할비율 적용시 분할후 3사 합산 순자산은 1,345조원으로 기존 대비 5.8% 상승하게 된다. 또한, 그는 취득원가 기준의 순자산 증분이므로 분할 가정/ 미가정간 SOTP Valuation 간의 Gap은 8%로 추정된다.

그림 18. 인적분할 이사회 공시 이후 합산 시가총액 상승률 추이



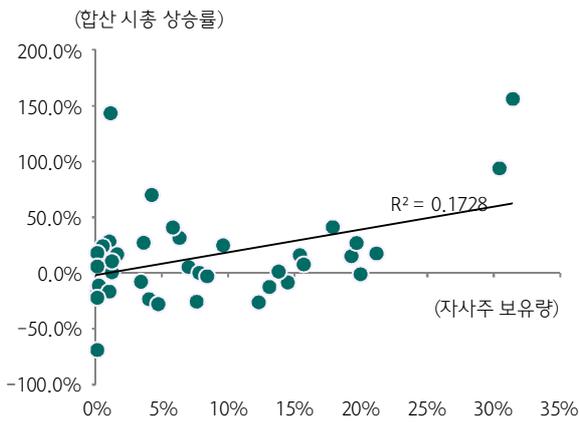
주: 2007년 이후 KOSPI 내 인적분할후 신설/존속사 모두 대상장한 39개 사례 단순 평균  
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 19. 인적분할 이사회 공시 이후 기간별 평균 합산 시총 상승률



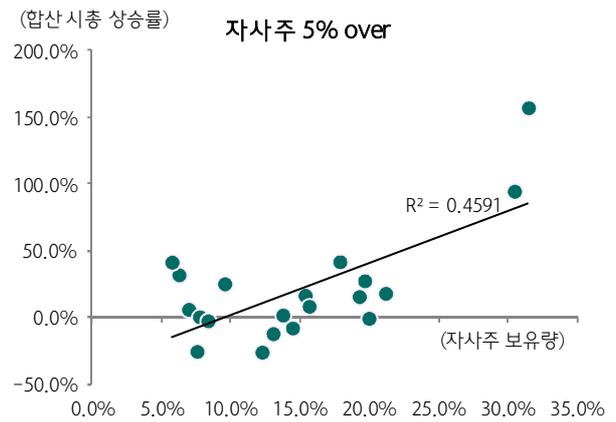
주: 2007년 이후 KOSPI 내 인적분할후 신설/존속사 모두 대상장한 39개 사례 단순 평균  
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 20. 자사주 보유량과 합산 시총 상승률(공시 후 6개월) 상관관계



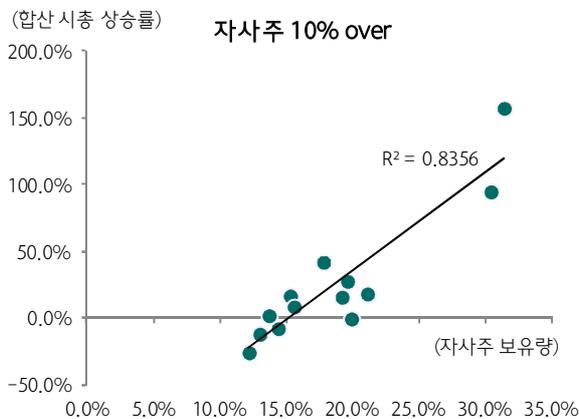
주: 2007년 이후 KOSPI 내 인적분할후 신설/존속사 모두 대상장한 39개 사례 단순 평균  
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 21. 자사주 5% 이상 보유 기업의 합산 시총 상승률 상관관계



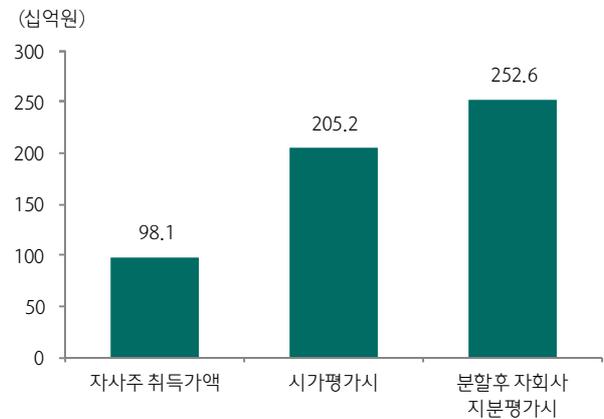
주: 자사주 5% 이상 보유기업의 인적분할 공시이후 6개월 기준 합산 시총 상승률 비교  
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 22. 자사주 10% 이상 보유 기업의 합산 시총 상승률 상관관계



주: 자사주 10% 이상 보유기업의 인적분할 공시이후 6개월 기준 합산 시총 상승률 비교  
자료: 각사, Dataguide, 하나금융투자

그림 23. SK케미칼 자사주 취득원가/시가평가/분할시 자회사 지분평가



주: 분할후 자회사 지분평가 및 자사주 시가평가 반영  
자료: SK케미칼, 하나금융투자

표 6. SK케미칼 분할 미가정시 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	장부가	평가액	비고
<b>투자자산가치</b>			<b>1,298</b>	
상장사			431	2017/2/27 종가 기준
SK가스	45.57%	184	419	
SK네트웍스	0.02%	0	0	
코프라	9.22%	14	11	
비상장사			867	
SK신택	100%	103.7	190	30% 할인한 상장 지분가치와 유화가치 합산
SK가스	10%	64	92	2017/2/27 종가 기준
SK유화	100%	29	29	장부가 적용
휴비스	26%	49	69	2017/2/27 종가 기준
SK플라즈마	60%	180	180	장부가 적용
SK건설	28%	336	336	장부가 적용
기타		160	160	장부가 적용
<b>영업가치</b>			<b>1,468</b>	
Green Chemicals			752	2017F EBITDA 대비 8배(SKC, 효성 평균) 적용
Life Science			392	2017F EBITDA 대비 13.5배(제약 평균) 적용
파이프라인 가치			324	파이프라인가치 합산
CSL627(NBP601)			140	
페렴구균백신			184	현재 단계가 전임상 단계로 성공확률 10%로 계산
순차입금			798	2016년 3분기말 개별 순차입금
<b>총 기업가치</b>			<b>1,968</b>	
<b>상장사 30% 할인을 적용시 기업가치</b>			<b>1,790</b>	
주식수(천주)			21,067	자사주 제외한 발행주식수 기준
<b>주당 NAV(원)</b>			<b>85,000</b>	
현재주가(원)			64,000	2017/2/27 종가 기준
<b>상승여력</b>			<b>33%</b>	

자료: SK케미칼, 하나금융투자

### 3. Green Chemical: 2017년부터 본격적인 이익성장 궤도 진입

#### 1) G/C사업부 매출/영업이익 개선 본격화

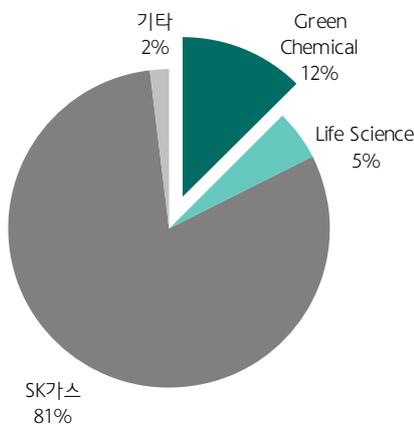
G/C 사업부는 전사 연결기준으로 매출/영업이익 기여도가 각각 12%, 22%. 수지, 바이오에너지, 정밀화학, 유틸리티/기타 사업부로 구성

G/C 사업부의 2017년 매출/영업이익은 각각 YoY +14%, YoY +36% 개선될 것으로 추정

Green Chemical 사업부(이하 "G/C 사업부")는 수지, 바이오에너지, 정밀화학, 유틸리티/기타 사업부로 구성되어 있다. G/C 사업부는 전사 연결기준으로 매출/영업이익 기여도가 각각 12%, 22%에 해당하는 이익의 핵심 사업부다. G/C사업부 내에서 가장 중요한 사업부는 PET/PETG사업을 영위하는 수지사업부다. 수지사업부는 G/C사업부 매출/영업이익의 각각 42%, 64%를 차지한다. 바이오에너지 사업부는 바이오디젤/바이오중유를 판매하며 G/C 사업부 매출/영업이익의 각각 35%, 43%를 차지한다.

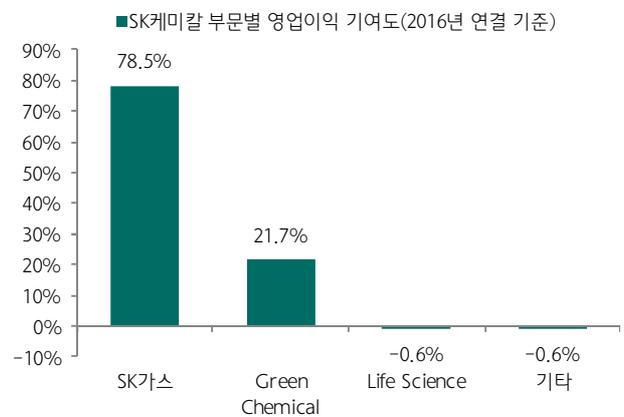
G/C 사업부의 매출/영업이익은 2016년부터 이미 턴어라운드 시작되었고, 2017년에는 추가 개선을 기대한다. G/C 사업부의 2017년 매출/영업이익은 YoY +14%/+36% 개선된 9,247억원/680억원(OPM 7.4%)을 추정한다. 이는 1) 수지사업부는 추가적인 실적 개선이 나타나고, 2) 2016년 턴어라운드 한 바이오에너지는 견조한 실적이 유지될 것으로 전망하기 때문이다. 수지사업부의 실적 개선을 전망하는 것은 유가/원재료 가격 상승에 따른 판가 인상으로 PET/PETG의 가격과 마진이 동시에 호전되며, 2Q17 이후에는 PETG의 Capa 증가(12만톤/년→18만톤/년)에 따른 물량 효과도 발생하기 때문이다.

그림 24. G/C사업부 매출은 연결 기준 매출의 12%를 차지



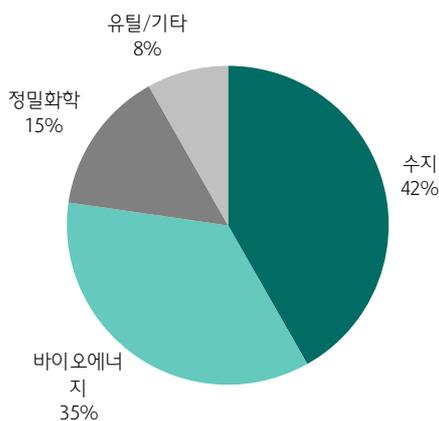
자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 25. SK케미칼 부문별 영업이익 기여도(2016년 기준)



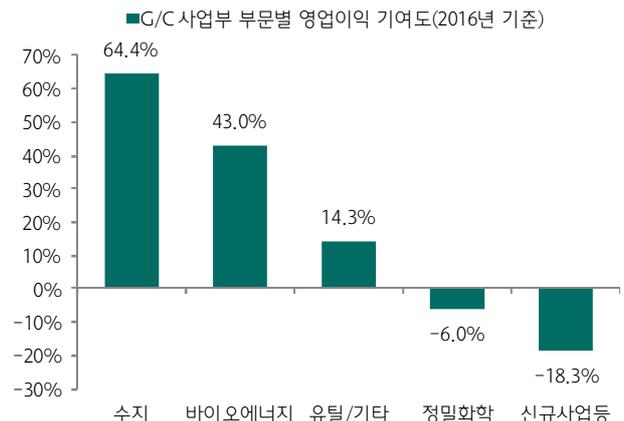
자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 26. G/C사업부 부문별 매출 비중(2016년 기준)



자료: SK케미칼, 하나금융투자

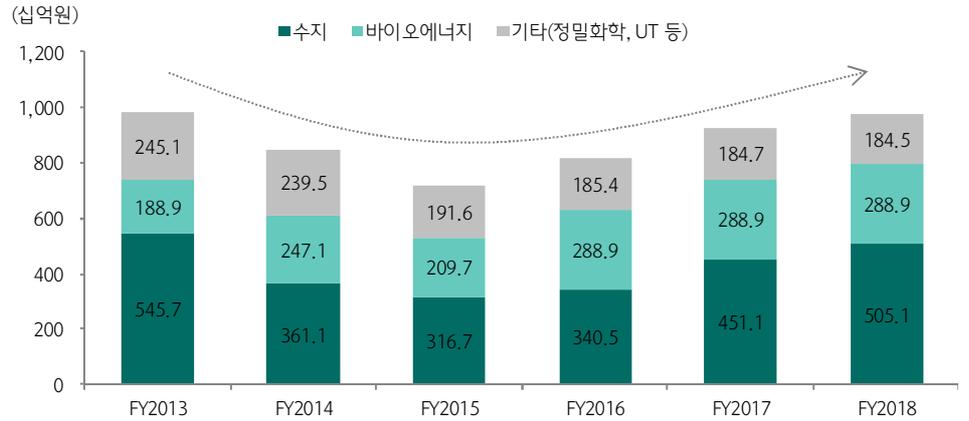
그림 27. G/C사업부 부문별 영업이익 기여도(2016년 기준)



자료: SK케미칼, 하나금융투자

G/C 사업부의 매출 개선은 PET/PETG 가격 상승에 따른 수지부문의 매출 개선 때문

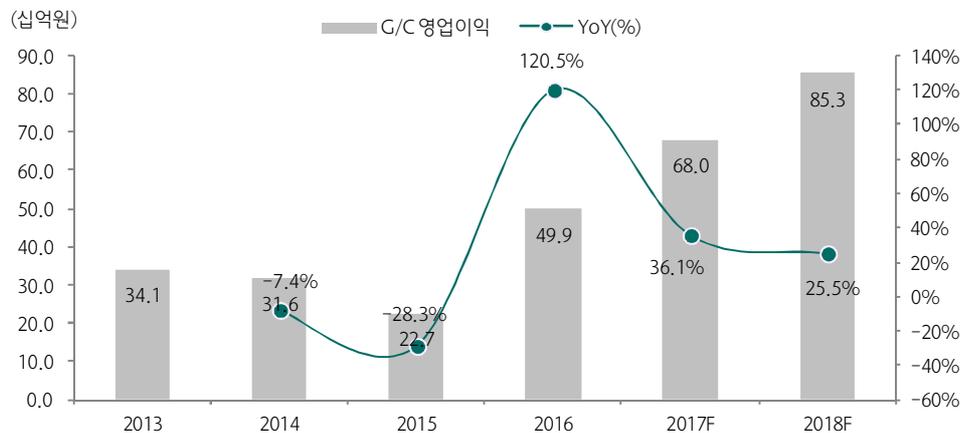
그림 28. Green Chemical 사업부 매출 2017년부터 본격 개선세 나타날 전망



자료: SK케미칼, 하나금융투자

G/C사업부 영업이익 추가적인 개선세 나타날 전망. 2017년 영업이익은 YoY +36.1% 개선될 전망

그림 29. Green Chemical 사업부의 영업이익 추이 전망



자료: SK케미칼, 하나금융투자

## 2) G/C의 핵심인 수지사업부 영업이익 YoY +40% 예상

G/C 사업부의 핵심인 수지사업부의 영업이익은 322억원에서 2017년 451억원으로 YoY +40% 개선을 전망

G/C 사업부의 핵심인 수지사업부의 영업이익은 322억원에서 2017년 451억원으로 YoY +40% 개선을 전망한다. 이는 1) 2Q17 중 PETG 증설효과 반영 (12만톤/년→18만톤/년) 2) PET 비중 감소/PETG 비중 증가로 Mix 개선 3) MEG/PTA 등 원재료 가격 상승분 판가 전가 4) 약 1.5개월의 원재료 투입 시차를 감안 한 래깅효과 발생에 기인한다.

수익성이 높은 PETG의 비중을 늘리면서 제품 Mix를 개선하기 위해 노력 중

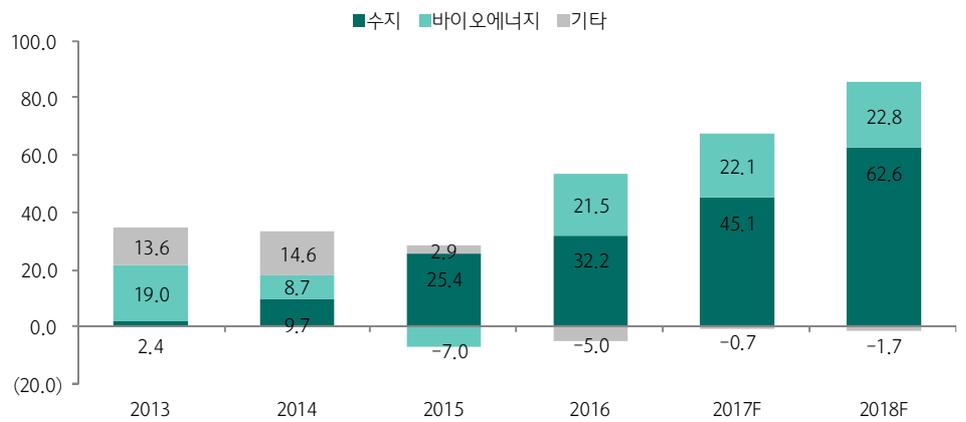
SK케미칼은 수익성이 낮고 공급 과잉에 시달렸던 PET의 비중을 2014년 이후부터 지속적으로 줄이는 대신, 수익성이 높은 PETG의 비중을 늘리면서 제품 Mix를 개선하기 위해 노력 중이다. PETG의 수지사업부 내의 매출 비중이 3Q15년 70% 수준에서 4Q16 현재는 84%를 기록하고 있다는 수치로도 이는 확인된다. PETG의 매출 비중 증가 영향으로 전반적인 수지 사업부의 이익은 개선되었는데, 특히 PETG 가동률이 높아지기 시작한 2015년부터는 수지사업부의 이익이 완연하게 레벨업(2014년 97억원 → 2015년 254억원, YoY +163%)되었다. 하지만, 최근에는 공급과잉에 시달리던 PET도 마진 개선의 모습이 나타나고 있으며, PETG도 원재료 상승분 전가의 움직임이 나타나고 있어 2017년에는 또 한번의 실적 레벨업이 예상된다.

PET마진은 2016년 136\$/톤 수준에서 2017년 2월 말 현재 214\$/톤 수준으로 약 57% 개선된 상황

최근 PET 제조업체들의 마진이 뚜렷하게 개선되고 있으며, 개별 업체들의 실적 또한 최악에서 턴어라운드가 나타나고 있다. 실제, PET마진[ $PET - (MEG * 0.33 + PTA * 0.875)$ ]은 2016년 136\$/톤 수준에서 2017년 2월 말 현재 214\$/톤 수준으로 약 57% 개선된 상황이다. 이는 제한된 공급 하에서 글로벌 수요 개선이 나타나면서 나타나는 현상이다. 실제 중국 폴리에스터/PTA 가동률은 현재 85%, 76%로 매우 높은 수준에서 유지되고 있으며, 반면 MEG/PTA 재고는 여전히 낮은 수준이기 때문에 PET의 마진 강세는 당분간 유지될 가능성이 높아 보인다.

PET/PETG의 마진 확대로 수지부문 이익 개선세 뚜렷하게 나타날 전망

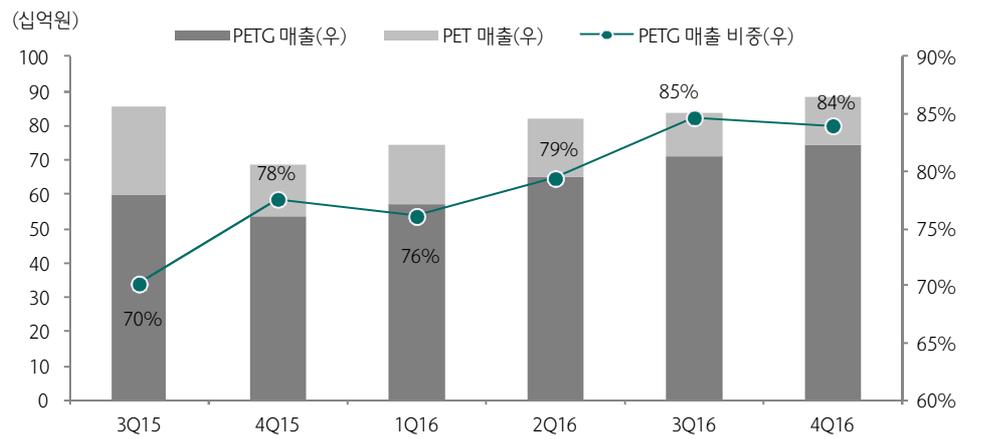
그림 30. Green Chemical 사업부의 영업이익 Break Down



자료: SK케미칼, 하나금융투자

PET 사업을 지속적으로 축소. 반면, 마진이 높은 PETG 중설을 통해 매출 비중을 늘려가고 있음

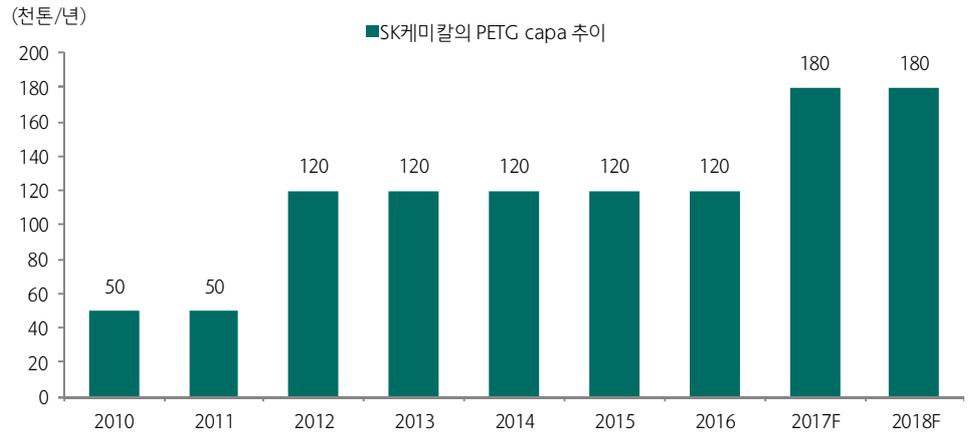
그림 31. PET/PETG의 매출과 매출비중 추이



자료: SK케미칼, 하나금융투자

PETG의 Capa는 2017년 6만톤 추가 증설될 계획. 본격 가동은 2분기부터 예상됨

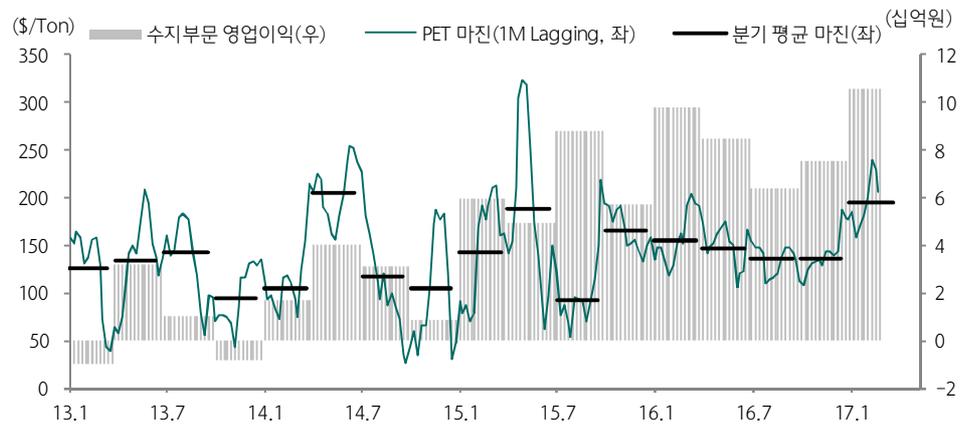
그림 32. PETG capa 2017년 추가 증가 예상



자료: SK케미칼, 하나금융투자

기본적으로 PET마진 방향성과 수지부문 영업이익 추이는 비슷하게 움직임. 다만, 2015년 PETG 가동률 높아지면서 이익 레벨은 한 단계 레벨업

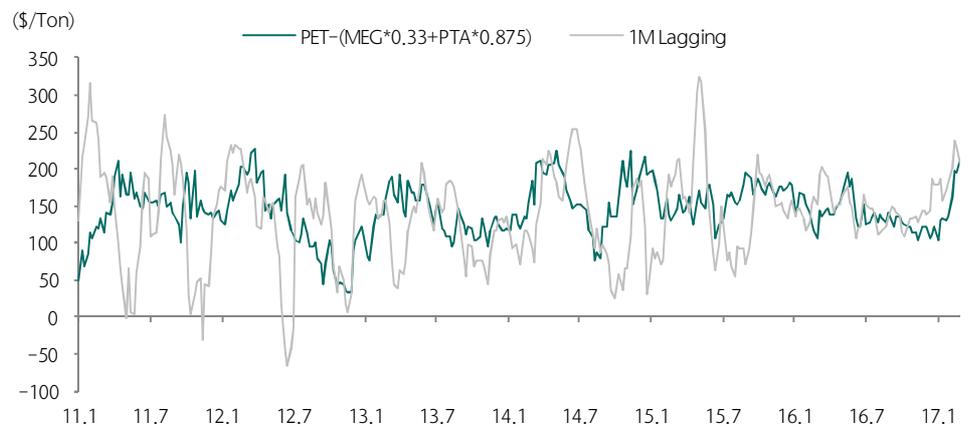
그림 33. PET 마진과 수지부문 영업이익 추이 비교



자료: Platts, 하나금융투자

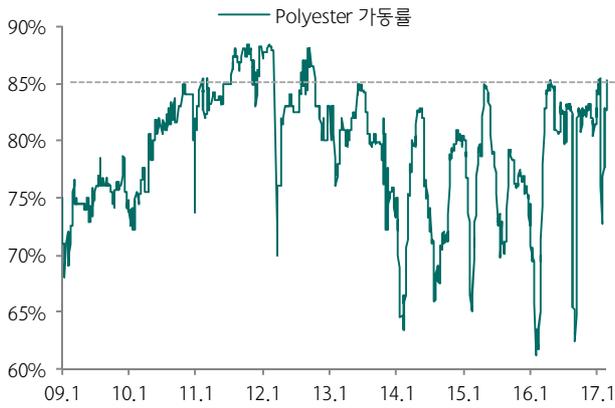
MEG/PTA 등 원재료 가격을 판가에전가하며 PET 마진 최근 완연한 개선세 시현 중

그림 34. PET 마진 최근 완연한 개선세 시현 중



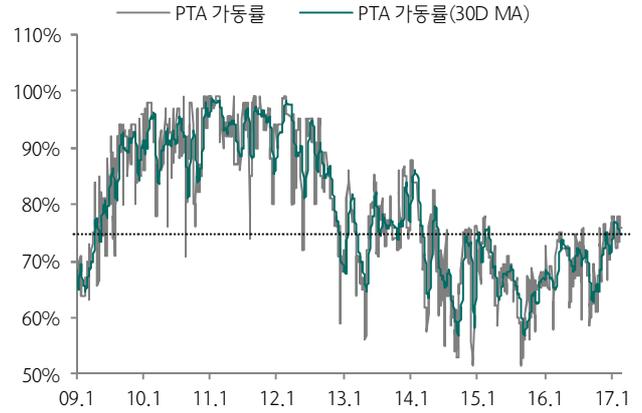
자료: Platts, 하나금융투자

그림 35. 중국 폴리에스터 가동률 85%로 높은 수준 유지



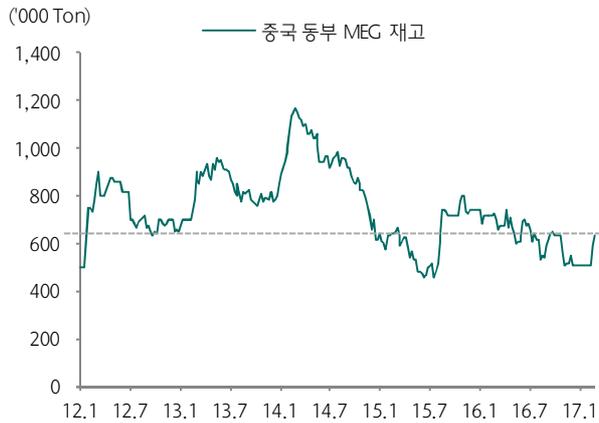
자료: WIND, 하나금융투자

그림 36. 중국 PTA 가동률 76%로 높은 수준 유지



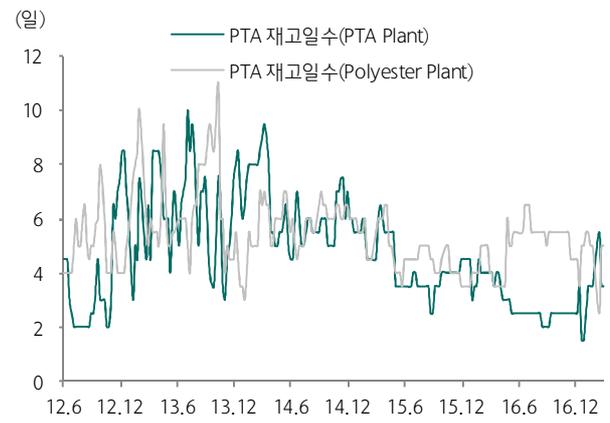
자료: WIND, 하나금융투자

그림 37. 중국 동부 MEG재고 여전히 낮은 수준 지속



자료: WIND, 하나금융투자

그림 38. 중국 PTA재고 또한 낮은 수준 지속



자료: WIND, 하나금융투자

### 3) 수지사업부의 주력 제품 PETG 소개

PETG의 특징:

- 1) 기능성(성형성, 투명성, 광택성, 인쇄성, 2차 가공성)
- 2) 경제성(스크랩의 재사용 가능)
- 3) 환경친화적

Eastman Chemical에 이어 세계에서 두 번째로 2001년에 상업생산. 주로, Sheet/Packaging/화장품용기/의료용기구 등에 사용

SK유화를 통해 PETG의 일관 생산체제를 갖추고 있음. SK유화는 2015년 PTA 사업 철수, DMT 사업 집중으로 적자폭을 대거 축소하였음

PETG수지는 글리콜 변성 PET수지(glycol modified polyethylene terephthalate)를 이르는 것으로, 기존의 PET수지로는 제조하기 어려운 투명하고 두꺼운 sheet나 용기에 적합하도록 CHDM(1,4-cyclohexanedimethanol)을 첨가하여 공중합한 비결정성 수지이다. PETG 소재는 특히 성형성, 투명성, 광택성, 인쇄성, 저온의 2차 가공성 등이 뛰어난 뿐만 아니라 재활용이 가능하고 소각 시 유해물질이 발생하지 않는 친환경 소재이기 때문에 PC, PVC, PMMA를 대체하는 친환경 플라스틱 재료다.

PETG수지의 상업화는 1970년대 후반에 미국의 Eastman Chemical이 세계에서 처음으로 성공하여 2001년도에 SK케미칼에서 세계에서 2번째로 상업생산하기 전까지 독점 생산, 공급하였다. SK케미칼이 이 기술을 개발하는 데는 지난 10년간 총 470억원이 투입됐다. 선발 업체인 Eastman Chemical이 보유한 기술과는 첨가제 조성과 품질에서 차별성을 갖는 기술로 일본과 미국에서 특허로 등록됐다. 특히, 식품 포장재료로의 활용을 위해 필수적인 물 질안전 인증을 미국, 유럽연합(EU), 일본에서 획득하였고, 난연 규격인 UL94 인증과 의료 용 소재로서의 요구 규격인 미국 ISO 10993 인증도 획득했다. 포장용 필름, 외장용 시트, 식음료용 포장재, 용기 등 일반적인 수지 용도 이외에 전기전자용 포장재료, IC카드의 재료, 의료장비 재료 등에 두루 쓰인다. 참고로, SK케미칼의 PETG 매출에서 차지하는 수출 비중은 약 70%에 해당하며, 국내에서는 연우 등 국내 화장품 케이스 제조업체 등에 납품하는 것으로 파악된다.

PETG를 제조할 때에는 CHDM(1,4-cyclohexanedimethanol)이 사용되는데, SK케미칼은 CHDM의 원재료인 DMT(디메틸트립타민)을 제조하는 SK유화를 SK신택(SK케미칼의 지분율 100%)을 통해 100% 보유하고 있다. 따라서, SK케미칼은 PETG의 일관 생산체제를 갖추고 있다. SK유화는 SK케미칼이 2008년 SK이노베이션에 매각했으나, 약 6년 만인 2014년 9월 다시 SK케미칼의 종속회사로 재차 편입되었다. 이후 2015년에는 PTA 사업(약 52만톤/년)에서 철수하고 DMT 사업에 집중하면서 과거 영업이익/순이익 모두 큰 폭의 적자에서 2015년 기준 BEP 수준까지 적자폭을 대거 축소하였다.

그림 39. PETG의 형태



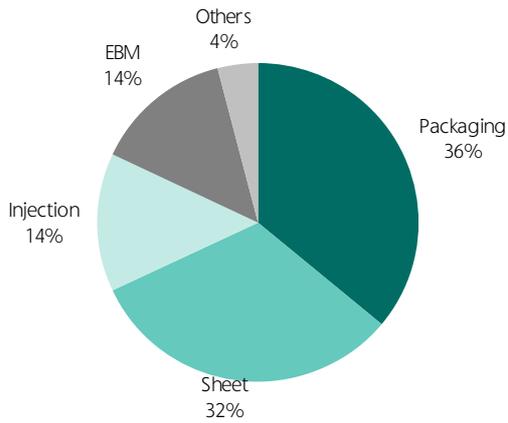
자료: Google, 하나금융투자

그림 40. PETG는 화장품 용기 제조 등에 사용됨



자료: Google, 하나금융투자

그림 41. PETG의 주요 사용처별 비중



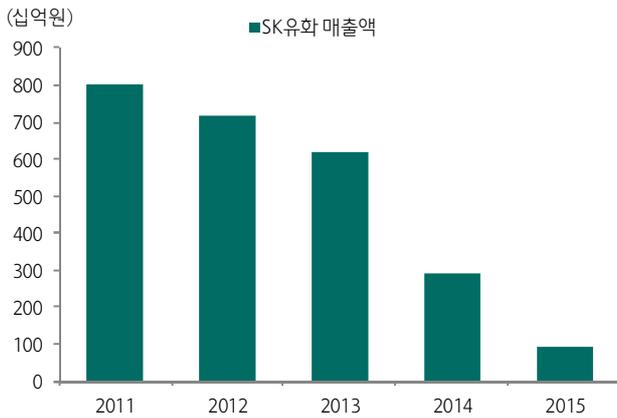
자료: SK케미칼, 하나금융투자

표 7. PETG의 물질적 특성

특성	설명
광학적 특성	투명성, 광택, 밝은색상
기계적 특성	내충격성
화학적 특성	내화학적성(산/알칼리)
가공 특성	넓은 성형가공 조건. 용이한 2차 가공성
환경 친화성	소각시 유해물질 미 발생.환경호르몬 Free

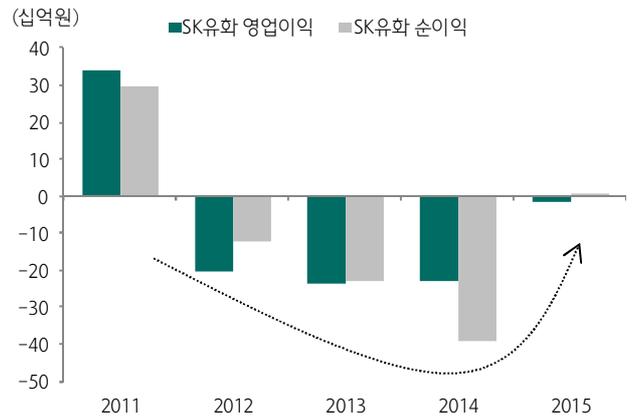
자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 42. SK유화 매출액, 유가하락과 PTA 철수로 큰 폭 감소했으나



자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 43. 체질 개선으로 이익은 큰 폭 적자에서 회복 중



자료: Dataguide, 하나금융투자

4) 바이오디젤, 공급과잉 상황 종료. 2018년 의무혼합비율 증가를 기대

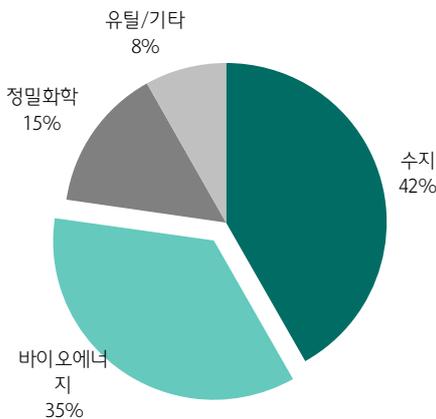
SK케미칼의 바이오에너지 사업부는 G/C 사업부 매출의 35%를 차지하며, 영업이익 기준으로는 약 40%를 차지

SK케미칼의 바이오에너지 사업부는 G/C 사업부 매출의 35%를 차지하며, 영업이익 기준으로는 약 40%를 차지한다. 매출은 수송용 바이오디젤/발전용 바이오중유 로 구성되어 있으며, 2016년 기준 비중은 각각 70%, 30% 수준이다. 매출은 100% 국내에서 발생하며, 규모 기준으로는 국내 No.1을 차지하고 있다.

2018년에 바이오디젤 혼합 비율이 기존 2.5%에서 0.5%p 증가한 3.0%으로 조정될 가능성 높음. 매출/영업이익 또한 2018년까지 개선되는 흐름 예상

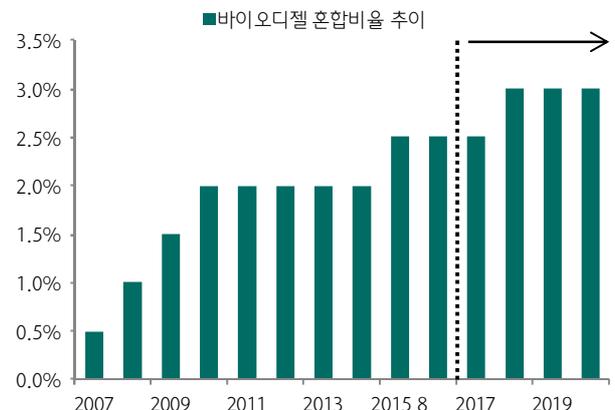
바이오에너지 사업부의 영업이익은 2015년 -70억원으로 최악의 상황을 경험한 뒤 2016년 215억원으로 큰 폭으로 개선되었다. 이는 2014~2015년 업황의 암흑기에서 일부 업체의 퇴출이 일어나면서 공급 과잉 상황이 다소 개선되고, 2015년 8월 바이오디젤 의무혼합 비율이 기존 2.0%에서 2.5%로 상승하면서 수요는 개선된 영향이다. 동종 사업을 진행하고 있는 JC케미칼, 애경유화 모두 바이오디젤 부문에서 눈에 띄는 실적 턴어라운드 나타났으며, 국내 No.1 업체인 SK케미칼도 유사한 흐름이 전개된 것이다. 현재 SK케미칼의 바이오디젤 가동률은 100% 수준이며, 2018년에 바이오디젤 혼합 비율이 기존 2.5%에서 0.5%p 증가한 3.0%으로 조정될 가능성이 높다는 점을 감안하면 매출/영업이익 또한 2018년까지 개선되는 흐름을 나타낼 가능성이 높다.

그림 44. 바이오에너지 사업부는 G/C 사업부 매출의 35% 차지



자료: 하나금융투자

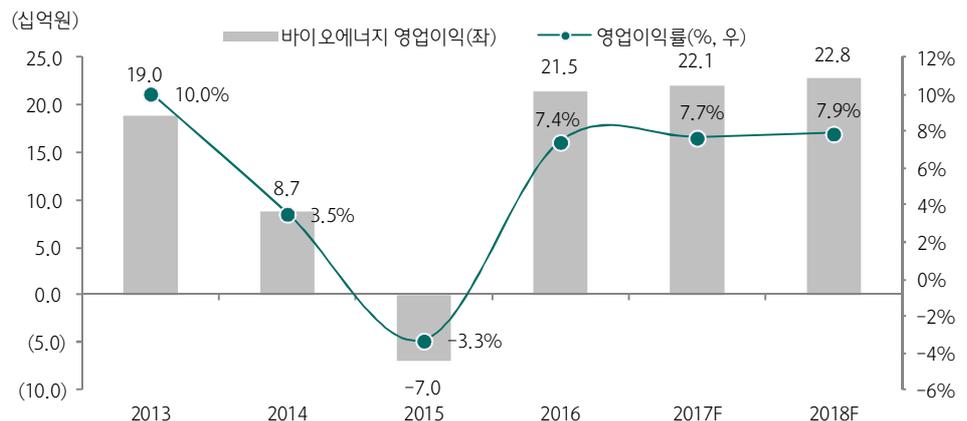
그림 45. 바이오디젤 혼합비율 2018년에는 0.5% 추가 증대



자료: 하나금융투자

바이오에너지 사업부 영업이익은 2016년부터 턴어라운드 시작. 2018년까지 견조한 흐름을 예상

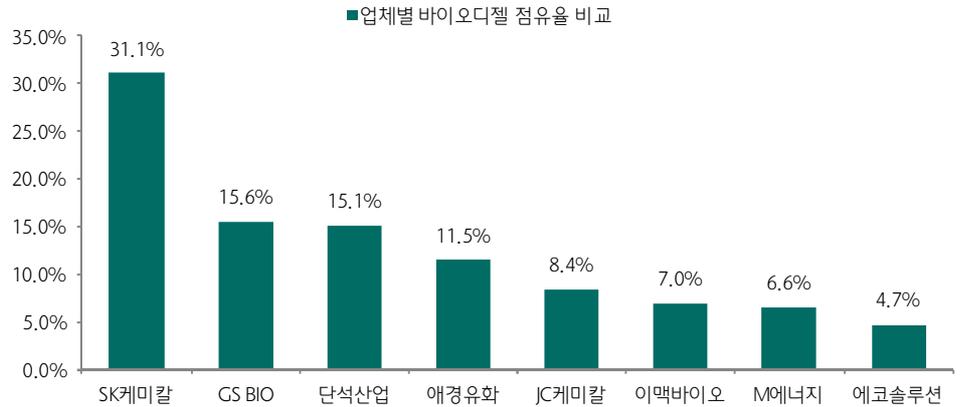
그림 46. SK케미칼의 바이오에너지 사업부 영업이익 추이



자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 47. 업체별 바이오디젤 점유율 비교

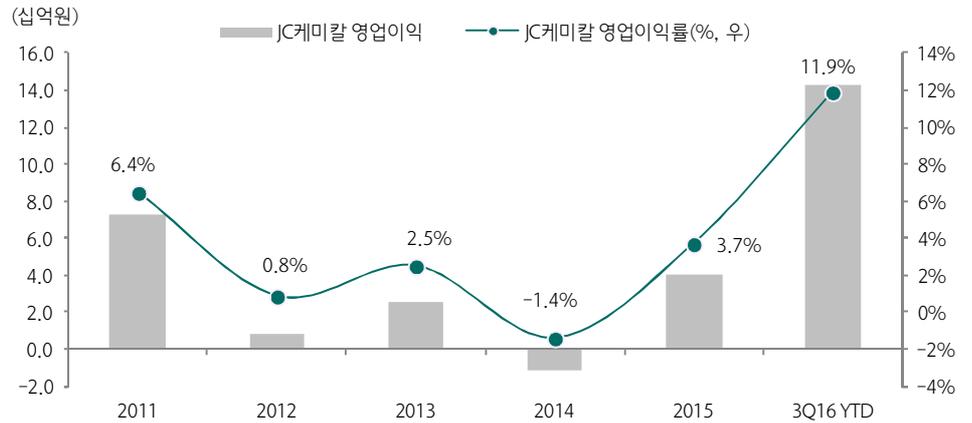
SK케미칼의 바이오디젤  
국내 점유율은 No.1



자료: SK케미칼, 하나금융투자

그림 48. 바이오디젤 동종업체 JC케미칼의 영업이익(률) 추이

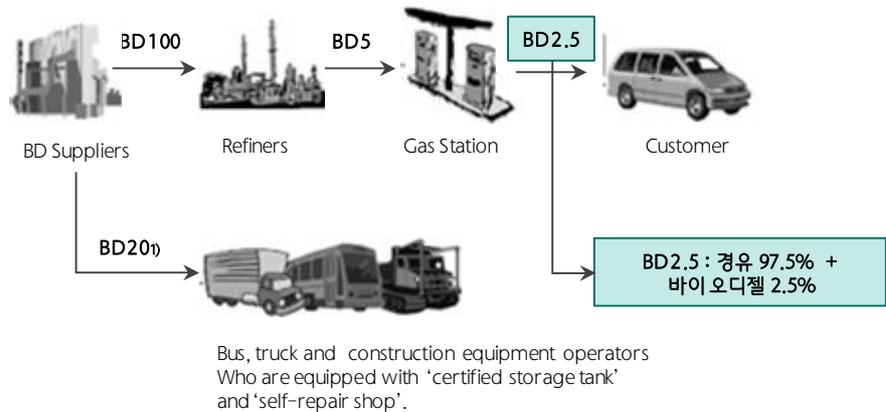
동종 사업을 영위하는 JC케미칼의  
영업이익 또한 큰 폭의 개선세 시현



자료: Dataguide, 하나금융투자

그림 49. 바이오디젤(Bio-Diesel) 2015년부터 의무 혼합비율 상향 조정. 2018년 추가 상향 예상

바이오디젤(Bio-Diesel) 2015년부터  
의무 혼합비율 기존 2.0%에서  
2.5%로 상향 조정.  
2018년에는 추가 0.5% 증가



자료: 애경유화, 하나금융투자

## 4. SK가스: 안정적인 사업구조에 성장이란 날개를 더하다

### 1) 국내외 석유화학업체 및 해외향 매출 증가로 성장성을 장차

SK가스는 안정적인 LPG 물류 사업을 영위하고 있으며, 최근 석유화학 및 해외 매출이 증가하면서 성장성이 더해지고 있음

SK가스는 LPG 수출입 업체로 국내 시장 점유율은 44.3%(3Q16)로 1위 업체이다. 거래 제품인 LPG는 프로판(난방용)과 부탄(수송용)으로 나누어지는데, 이 중 국내 시장의 프로판 비중은 약 73%에 달한다. SK가스는 PDH용 LPG(프로판)를 국내 단독으로 공급하고 있으며, PDH 사업투자를 통해(SK어드밴스드) 석유화학용 프로판 공급 노선을 추가적으로 확대하고 있다. 국내 정유사 가동률은 이미 100%에 육박하고 있고 정제설비 증설도 제한적이기 때문에 정유사를 통해 LPG가 추가로 공급되기에는 다소 한계가 있다. 따라서, 향후 국내 업체(PDH 혹은 NCC의 LPG 투입 증가)의 LPG 수요 증가는 LPG 수입량 증가를 의미하며, 이는 곧 SK가스의 매출/이익 증가로 귀결될 수 있다.

중국 PDH향 매출 증가 및 동남아/미국 등 LPG 공급처 확대 기대

또한, 중국의 PDH용 LPG 시장 규모는 약 510만톤 규모로 파악되는데, SK가스는 이 중에서 높은 비중을 점유하고 있는 LPG 판매 1위 업체이다. 2021년까지 중국 PDH 시장은 CAGR +13.9% 성장할 것으로 계획되어 있기 때문에 추가적인 매출 확대가 기대된다.

중국 외에도 동남아시아(인도/인니 등)와 미국 등 다양한 지역으로 LPG 공급을 확대하면서 사업 영역을 넓히고 있다.

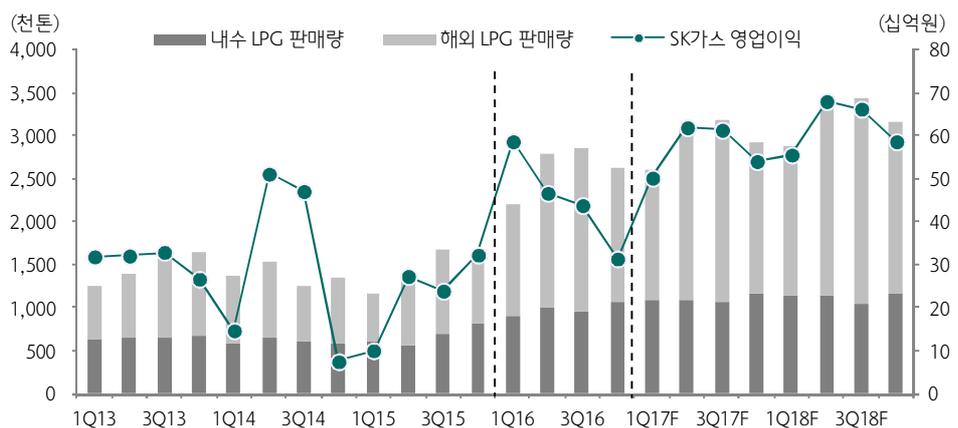
### 2) 매출처 확대를 통한 도약의 첫 걸음을 내딛은 2016년. 2017년도 추가 도약 기대

2016년, 폭발적인 실적 개선의 비밀은 석유화학/해외 판매량 증가. 개선된 실적은 유지될 것이며, 추가적인 실적 개선 기대됨

2016년 영업이익은 1,805억으로 YoY +93% 성장하였다. 이는 1) 국내 석유화학 업체(PDH 설비 등)향 매출 증가와 2) 해외 매출 증가라는 두 가지 이유에 기인한다. 2015년 8월 상업 가동된 효성 No.2 PDH설비 증설에 따른 매출 증가가 온기 반영되었으며, 2016년 4월 가동된 SK어드밴스드향 LPG 매출 또한 인식되었다. 참고로, SK어드밴스드의 PDH 신설과 효성의 증설에 힘입어 2016년 국내 석유화학용 LPG 판매량은 211.8만톤으로 YoY +140% 증가하였는데, 양 사의 PDH 설비는 SK가스와 파이프라인을 통해 연결되어 있다. 따라서, SK가스는 여타 LPG 공급 업체 대비 가격 경쟁력을 보유하고 있으며, 석유화학산업 특성상 장기계약을 통한 거래가 이루어지기 때문에 2016년에 늘어난 판매량은 유지될 가능성이 높다. 국내뿐 아니라, 중국과 동남아시아 등 해외 지역도 판매량이 2배 이상 확대되었으며, 인도와 인도네시아 정부 주도의 수요 성장이 지속되면서 향후 매출 증가를 기대할 수 있을 것으로 판단한다.

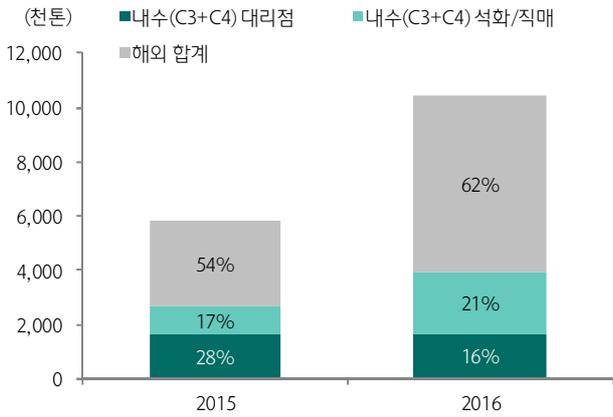
그림 50. SK가스, 1Q16부터 본격적인 성장 시작. 2017년에도 실적 개선세 지속될 전망

2016년부터 본격적으로 매출처 확대에 따른 이익 성장 국면에 진입



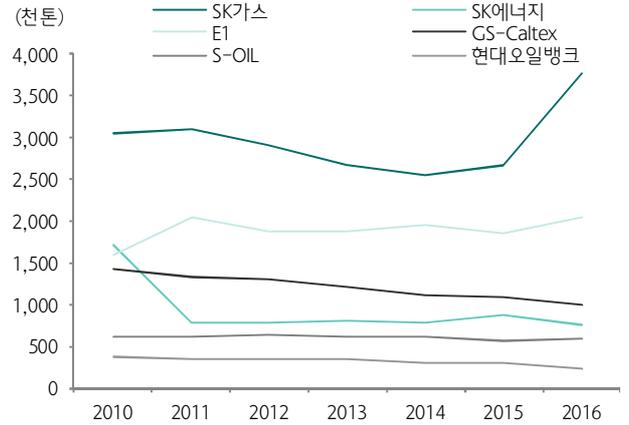
자료: SK가스, 하나금융투자

그림 51. 매출처별 비중: 내수 위주에서 포트폴리오 다각화 성공



자료: SK가스, 하나금융투자

그림 52. SK가스의 LPG 판매량 증가는 여타 업체를 압도

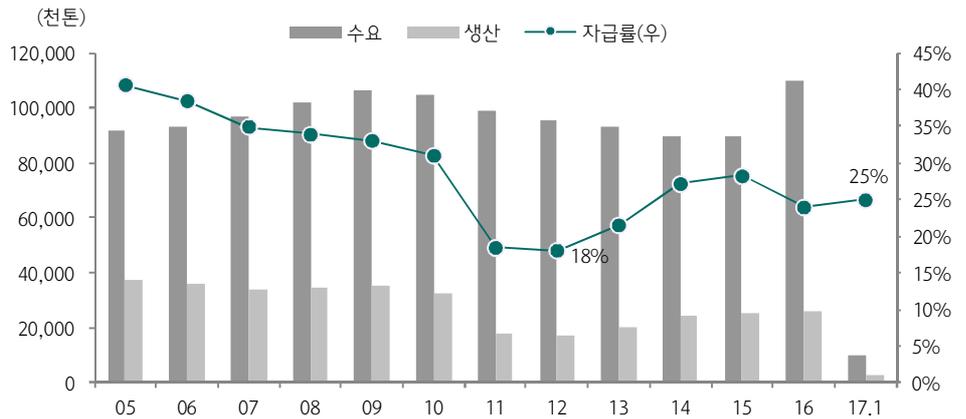


주: 2016년 판매량은 3Q16 누적 판매량을 연율화(x4/3)

자료: SK가스, 하나금융투자

그림 53. 국내 LPG 수급 추이

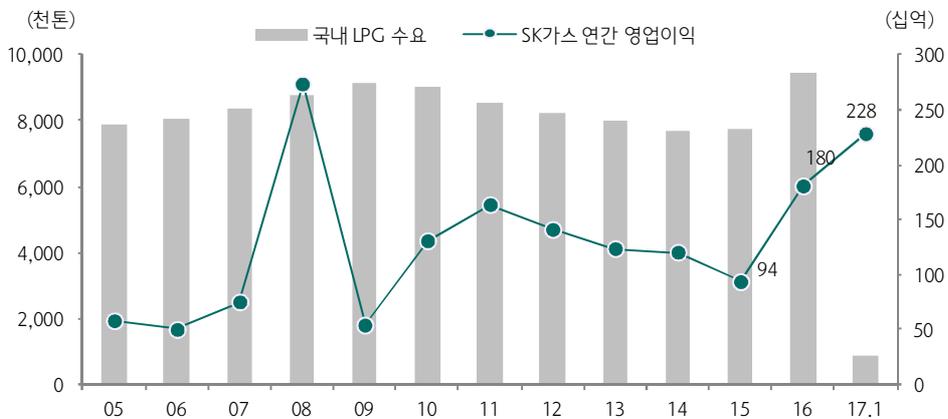
국내 정유사 가동률은 이미 100% 수준으로 자급률 확대는 한정적. 국내 LPG 수요 성장은 수입량 증가를 의미



자료: 하나금융투자

그림 54. 국내 LPG 수요와 SK가스 영업이익 추이

국내 LPG수요 성장과 SK가스의 영업이익 추이는 동행하는 모습



자료: 하나금융투자

3) 2017년 이후 기대되는 포인트: SK어드밴스드/국내 석화업체 증설/해외

2017년 SK가스의 LPG 물량은 YoY +13.4% 증가할 것으로 기대.

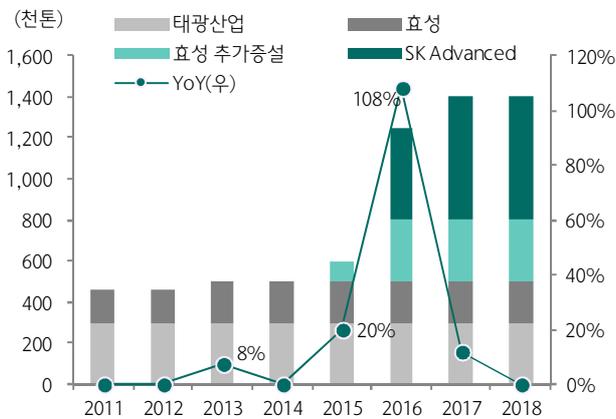
- 1) SK어드밴스드향 매출 증가 반영
- 2) 대한유화의 증설에 따른 매출 확대
- 3) 해외향 매출 증가 영향

2017년 SK가스의 LPG 물량은 YoY +13.4% 증가할 것으로 기대된다. 이는 1) SK어드밴스드향 매출 증가 반영 2) 대한유화의 증설에 따른 매출 확대 3) 해외향 매출 증가에 기인한다. SK어드밴스드는 2016년 4월에 완공되었는데, 2017년에는 SK어드밴스드향 물량이 증가 반영되는 첫 해다. 또한 대한유화의 증설에 따른 물량 증가도 기대할 만 하다. 납사를 원재료로 사용하는 NCC 업체들은 설비에 따라 5~15% 가량 LPG를 투입할 수 있는데, 이에 따라 NCC 업체들의 LPG 투입량 또한 늘어날 가능성이 높다. 기존에 LPG를 투입할 수 없었던 대한유화의 온산 NCC는 2H17부터 증설과 함께 진행되는 설비 개선을 통해 LPG 투입이 가능해질 것으로 예상된다. 국내 NCC 업체들의 증설(2019년, 롯데케미칼/LG화학)과 설비개선(SK종합화학: 잔여가스 처리 설비 추가)이 진행되며 향후 국내 산업용 LPG 판매량은 지속적으로 증가할 것으로 전망된다.

중국 PDH 성장과 가동률 상승에 따른 매출 확대 기대.  
인도/인니 등 동남아 또한 매출 확대를 위한 기획의 땅

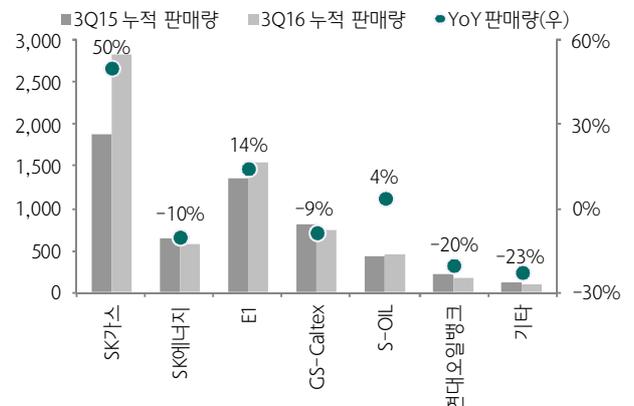
SK가스는 중국 PDH향 LPG 시장 점유율 1위 업체다. 2021년까지 중국 PDH 시장은 CAGR +13.9% 성장할 것으로 계획되어 있기 때문에 이에 따른 추가적인 매출 확대가 기대된다. 또한, 현재 중국의 PDH 가동률이 85%에 불과하기 때문에 중국에서 추가적인 가동률 확대가 나타날 경우, Spot 판매량이 늘어날 것으로 기대된다. 인도/인니 등 동남아 국가 또한 앞서 언급한대로 판매량 확대가 기대되는 지역이다.

그림 55. 국내 PDH 증설 추이



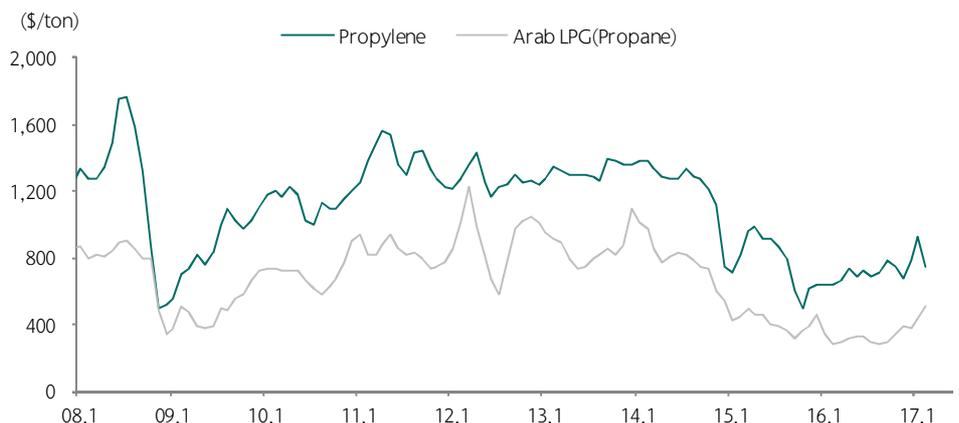
자료: SK가스, 하나금융투자

그림 56. 3Q16 누적기준 판매량. SK가스만 판매량이 50% 늘어나



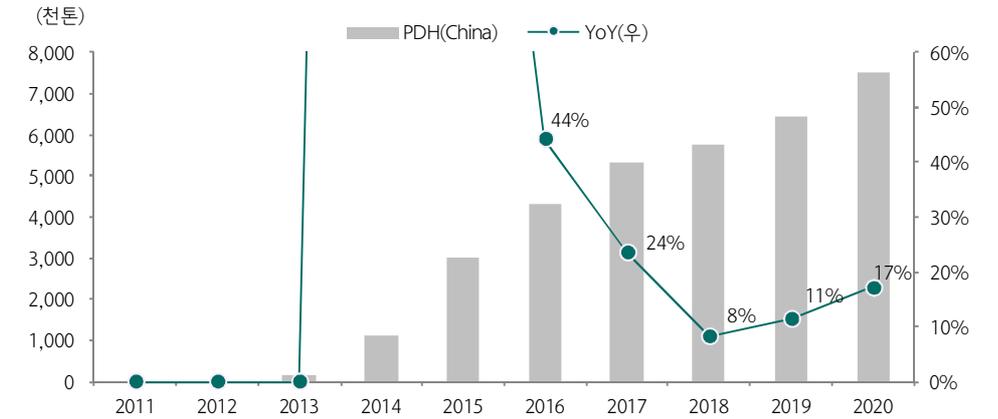
자료: SK가스, 하나금융투자

그림 57. SK어드밴스드의 PDH 수익성



자료: 하나금융투자

그림 58. 중국 PDH 증설 추이



자료: 하나금융투자

4) 2017년 매출/영업이익 YoY +38%, +26% 개선 전망

2017년 매출 대폭 개선 전망.  
판매량 증대 효과와  
LPG 가격 상승 영향

1Q17 영업이익은 503억원  
(QoQ +60.3%, YoY -14.2%)으로  
2016년 평균 분기 실적인 451억원을  
12% 상회할 것으로 전망

2017 매출은 YoY +38% 증가한 7.3조를 기록할 것으로 전망한다. 유가 상승에 따른 LPG 가격 상승과 판매량이 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 영업이익 또한 2,274억으로 YoY +26% 개선될 것으로 전망하는데, SK어드밴스드와 대한유화의 국내 수요 증가와 중국/동남아 지역의 LPG 수요 확대가 기대되기 때문이다.

1Q17 영업이익은 503억원(QoQ +60.3%, YoY -14.2%)으로 2016년 평균 분기 실적인 451억원을 12% 상회할 것으로 전망한다. 1) 2016년 신/증설로 인해 늘어난 국내외 석유화학 설비향 LPG 수요는 유지되는 가운데 2) 2016년 4월에 가동이 시작된 SK어드밴스드향 LPG 판매량이 1Q17에 추가될 것이고 3) 동남아 등 해외 지역의 판매량 또한 증가할 것으로 기대되기 때문이다.

표 8. SK가스 실적 Break Down

(단위: 십억원)

	2016				2017				2015	2016P	2017F
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F			
매출액	1,160.6	1,300.3	1,290.5	1,503.3	1,786.1	1,691.3	1,838.1	1,955.4	4,079.0	5,254.7	7,270.9
QoQ(%)	4.3%	12.0%	-0.8%	16.5%	18.8%	-5.3%	8.7%	6.4%			
YoY(%)	27.0%	34.9%	18.6%	35.1%	53.9%	30.1%	42.4%	30.1%	-31.4%	28.8%	38.4%
가스사업부	1,107.6	1,242.0	1,233.4	1,402.1	1,725.6	1,608.2	1,748.6	1,880.7	3,847.7	4,985.1	6,963.0
SK디앤디 및 기타	53.0	58.3	57.1	107.9	73.8	92.9	91.7	94.7	231.3	276.4	353.1
영업이익	58.6	46.7	43.8	31.4	50.2	61.9	61.3	54.0	93.5	180.5	227.4
영업이익률(%)	5.1%	3.6%	3.4%	2.1%	2.8%	3.7%	3.3%	2.8%	2.3%	3.4%	3.1%
QoQ(%)	81.6%	-20.4%	-6.1%	-28.3%	59.8%	23.3%	-0.9%	-11.9%			
YoY(%)	484.3%	70.9%	83.2%	-2.8%	-14.4%	32.6%	40.0%	72.1%	-22.3%	93.0%	26.0%
가스사업부	54.4	40.0	36.0	3.0	42.3	50.1	51.7	47.5	92.0	133.4	191.6
영업이익률(%)	4.9%	3.2%	2.9%	0.2%	2.5%	3.1%	3.0%	2.5%	2.4%	2.7%	2.8%
QoQ(%)	28.5%	-26.5%	-9.9%	-91.7%	1310.5%	18.4%	3.1%	-8.1%			
YoY(%)	670.2%	58.0%	108.7%	-92.9%	-22.2%	25.3%	43.4%	1482.8%	-15%	45%	44%
LPG 가격 추이	306.7	325.0	291.7	370.0	472.5	396.1	395.8	476.1	416.3	323.3	435.1
SK디앤디 및 기타	3.0	4.9	5.8	26.8	8.0	11.9	9.8	6.7	20.8	40.5	36.4
영업이익률(%)	5.7%	8.4%	10.2%	24.8%	10.8%	12.8%	10.7%	7.1%	9.0%	14.6%	10.3%
QoQ(%)	흑전	62.5%	19.9%	358.2%	-70.1%	48.8%	-17.6%	-31.6%			
YoY(%)	-37.4%	-24.6%	-43.3%	흑전	167.0%	144.4%	67.8%	-75.0%	-14%	94%	-10%

자료: 하나금융투자

## 5. Life Science 미래 가치를 보자

### 1) 닫혀있는 제약 부문

SK케미칼은 R&D 역량이 매우 우수한 회사로 국내 신약 1호인 ‘선플라주’를 개발하여 1993년 승인받았으며, 천연물신약 1호인 조인스정과 국내 신약 13호인 ‘엠빅스정’ 또한 개발하여 2007년 허가받았다. 그러나 자체개발 신약의 성과는 매우 미미한 수준으로 ‘선플라주’의 경우 생산이 중단되었으며, ‘엠빅스정’ 또한 2015년 생산실적이 1.4억원에 그치고 있다. 이는 아래의 표1의 실적테이블에서도 확인할 수 있다. 제약부문의 성장은 정체되어 있으며, 회사 또한 제약부문에 대해서 큰 기대를 하지 않고 있는 상황이다.

표 9. LS부문 실적

(단위: 백만원)

	15년					16년					17년				
	1Q	2Q	3Q	4Q	합계	1Q	2Q	3Q	4Q	합계	1Q	2Q	3Q	4Q	합계
매출액	688	617	1,024	863	3,193	639	716	1,047	917	3,319	720	807	1,144	1,011	3,683
yoy	-26.1%	-12.6%	-7.1%	-22.4%	-17.1%	-7.1%	16.0%	2.2%	6.2%	3.9%	12.8%	12.7%	9.3%	10.3%	11.0%
제약	390	412	511	542	1,855	412	459	493	475	1,839	424	468	498	480	1,870
yoy	-34.7%	-3.5%	-11.1%	-20.9%	-18.8%	5.6%	11.4%	-3.5%	-12.4%	-0.9%	3.0%	2.0%	1.0%	1.0%	1.7%
백신	189	177	518	317	1,201	227	257	554	442	1,480	296	339	646	532	1,813
yoy	-17.1%	0.6%	19.6%	16.5%	8.3%	20.1%	45.2%	6.9%	39.4%	23.2%	30.4%	31.9%	16.6%	20.3%	22.5%
영업이익	-93	-66	122	8	-28	-46	-50	119	-36	-13	-19	-16	166	4	135

자료: 하나금융투자

### 2) 백신으로 선택과 집중

SK케미칼은 2008년부터 대규모 투자를 통해 약 1억 4,000만 도즈의 생산능력을 갖춘 백신 공장을 설립하였으며, 2015년 세포배양 독감백신 상용화에 성공하면서 자체 개발한 백신을 판매하기 시작하였다. 2016년도 백신사업부에 의해 발생한 매출 중 제품 매출은 전액 독감백신 판매액이며, 향후 백신 파이프라인에 있는 제품들이 상용화될 수록 기존 상품도입으로 판매되었던 품목은 반환시키고 점차 제품 비중이 확대될 것으로 기대된다.

그림 59. SK케미칼의 백신 파이프라인

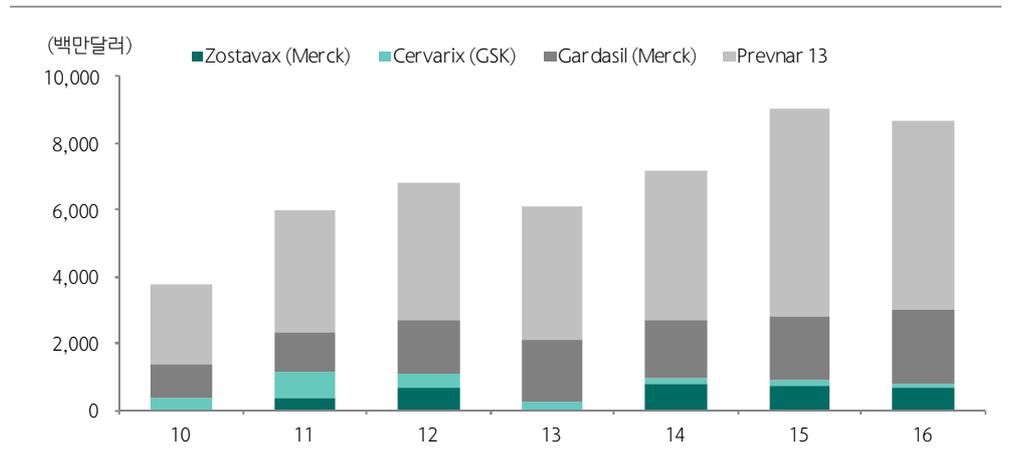
상품명	단계				
	임상 1/2상	임상 3상	BLA	시장 출시	국내시장규모
Cell culture flu(trivalent)					1,700억
Cell culture flu(quadrivalent)					
폐렴구균 백신(PCV)		유아용		성인용	1,200억
대상포진 백신(Zoster)					600억
수두 백신(Varicella)					
자궁경부암 백신(HPV Vaccine)					650억
소아장염 백신(Rotavirus)					400억
장티푸스 백신					

자료: SK케미칼, 하나금융투자

SK케미칼은 2015년 국내 최초 세포배양 방식을 적용한 3가 독감백신 스카이셀플루를 개발하여 시판하였으며, 2016년부터는 4가 독감백신을 출시하였다. SK케미칼 외에 녹십자와 일양약품도 유정란 방식의 4가 독감백신을 작년년부터 출시하면서 사실 국내 시장은 일정부분 포화된 상태라고 할 수 있다. 따라서 수출이 이루어지지 않는다면 성장성은 제한적일 수밖에 없다. PQ인증을 통해 해외 입찰시장으로의 진출을 노리는 이유가 바로 내수시장만으로는 한계가 있기 때문이다.

이에 비해 소위 프리미엄급 백신이라 할 수 있는 폐렴구균, 자궁경부암, 대상포진 백신의 경우 국내에서 성장성이 충분한 제품군이라 할 수 있다. 관계부처 합동으로 발표한 ‘백신산업화를 위한 추진과제’ 보고서에 의하면 우리나라에서도 프리미엄 백신의 연평균 성장률은 26% 수준으로 필수백신 성장률 8% 대비 고성장 중이며 이러한 프리미엄 백신들의 시장점유율은 60%에 이른다.

그림 60. 글로벌 프리미엄 백신의 매출액 추이



자료: 하나금융투자

(1) 폐렴구균 백신

국내 폐렴구균 백신 시장은 약 1,200억원 규모로 추정되고 있다. SK케미칼은 2016년 7월 자체 개발한 폐렴구균 백신에 대해 허가승인을 받았다. 그러나 ‘50세 이상 성인의 폐렴구균으로 인한 침습성 질환의 예방 목적’으로만 허가를 받으면서 올해 본격적인 매출 발생을 기대하기는 어렵게 되었다. 소아에 대한 적응증을 확보하기 위해 소아에 대한 임상 3상을 추가적으로 실시하고 있으며, 시판은 2018년부터 가능할 것으로 추정되고 있다. 그러나 실질적인 판매는 화이자와의 특허소송에서 이겨야만 가능한 부분이다. SK케미칼의 폐렴구균 백신은 화이자의 프리베나 13과 같은 13가 백신으로서 현재 국내에서 조성물질 특허 침해로 소송이 진행 중인 상황이다.

페렴구균 백신은 2014년도부터 2~59개월 영유아 대상 국가필수예방접종 백신으로 등록되면서 접종률이 증가하고 있는 추세이다. 영유아 대상의 10가 13가 백신은 GSK의 신플로릭스와 화이자사의 프리베나 13으로 모두 외산 제품이다. 정부가 지원하는 국가필수예방접종 페렴구균 백신이 모두 외산사라는 점에서 국산 제품의 개발이 시급한 상황이다. 정부는 국가필수예방접종 백신의 국산비율을 80%까지 높일 예정으로 향후 SK케미칼이 국내에서 최초로 페렴구균 백신을 개발한다면 빠른 속도로 최소 50%의 이상 시장을 점유할 수 있을 것으로 기대된다.

표 10. SK케미칼 페렴구균 백신 매출 추정

(단위: 십억원)

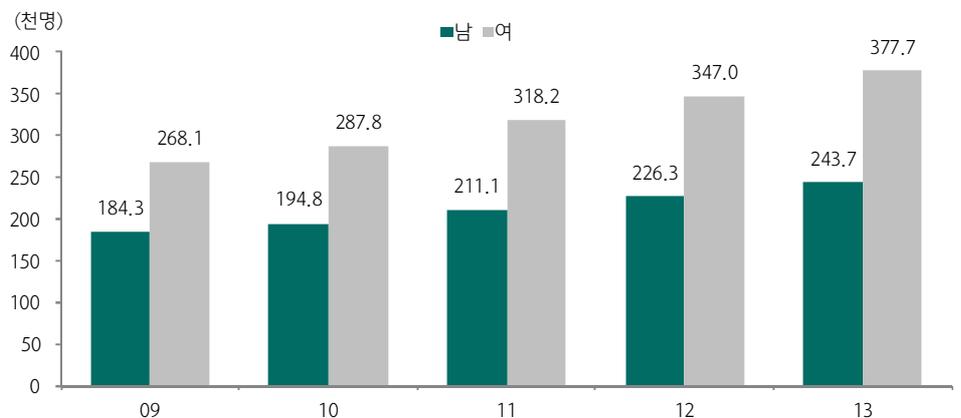
	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
페렴구균백신	120	132	145	157	169	183	198	213	230	249	269
yoy(%)		10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
SK케미칼 점유율			2%	8%	10%	30%	30%	50%	50%	50%	50%
SK케미칼 매출액			2.9	12.5	16.9	54.9	59.3	106.7	115.2	124.4	134.4

자료: 하나금융투자

(2) 대상포진 백신

대상포진은 유년시절 수두에 걸린 적이 있거나 수두 예방접종을 한 사람에게서 발병되는 질병으로 극심한 통증을 수반하며 주로 50대 이상의 중장년층과 노년층에서 발생한다. 어린 시절 감염된 수두 바이러스가 완전히 사라지지 않고 잠복해 있다가 성인이 된 후 면역체계가 약화되었을 때 활성화되어 대상포진을 유발하는 것이다. 국민건강보험공단에서 발표한 건강보험 진료비 지급자료에 의하면 최근 5년간 대상포진 환자수가 매년 급증하고 있는 것으로 나타나고 있다.

그림 61. 최근 5년간 대상포진 성별 건강보험 진료인원



자료: 국민건강보험공단, 하나금융투자

대상포진 백신도 현재 시판되고 있는 제품은 MSD사의 조스타박스가 유일하다. SK케미칼은 국내에서 유일하게 대상포진 백신을 개발하고 있는 회사로 2016년 8월 식약처에 신청서를 제출하여 연내 허가 받을 수 있을 것으로 기대하고 있다. 본격적인 시판은 2018년이 되어야 가능할 것으로 추정된다.

표 11. SK케미칼 대상포진 백신 매출 추정

(단위: 십억원)

	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
대상포진백신	80	88	97	105	113	122	132	142	154	166	179
yoy(%)		10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
SK케미칼 점유율				5%	8%	10%	30%	30%	50%	50%	50%
SK케미칼 매출액				5.2	9.0	12.2	39.5	42.7	76.8	82.9	89.6

자료: 하나금융투자

### 3) 사노피와 공동개발 중인 차세대 폐렴구균 백신

2014년 SK케미칼은 사노피와 차세대 폐렴구균백신에 대한 공동개발/판매 계약을 체결하였다. 13가 이상으로 개발될 것으로 예상되며, 연구와 비임상은 SK케미칼이 주도하고 글로벌 임상과 인허가 부분은 사노피가 담당하는 방식이다. 또한 상업화 단계에서 제품의 생산과 공급은 SK케미칼이 담당하며 글로벌 판매는 사노피가 담당할 예정이다. 기술료와 마일스톤으로 약 500억원이 계약되어 있으며, 2014년 이중 절반인 250억원을 수령받았다. 비용 및 수익을 공동부담 배분하는 구조로 향후 상용화된다면 이익을 두 회사가 절반씩 가져가는 구조로 계약되어 있다.

아직 전임상 단계로 초기단계 물질이기는 하나 고성장 중인 폐렴구균 백신시장을 대상으로 막강한 백신 영업망을 갖춘 사노피와의 시너지를 고려하면 그 가치를 SK케미칼 밸류에이션 산정 시 무시할 수 있는 규모는 아니라고 판단된다.

다음과 같은 가정하에 차세대 폐렴구균 백신의 NPV를 추정하였다.

- 폐렴구균 백신 시장 규모는 프리베나 13 시장을 위주로 추정하였다.
- 백신의 경우 통상 임상시험 기간이 4년인 점을 고려하여 2021년부터 본격적인 매출이 발생하는 것으로 추정하였다.
- 미수령된 250억원은 판매 전인 2020년 수취될 수 있을 것으로 추정된다.
- 매출에 대한 영업이익은 60%로 가정하고 이중 50%를 SK케미칼이 수령하는 것으로 가정하였다.
- 임상 성공률은 백신의 경우 임상 1상의 LOA(Likelihood of Approval)가 14.9%인데 현재 단계가 전임상 단계로 성공확률은 10%로 계산하였다.

표 12. 차세대 폐렴구균 백신 가치 추정

(단위: 백만달러)

		11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
폐렴구균 백신 시장		4,145	4,117	3,974	4,464	6,097	6,707	7,042	7,253	7,415	7,637	7,828	8,024	8,185	8,348	8,515	8,686	8,859	9,036	9,217	9,402	
yoy(%)			-0.7%	-3.5%	12.3%	36.6%	10.0%	5.0%	3.0%	2.2%	3.0%	2.5%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
동사 제품 점유율												5.0%	10.0%	15.0%	18.0%	20.0%	22.0%	25.0%	27.0%	30.0%	32.0%	
동사 제품 매출액												391	802	1,228	1,503	1,703	1,911	2,215	2,440	2,765	3,008	
동사 제품 성장율													105.0%	53.0%	22.4%	13.3%	12.2%	15.9%	10.2%	13.3%	8.8%	
영업이익 60%X50%	30%											117	241	368	451	511	573	664	732	830	903	
원화환산수익(십억원)	1,100원										25	129	265	405	496	562	631	731	805	912	993	
세후이익(십억원)	24.2%										19	98	201	307	376	426	478	554	610	692	753	
현재 가치 환산(십억원)						0	0	0	0	0	14	67	125	173	193	199	203	214	214	220	218	
NPV(십억원)		1,839																				
임상성공확률	10%	184																				

자료: 하나금융투자

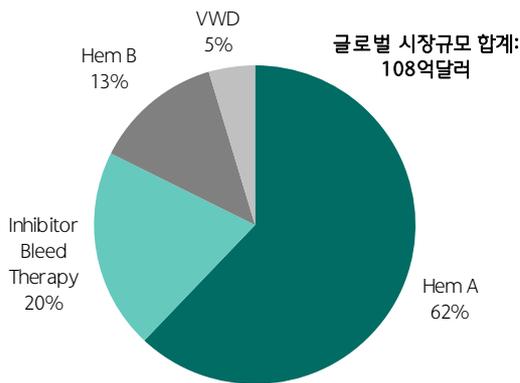
#### 4) 러닝로열티가 기대되는 앱스틸라(Afstyla)

2016년 5월 CSL사는 앱스틸라에 대해 미국 FDA로부터 최종 승인을 받았으며, 올해 1월 유럽 EMA로부터도 승인을 획득하였다. 2017년부터 본격적인 매출이 기대되며 SK케미칼은 매출액의 약 5% 정도의 러닝로열티 수취가 가능할 것으로 예상된다.

2009년 SK케미칼은 당시 전임상 단계에 있었던 NBP601을 호주 CSL사로 기술이전하였다. NBP601은 A타입 혈우병 환자 치료제인 유전자재조합 방식의 혈액응고 8인자로 기존 제품과는 달리 투여횟수를 줄여주는 지속형(Long-acting) 제제였다.

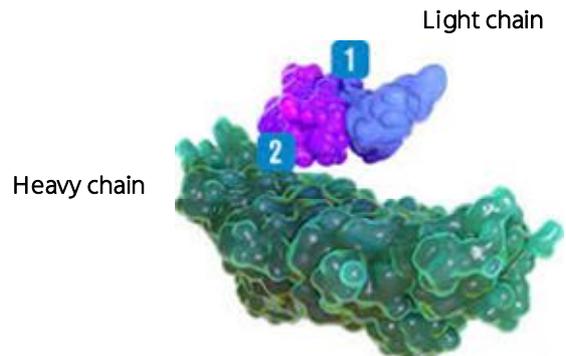
앱스틸라의 지속성은 혈액응고 8인자의 heavy chain과 light chain을 인위적으로 공유결합(covalent bond)으로 연결시켜 줌으로써 single-chain 구조를 갖게 하는데, 이렇게 되면 VWF(Von Willebrand factor)와의 결합력을 강화시켜 혈액내에서 분해되는 것을 억제할 수 있게 된다.

그림 62. 글로벌 혈우병치료제 시장규모



자료: CSL 사업보고서, 하나금융투자

그림 63. 앱스틸라 구조



자료: 하나금융투자

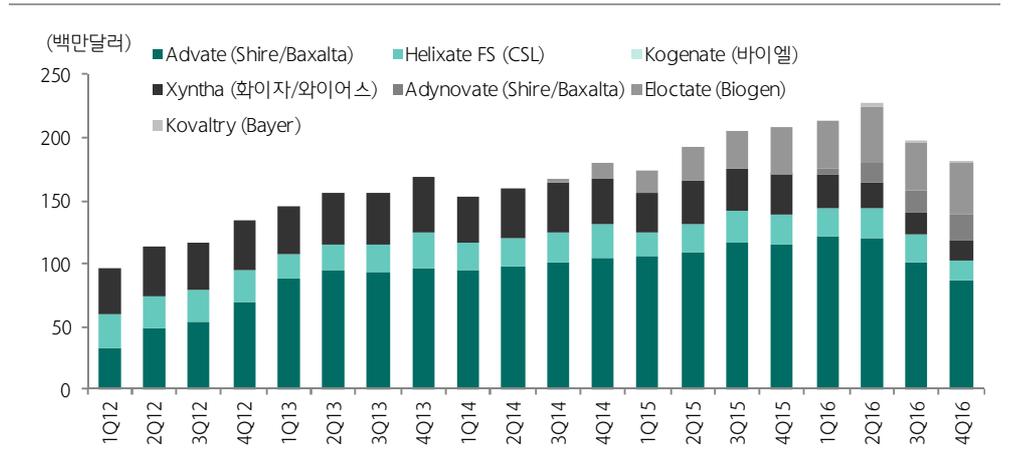
현재 혈액응고 8인자는 매일(1회/1일) 투여하는 방식의 기존제품과 지속성을 증가시켜 투여 횟수를 감소시킨 신규제품들이 출시되어 있다.

표 13. 혈액응고 8인자 개발 현황

분류	제품명	개발회사	승인 시점	기술	용법
기존제품	Advate	Baxter → Shire	1992년	Recombinant FVIII	1회/1일
	Helixate	Bayer → CSL	2000년	Recombinant FVIII	1회/1일
	Kogenate	Bayer	2000년	Recombinant FVIII	1회/1일
	Xyntha	Wyeth → Pfizer	2008년	Recombinant FVIII	1회/1일
지속형	Adynovate	Baxter → Shire	2015년	Pegylation	2회/1주
	Eloctate	Biogen	2014년	Fc Fusion	2회/1주
	Afstyla	Skchemical → CSL	2016년	Single chain structure	2회/1주
	Kovaltry	Bayer	2016년		2회/1주

자료: 하나금융투자

그림 64. 혈액응고 8인자 처방 비중현황



자료: 하나금융투자

SK케미칼이 수취할 수 있는 로열티를 계산하기 위해 앵스틸라의 글로벌 매출액을 아래와 같은 가정하여 추정하였다.

- CSL사는 2017년 헬릭세이트(Helixate)를 Bayer사에게 반환한다고는 하였으나 2017년까지는 일부 판매가 유지되고 그 비율은 헬릭세이트:앵스틸라가 50:50으로 가정하였다.
- 2018년부터는 온전히 앵스틸라 매출만 발생하는 것으로 가정하였다
- 헬릭세이트는 2014년 엘록테이트(Eloctate) 출시 이후 매출액이 감소하기 시작하였으나, 앵스틸라는 1주 2회 제형의 지속형으로 2018년도부터는 다시 매출이 증가하는 것으로 추정하였다

표 14. 앱스틸라 연도별 매출 추정

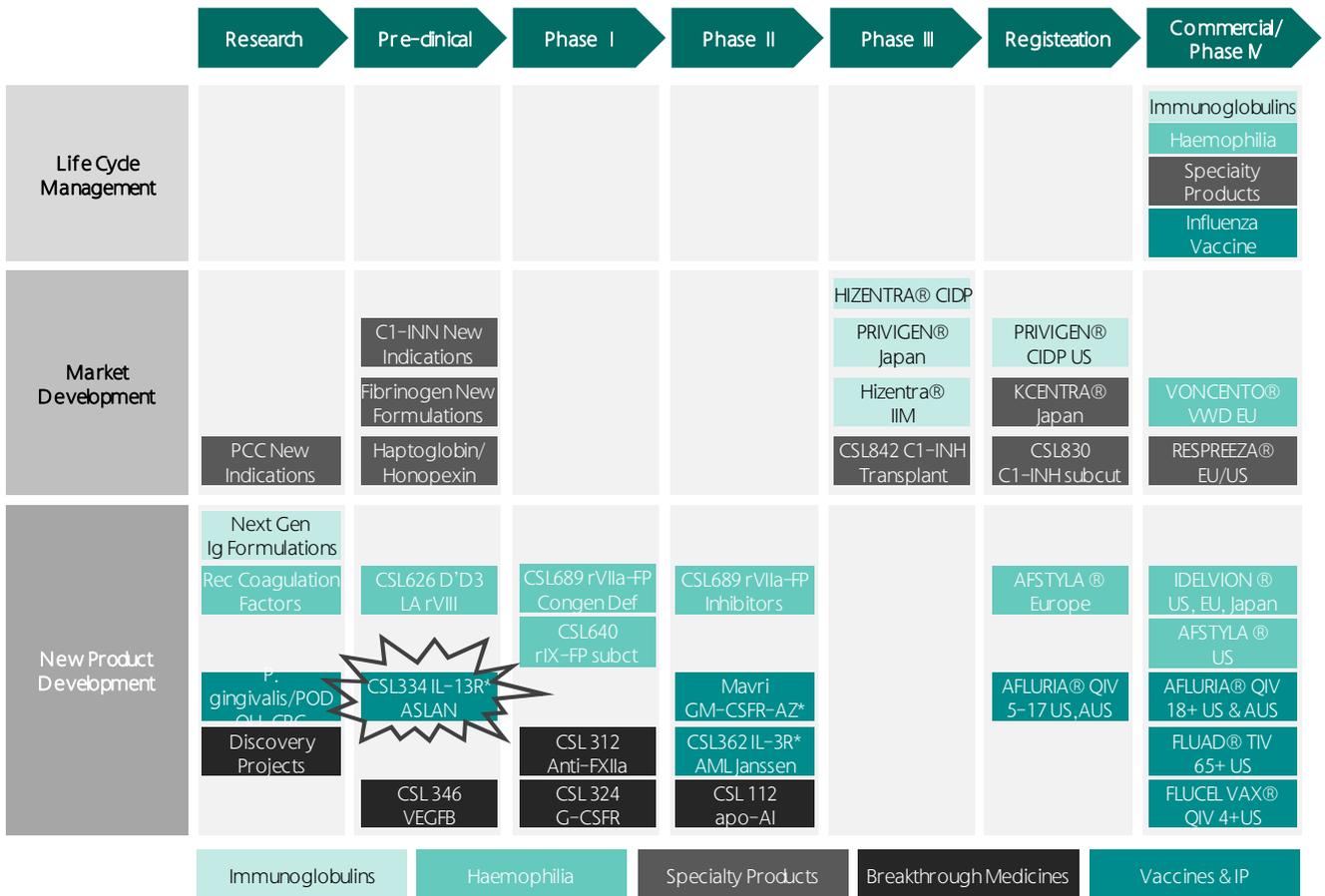
(단위: 백만달러)

		17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
앱스틸라 매출액		159	302	332	356	373	388	400	412	420	429	437	446	455	464
yoy(%)			90.0%	10.0%	7.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
동사 매출액	로열티 5%	8.0	15.1	16.6	17.8	18.7	19.4	20.0	20.6	21.0	21.4	21.9	22.3	22.7	23.2
원화환산수익(십억원)	1,100원	8.7	16.6	18.3	19.6	20.5	21.4	22.0	22.7	23.1	23.6	24.0	24.5	25.0	25.5
세후이익(십억원)	12.0%	7.7	14.6	16.1	17.2	18.1	18.8	19.4	19.9	20.3	20.7	21.2	21.6	22.0	22.5
현재 가치 환산(십억원)		7.7	13.3	13.3	12.9	12.3	11.7	10.9	10.2	9.5	8.8	8.2	7.6	7.0	6.5
NPV(십억원)		139.9													

자료: 하나금융투자

바이오젠이 2014년 엘록테이트를 먼저 출시하면서 CSL사 입장에서는 지속형 제형에 대해서는 후발주자로 매출성장률은 기대만큼 나오지 않을 것으로 전망된다. 이를 극복하기 위해 현재 CSL사는 지속시간이 더 늘어난 제품을 개발 중에 있으며 아직 전임상 단계이기는 하지만 2024년경에는 출시 가능할 것으로 기대된다.

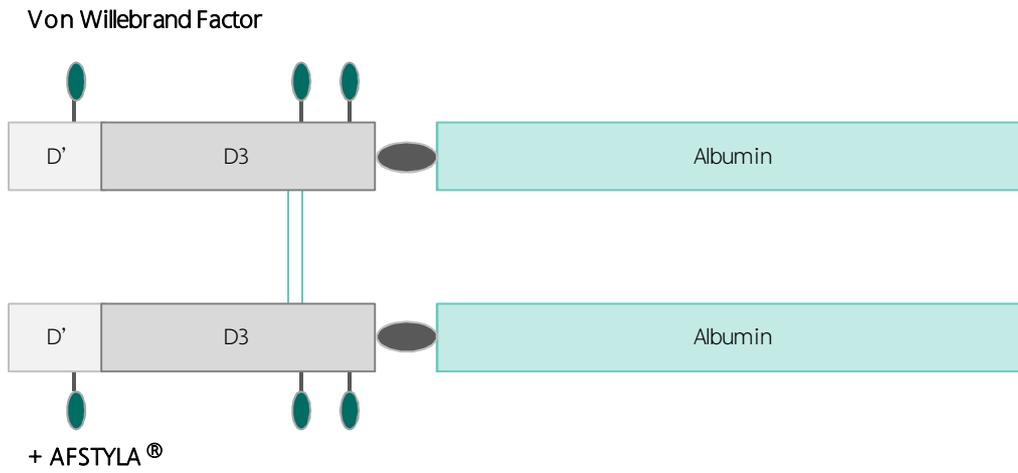
그림 65. CSL사 파이프라인 개발 현황



자료: CSL 사업보고서, 하나금융투자

CSL626 D'D3 LA rVIII라 명명된 이 지속형 혈액응고 인자는 앵스틸라와의 병용요법을 위한 물질이다. CSL626은 VWF의 D'D3 부위가 알부민과 접합(fusion)된 형태로 앵스틸라가 CSL626에 붙게되면 반감기가 증가할 수 있게된다. 왜냐하면 알부민은 FcRn 수용체를 통해 리사이클링 되면서 혈액 내 노출시간을 감소시켜서 지속시간을 연장시키는 효과가 있기 때문이다. 일반적으로 FcRn recycling을 활용한 다른 물질들이 주 1회 제형으로 개발되는 사례를 보면 이 제품도 주 1회 제형으로 개발 가능할 것으로 기대된다. 병용투여 제품이기 때문에 향후 SK케미칼의 기술료 수입은 더 증가할 것으로 기대된다.

그림 66. CSL626 구조



자료: CSL 사업보고서, 하나금융투자

표 15. SK케미칼 부문별 실적

	FY2016				FY2017				FY2014	FY2015	FY2016P	FY2017F	FY2018F
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F					
<b>매출액</b>	<b>1,430.1</b>	<b>1,624.2</b>	<b>1,627.8</b>	<b>1,843.9</b>	<b>2,094.0</b>	<b>2,049.1</b>	<b>2,226.7</b>	<b>2,334.4</b>	<b>7,283.6</b>	<b>5,269.2</b>	<b>6,526.0</b>	<b>8,704.2</b>	<b>9,837.9</b>
QoQ(%)	1.8%	13.6%	0.2%	13.3%	13.6%	-2.1%	8.7%	4.8%					
YoY(%)	20.5%	31.2%	13.1%	31.3%	46.4%	26.2%	36.8%	26.6%	-11.8%	-27.7%	23.9%	33.4%	13.0%
<b>SK케미칼+SK가스</b>	<b>1,406.0</b>	<b>1,592.1</b>	<b>1,597.8</b>	<b>1,805.1</b>	<b>2,062.8</b>	<b>2,016.1</b>	<b>2,193.5</b>	<b>2,300.3</b>	<b>7,176.0</b>	<b>5,116.0</b>	<b>6,401.0</b>	<b>8,572.6</b>	<b>9,704.9</b>
QoQ(%)	3.0%	13.2%	0.4%	13.0%	14.3%	-2.3%	8.8%	4.9%					
YoY(%)	21.4%	32.7%	14.6%	32.3%	46.7%	26.6%	37.3%	27.4%	-12.0%	-28.7%	25.1%	33.9%	13.2%
<b>SK케미칼(별도)</b>	<b>245.5</b>	<b>291.8</b>	<b>307.3</b>	<b>301.8</b>	<b>276.7</b>	<b>324.8</b>	<b>355.4</b>	<b>344.9</b>	<b>1,232.6</b>	<b>1,037.0</b>	<b>1,146.3</b>	<b>1,301.7</b>	<b>1,403.4</b>
QoQ(%)	-2.5%	18.9%	5.3%	-1.8%	-8.3%	17.4%	9.4%	-2.9%					
YoY(%)	0.8%	23.6%	0.6%	19.9%	12.7%	11.3%	15.6%	14.3%	-17.0%	-15.9%	10.5%	13.6%	7.8%
<b>Green Chemical</b>	<b>181.6</b>	<b>220.1</b>	<b>202.6</b>	<b>210.1</b>	<b>203.4</b>	<b>242.0</b>	<b>238.4</b>	<b>240.8</b>	<b>847.4</b>	<b>717.7</b>	<b>814.4</b>	<b>924.7</b>	<b>978.5</b>
QoQ(%)	9.8%	21.3%	-8.0%	3.7%	-3.2%	19.0%	-1.5%	1.0%					
YoY(%)	3.9%	26.2%	-0.3%	27.1%	12.0%	9.9%	17.7%	14.6%	-13.5%	-15.3%	13.5%	13.5%	5.8%
<b>수지</b>	<b>77.6</b>	<b>84.9</b>	<b>86.7</b>	<b>91.3</b>	<b>100.0</b>	<b>107.5</b>	<b>121.5</b>	<b>122.1</b>	<b>361.1</b>	<b>316.7</b>	<b>340.5</b>	<b>451.1</b>	<b>505.1</b>
<b>바이오에너지</b>	<b>57.7</b>	<b>91.3</b>	<b>69.2</b>	<b>70.7</b>	<b>57.7</b>	<b>91.3</b>	<b>69.2</b>	<b>70.7</b>	<b>247.1</b>	<b>209.7</b>	<b>288.9</b>	<b>288.9</b>	<b>288.9</b>
<b>기타</b>	<b>46.3</b>	<b>44.1</b>	<b>46.8</b>	<b>48.2</b>	<b>45.6</b>	<b>43.2</b>	<b>47.7</b>	<b>48.1</b>	<b>239.5</b>	<b>191.6</b>	<b>185.4</b>	<b>184.7</b>	<b>184.5</b>
<b>Life Science</b>	<b>63.9</b>	<b>71.6</b>	<b>104.7</b>	<b>91.7</b>	<b>73.3</b>	<b>82.7</b>	<b>116.9</b>	<b>104.0</b>	<b>385.2</b>	<b>319.3</b>	<b>331.9</b>	<b>377.0</b>	<b>424.8</b>
QoQ(%)	-26.0%	12.1%	46.2%	-12.4%	-20.0%	12.8%	41.3%	-11.0%					
YoY(%)	-7.1%	16.0%	2.2%	6.2%	14.8%	15.5%	11.7%	13.5%	-23.7%	-17.1%	3.9%	13.6%	12.7%
<b>SK가스</b>	<b>1,160.6</b>	<b>1,300.3</b>	<b>1,290.5</b>	<b>1,503.3</b>	<b>1,786.1</b>	<b>1,691.3</b>	<b>1,838.1</b>	<b>1,955.4</b>	<b>5,943.5</b>	<b>4,079.0</b>	<b>5,254.7</b>	<b>7,270.9</b>	<b>8,301.5</b>
QoQ(%)	4.3%	12.0%	-0.8%	16.5%	18.8%	-5.3%	8.7%	6.4%					
YoY(%)	27.0%	34.9%	18.6%	35.1%	53.9%	30.1%	42.4%	30.1%	-10.9%	-31.4%	28.8%	38.4%	14.2%
<b>영업이익</b>	<b>67.1</b>	<b>55.7</b>	<b>71.2</b>	<b>35.8</b>	<b>61.5</b>	<b>79.6</b>	<b>99.6</b>	<b>68.8</b>	<b>149.6</b>	<b>114.3</b>	<b>229.8</b>	<b>309.6</b>	<b>359.8</b>
영업이익률(%)	4.7%	3.4%	4.4%	1.9%	2.9%	3.9%	4.5%	2.9%	2.1%	2.2%	3.5%	3.6%	3.7%
QoQ(%)	98.9%	-17.0%	27.8%	-49.8%	72.0%	29.5%	25.1%	-31.0%					
YoY(%)	883.0%	151.0%	38.4%	5.9%	-8.4%	42.9%	39.9%	92.4%	-22.9%	-23.6%	101.1%	34.7%	16.2%
<b>SK케미칼+SK가스</b>	<b>66.8</b>	<b>57.5</b>	<b>69.4</b>	<b>34.1</b>	<b>61.0</b>	<b>79.1</b>	<b>99.1</b>	<b>68.3</b>	<b>155.9</b>	<b>112.0</b>	<b>227.8</b>	<b>307.5</b>	<b>357.8</b>
영업이익률(%)	4.7%	3.6%	4.3%	1.9%	3.0%	3.9%	4.5%	3.0%	2.2%	2.2%	3.6%	3.6%	3.7%
QoQ(%)	88.7%	-13.9%	20.8%	-50.9%	78.8%	29.7%	25.3%	-31.1%					
YoY(%)	870.9%	178.2%	41.4%	-3.6%	-8.7%	37.7%	42.8%	100.2%	-20.0%	-28.2%	103.4%	35.0%	16.3%
<b>SK케미칼(별도)</b>	<b>8.2</b>	<b>10.8</b>	<b>25.6</b>	<b>2.7</b>	<b>10.8</b>	<b>17.3</b>	<b>37.8</b>	<b>14.2</b>	<b>35.6</b>	<b>18.5</b>	<b>47.3</b>	<b>80.1</b>	<b>109.4</b>
영업이익률(%)	3.3%	3.7%	8.3%	0.9%	3.9%	5.3%	10.6%	4.1%	2.9%	1.8%	4.1%	6.2%	7.8%
QoQ(%)	163.5%	32.6%	137.2%	-89.4%	299.2%	59.5%	119.0%	-62.3%					
YoY(%)	흑전	흑전	1.8%	-12.3%	32.8%	59.7%	47.5%	425.4%	-50.1%	-48.1%	155.9%	69.4%	36.5%
<b>Green Chemical</b>	<b>12.8</b>	<b>15.7</b>	<b>14.3</b>	<b>7.1</b>	<b>12.8</b>	<b>18.8</b>	<b>21.7</b>	<b>14.6</b>	<b>31.6</b>	<b>22.7</b>	<b>49.9</b>	<b>68.0</b>	<b>85.3</b>
영업이익률(%)	7.1%	7.2%	7.0%	3.4%	6.3%	7.8%	9.1%	6.1%	3.7%	3.2%	6.1%	7.4%	8.7%
QoQ(%)	314.2%	22.9%	-9.4%	-50.1%	80.2%	46.7%	15.4%	-32.7%					
YoY(%)	91.2%	13580.6%	12.0%	130.1%	0.1%	19.5%	52.2%	105.4%	-7.4%	-28.3%	120.5%	36.1%	25.5%
<b>수지</b>	<b>9.8</b>	<b>8.5</b>	<b>6.4</b>	<b>7.5</b>	<b>7.6</b>	<b>9.9</b>	<b>13.0</b>	<b>14.6</b>	<b>9.7</b>	<b>25.4</b>	<b>32.2</b>	<b>45.1</b>	<b>62.6</b>
영업이익률(%)	12.6%	10.0%	7.4%	8.2%	7.6%	9.2%	10.7%	12.0%	2.7%	8.0%	9.4%	10.0%	12.4%
<b>바이오에너지</b>	<b>3.6</b>	<b>8.7</b>	<b>6.3</b>	<b>2.9</b>	<b>3.7</b>	<b>8.9</b>	<b>6.5</b>	<b>3.0</b>	<b>8.7</b>	<b>-7.0</b>	<b>21.5</b>	<b>22.1</b>	<b>22.8</b>
영업이익률(%)	6.2%	9.5%	9.1%	4.1%	6.4%	9.8%	9.4%	4.2%	3.5%	-3.3%	7.4%	7.7%	7.9%
기타	-0.6	-1.4	1.1	-4.1	1.2	-0.5	1.9	-3.3	14.6	2.9	-5.0	-0.7	-1.7
<b>Life Science</b>	<b>-4.6</b>	<b>-5.0</b>	<b>11.9</b>	<b>-3.6</b>	<b>-1.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>16.6</b>	<b>0.4</b>	<b>2.6</b>	<b>-2.8</b>	<b>-1.3</b>	<b>13.5</b>	<b>25.4</b>
영업이익률(%)	-7.1%	-7.0%	11.3%	-4.0%	-2.6%	-1.9%	14.2%	0.4%	0.7%	-0.9%	-0.4%	3.6%	6.0%
QoQ(%)	적전	적지	흑전	적전	적지	적지	흑전	-97.6%					
YoY(%)	적지	적지	-3.0%	적전	적지	적지	39.8%	흑전	-92.9%	적전	적지	흑전	88.1%
<b>기타</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.3</b>	<b>-1.3</b>
<b>SK가스</b>	<b>58.6</b>	<b>46.7</b>	<b>43.8</b>	<b>31.4</b>	<b>50.2</b>	<b>61.9</b>	<b>61.3</b>	<b>54.0</b>	<b>120.3</b>	<b>93.5</b>	<b>180.5</b>	<b>227.4</b>	<b>248.4</b>
영업이익률(%)	5.1%	3.6%	3.4%	2.1%	2.8%	3.7%	3.3%	2.8%	2.0%	2.3%	3.4%	3.1%	3.0%
QoQ(%)	81.6%	-20.4%	-6.1%	-28.3%	59.8%	23.3%	-0.9%	-11.9%					
YoY(%)	484.3%	70.9%	83.2%	-2.8%	-14.4%	32.6%	40.0%	72.1%	-2.6%	-22.3%	93.0%	26.0%	9.2%
<b>당기순이익</b>	<b>41.4</b>	<b>58.8</b>	<b>56.8</b>	<b>17.6</b>	<b>44.6</b>	<b>59.3</b>	<b>74.2</b>	<b>50.0</b>	<b>14.0</b>	<b>94.4</b>	<b>174.6</b>	<b>228.2</b>	<b>268.7</b>
당기순이익률(%)	2.9%	3.6%	3.5%	1.0%	2.1%	2.9%	3.3%	2.1%	0.2%	1.8%	2.7%	2.6%	2.7%
QoQ(%)	-11.8%	41.9%	-3.4%	-69.1%	153.9%	32.9%	25.2%	-32.6%					
YoY(%)	흑전	1251.3%	18.3%	-62.6%	7.7%	0.8%	30.7%	184.8%	78.7%	575.8%	85.0%	30.7%	17.7%
<b>지배주주순이익</b>	<b>26.9</b>	<b>32.1</b>	<b>37.4</b>	<b>11.6</b>	<b>29.4</b>	<b>39.1</b>	<b>48.9</b>	<b>33.0</b>	<b>-25.1</b>	<b>55.6</b>	<b>107.9</b>	<b>150.3</b>	<b>177.0</b>
QoQ(%)	-14.3%	19.2%	16.7%	-69.1%	153.9%	32.9%	25.2%	-32.6%					
YoY(%)	흑전	흑전	-6.2%	-63.1%	9.3%	21.8%	30.7%	184.8%	적지	흑전	94.3%	39.3%	17.7%
<b>비지배주주순이익</b>	<b>14.5</b>	<b>26.7</b>	<b>19.4</b>	<b>6.0</b>	<b>15.2</b>	<b>20.2</b>	<b>25.3</b>	<b>17.1</b>	<b>39.1</b>	<b>38.8</b>	<b>66.6</b>	<b>77.8</b>	<b>91.7</b>
QoQ(%)	-6.7%	83.9%	-27.6%	-69.1%	153.9%	32.9%	25.2%	-32.6%					
YoY(%)	177.0%	171.2%	138.3%	-61.5%	4.7%	-24.3%	30.7%	184.8%	0.9%	-0.6%	71.7%	16.8%	17.7%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
<b>매출액</b>	<b>7,283.6</b>	<b>5,269.2</b>	<b>6,526.0</b>	<b>8,704.2</b>	<b>9,837.9</b>
매출원가	6,624.4	4,658.1	5,784.3	7,796.5	8,812.1
매출총이익	659.2	611.1	741.7	907.7	1,025.8
판매비	509.7	496.8	511.9	598.2	666.0
<b>영업이익</b>	<b>149.6</b>	<b>114.3</b>	<b>229.8</b>	<b>309.6</b>	<b>359.8</b>
금융손익	(61.3)	(80.9)	(53.5)	(57.0)	(57.6)
종속/관계기업손익	(72.1)	6.7	25.6	30.0	30.0
기타영업외손익	18.0	76.4	0.6	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>34.3</b>	<b>116.4</b>	<b>202.6</b>	<b>282.6</b>	<b>332.2</b>
법인세	20.3	22.0	45.7	54.4	63.5
계속사업이익	14.0	94.4	156.8	228.2	268.7
중단사업이익	0.0	0.0	17.8	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>14.0</b>	<b>94.4</b>	<b>174.6</b>	<b>228.2</b>	<b>268.7</b>
비지배주주지분 손익	39.1	38.8	66.6	77.8	91.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>(25.1)</b>	<b>55.6</b>	<b>107.9</b>	<b>150.3</b>	<b>177.0</b>
지배주주지분포괄이익	(44.4)	81.5	76.4	84.1	99.0
NOPAT	61.0	92.7	177.9	250.0	291.0
EBITDA	234.7	217.3	341.2	413.9	464.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(11.8)	(27.7)	23.9	33.4	13.0
NOPAT증가율	31.7	52.0	91.9	40.5	16.4
EBITDA증가율	(14.2)	(7.4)	57.0	21.3	12.1
영업이익증가율	(22.9)	(23.6)	101.0	34.7	16.2
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	94.1	39.3	17.8
EPS증가율	적지	흑전	75.4	39.3	17.7
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	9.1	11.6	11.4	10.4	10.4
EBITDA이익률	3.2	4.1	5.2	4.8	4.7
영업이익률	2.1	2.2	3.5	3.6	3.7
계속사업이익률	0.2	1.8	2.4	2.6	2.7

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016P	2017F	2018F
<b>유동자산</b>	<b>2,045.6</b>	<b>2,374.1</b>	<b>2,737.7</b>	<b>3,015.4</b>	<b>3,332.4</b>
금융자산	501.2	698.1	537.0	392.1	431.2
현금성자산	324.2	560.5	356.4	193.4	212.7
매출채권 등	829.6	747.2	981.1	1,079.2	1,187.2
재고자산	647.2	882.1	1,158.2	1,466.3	1,627.8
기타유동자산	67.6	46.7	61.4	77.8	86.2
<b>비유동자산</b>	<b>3,509.2</b>	<b>4,220.9</b>	<b>3,665.2</b>	<b>3,801.2</b>	<b>3,822.9</b>
투자자산	624.6	717.8	903.7	1,144.1	1,270.1
금융자산	230.2	290.9	343.2	434.5	482.3
유형자산	2,408.9	2,997.7	2,248.4	2,149.8	2,051.1
무형자산	<b>354.0</b>	<b>352.2</b>	<b>357.7</b>	<b>352.0</b>	<b>346.4</b>
기타비유동자산	<b>121.7</b>	<b>153.2</b>	<b>155.4</b>	<b>155.3</b>	<b>155.3</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,554.8</b>	<b>6,595.0</b>	<b>6,402.9</b>	<b>6,816.6</b>	<b>7,155.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,527.6</b>	<b>1,387.7</b>	<b>2,153.5</b>	<b>2,336.7</b>	<b>2,432.7</b>
금융부채	969.2	874.9	1,487.4	1,500.2	1,506.9
매입채무 등	513.7	461.8	606.4	767.7	852.2
기타유동부채	44.7	51.0	59.7	68.8	73.6
<b>비유동부채</b>	<b>2,021.1</b>	<b>2,621.5</b>	<b>1,653.1</b>	<b>1,712.4</b>	<b>1,743.4</b>
금융부채	<b>1,837.8</b>	<b>2,451.8</b>	<b>1,430.2</b>	<b>1,430.2</b>	<b>1,430.2</b>
기타비유동부채	183.3	169.7	222.9	282.2	313.2
<b>부채총계</b>	<b>3,548.7</b>	<b>4,009.2</b>	<b>3,806.6</b>	<b>4,049.0</b>	<b>4,176.1</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,227.8</b>	<b>1,497.6</b>	<b>1,571.0</b>	<b>1,714.1</b>	<b>1,883.7</b>
자본금	<b>118.3</b>	<b>135.6</b>	<b>135.6</b>	<b>135.6</b>	<b>135.6</b>
자본잉여금	147.1	329.3	329.4	329.4	329.4
자본조정	(95.7)	(100.6)	(99.6)	(99.6)	(99.6)
기타포괄이익누계액	23.8	33.9	11.9	11.9	11.9
이익잉여금	1,034.3	1,099.4	1,193.6	1,336.6	1,506.3
<b>비지배주주지분</b>	<b>778.3</b>	<b>1,088.2</b>	<b>1,025.3</b>	<b>1,053.5</b>	<b>1,095.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,006.1</b>	<b>2,585.8</b>	<b>2,596.3</b>	<b>2,767.6</b>	<b>2,979.3</b>
순금융부채	2,305.8	2,628.6	2,380.5	2,538.3	2,505.9

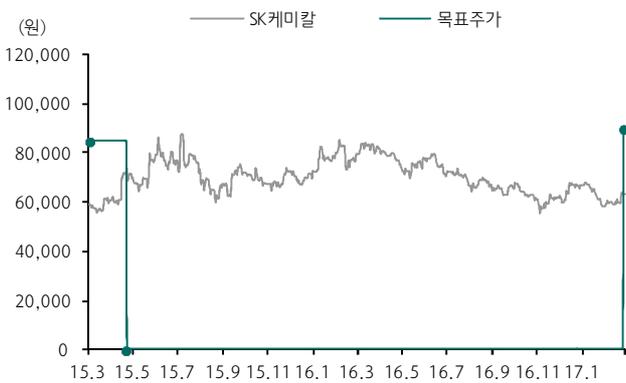
투자지표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	(1,032)	2,269	3,980	5,543	6,526
BPS	54,511	58,834	61,543	66,816	73,073
CFPS	9,468	10,374	13,657	16,517	18,366
EBITDAPS	9,651	8,879	12,581	15,263	17,112
SPS	299,459	215,257	240,631	320,947	362,750
DPS	300	300	300	300	300
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	32.0	16.8	11.5	9.8
PBR	1.1	1.2	1.1	1.0	0.9
PCFR	6.6	7.0	4.9	3.9	3.5
EV/EBITDA	19.1	25.7	15.0	12.6	11.3
PSR	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	(2.0)	4.1	7.0	9.2	9.8
ROA	(0.5)	0.9	1.7	2.3	2.5
ROIC	1.9	2.2	4.5	6.5	6.5
부채비율	176.9	155.0	146.6	146.3	140.2
순부채비율	114.9	101.7	91.7	91.7	84.1
이자보상배율(배)	2.4	1.6	3.2	4.3	5.0

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2014	2015	2016F	2017F	2018F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>186.4</b>	<b>(65.4)</b>	<b>(22.0)</b>	<b>139.6</b>	<b>215.3</b>
당기순이익	14.0	94.4	174.6	228.2	268.7
조정	142.4	39.5	93.3	104.4	104.2
감가상각비	85.2	103.1	111.4	104.4	104.3
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	72.1	(52.9)	(25.7)	0.0	0.0
기타	(14.9)	(10.7)	7.6	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	30.0	(199.3)	(289.9)	(193.0)	(157.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(897.6)</b>	<b>(659.4)</b>	<b>(305.4)</b>	<b>(308.1)</b>	<b>(195.5)</b>
투자자산감소(증가)	213.4	(65.9)	(160.4)	(240.4)	(126.0)
유형자산감소(증가)	(648.4)	(664.4)	(257.4)	0.0	0.0
기타	(462.6)	70.9	112.4	(67.7)	(69.5)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>525.9</b>	<b>956.0</b>	<b>130.8</b>	<b>5.5</b>	<b>(0.6)</b>
금융부채증가(감소)	665.2	519.7	(409.1)	12.8	6.7
자본증가(감소)	5.9	199.4	0.2	0.0	0.0
기타재무활동	(130.8)	250.4	559.4	(0.0)	0.0
배당지급	(14.4)	(13.5)	(19.7)	(7.3)	(7.3)
<b>현금의 증감</b>	<b>(182.0)</b>	<b>236.3</b>	<b>(204.1)</b>	<b>(163.0)</b>	<b>19.2</b>
Unlevered CFO	230.3	253.9	370.4	448.0	498.1
Free Cash Flow	(473.1)	(732.5)	(288.4)	139.6	215.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

SK케미칼



날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
17.2.28	BUY	90,000			
15.4.24	Analyst Change				
15.3.6	BUY	85,000			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.2%	11.1%	0.7%	100.0%

\* 기준일: 2017년 2월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성/선민정/오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 2월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성/선민정/오진원)는 2017년 2월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.