



SK케미칼 (006120.KS)

지주사 분할과 자사주 소각을 결정, 두 가지 모두 긍정적



제약바이오 담당 박진희

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

BUY (유지)

목표주가(상향) 111,000원
현재주가(6/21) 79,000원

Key Data	(기준일: 2017.6.21)
KOSPI(pt)	2,357.5
KOSDAQ(pt)	665.8
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	1,920.0
52주 최고/최저(원)	80,300 / 54,900
52주 일간 Beta	1.32
발행주식수(천주)	24,303
평균거래량(3M, 천주)	211
평균거래대금(3M, 백만원)	14,686
배당수익률(16A, %)	0.4
외국인 지분율(%)	6.6
주요주주 지분율(%)	
최창원 외 11인	20.7

Company Performance

주가지수(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.9	26.4	17.2	6.0
KOSPI 대비 상대수익률	19.8	18.2	1.5	-12.9

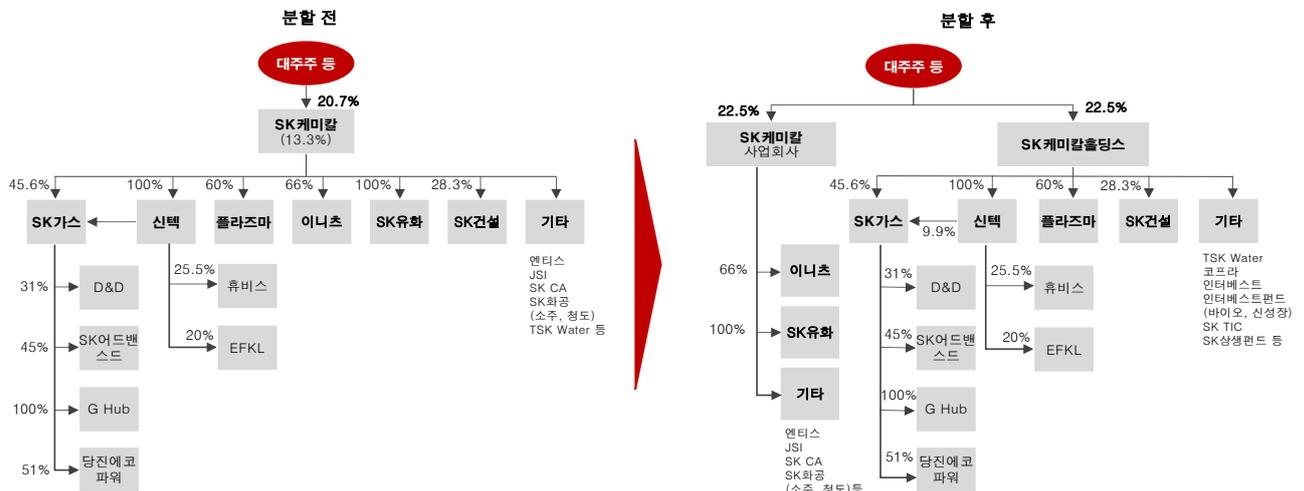
분할과 자사주 소각 결정

- 동사는 전일 두 가지를 공시하였음. 첫째는 SK케미칼홀딩스(존속회사, 투자부문)와 SK케미칼(신설회사, 그린케미컬/라이프사이언스) 분할임. 분할기일은 2017년 12월 1일이며, 분할 비율은 존속회사 0.48 : 신설회사 0.52이고, 변경 상장일은 2018년 1월 5일임. 둘째는 자기주식 처분을 결정하였음. 보유 자사주 13.3%(3,236,603주) 중 8.0%는 6월 22일자로 소각하고, 5.3%는 9월 20일까지 매각할 예정임. 8.0%는 배당가능이익 범위 내에서 취득한 것이기 때문에 소각할 수 있는 것이고, 5.3%는 합병에 따른 취득분이기 때문에 소각 대상이 아니어서 매각을 결정하였음. 분할과 자사주 처분 모두 주주 가치에 긍정적으로 판단함
- 현재 SK케미칼은 화학 사업(스페셜티 케미칼 소재), 제약/바이오 사업(백신, 혈액제제)을 위주로 영위하고 있고 두 사업군 모두 투자를 확대하고 있는 상태임. 그러나 연결 투자회사인 SK가스(46% 지분율, LPG 유통/제품 제조사업)가 실적면에서 본업에 비해 압도적으로 크기 때문에 실적 분석 및 동사 기업 가치 평가에 있어 어려움이 있었음. 이제 지난 5년간 투자해왔던 주력 사업의 실적이 가시화되기 시작해, 이번 분할을 통해서 각 사업회사별로 경쟁력이 확대될 수 있는 시발점이 될 것으로 보여지며, 주주들에도 긍정적으로 판단됨

주식 수 감소를 반영해 목표주가 111,000원으로 상향, 주주친화적 의사결정에 따라 매수 추천

- 이번의 분할이 투자회사와 사업회사를 분리하는 것이라면, 향후 라이프사이언스의 이익 구조가 안정화될 경우 SK케미칼 사업회사 내의 그린케미컬과 라이프사이언스도 분리할 예정이라고 장기 전략을 발표하였음. 다만 이는 최소 3년 이후가 될 것으로 보여짐
- 자사주 소각 및 매각에 따른 주식 수와 현금 변동분을 반영하여 목표주가를 기존 100,000원으로 111,000원으로 상향하며 주주 친화적 의사결정에 따라 매수 추천함
- 분할 이후는 SK케미칼홀딩스의 투자 매력력이 더 높다고 판단함. SK케미칼 사업회사의 1) 그린케미칼 사업은 수퍼엔지니어링플라스틱인 PPS를 증설하는 등 스페셜티케미칼 사업을 확장하고 있어 화학 업종 내에서 대안이 되는 사업 영역을 하기 때문에 긍정적이고, 2) 라이프사이언스는 백신 사업을 축으로 성장하고 있으며, CSL을 통해 판매될 혈우병 치료제 앵스틸라가 2017년 하반기부터 로열티 매출액으로 반영되기 시작할 것으로 예상되어 이 또한 긍정적임. 다만 두 사업 모두 실적 측면에서 아직 안정권에 있지 않은 상태임. 또, 홀딩스 자회사인 SK가스는 견조한 업황에 따라 배당 매력력이 높고, 혈액제제 사업 법인인 플라즈마가 반영되기 때문임. 분할 후 각 사에 대한 적정가치는 추후 보고서로 작성 예정임

SK케미칼 분할 결정



자료: SK케미칼, 유진투자증권

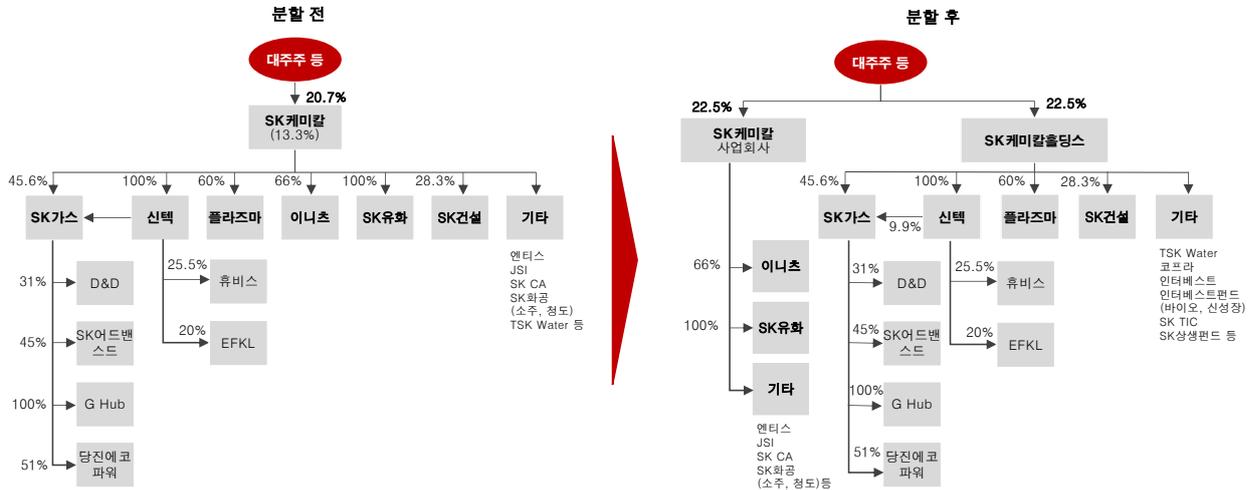


도표 1 분할 개요

보유 자사주	3,236,603 (13.3%)
매입취득	1939120 (8.0%) - 소각
합병관련 취득	1,297,483 (5.3%) - 매각
자사주 매각계획	시간외 대량매매 (Block Trade) - 주요 기관투자자 대상 - 매매 시기 미정
분할 배경/목적	사업구조 개선을 통한 경영 효율화, 경쟁력 강화 시장의 지속적인 요구 수용 자사주 소각/매각
분할방법	자사주 매각/소각 후 SK케미칼의 사업부문을 단순/인적분할하여 분할신설회사를 설립하고 분할 후 기존 분할되는 회사는 존속하여 투자부문을 영위 - 존속회사: 가칭 SK케미칼홀딩스주식회사, 투자부문 영위 - 신설회사: 가칭 SK케미칼주식회사, GC/LS 사업 영위 - 분할비율: 존속회사58:신설회사52
분할일정	

자료: SK케미칼, 유진투자증권

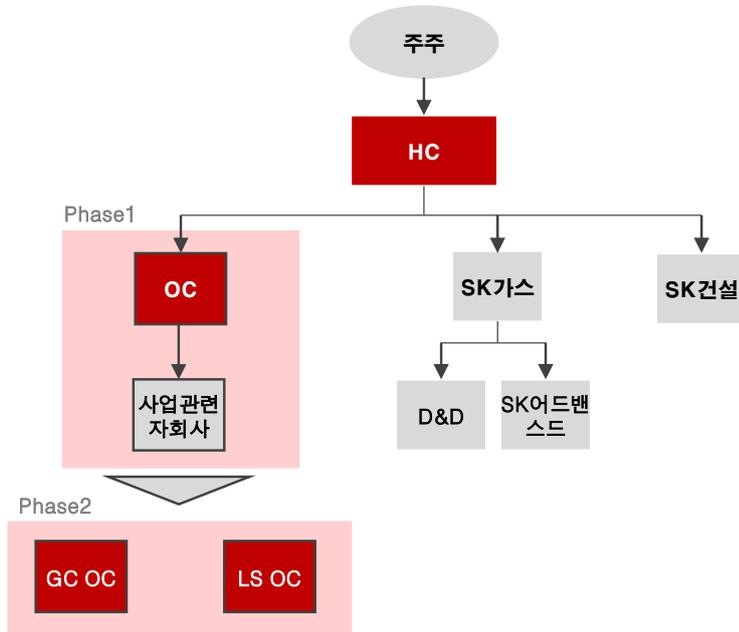
도표 2 분할 전후 구조 (분할 후는 1분기말 재무제표 기준)



자료: SK케미칼, 유진투자증권



도표 3 사업구조 변화는 이번 분할 후 최종으로 화학과 제약을 분리하는 것까지 진행 예정



자료: SK케미칼, 유진투자증권



도표 4 분할 전 후 요약 재무제표

(단위: 백만원) 구분	분할전	분할후	
		분할준속회사	분할신설회사
I. 유동자산	595,208	42,580	552,628
현금및현금성자산	154,729	20,000	134,729
매출채권및기타채권	222,809	18,678	204,131
재고자산	203,445	-	203,445
기타유동자산	14,225	3,902	10,323
II. 비유동자산	1,935,923	867,214	1,086,681
장기금융자산	14,778	14,636	142
장기대여금	131	-	131
보증금	4,421	-	4,421
관계기업투자주식	388,483	383,393	5,090
종속기업투자주식	603,357	468,929	134,428
유형자산	788,497	-	788,497
무형자산	46,908	256	46,652
투자부동산	88,853	-	88,853
기타비유동자산	495	-	495
이연법인세자산	-	-	17,972
자산총계	2,531,131	909,794	1,639,309
I. 유동부채	561,872	14,378	547,494
매입채무및기타채무	211,749	1,587	210,162
단기차입금	96,941	-	96,941
유동성장기부채	222,214	-	222,214
미지급법인세	2,693	2,693	-
기타유동부채	21,893	10,098	11,795
유동성충당부채	6,382	-	6,382
II. 비유동부채	582,910	229,215	371,667
사채	482,043	204,590	277,453
장기차입금	55,087	-	55,087
확정급여부채	20,964	258	20,706
이연법인세부채	6,395	24,367	-
충당부채	18,421	-	18,421
부채총계	1,144,782	243,593	919,161
I. 자본금	135,602	70,199	65,403
II. 자본잉여금	387,239	237,306	654,745
III. 기타자본항목	-	-504,812	-
IV. 기타포괄손익누계액	4,892	4,892	-
V. 이익잉여금	858,616	858,616	720,148
자본총계	1,386,349	666,201	1,639,309

자료: SK케미칼, 유진투자증권

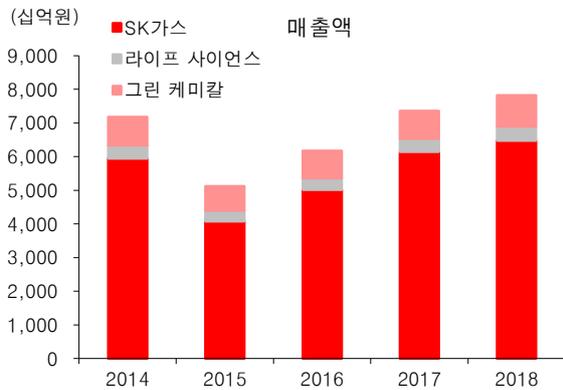


도표 5 사업부분별 실적 추정

(십억원)		2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	연결	7,283.6	5,269.2	6,526.1	7,884.0	8,071.1
	개별	1,232.9	1,037.2	1,165.1	1,298.5	1,446.8
	케미칼	847.4	717.7	814.5	823.2	928.3
	생명과학	385.2	319.2	335.2	385.5	424.0
	SK가스	5,943.5	4,079.0	5,018.7	6,147.5	6,471.1
영업이익	연결	149.6	114.3	230.4	242.9	285.4
	개별	35.6	18.5	58.6	66.0	82.5
	케미칼	31.6	26.7	63.0	61.1	70.1
	생명과학	2.6	4.4	4.1	15.7	23.6
	SK가스	120.3	93.5	189.7	186.9	199.0
영업이익률	연결	2.1%	2.2%	3.5%	3.1%	3.5%
	개별	2.9%	1.8%	5.0%	5.1%	5.7%
	케미칼	3.7%	3.7%	7.7%	7.4%	7.6%
	생명과학	0.7%	1.4%	1.2%	4.1%	5.6%
	SK가스	2.0%	2.3%	3.8%	3.0%	3.1%

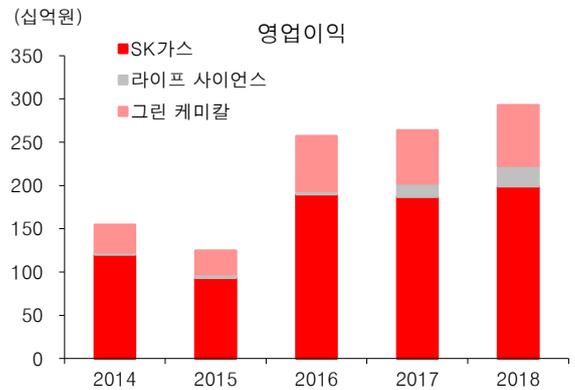
자료: 유진투자증권

**도표 6 매출액: SK가스, 케미칼의 성장
→ 향후 라이프사이언스의 성장**



자료: 유진투자증권

도표 7 영업이익: 캐슈카우의 이익 레벨업, 향후 백신 등 통해 이익 성장 예상



자료: 유진투자증권



도표 8 SK케미칼 밸류에이션

사업가치 (억원) (a)	13,036	
그린케미칼	7,350	
EBITDA	919	2017 예상
EV/EBITDA	8.0	화학업종 평균
라이프사이언스	5,685	
EBITDA	367	2017 예상
EV/EBITDA	15.5	상위 7개 제약사 평균에 15% 할인 적용
투자자산 가치 (억원) (b)	15,187	
SK가스	9,428	2017년 예상 순이익 * 11배, 지분율 45.54%
기타 투자자산	5,760	SK가스 제외한 기타 투자자산 장부가, 30% 할인
파이프라인 가치 (억원) (c)	14,295	
차세대 폐렴구균	11,857	사노피 파스퇴르와 50:50으로 개발
그 외 백신	2,438	Influenza 3, 4가 백신, 폐렴구균 13가, 대상포진, 자궁경부암, 소아장염 합산
순차입금 (억원) (d)	19,034	SK가스 유산스 제외한 순차입금
기업가치 (억원) (e=a+b+c-d)	23,484	
주식 수 (천주) (f)	21,067	자사주 처분 반영
목표주가 (원) (g=e/f)	111,474	

자료: 유진투자증권

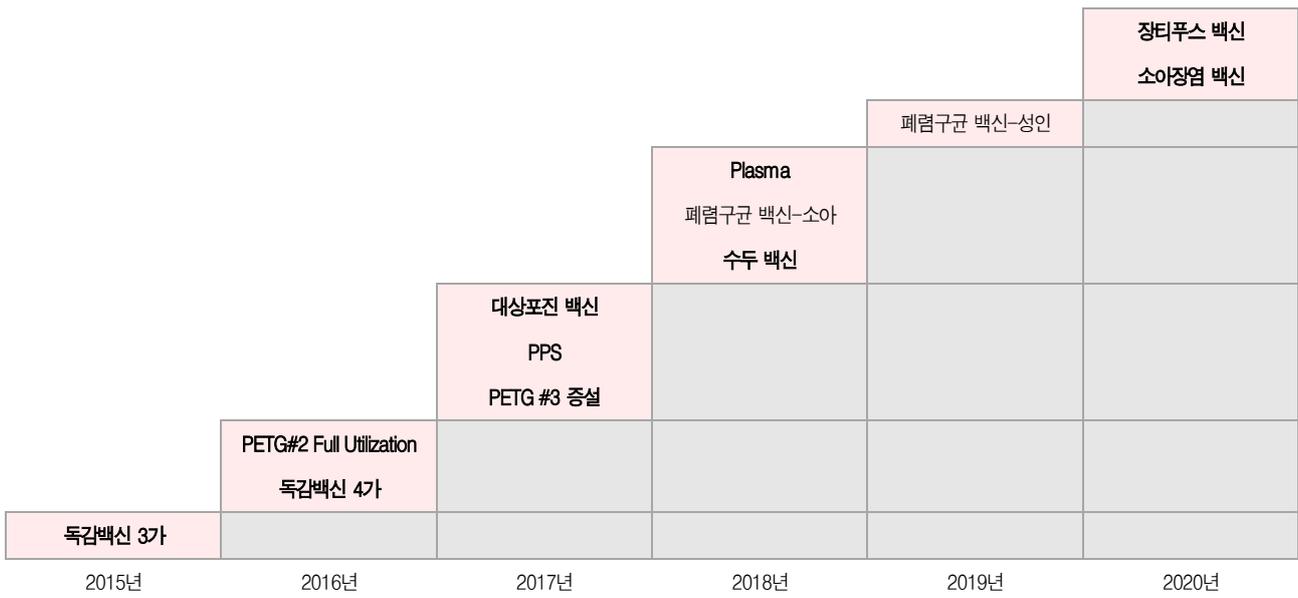


도표 9 백신 파이프라인

	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 10 SK케미칼 성장 포트폴리오



자료: SK케미칼, 유진투자증권



SK케미칼(006120.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
자산총계	6,595.0	6,545.9	6,854.4	7,092.3	7,307.0
유동자산	2,374.1	2,682.1	2,750.8	2,850.1	2,907.6
현금성자산	698.1	591.6	528.0	597.5	634.1
매출채권	700.7	972.3	1,052.0	1,067.0	1,076.7
재고자산	882.1	665.3	713.5	723.7	730.3
비유동자산	4,220.9	3,863.9	4,103.6	4,242.2	4,399.5
투자자산	871.0	1,169.6	1,212.7	1,261.9	1,313.2
유형자산	2,997.7	2,327.4	2,511.2	2,584.1	2,673.9
기타	352.2	366.8	379.8	396.2	412.4
부채총계	4,009.2	3,883.5	4,022.1	4,041.6	4,058.6
유동부채	1,387.7	2,307.7	2,363.2	2,374.3	2,382.5
매입채무	418.2	522.7	568.2	576.3	581.5
유동성이자부채	874.9	1,490.0	1,497.1	1,497.1	1,497.1
기타	94.6	295.0	297.9	300.9	303.9
비유동부채	2,621.5	1,575.8	1,658.9	1,667.3	1,676.1
비유동이자부채	2,451.8	1,374.0	1,452.2	1,452.2	1,452.2
기타	169.7	201.9	206.8	215.1	223.9
자본총계	2,585.8	2,662.4	2,832.3	3,050.7	3,248.5
지배지분	1,497.5	1,589.3	1,765.2	1,983.6	2,181.3
자본금	135.6	135.6	135.6	135.6	135.6
자본잉여금	329.3	329.4	329.5	329.5	329.5
이익잉여금	1,099.4	1,170.7	1,363.0	1,581.5	1,779.2
기타	(66.7)	(46.5)	(63.0)	(63.0)	(63.0)
비지배지분	1,088.2	1,073.2	1,067.1	1,067.1	1,067.1
자본총계	2,585.8	2,662.4	2,832.3	3,050.7	3,248.5
총차입금	3,326.7	2,863.9	2,949.3	2,949.3	2,949.3
순차입금	2,628.6	2,272.3	2,421.2	2,351.8	2,315.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업현금	(65.4)	(32.5)	204.5	242.1	261.5
당기순이익	94.4	175.9	219.8	228.1	206.0
자산상각비	103.1	110.9	109.1	108.0	111.4
기타비현금성손익	(52.7)	1.3	(50.8)	(75.3)	(43.3)
운전자본증감	(199.3)	(265.5)	(42.0)	(18.7)	(12.6)
매출채권감소(증가)	119.8	(311.8)	(77.2)	(15.0)	(9.7)
재고자산감소(증가)	(219.4)	(93.0)	(56.7)	(10.2)	(6.6)
매입채무증가(감소)	22.9	132.2	78.0	8.1	5.2
기타	(122.6)	7.2	13.8	(1.6)	(1.6)
투자현금	(659.4)	(325.9)	(279.9)	(168.5)	(222.4)
단기투자자산감소	9.6	40.3	11.1	(5.5)	(5.7)
장기투자증권감소	0.0	(48.4)	56.7	46.6	13.4
설비투자	(667.1)	(347.3)	(289.7)	(175.0)	(195.0)
유형자산처분	2.7	7.4	0.2	0.0	0.0
무형자산처분	(14.7)	(16.5)	(19.4)	(22.4)	(22.4)
재무현금	956.0	172.5	93.8	(9.6)	(8.3)
차입금증가	464.8	168.5	99.3	0.0	0.0
자본증가	184.4	(19.7)	(5.4)	(9.6)	(8.3)
배당금지급	13.5	19.7	5.4	9.6	8.3
현금증감	236.3	(181.4)	13.6	64.0	30.9
기초현금	324.2	560.5	379.2	392.7	456.7
기말현금	560.5	379.2	392.7	456.7	487.6
Gross Cash flow	253.9	345.3	278.2	260.8	274.1
Gross Investment	868.3	631.7	333.0	181.7	229.3
Free Cash Flow	(614.3)	(286.4)	(54.8)	79.1	44.8

손익계산서

(단위:십억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,269.2	6,526.1	7,884.0	8,071.1	8,210.1
증가율(%)	(27.7)	23.9	20.8	2.4	1.7
매출원가	4,658.1	5,771.0	6,997.6	7,064.3	7,188.9
매출총이익	611.1	755.0	886.4	1,006.8	1,021.2
판매 및 일반본분비	491.2	524.7	643.6	721.4	733.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	119.9	230.4	242.9	285.4	287.4
증가율(%)	(19.8)	92.1	5.4	17.5	0.7
EBITDA	223.0	341.3	352.0	393.5	398.8
증가율(%)	(5.0)	53.1	3.1	11.8	1.4
영업외손익	(0.4)	(19.7)	45.8	18.5	(12.9)
이자수익	13.2	18.1	16.8	14.4	14.6
이자비용	72.8	72.1	79.3	79.5	79.5
자본법손익	42.7	7.1	115.4	83.7	52.0
기타영업외손익	16.5	27.3	(7.1)	0.0	0.0
세전순이익	119.5	210.7	288.7	303.9	274.5
증가율(%)	248.9	76.3	37.0	5.3	(9.7)
법인세비용	23.1	52.6	68.9	75.9	68.5
당기순이익	94.4	175.9	219.8	228.1	206.0
증가율(%)	575.8	86.4	25.0	3.7	(9.7)
지배주주지분	55.6	82.6	(106.6)	(166.5)	(150.3)
증가율(%)	흑전	48.7	적전	적지	적지
비지배지분	38.8	93.2	326.4	394.5	356.3
EPS(원)	2,531	3,399	(4,386)	(6,849)	(6,186)
증가율(%)	흑전	34.3	적전	적지	적지
수정EPS(원)	2,531	3,399	(4,432)	(6,889)	(6,227)
증가율(%)	흑전	34.3	적전	적지	적지

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,531	3,399	(4,432)	(6,889)	(6,227)
BPS	55,218	58,600	65,088	73,142	80,432
DPS	300	0	360	300	310
밸류에이션(배,%)					
PER	28.7	19.7	n/a	n/a	n/a
PBR	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	25.0	14.8	15.6	13.8	13.5
배당수익률	0.4	0.0	0.5	0.4	0.4
PCR	7.1	5.3	7.7	8.2	7.8
수익성(%)					
영업이익률	2.3	3.5	3.1	3.5	3.5
EBITDA이익률	4.2	5.2	4.5	4.9	4.9
순이익률	1.8	2.7	2.8	2.8	2.5
ROE	6.9	11.4	13.1	12.2	9.9
ROIC	2.3	4.0	4.4	4.9	4.8
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	101.7	85.3	85.5	77.1	71.3
유동비율	171.1	116.2	116.4	120.0	122.0
이자보상배율	2.0	4.3	3.9	4.4	4.4
회전성(회)					
총자산회전율	0.9	1.0	1.2	1.2	1.1
매출채권회전율	7.0	7.8	7.8	7.6	7.7
재고자산회전율	6.9	8.4	11.4	11.2	11.3
매입채무회전율	11.8	13.9	14.5	14.1	14.2



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	3%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +20%이상 ~ +50%미만	82%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 0%이상 ~ +20%미만	14%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 0%미만	1%

(2017.03.31 기준)

