

**SK케미칼**

(285130.KS)

Senior Analyst

하태기

투자의견: BUY(유지)

목표주가: 100,000원(하향) / 현재주가: 65,000원 (상승여력: 53.8%)

PM Grade :

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

## 영업실적 개선, 글로벌 신규백신 임상 진전 전망

### 수익성 개선 뚜렷

금년 7월 1일에는 백신부문이 물적분할을 통해 100% 자회사 SK바이오사이언스로 독립했다. 영업실적은 개별기준으로 회복되고 있다. 분할전 기준 3분기 영업이익은 346억원으로 전년동기대비 14.6% 증가했다. SK바이오사이언스 기업분할로 영업실적 비교가능성이 떨어졌지만 아직 100% 자회사이기 때문에 이번 자료에서는 분할이전기준으로 작성했다. 영업실적 개선이 뚜렷하다.

### 그린케미칼 실적 호조, 백신부문 장기 성장 비전 제시

별도기준(SK바이오사이언스 포함)으로 사업별 영업현황을 보면, 수지(Co-polyester)에서 고부가 수지는 기존 12만톤 캐파에서 6만톤 캐파증설 이후, 2018년에 풀가동 상태이다. 다만 단기적으로는 원재료(PTA, MEG)의 가격상승으로 3분기에도 영업이익이 2분기 95억원과 비슷한 93억원을 기록했다. 다만 전년동기대비로는 기고효과가 더해져 31% 감소했다. 고부가 수지 추가 캐파증설 계획발표로 향후 수지부문의 영업실적 성장은 지속될 비전이 있다. **바이오디젤부문은 2018년부터 혼합비율이 3%로 상향 조정되고, 제품믹스 개선(바이오디젤 증가, 바이오종유 감소)으로 매출액은 전년수준이나 영업이익이 140% 증가한 84억원을 기록했다. 생명과학부문 매출액은** 계절적 성수기를 맞아 985억원(제약 479억원+백신 506억원)으로 전년동기대비 소폭 감소했으나 영업이익은 186억원으로 33.8% 증가했다. 독감백신의 경쟁심화로 가격하락 영향이 있고, 대상포진백신(SKYZOSTER)매출이 2분기에 100억원에 근접했으나 3분기에 제형변경에 따라 70억원 내외로 줄었다. 4분기부터 다시 증가할 전망이다. 수두백신 스카이바리셀라도 금년 6월에 식약청으로부터 허가를 받았고, 10월에 국내 출시가 되었다. 현재 PAHO 입찰 중이어서 입찰에 성공할 경우, 2019년에 수출이 가능할 것이다. 독감백신도 WHO PQ인증을 추진 중이어서 2020년에 수출 가능성이 있다. 2018년에는 호주 CSL이 기존 상품인 혈우병치료제 Helixate(바이엘제품)를 앱스텔라(SK케미칼이 CSL에 L/O한 품목)로 대체되면서, SK케미칼의 로열티수입(2018년 연간 40억원 추정)이 계상되고 있다. 또한 사노피파스퇴르에 기술수출된 세포배양방식의 기술수출 계약금액 약 160억원이 대부분 금년 이익으로 계상(분기당 40억원 내외)된다. 특히 사노피와 공동개발 중인 폐렴구균백신이 2019년 1분기에 글로벌 임상 1상 진입할 전망이어서, 상당히 주목 받을 전망이다. 금년 **4분기에는 분할전 기준 전사 매출액이 3,925억원(+11.6%), 영업이익이 104원(흑전)으로 전망된다.** 다만 단기적으로 자회사 이니츠 영업적자는 부담요인이다.

### 영업실적 개선 뚜렷, 글로벌 백신개발 임상 진전 예상, 비중확대가 맞다

고부가 수지 매출 성장과 프리미엄 백신(독감, 대상포진, 수두) 매출 증가로 수익성이 개선 중이다. 특히 **2019년 1분기에 사노피와 공동개발 중인 폐렴구균백신이 글로벌 임상 1상에 진입할 예상이어서,** 주가 상승 모멘텀이 강화될 전망이다. 다만 주식시장에서 밸류에이션 Multiple 하향조정을 반영, 목표주가를 100,000원으로 하향 조정한다.

#### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016											
2017	81.7	-2.4	-4.4	-3.0			2.7	n/a	212.5		
2018E	1,288.2	74.9	45.2	40.2	3,625	n/a	127.0	17.9	10.3	1.1	5.6
2019E	1,404.2	79.7	47.4	34.3	3,271	-9.8	123.2	19.9	10.6	1.0	4.8
2020E	1,517.7	87.9	55.5	40.2	3,836	17.3	131.3	16.9	9.5	1.0	5.4

자료: SK케미칼, 골드브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준, 2017년 12월 1일 기준 기업분할, 2018년 7월 1일 100% 자회사로 SK바이오사이언스 분할

### 그린케미칼부문: 고부가 수지생산 캐파 확대, 바이오에너지 이익 대폭 증가

주력사업인 그린케미칼부문에서 장기적인 수익성 개선이 예상된다. 특히 고부가 수지부문(Co-polyester)이 주목 받고 있는데, 기존 12만톤 캐파에서 6만톤 캐파증설 이후, 2017년에 증설 분 절반 정도가 가동되었고, 2018년 하반기 현재 풀 가동상태이다. 동사는 990억원을 투입하여 추가 설비 증설 계획을 발표했는데 2020년 4분기 가동 목표이다. 고부가 수지부문은 글로벌시장에서 동사가 과점한 상태인데, 생산캐파 증가로 장기적인 성장비전이 매우 좋은 것으로 평가된다. 수지부문 매출액은 3분기에 5.7% 증가한 1,078억원이고 영업이익은 31.0% 감소한 93억원이다. **원료가격 상승분에 대한 가격전가가 충분하지 않았고, 원/달러 환율수준이 낮아서 영업이익이 감소했다. 4분기에도 높은 원료가격 부담이 있지만 가격전가가 조금씩 이루어지고, 원달러 환율이 상승, 우호적인 분위기도 있다. 따라서 4분기 수지부문 영업이익은 3분기 수준을 유지할 수 있을 전망이다.** 그러나 장기적으로는 매출증가, 원가구조 개선 등으로 이익이 증가할 것으로 전망된다.

바이오에너지는 혼합비율이 기존 2.5%에서 금년부터 3%로 확대되어 매출과 이익이 증가하고 있다. 계절적 요인이 있어 여름에 많이 매출된다. 3분기 매출액이 867억원, 영업이익이 84억원으로 140% 증가했다. 다만 4분기에는 계절적 비수기이기 때문에 매출과 영업이익이 3분기대비 크게 감소할 것이다.

### 백신: 백신제품 증가, 로열티수입 인식, 공동개발 신약 Pipeline 임상 진입 가시화

자회사로 독립된 백신부문에서 흑자구조가 정착될 전망이다. 안동바이오공장에서 2017년에 약 300~400억원 내외의 독감백신 매출이 대부분이었다. 그러나 추가 제품매출이 가세하고 있다. 대상포진백신(국내 약 950억원 시장) 신제품(SKYZOSTER) 매출이 금년 1분기에 약 70억원대, 2분기에 약 100억원 내외, 3분기 70억원내외로 추정된다. 대상포진백신 매출액은 2분기에 대용제약과 공동판매도 가세해서 금년 연간 300억원 이상, 2019년 400억원 이상도 가능할 전망이다. 다만 금년 3분기에는 주사제형의 제형변경효과로 매출액 증가가 일시적으로 주춤했다. 수두백신 스카이바리셀라도 금년 6월초에 식약청으로부터 허가를 받았고 10월에 국내 출시되었다. 현재 PAHO 입찰 중인데 9월 중 입찰에 성공한다면 2019년부터 수출이 진행될 것이다. 독감백신도 WHO PQ인증이 진행 중이어서 2020년에 독감백신 수출 가능성이 높아지고 있다. 따라서 2018년부터는 안동 바이오공장의 가동률 상승과 원가율 하락으로 생명공학(LS)부문의 수익성 개선(1분기부터 뚜렷이 나타나고 있음)이 가능한 구조이다. 2018년에 호주 CSL이 기존 상품인 혈우병치료제 Helixate(바이엘제품)를 앵스텔라(SK케미칼이 CSL에 L/O한 품목, 2분기에 10억원내외 인식)로 대체되면서, SK케미칼의 로열티수입(연간 2018년 40억원, 2019년 70억원 이상 추정)이 의미 있게 계상될 전망이다. 또한 사노피파스티르에 기술수출(2018년 2월)된 동물세포배양방식 독감백신의 기술수출 계약금액 약 160억원이 대부분 금년(분기당 40억원)에 이익으로 계상된다. 동물세포배양방식 기술수출 계약이 완료되면 2019년 1분기쯤에 2,000억달러 내외 로열티수입이 일시에 계상될 가능성도 열려 있다. 특히 **사노피와 공동개발 중인 페럼구균백신이 2019년 1분기에 임상 1상 진입 가능성이 높아지고 있어 상당히 주목을 받을 전망이다.** 글로벌 임상 진입 시 마일스톤에 대한 이익 인식도 기대할 수 있다.

### 그린케미칼과 백신부분 실적개선 지속, 이니처도 2019년부터 적자규모 축소 기대

따라서 **2017년부터 시작된 수익성 개선흐름이 2018년에 뚜렷해지고, 2019년까지 본격 진행될 것이다.** 2018년 3분기에는 바이오에너지의 이익증가, 독감백신 성수기, 신제품(대상포진 등) 매출 호조 등으로 뚜렷한 수익성 개선이 기대된다. 다만 차량용으로 고내열성, 내화학성, 난연성이 우수한 **PPS 전문기업 이니처(2017년 1분기 상업매출)가 있다. 이니처는 아직 영업초기 국면인데, 영업적자가 2018년 1분기 110억원, 2분기 103억원, 3분기 55억원 발생하고 있어 SK케미칼의 연결이익에 부담요인이다.** 적자는 생산캐파를 확대한 후에 생산수율이 낮아서 발생하고 있다. **동사는 보완작업 등을 통해서 2019년 적자축소, 2020년 BEP 달성을 목표로 하고 있다.** 지분은 SK케미칼이 66%, 일본 테이진이 34% 보유하고 있다.

[표 1] SK케미칼 사업부문별 매출추이(개별기준, SK바이오사이언스 분할 전 기준)

사업부별 구분	2016	1Q	2Q	3Q	4Q	2017	1Q	2QE	3QE	4QE	2018E
매출액											
수지	3,405	858	1,042	1,020	928	3,848	1,057	1,101	1,078	1,039	4,275
증감률		10.6%	22.8%	17.6%	1.6%	13.0%	23.2%	5.6%	5.7%	12.0%	11.1%
바이오에너지	2,889	663	781	872	506	2,822	583	840	867	541	2,831
증감률		14.9%	-14.4%	26.0%	-28.4%	-2.3%	-12.1%	7.5%	-0.6%	7.0%	2.0%
정밀화학	1,187	328	346	349	305	1,328	324	322	323	311	1,280
증감률		7.9%	14.1%	23.3%	2.9%	11.9%	-1.2%	-7.0%	-7.4%	2.0%	2.0%
UT/기타	667	180	159	187	178	704	183	133	152	169	637
증감률		12.9%	16.1%	1.3%	-4.0%	5.6%	1.6%	-16.4%	-18.7%	-5.0%	2.0%
life Science	3,319	667	666	1,057	823	3,213	746	792	983	848	3,369
증감률		4.4%	-7.1%	1.0%	-10.2%	-3.2%	11.8%	19.0%	-7.0%	3.0%	4.9%
매출액 합계	11,466	2,696	2,994	3,484	2,740	11,915	2,893	3,188	3,619	3,059	12,759
증감률		9.8%	2.6%	13.3%	-9.2%	3.9%	7.3%	6.5%	3.9%	11.6%	7.1%
영업이익	473	112	136	301	(1)	548	137	163	346	108	754
영업이익률	4.1%	4.2%	26.2%	17.4%	-103.7%	15.9%	22.3%	19.5%	15.0%	-10875.5%	37.4%

자료: SK케미칼, 골든브릿지증권, 2017년 12월 1일 기업분할, 금년 3분기부터 SK바이오사이언스 분할 되었으나 미반영, 연결기준으로 보면 같음

[표 2] SK케미칼 분기별 요약 영업실적(개별기준, SK바이오사이언스 분할 전 기준)

12월결산 (억원)	2017				2018E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Qp	4QE
매출액	-	-	-	817	2,893	3,311	3,619	3,059
영업이익	-	-	-	- 24	137	163	346	104
세전이익	-	-	-	- 44	114	63	231	43
순이익	-	-	-	- 30	98	105	167	31
YoY(%)								
매출액								274.4
영업이익								흑전
세전이익								흑전
순이익								흑전

자료: SK케미칼, 골든브릿지증권, 2017년 12월 1일 기업분할, 금년 3분기부터 SK바이오사이언스 분할 되었으나 미반영, 연결기준으로 보면 같음

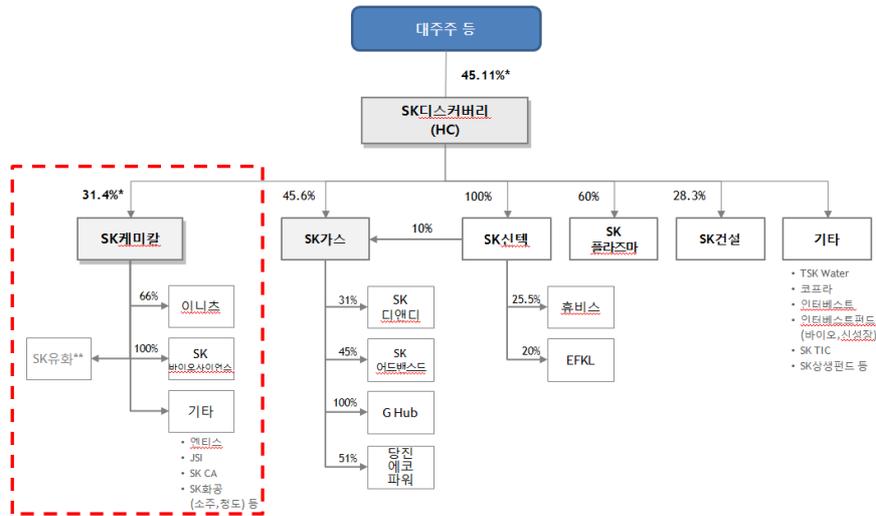
[표 3] SK케미칼 주가 밸류에이션

(단위: 억원, 배)

	EBITDA	Multiple	기업가치평가액
자체 사업가치			
그린케미칼	1,289	11	14,184
생명공학			
* 2018년 감가상각액(안동공장 감가 증가)+영업이익으로 추정			
정밀화학, 신약개발, 헬스케어(프리미엄 부여)		25%	3,546
자체 회사가치(A)			17,730
자회사 엔티스			398 평가액
인니츠			689 장부가
기타			591
차입금			6,200
기업가치			13,208
보통주(주)			11,579,852
우선주(주)			1,458,670
자기주식(주)			13,064
유통주식수(주)			13,025,458
적정주가(원)			101,403

자료: 골든브릿지증권, 최근 증권시장의 평균적인 밸류에이션 Multiple 하락을 반영하여 목표주가를 하향 했음

[표 4] SK케미칼 지배구조



\* 보통주 기준 (8/14)  
\*\* SK유화: 5/1 SK케미칼에 합병

자료 : SK케미칼

**재무상태표**

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	539.6	766.3	802.2	844.7	
현금 및 현금성자산	109.9	346.6	351.3	418.2	
매출채권 및 기타채권	211.9	201.1	216.3	194.1	
재고자산	212.4	201.1	216.3	213.5	
기타유동자산	5.3	17.4	18.2	18.9	
<b>비유동자산</b>	1,120.6	1,139.4	1,148.5	1,158.0	
관계기업투자등	166.9	160.6	167.1	173.9	
유형자산	800.7	852.3	849.3	846.3	
무형자산	46.9	49.9	52.4	54.8	
<b>자산총계</b>	<b>1,660.</b>	<b>1,905.</b>	<b>1,950.</b>	<b>2,002.</b>	
<b>유동부채</b>	582.1	582.0	597.2	613.6	
매입채무 및 기타채무	190.2	174.9	188.2	202.6	
단기금융부채	348.7	358.5	358.5	358.5	
기타유동부채	43.1	48.6	50.6	52.6	
<b>비유동부채</b>	358.2	532.6	533.2	533.9	
장기금융부채	338.2	517.9	517.9	517.9	
기타비유동부채	20.0	14.7	15.3	16.0	
<b>부채총계</b>	940.2	1,114.6	1,130.4	1,147.5	
지배주주지분	719.9	791.1	820.2	855.2	
자본금	65.2	65.2	65.2	65.2	
자본잉여금	657.9	690.8	690.8	690.8	
이익잉여금	-3.1	36.2	65.3	100.3	
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자본총계</b>	<b>719.9</b>	<b>791.1</b>	<b>820.2</b>	<b>855.2</b>	

**현금흐름표**

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2.5</b>	<b>98.4</b>	<b>62.6</b>	<b>125.1</b>	
당기순이익(손실)	-3.0	40.2	34.3	40.2	
비현금수익비용가감	6.0	64.5	44.1	44.0	
유형자산감가상각비	4.7	49.9	43.1	42.9	
무형자산상각비	0.4	2.1	0.5	0.5	
기타현금수익비용	0.0	12.5	0.6	0.6	
영업활동 자산부채변동	1.3	4.0	-15.9	40.9	
매출채권 감소(증가)	19.2	37.2	-15.2	22.2	
재고자산 감소(증가)	-2.8	19.0	-15.2	2.8	
매입채무 증가(감소)	-4.1	-36.1	13.2	14.4	
기타자산, 부채변동	-10.9	-16.1	1.3	1.4	
<b>투자활동 현금</b>	<b>-7.3</b>	<b>-46.2</b>	<b>-52.6</b>	<b>-53.0</b>	
유형자산처분(취득)	-7.1	-58.0	-40.0	-40.0	
무형자산 감소(증가)	-0.3	-2.9	-2.9	-2.9	
투자자산 감소(증가)	0.0	-3.2	-6.6	-6.9	
기타투자활동	0.0	17.8	-3.1	-3.2	
<b>재무활동 현금</b>	<b>34.4</b>	<b>184.6</b>	<b>-5.2</b>	<b>-5.2</b>	
차입금의 증가(감소)	34.4	185.9	0.0	0.0	
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-5.2	-5.2	
배당금의 지급	0.0	0.0	5.2	5.2	
기타재무활동	0.0	-1.3	0.0	0.0	
<b>현금의 증가</b>	<b>29.5</b>	<b>236.7</b>	<b>4.8</b>	<b>66.8</b>	
기초현금	80.3	109.9	346.6	351.3	
기말현금	109.9	346.6	351.3	418.2	

자료: SK케미칼, 골든브릿지투자증권 리서치센터, K-IFRS 개별기준, 2017년 12월 1일 기준 기업분할, SK바이오사이언스 분할은 미반영

**손익계산서**

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>81.7</b>	<b>1,288.2</b>	<b>1,404.2</b>	<b>1,517.7</b>	
매출원가	66.0	1,008.7	1,101.0	1,188.4	
<b>매출총이익</b>	<b>15.7</b>	<b>279.4</b>	<b>303.2</b>	<b>329.3</b>	
판매비와 관리비	18.1	204.5	223.4	241.5	
<b>영업이익</b>	<b>-2.4</b>	<b>74.9</b>	<b>79.7</b>	<b>87.9</b>	
(EBITDA)	2.7	127.0	123.2	131.3	
<b>금융손익</b>	<b>-1.3</b>	<b>-22.4</b>	<b>-24.4</b>	<b>-24.4</b>	
이자비용	1.7	24.0	24.5	24.5	
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-0.8	-7.3	-7.9	-8.0	
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-4.4</b>	<b>45.2</b>	<b>47.4</b>	<b>55.5</b>	
계속사업법인세비용	-1.5	5.0	13.1	15.3	
계속사업이익	-3.0	40.2	34.3	40.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>당기순이익</b>	<b>-3.0</b>	<b>40.2</b>	<b>34.3</b>	<b>40.2</b>	
지배주주	-3.0	42.6	38.5	45.0	
<b>총포괄이익</b>	<b>-3.0</b>	<b>40.2</b>	<b>34.3</b>	<b>40.2</b>	
매출총이익률 (%)	19.2	21.7	21.6	21.7	
영업이익률 (%)	-2.9	5.8	5.7	5.8	
EBITDA마진률 (%)	3.3	9.9	8.8	8.6	
당기순이익률 (%)	-3.7	3.1	2.4	2.6	
ROA (%)	n/a	2.4	2.0	2.3	
ROE (%)	n/a	5.6	4.8	5.4	
ROIC (%)	n/a	5.8	4.9	5.5	

**주요 투자지표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E		n/a	17.9	19.9	16.9
P/B		n/a	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA		212.5	10.3	10.6	9.5
P/CF		n/a	7.2	10.8	10.1
배당수익률 (%)		!	0.6	0.6	0.6
<b>성장성 (%)</b>					
매출액			1,476.9	9.0	8.1
영업이익			흑전	6.4	10.2
세전이익			흑전	4.8	17.0
당기순이익			흑전	-14.5	17.0
EPS			n/a	-9.8	17.3
<b>안정성(%)</b>					
부채비율		130.6	140.9	137.8	134.2
유동비율		92.7	131.7	134.3	137.6
순차입금/자기자본		80.1	66.7	63.8	53.3
영업이익/금융비용		-1.4	3.1	3.2	3.6
총차입금 (십억원)		686.9	876.3	876.3	876.3
순차입금 (십억원)		576.7	527.8	522.9	456.0
<b>주당지표(원)</b>					
EPS			3,625	3,271	3,836
BPS		55,216	60,674	62,908	65,590
CFPS			9,042	6,017	6,457
DPS			400	400	400

**Stock Data**

KOSPI(08/31)	2,076.9pt
시가총액	7,527억원
발행주식수	11,580천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	122,000/58,000원
90일 일평균거래대금	39억원
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(18.12E)	0.6%
BPS(18.12E)	60,674원

**주가수익률**

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	12.1	-18.8	-35.0	-
상대수익률	8.0	-10.3	-19.7	-

**주주구성**

SK디스커버리 (외 11인)	36.7%
-----------------	-------

**Stock Price**





**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)  
 연락처: 02-3779-3513 / Email: tgha8872@gmail.com

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 당사에게 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 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	49.5%	
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.6%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	마지막 공표 의견을 기준으로 한
		Not Rated(투자 의견 없음)	등급보류	48.9%	투자등급별 비중(최근 1년간 누적 기준,
		합계			100.0%