

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
이달미

talmi@sk.com
02-3773-9952



Analyst
최관순

ks1.choi@sk.com
02-3773-8812



R.A
이진만

Kid_a@sk.com
02-3773-9957



R.A
이소중

sojoong@sk.com
02-3773-9953

지주회사 & 제약/바이오

분할로 부각되는 제약 가치

SK 케미칼이 1월 5일 SK 디스커버리와 SK 케미칼 신설법인으로 분할되어 재상장하게 됨. 당사는 SK 케미칼의 분할된 신설법인에 투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원을 제시하며 커버리지를 개시함. SK 케미칼의 가장 큰 투자포인트는 2018년 본격적인 대상포진 백신 매출창출에 이어 2019년 수두백신, 독감백신 수출 등 2019년까지 이어지는 백신 신약 출시의 라인업이 매력적이라는 점임. 2018년 연간실적은 매출액 1조 3,668 억원, 영업이익 812 억원 시현이 전망됨.

SK 케미칼 분할 재상장

지난해 6월 지주회사 전환을 위해 인적분할을 결정한 SK 케미칼이 1월 5일 분할 재상장하게 된다. SK 디스커버리는 순수지주회사로서 SK 가스, SK 선택, SK 플라스마, SK 건설 등의 지분을 보유하게 될 예정이다. 분할 재상장 이후 지주회사 행위제한 요건을 충족하기 위해 대주주의 SK 케미칼 지분현물 출자가 유력시되며, SK 디스커버리의 SK 건설 지분 및 SK 선택의 SK 가스 지분처리가 2년 내에 진행될 것으로 예상된다.

SK 디스커버리의 기업가치는 중장기적으로 상승할 가능성 높음

SK 디스커버리의 기업가치는 브랜드로열티를 수취하지 않으므로 보유지분가치와 동일하다. SK 디스커버리가 보유한 지분의 가치는 1조 602 억원으로 계산되며, 순차입금 1,747 억원을 고려할 경우 SK 디스커버리 NAV는 8,855 억원 수준으로 예상된다. SK 케미칼의 실적개선과 SK 가스의 안정적인 배당, SK 플라스마의 높은 성장 등 중장기 관점에서 SK 디스커버리의 기업가치는 상승할 여지가 높은 것으로 판단한다.

SK 케미칼 투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 110,000 원은 영업가치와 신약가치를 나누어 합산한 sum of the parts 방식으로 산정되었다. 영업가치는 Green Chemical 사업과 Life Science 사업부를 나누어 각각의 업종평균 EV/EBITDA 멀티플을 적용하여 산정되었다. 신약가치에는 혈우병치료제와 국내백신이 현재가치로 각각 나누어서 산정되었고 목표 시가총액은 1.2 조원이다.

핵심 투자포인트는 대상포진 백신과 애플타라의 로열티 인식

동사에 대한 가장 큰 투자포인트는 백신부분과 애플타라의 로열티 인식이다. 백신부분에서는 2017년 12월에 출시된 대상포진 백신이 2018년에 온기로 반영되면서 200 억원의 신규매출이 예상되며, 대상포진 이외에도 독감백신 3가, 4가가 WHO PO 인증 절차를 거치고 있어 2019년에는 개발도상국으로 수출이 가능할 전망이다. 현재 임상 3상 중인 수두백신은 2018년말에 허가 예정, 2019년부터는 시판 가능. 예정에 있어 2018년 대상포진 백신에 이어 2019년까지 이어지는 백신 신약 출시의 라인업이 매력적이다. CSL로 기술수출된 4세대 혈우병 치료제 애플타라는 2018년부터 본격적인 로열티 발생이 예상되어 긍정적이다.

Contents

1. SK 케미칼 지주사 전환을 위한 분할 결정	3
2. 분할 이후 해결할 이슈	6
3. SK 디스커버리 주요 자회사 전망	10
4. SK 디스커버리 NAV	16
기업 분석	
SK 케미칼 (285130 / BUY / 110,000 원)	19

Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 4 일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

1. SK 케미칼 지주사 전환을 위한 분할 결정

SK 케미칼은 지난 6 월 21 일 회사분할을 결정하였다. 단순 인적분할로 Green Chemicals 및 Life Science 사업부문을 분할하여 분할신설회사를 설립하고, 존속회사는 투자부문을 영위할 예정이다. 또한 투자부문은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 따라 지주회사로 전환할 예정이다. 분할비율은 존속회사(SK 디스커버리) : 신설회사(SK 케미칼) = 0.4822133 : 0.5177867 로 결정되었다. 분할기일은 2017 년 12 월 1 일이며, 신주는 2018 년 1 월 5 일 상장될 예정이다.

분할 결정 이전 SK 케미칼은 보유하고 있던 자기주식 3,236,603 주(13.3%) 중 1,939,120 주(8.0%)를 소각하였으며, 1,297,483 주(5.3%)를 주당 73,700 원(매각 총액: 956 억원)에 매각하였다. 이는 주주 가치 제고를 위한 것으로 배당가능이익 범위 내에서 취득한 자기주식(8.0%)을 소각하였고, 2006 년 동신제약을 합병하는 과정에서 발생한 자기주식(5.3%)은 매각하였다. 분할 이전 보유하고 있던 자기주식을 소각, 매각함에 따라 사업회사의 자기주식 신주배정을 통한 지주회사의 사업회사 지분 확보는 불가능하다. 분할 목적이 지주회사 전환인 만큼 SK 디스커버리는 지주회사의 자회사 지분 보유 요건(상장 자회사 지분 20%)을 충족시키기 위해 분할재상장 이후 대주주의 현물출자, 공개매수 등의 방법을 통해 SK 케미칼 지분을 2 년 이내에 20% 이상 확보할 예정이다.

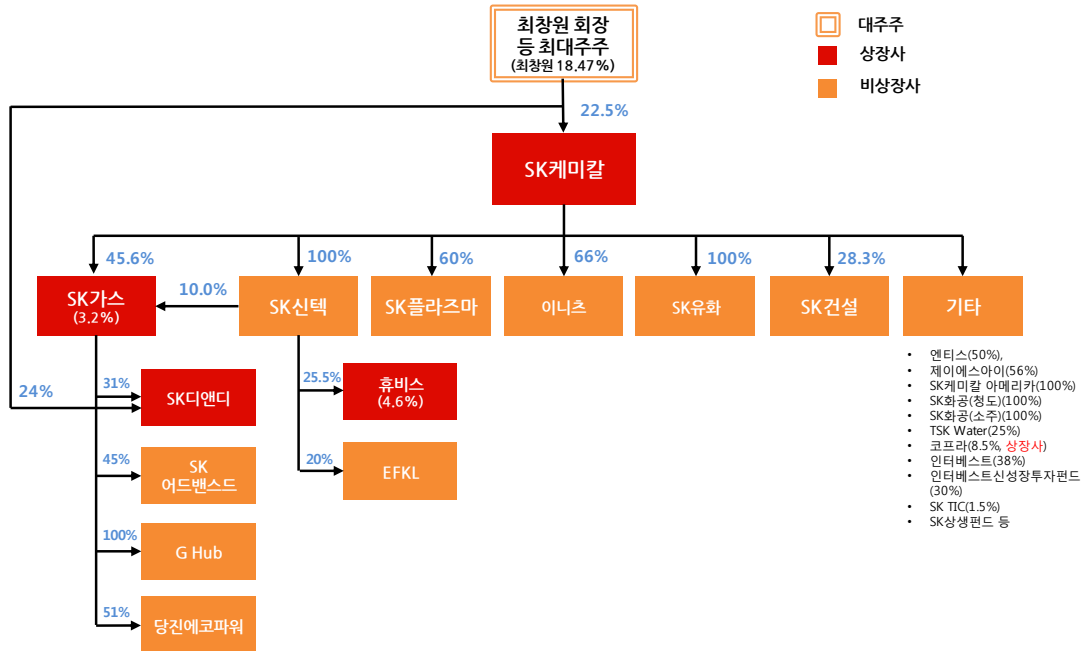
SK 케미칼 자기주식 처분 내용

(단위: 주, 원, 억원)

구분	주식수	주당 처분가격	총 처분금액	지분율	비고
소각한 자기주식	1,939,120			8.0%	배당가능이익 범위 내 취득
매각한 자기주식	1,297,483	73,700	956	5.3%	기타취득(합병으로 발생)
합계	3,236,603			13.3%	

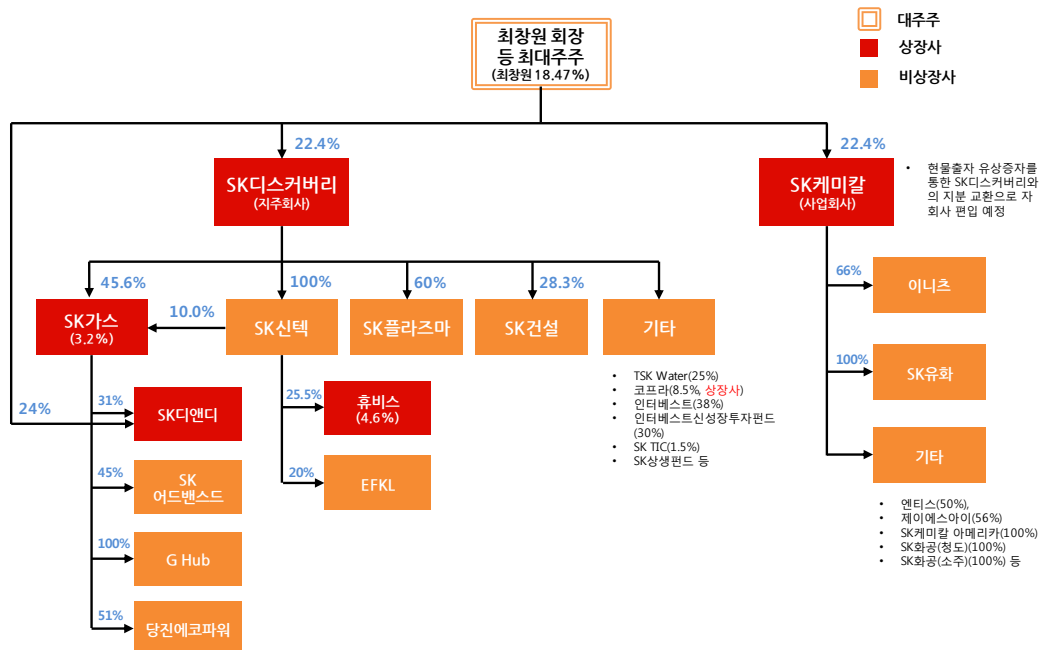
자료 SK 케미칼, SK 증권

SK 케미칼 분할 전 지배구조



자료: SK 케미칼, SK 증권

SK 케미칼 분할 후 지배구조



자료: SK 케미칼, SK 증권

분할 전 SK 케미칼의 최대주주는 보통주 18.47%를 보유하고 있던 최창원 회장이며, 인적분할 이후에도 최창원 회장의 SK 디스커버리와 SK 케미칼 지분은 각각 18.47%로 동일하게 유지된다. 특별관계자 지분을 포함할 경우 대주주 지분율은 22.4%로 특별관계자가 SK 케미칼 지분을 모두 SK 디스커버리에 현물출자 한다면 지주회사의 자회사 지분요건 20%를 충족할 수 있다. 특별관계자 중 최신원 SK 네트워크 회장은 지속적으로 SK 케미칼의 지분을 매각해왔는데, 현재 지분율이 0.01%에 불과해 추가적인 지분 매각이 있다고 하더라도 SK 디스커버리의 SK 케미칼 지분 20% 확보에는 영향이 없을 것이다.

SK 케미칼 대주주 주식 보유 현황

성명	지분율
최창원	18.47%
최태원	0.05%
최영근	1.46%
최신원	0.01%
최정원	0.20%
최지원	0.47%
최예정	0.62%
이유미	0.01%
LEE CHARLES HWAN	0.00%
한국고등교육재단	1.08%
김철	0.04%
박만훈	0.02%
합계	22.43%

자료: SK 케미칼

2. 분할 이후 해결할 이슈

(1) SK 디스커버리의 SK 케미칼 지분 확보

인적분할 후 지주회사 전환을 위해 SK 디스커버리는 SK 케미칼의 지분 20%를 2년 이내에 확보해야 한다. 분할 이전 자기주식을 매각 및 소각하였기 때문에 자기주식의 신주배정이 불가능해 대주주의 현물출자, 공개매수 등을 통해야 한다. 최창원 회장을 포함한 특수관계자 지분율은 22.4%이므로 모든 지분이 현물출자에 참여한다면 SK 디스커버리는 SK 케미칼의 지분 20% 이상을 확보할 수 있다. 만약 기준가 산정 기준인 연결 기준 분할비율대로 현물출자가 진행된다면 (SK 디스커버리 : SK 케미칼 = 0.59440165 : 0.40559835) 최창원 회장을 비롯한 특수관계인의 SK 디스커버리 지분은 27.4%로 증가할 예정이다.

SK 케미칼 현물출자 후 주요 주주의 SK 디스커버리 지분율

(단위: 주)

성명	기존 지분율	SK디스커버리 보유 주식수	SK케미칼 보유 주식수	현물출자 후 SK디스커버리 보유주식	SK디스커버리 지분율
최창원	18.5%	1,992,293	2,139,266	3,349,904	22.6%
최태원	0.1%	5,719	6,141	9,616	0.1%
최영근	1.5%	157,443	169,058	264,730	1.8%
최신원	0.0%	1,109	1,190	1,864	0.0%
최정원	0.2%	21,529	23,118	36,200	0.2%
최지원	0.5%	51,134	54,906	85,978	0.6%
최예정	0.6%	66,675	71,593	112,109	0.8%
이유미	0.0%	560	602	942	0.0%
LEE CHARLES HWAN	0.0%	474	508	797	0.0%
한국고등교육재단	1.1%	115,982	124,539	195,016	1.3%
김철	0.0%	4,339	4,660	7,296	0.0%
합계	22.4%	2,417,257	2,595,581	4,064,453	27.4%

자료: SK 증권

주: 연결재무제표 기준 순자산 비율로 계산한 기준가 적용(SK 디스커버리 104,000 원 SK 케미칼 66,000 원)

2010년 이후 제약업체의 인적분할을 통한 지주회사 전환 사례는 SK 케미칼을 제외하고 총 7차례 있었다. 이 중 제일파마홀딩스는 자회사 제일약품의 지분을 20%를 확보하지 못한 상황이며, 이외의 기업들은 현물출자를 통해 자회사 지분을 20% 이상 확보하였다. 분할 재상장 이후 현물출자를 결정하기까지 걸린 시간은 1달에서 1년 4개월까지 다양하였으며, 대체로 지주회사 대비 사업회사 시가총액이 확대되는 시기에 현물출자가 결정되었다.

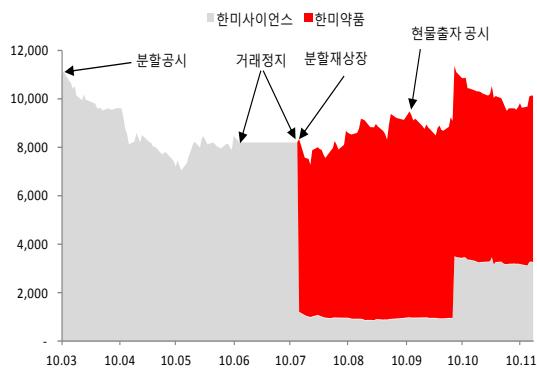
주요 제약업체의 인적분할 통한 지주회사 전환 사례

구분	공시일자	존속법인	신설법인	존속법인 비율	신설법인 비율	거래정지일	분할 재산장일	현물출자 공시일
한미사이언스	2010-03-26	한미사이언스	한미약품	0.250000	0.750000	2010-06-29	2010-07-30	2010-09-02
동아쏘시오홀딩스	2012-10-23	동아쏘시오홀딩스	동아에스티	0.371209	0.627891	2013-02-27	2013-04-08	2014-09-03
종근당홀딩스	2013-07-01	종근당홀딩스	종근당	0.279000	0.721000	2013-10-31	2013-12-06	2015-04-08
코스맥스비티아이	2013-10-23	코스맥스비티아이	코스맥스	0.337917	0.662083	2014-02-27	2014-04-07	2014-06-25
휴온스글로벌	2015-11-24	휴온스글로벌	휴온스	0.482680	0.517321	2016-04-28	2016-06-03	2016-07-04
일동홀딩스	2016-03-09	일동홀딩스	일동제약	0.288128	0.711872	2016-07-28	2016-08-31	2017-02-06
제일파마홀딩스	2017-01-16	제일파마홀딩스	제일약품	0.292627	0.707373	2017-05-30	2017-07-17	
SK케미칼	2017-06-21	SK케미칼홀딩스	SK케미칼	0.480543	0.519457	2017-11-29	2018-01-05	

자료: SK 증권

한미약품 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

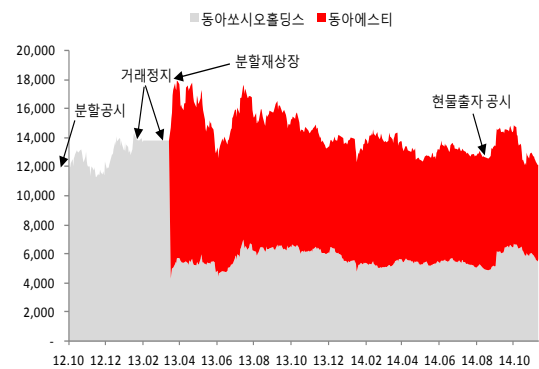
(단위: 억원)



자료: Quantwise

동아에스티 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

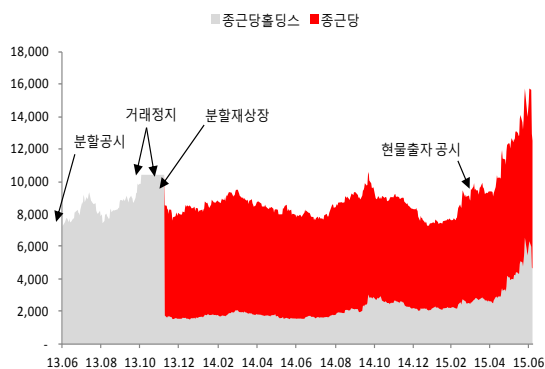
(단위: 억원)



자료: Quantwise

종근당 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

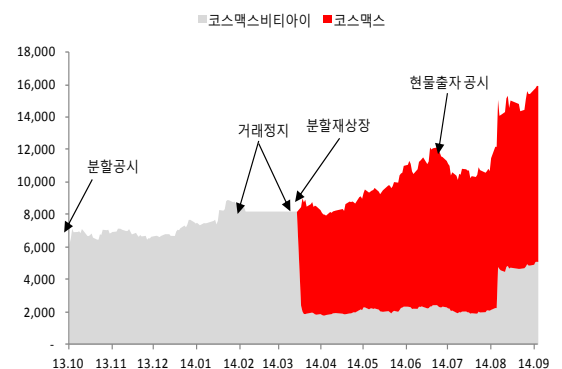
(단위: 억원)



자료: Quantwise

코스맥스 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

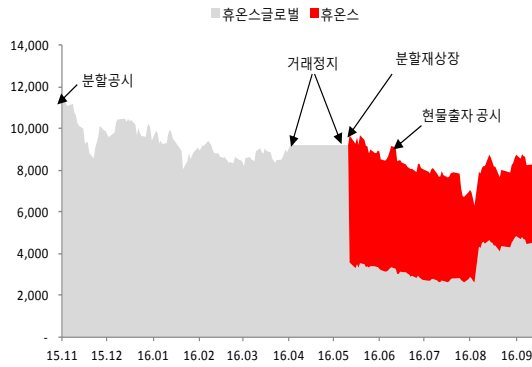
(단위: 억원)



자료: Quantwise

휴온스 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

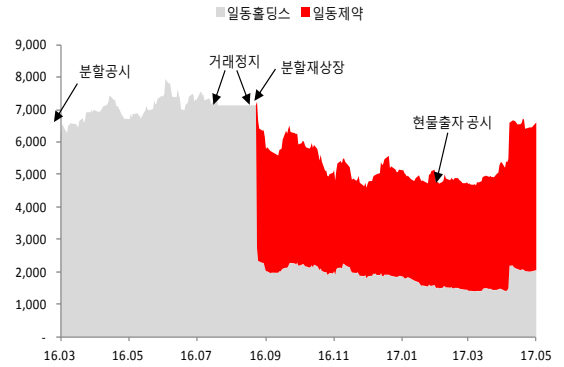
(단위: 억원)



자료: Quantwise

일동제약 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

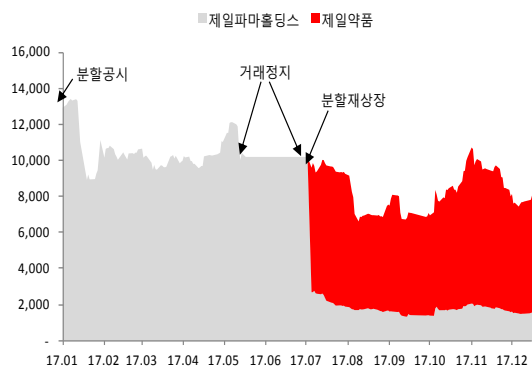
(단위: 억원)



자료: Quantwise

제일약품 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

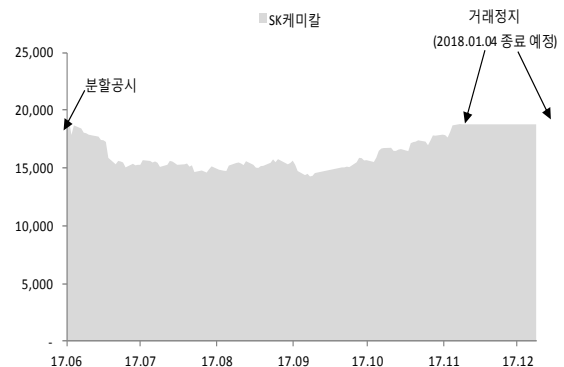
(단위: 억원)



자료: Quantwise

SK 케미칼 지주회사 전환 전후 시가총액 추이

(단위: 억원)



자료: Quantwise

(2) SK 건설 지분 정리

SK 케미칼이 보유한 SK 건설 지분의 정리도 필요하다. 현재 SK와 SK 케미칼이 SK 건설의 지분을 각각 44.48%, 28.25% 보유하고 있다. SK 케미칼이 지주회사로 전환됨에 따라 SK 건설 지분 정리가 불가피해졌다. 현재 SK 건설 지분과 관련된 확정 사항은 없지만, 지분 정리 방법으로는 두 가지 시나리오가 존재한다. 첫째는 SK 케미칼의 SK 건설 지분 매각이다. SK 케미칼이 보유한 SK 건설 지분의 장부가액은 3,364 억원이다. SK로 지분 매각이 가능하며, 이미 44.28%를 보유하고 있는 SK가 아닌 외부로의 매각도 가능한 상황이다. 둘째는 SK 케미칼이 SK 건설을 자회사로 편입하는 경우이다. 이 경우에는 SK 건설이 비상장사이기 때문에 40% 이상의 지분 확보가 필요하므로 SK 케미칼은 SK가 보유한 SK 건설 지분(44.48%; 장부가액 5,453 억원) 매입을 고려할 수 있다. SK 디스커버리는 별도 기준 300 억원의 현금을 보유하고 있는데다 부채비율이 41.4%에 불과해, 부채비율을 지주회사 충족 요건인 200% 이하로 유지하면서도 추가적인 자금 조달을 통해 SK 건설 지분을 매입할 수 있는 여력이 충분하다고 판단한다.

SK 디스커버리 부채비율

(단위: 억원)

구분	현재	자금조달 후
자본	6,349	6,349
부채	2,626	8,079
부채비율	41.4%	127.2%

자료: SK 증권, SK 케미칼

주: 자금조달은 SK의 SK 건설 장부가액 5,453 억원 차입 가정

(3) SK 신태의 SK 가스 지분 처리

SK 디스커버리가 지주회사로 전환됨에 따라 SK 신태는 보유하고 있는 SK 가스 지분 10.0%를 매각하여야 한다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제 8 조 2 항의 지주회사 행위제한 요건에 따르면 지주회사의 자회사는 손자회사가 아닌 국내 계열사의 주식을 소유할 수 없게 되어 있기 때문이다. 그러므로, SK 신태는 SK 가스 지분을 2년 내에 매각해야 한다. SK 신태는 현재 SK 가스 지분 886,058 주를 보유하고 있다(3Q17 분기보고서 기준). 이는 SK 가스 최근 종가 기준 831 억원 수준이며, 매각 시 100 억 원 가량의 차익이 발생할 것으로 예상된다. SK 가스는 현금배당, 주식배당을 통해 높은 배당수익률을 기록하고 있어 SK 디스커버리가 직접 지분을 인수할 수 있으며, 이미 SK 디스커버리는 SK 가스 지분을 45.6% 보유하고 있기 때문에 외부 매각도 가능한 상황이다.

(4) 최창원 회장의 SK 디앤디 지분 매각 가능성

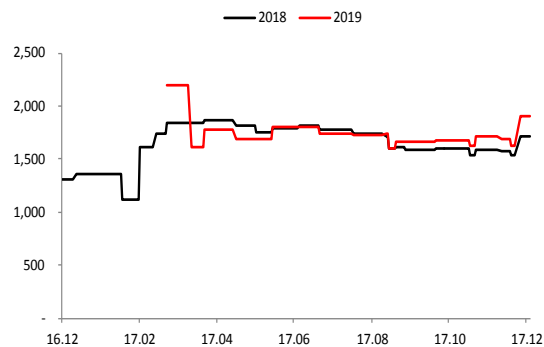
SK 디스커버리 중심으로 지주회사 체제로 지배구조가 재편되면서 최창원 회장이 보유하고 있는 SK 디앤디 지분 24%에 대한 매각 가능성이 대두되고 있다. 이미 SK 디스커버리 - SK 가스 - SK 디앤디로 이어지는 지배구조가 완성되었으며, SK 가스는 SK 디앤디 지분을 31% 보유하고 있어 최창원 회장이 SK 디앤디 지분을 매각한다고 하더라도 SK 디앤디 지배에는 문제가 없는 상황이다. 최창원 회장이 보유한 SK 디앤디 지분의 가치는 890 억원 수준으로, 만약 최 회장이 SK 디앤디 지분을 매각한다면 이를 통해 확보한 현금으로 SK 디스커버리 지분을 매입할 가능성도 존재한다. 이 경우 최창원 회장은 10% 내외의 SK 디스커버리 지분을 추가적으로 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

3. SK 디스커버리 주요 자회사 전망

SK 디스커버리가 45.6%를 보유하고 있는 SK 가스는 미국 수입 LPG(Shale) 가스 가격의 상승에 따라 이익이 형보하는 모습을 보여 왔다, 하지만, 국내 LPG 판매 확대와 2018 년 차량 규제 완화, 그리고 자회사 SK 디앤디의 ESS 를 중심으로 한 실적 개선으로 안정적인 이익 창출이 가능할 것으로 예상된다. 또한 현금배당과 주식배당을 통해 높은 배당수익률을 기록하고 있어 주가의 하방 경직성이 유지될 것으로 예상된다.

SK 가스 지배주주순이익 전망

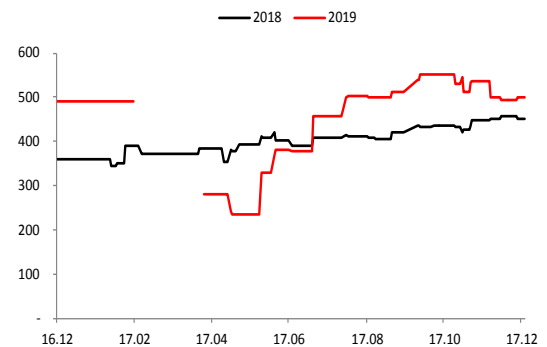
(단위: 억원)



자료: Quantwise

SK 디앤디 지배주주순이익 전망

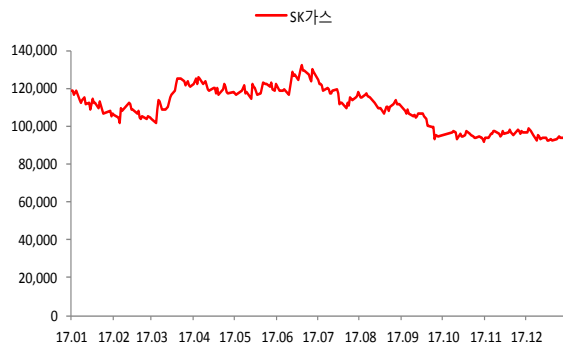
(단위: 억원)



자료: Quantwise

SK 가스 주가 추이

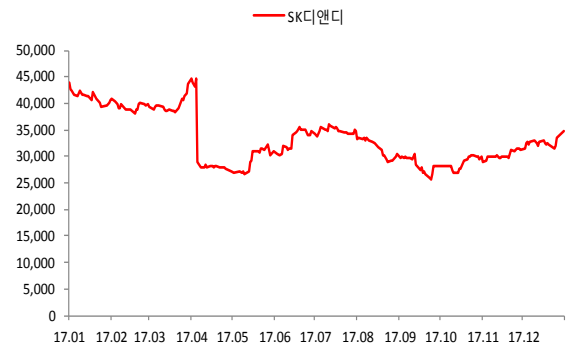
(단위: 원)



자료: Quantwise

SK 디앤디 주가 추이

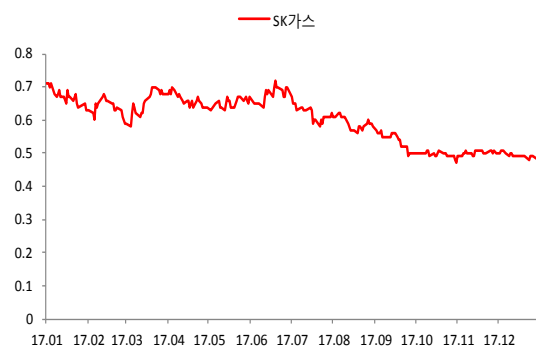
(단위: 원)



자료: Quantwise

SK 가스 12M Forward PBR

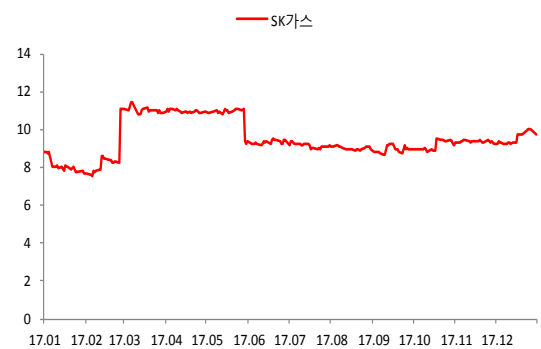
(단위: 배)



자료: Quantwise

SK 가스 12M Forward EV/EBITDA

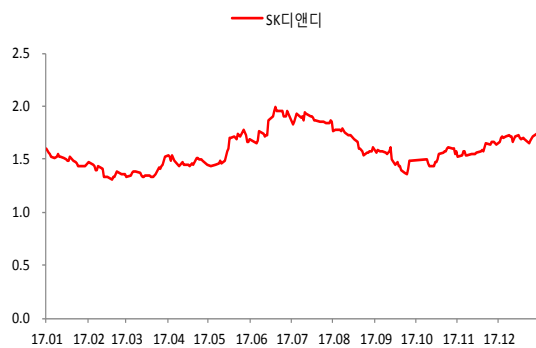
(단위: 배)



자료: Quantwise

SK 디앤디 12M Forward PBR

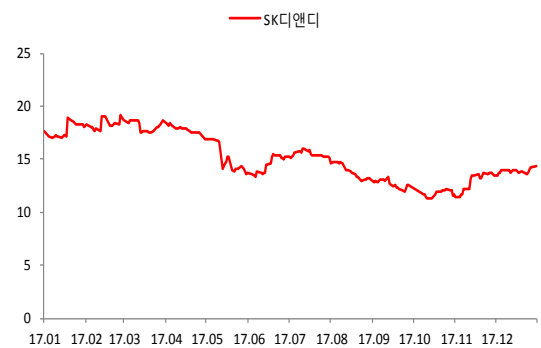
(단위: 배)



자료: Quantwise

SK 디앤디 12M Forward EV/EBITDA

(단위: 배)



자료: Quantwise

SK 가스 배당 내역

(단위: 원 % 주)

구분	주당 현금배당	현금배당수익률	주당 주식배당	주식배당수익률
2010	1,500	3.6		
2011	1,700	2.3		
2012	1,700	2.0		
2013	1,700	2.3	0.01	2.3
2014	2,000	2.0	0.01	-
2015	2,000	2.7	0.01	1.4
2016	2,600	2.1	0.01	2.2

자료 SK 가스

보통주 100%를 보유한 SK 디스커버리가 전환우선주를 포함한 전체 지분의 60%를 보유하고 있는(보통주 기준: 100%) SK 플라즈마의 높은 성장세가 예상된다. 혈액관련 제품의 제조 및 판매를 목적으로 설립된 SK 플라즈마의 2016 년 매출액은 전년 대비 67% 증가한 552 억원으로 빠르게 성장하고 있으며, 2018 년 9 월에는 안동 혈액제제 공장이 새롭게 가동될 예정이다. 이 공장이 가동된다면 2018 년에는 현재 12 만L 규모인 CAPA 가 60 만L 까지 증가하며 기업 가치가 지속적으로 상승할 것으로 예상된다.

SK 플라즈마 제품 포트폴리오

제품명	성분명	Indication
알부민	Albumin	각종 영양분 운반, 독성중화 등
AT-III	AT-III	혈전형성 방지
리브감마	IMG	정맥투여 면역 글로불린
테타볼린	TIG	파상풍 치료제
Factor VIII	Factor VIII	혈우병A 치료제
Hep.B IG	Hep.B IG (HBIG) §	B형 간염 치료제

자료 SK 케미칼

SK 건설은 2013 년과 2014 년에 지배주주지분순이익이 연속 적자를 기록한 이후 2015 년부터 본격적인 턴어라운드가 진행되고 있다. 2017 년에는 여러 차례 해외 대형 프로젝트를 수주하며 대외 경쟁력 또한 확인되고 있다. 실적 개선은 재무구조 개선으로 이어져 3Q17 에는 순부채가 905 억원 수준까지 하락하였다. 올해에도 작년 수주한 프로젝트들을 기반으로 안정적인 성장이 이뤄질 것으로 예상된다.

SK 건설 주요 재무현황

(단위: 억원, %)

구분	매출액	영업이익	지배주주순이익	자본총계	순부채	ROE	부채비율	유동비율
1Q10	7,393	275	121	8,548	5,515	1.4	298.7	112.1
2Q10	11,444	949	19	8,621	6,373	0.2	312.4	107.2
3Q10	11,646	397	161	9,042	10,041	1.8	309.1	107.6
4Q10	16,043	766	94	8,990	7,313	1.0	290.8	113.0
1Q11	11,617	245	265	9,309	10,574	2.9	297.5	119.8
2Q11	14,545	246	276	9,584	8,009	2.9	292.5	117.7
3Q11	15,812	1,237	92	9,988	11,468	0.9	299.0	115.3
4Q11	21,971	-659	216	11,912	10,698	2.0	251.4	124.5
1Q12	17,881	266	259	12,510	14,223	2.1	254.0	132.9
2Q12	19,043	495	104	12,637	13,690	0.8	278.3	137.3
3Q12	18,957	33	-12	12,522	15,567	-0.1	278.1	138.4
4Q12	19,487	216	-248	11,896	10,838	-2.0	280.0	134.6
1Q13	15,208	-2,438	-1,767	11,326	14,395	-15.2	314.6	143.7
2Q13	19,300	-180	-320	11,116	12,242	-2.9	343.5	138.5
3Q13	18,598	-529	-767	9,880	14,624	-7.3	392.7	135.6
4Q13	21,947	-1,758	-2,075	11,468	10,740	-19.4	326.2	142.3
1Q14	16,799	107	-239	11,236	11,873	-2.1	355.3	136.6
2Q14	20,203	438	44	12,369	9,222	0.4	343.0	127.5
3Q14	20,615	66	39	12,790	9,610	0.3	331.5	126.3
4Q14	27,155	-202	-1,621	12,347	6,432	-12.9	331.9	120.0
1Q15	20,162	362	19	14,339	1,516	0.2	303.3	120.2
2Q15	21,480	50	48	14,626	3,691	0.3	281.2	118.0
3Q15	22,478	208	106	13,709	3,917	0.8	301.6	113.1
4Q15	23,106	125	112	13,073	4,384	0.8	311.0	116.3
1Q16	16,738	457	191	12,992	7,514	1.5	307.0	114.6
2Q16	18,666	870	160	13,413	6,717	1.2	279.0	118.9
3Q16	16,919	595	176	12,714	5,284	1.4	280.3	115.5
4Q16	19,498	274	348	13,717	4,113	2.6	262.1	115.1
1Q17	14,693	442	180	13,623	1,403	1.3	279.0	108.9
2Q17	14,740	474	190	13,039	3,842	1.4	254.2	107.2
3Q17	16,283	481	400	13,329	905	3.0	268.7	116.6

자료: Quantwise

SK 건설 2017 년 주요 수주 리스트

수주 일시	수주 내용	발주처	수주 금액	비고
2017.01	길이 3.6km 현수교와 연결 도로 건설	터키 정부	3조 5000억 원 (103.5억 리라)	대림산업, 리마크(터키), 야프메르케지(터키)와 컨소시엄 구성하여 입찰 각 사가 지분 25%씩 보유
2017.02	고성하이화력발전소 2기 건설	고성그린파워	3조 7000억 원	서희건설과 컨소시엄 구성, 지분은 SK건설이 90%(3.3조), 서희건설이 10%(3700억)
2017.03	이란 내 가스복합화력 발전소 5기 건설 및 운영	UNIT 그룹	4조 1440억 원 (34억 유로)	공사비 25억 유로, 총사업비 34억 유로 SK 건설은 발전소 운영에 대해 30%의 지분을 가짐
2017.08	이란 정유공장 현대화 사업	타브리즈 (민영정유회사)	1조 7,000억 원 (16억 달러)	현지 건설사 ODCC와 컨소시엄 구성해 참여
2017.12	파키스탄 칸디아강 수력 민자발전 사업	ATL	1조 6,000억 원 (144억 달러)	SK건설이 지분 89%를 보유하고 발주사인 현지 에너지 기업 ATL이 나머지 11% 보유

자료 SK 증권

주요 건설업체 밸류에이션 비교

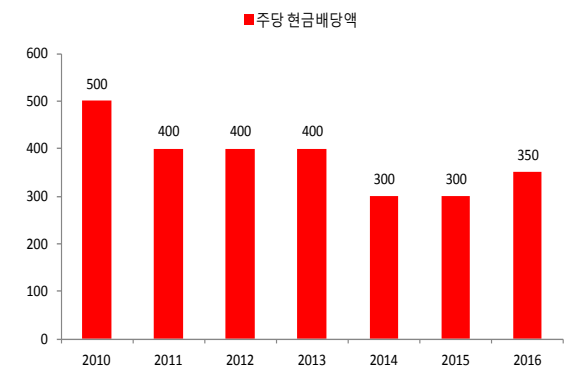
업체명	시가총액	PER			EV/EBITDA			PBR			ROE		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
현대건설	40,422	8.3	9.5	6.8	2.9	2.1	1.6	0.8	0.6	0.6	9.4	7.6	9.2
현대산업	29,626	11.1	7.1	6.6	6.3	4.3	3.4	1.3	1.0	0.8	12.7	15.6	15.0
대림산업	28,397	12.7	5.1	5.4	7.3	4.7	3.9	0.7	0.6	0.6	5.9	12.2	10.5
삼성엔지니어링	25,382	54.3	118.3	21.6	17.1	20.6	12.3	2.0	2.5	2.2	2.8	2.0	11.0
대우건설	24,730	-2.9	4.6	4.7	-4.8	4.4	3.9	1.0	1.0	0.8	-31.1	22.7	18.2
GS건설	20,284	-73.0	122.8	7.3	17.3	7.7	4.5	0.6	0.6	0.6	-0.6	0.5	8.7
아이에스동서	10,604	6.1	4.8	8.3	5.2	3.4	3.2	1.5	-	-	27.9	21.4	10.6
태영건설	8,251	2,826.5	5.2	2.9	7.2	-	-	0.5	0.8	0.6	0.1	14.5	20.9
동원개발	4,463	4.0	4.2	4.3	2.0	1.4	1.6	0.8	0.8	0.7	21.4	19.7	16.3
금호산업	3,388	9.5	5.9	5.3	5.7	10.5	8.2	1.1	0.9	0.8	12.0	17.5	15.8

자료 Quantwise

SK 케미칼은 2016 년에 주당 350 원의 현금배당을 실시하였다. 배당성향은 10.3%이다. 배당수익률이 높지는 않지만, 분할 전 자기주식 매각, 소각을 실행했던 것처럼 분할 이후에도 주주친화적인 정책을 유지할 가능성이 높다. 지주회사 전환 이후 SK 디스커버리는 주주친화 정책의 일환으로 배당성향을 지속적으로 높여나갈 것으로 예상된다.

SK 케미칼 주당 현금배당액 추이

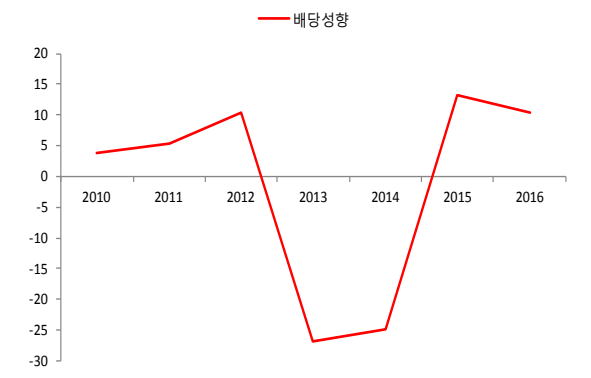
(단위: 원)



자료: Quantwise

SK 케미칼 배당성향 추이

(단위: %)



자료: Quantwise

4. SK 디스커버리 NAV

순수지주회사인 SK 디스커버리의 기업가치는 보유지분가치와 브랜드가치로 구성된다. 하지만 SK 디스커버리의 경우 브랜드로열티를 SK 에 지급하고 있기 때문에 사실상 보유지분가치가 SK 디스커버리의 기업가치가 된다. SK 디스커버리가 보유하고 있는 지분은 SK 가스(45.6%), SK 선택(100%), SK 플라즈마(60%), SK 건설(28.3%) 등이 있는데 총 지분가치는 1 조 602 억원이다. 별도기준 SK 디스커버리는 순차입금 1,747 억원(현금 300 억원, 사채 2,047 억원)을 보유하고 있다. 이를 차감한 SK 디스커버리의 NAV는 8,855 억원이다.

SK 디스커버리 보유 지분가치

(단위: 억원)

업체명	지분율	시가총액	장부가치	NAV
SK가스	45.6%	8,393	1,841	3,827
SK선택	100.0%		1,037	1,037
SK플라즈마	60.0%		1,804	1,804
SK건설	28.3%		3,364	3,364
기타				569
합계				10,602

자료: SK 증권

자회사 할인율에 따른 SK 디스커버리 NAV 변동

(단위: 억원)

자회사 할인율	SK디스커버리 자회사 가치	순차입금	SK디스커버리 NAV
0%	10,602	1,747	8,855
5%	10,072	1,747	8,325
10%	9,542	1,747	7,795
15%	9,012	1,747	7,265
20%	8,482	1,747	6,735
25%	7,951	1,747	6,205
30%	7,421	1,747	5,675

자료: SK 증권

주요 제약 지주회사 밸류에이션

업체명	시가총액	PER		EV/EBITDA		PBR		ROE		배당수익률	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
JW홀딩스	5,222	2802.8	-60.3	19.1	15.7	5.0	4.7	0.1	-5.3	0.5	0.84
한미사이언스	70,999	42.2	449.7	31.5	157.6	12.8	5.5	35.4	1.3	0.38	0
코스맥스비티아이	3,208	82.5	23.4	34.3	12.8	2.4	1.2	3.4	7.3	0.19	0.53
동아쏘시오홀딩스	7,765	16.9	5.5	8.1	5.2	1.6	1.1	11.7	23.8	0.59	0.64
종근당홀딩스	3,602	30.5	11.1	10.7	4.6	1.6	0.9	10.7	9.2	1.08	2.03
휴온스글로벌	5,739	38.9	0.6	50.0	9.1	7.8	1.1	18.9	151.8	0.5	1.14
일동홀딩스	1,595	29.6	1.7	53.9	22.3	1.7	1.7	6.3	116.5	1.21	0.58
제일파마홀딩스	1,586	66.1	171.6	23.3	55.0	2.3	4.7	4.1	-	0.14	0.08

자료: Quantwise

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미
talmi@sk.com
02-3773-9952

Company Data

자본금	651 억원
발행주식수	1158 만주
자사주	- 만주
액면가	5,000 원
시가총액	- 억원
주요주주	
최창원	18.5%

외국인지분률	8.4%
배당수익률	-

Stock Data

주가(18/01/04)	- 원
KOSPI	2466.46 pt
52주 Beta	-
52주 최고가	- 원
52주 최저가	- 원
60일 평균 거래대금	- 억원

SK 케미칼 (285130/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

내일을 위해 준비된 기업

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원으로 커버리지를 개시함. 동사의 목표주는 영업가치와 혈우병 치료제 및 국내백신에 대한 신약가치를 나누어 sum of the parts 방식으로 산정됨. 가장 큰 투자포인트는 1) 2018 년 본격적인 대상포진 백신 매출 창출에 이어 2019 년 수두백신, 독감백신 수출 등 2019 년까지 이어지는 백신 신약 출시의 라인업이 매력적이며, 2) CSL 로 기술수출된 앱스틸라의 로열티 인식이 2018 년부터 본격화된다는 점이다. 2018 년 연간실적은 매출액 1 조 3,668 억원, 영업이익 812 억원 시현이 전망된다.

투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원으로 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 110,000 원은 영업가치와 신약가치를 나누어 합산한 sum of the parts 방식으로 산정되었다. 영업가치는 Green Chemical 사업과 Life Science 사업부를 나누어 각각의 업종평균 EV/EBITDA 멀티플을 적용하여 산정되었다. 신약가치는 혈우병치료제와 국내백신을 현재가치로 각각 나누어 산정하였고 목표 시가총액은 1.2 조원이다.

핵심 투자포인트는 대상포진 백신과 앱스틸라의 로열티 인식

동사의 가장 큰 투자포인트는 백신부분과 앱스틸라의 로열티 인식이다. 백신부분에서는 2017 년 12 월에 출시된 대상포진 백신이 2018 년에 온기로 반영되면서 200 억원의 신규매출이 창출, 이에 따른 전체 백신매출 성장세를 견인할 전망이다. 대상포진 이외에도 독감백신 3 가, 4 가가 WHO PO 인증 절차를 거치고 있어 2019 년에는 개발도상국으로 수출이 가능할 전망이다. 현재 임상 3 상 중인 수두백신은 2018 년말에 허가 예정, 2019 년부터는 시판 예정에 있어 2018 년 대상포진 백신에 이어 2019 년까지 이어지는 백신 신제품 출시의 라인업이 매력적이다. 또한 CSL 로 기술수출된 4 세대 혈우병 치료제 앱스틸라는 2018 년부터 본격적인 로열티 발생이 예상되어 긍정적이다.

2018 년부터는 본격적인 제약회사로 거듭나게 되는 한해

동사의 2018 년 실적은 매출액 1 조 3,668 억원, 영업이익 812 억원을 시현할 전망이다. 2018 년 매출 성장은 수지부문과 백신부문이 견인할 전망이다. 수지부문에서는 2017 년에 6 만톤으로 새롭게 증설된 공장에서 가동률 상승에 따른 매출 성장세가 예상된다. 백신부문에서는 2017 년에 출시된 대상포진 백신이 2018 년에 온기로 반영되면서 연간 200 억원 수준의 매출액이 발생될 예정이다.

(1) 투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원으로 커버리지 개시

분할신설법인 SK 케미칼에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 110,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 110,000 원은 영업가치와 신약가치를 나누어 합산한 sum of the parts 방식으로 산정되었다. 영업가치는 Green Chemical 사업과 Life Science 사업부를 나누어 각각의 업종평균 EV/EBITDA 멀티플을 적용하여 산정되었다. 신약가치는 혈우병치료제와 국내백신을 현재가치로 각각 나누어 산정하였다. 산정된 목표 시가총액은 1.2 조원이다.

SK 케미칼 신설법인 Valuation Table

구분	내용	비고
영업가치(억원)	Green Chemical Biz	4,968.7
	2018년 EBITDA	828.1
	EV/EBITDA(배)	6 화학업종 과거 3년 평균 multiple
	Life Science Biz	6,681.6
	2018년 EBITDA	334.1
	EV/EBITDA(배)	20 제약업종 과거 3년 평균 multiple
	Total 영업가치	11,650.3
신약가치(억원)	혈우병치료제	2,013.7
	국내백신	3,668.0
	Total 파이프라인가치	5,681.7
합산가치(억원)		17,332.0
순차입금(억원)		5,219.9
최종가치(억원)		12,112.1
주식수 (주)		11,579,852
주당가치(원)		104,596
목표주가(원)		110,000

자료: SK 케미칼, SK 증권 추정치

혈우병 치료제 현재가치 산정 Table

(단위: 백만달러, 억원 %, 원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
혈우병 A 치료제		6700	7035.0	7457.1	7979.1	8537.6	9135.3	9774.7	10459.0	11191.1	11974.5	12812.7	13709.6	14669.2
시장규모 (백만달러)														
성장률			5.0%	6.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
앱스틸라 점유율(%)				4.0%	5.0%	7.0%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
앱스틸라 매출액				298.3	399.0	597.6	822.2	977.5	1045.9	1119.1	1197.4	1281.3	1371.0	1466.9
제조수익				89.5	119.7	179.3	246.7	293.2	313.8	335.7	359.2	384.4	411.3	440.1
러닝로열티 5.0%				14.9	19.9	29.9	41.1	48.9	52.3	56.0	59.9	64.1	68.5	73.3
앱스틸라 이익				104.4	139.6	209.2	287.8	342.1	366.1	391.7	419.1	448.4	479.8	513.4
법인세율 21.0%														
앱스틸라 순이익				82.5	110.3	165.2	227.3	270.3	289.2	309.4	331.1	354.3	379.1	405.6
할인율 7.0%														
현재 가치	1830.6			77.1	96.3	134.9	173.4	192.7	192.7	192.7	192.7	192.7	192.7	192.7
환율	1100.0													
원화가치(억원)	2013.7													

자료 SK 증권

국내백신치료제 현재가치 산정 Table

(단위: 억원 %, 원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
국내 백신시장규모	3890	4201.2	4537.3	4854.9	5194.8	5506.4	5836.8	6187.0	6558.3	6951.7	7368.9	7811.0	8279.6	8776.4
성장률		8%	8%	7.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
SK케미칼 점유율(%)			20.0%	30.0%	30.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
SK케미칼 백신 매출액				1456.5	1558.4	1927.3	2042.9	2165.5	2295.4	2433.1	2579.1	2733.8	2897.9	3071.7
SK케미칼 백신 영업이익 30.0%				436.9	467.5	578.2	612.9	649.6	688.6	729.9	773.7	820.2	869.4	921.5
법인세율 21.0%														
SK케미칼 백신 순이익				345.2	369.3	456.8	484.2	513.2	544.0	576.6	611.2	647.9	686.8	728.0
할인율 8.0%														
현재 가치	3668.0			319.6	316.7	362.6	355.9	349.3	342.8	336.5	330.2	324.1	318.1	312.2

자료 SK 증권

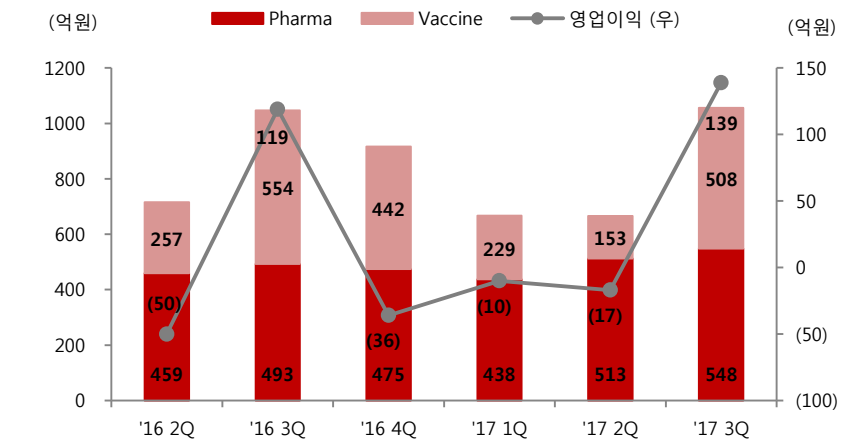
(2) 투자포인트

동사에 대한 첫번째 투자포인트는 2018 년 백신부분 매출 증가에 따른 Life Science 부분의 실적개선세이다. 동사의 전체 매출에서 Life Science 부분이 차지하고 있는 비중은 2017 년 3 분기 기준 30%이다. Life Science 사업부는 크게 제약과 백신으로 나뉜다. 제약부문은 과거 구조조정을 거치면서 경쟁력 없는 제품을 퇴출시켰다. 그러면서 매출은 줄어들었으나 매출채권 회전율은 좋아졌고 2017 년부터는 도입의약품이 늘어나면서 2 분기 매출성장세가 회복중에 있다. 이익률도 미드 싱글 수준을 기록하고 있다. 그럼에도 불구하고 백신부분 때문에 Life Science 전체적으로는 적자가 발생되었다. 하지만 2017 년부터 턴어라운드를 시작하여 2018 년에는 본격적인 이익발생이 예상되며, 분할 전 기준으로 3.0% 수준이던 영업이익률은 2018 년에 2.0%p 상승한 5.0%를 기록할 전망이다.

2018 년 이익개선세를 예상하는 가장 큰 이유는 대상포진 백신 출시이다. 현재 국내에 판매되고 있는 대상포진 백신은 독십자에서 유통하는 MSD 의 ‘조스터박스’이다. 대상포진은 피부에 발진과 수포를 일으켜 극심한 통증을 유발하는 질환인데 수두 바이러스가 사람 신경에 잠복해 있다가 면역력이 떨어지는 시기에 증상을 일으킨다. 초기에 치료하지 않으면 통증이 오래가고, 바이러스가 뇌신경에 들어가기 되면 뇌수막염과 같은 합병증을 일으킬수 있어 예방이 중요하다. 대상포진 백신 국내 시장규모는 800 억원이고 전세계 시장규모는 7,400 억원 수준이다. 국내에서는 2013 년부터 MSD 의 조스터박스가 시장의 대부분을 독점하였다. 접종 비용은 회당 15 만원 ~ 20 만원 수준이다.

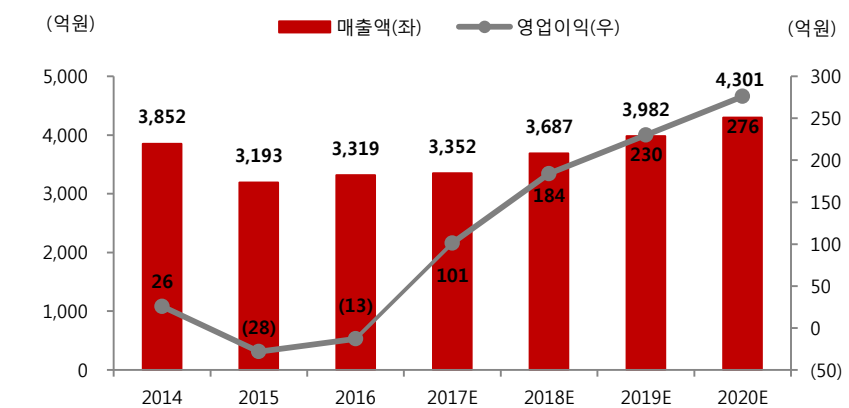
동사의 대상포진 백신 ‘스카이조스터’는 2017 년 9 월 국내 시판허가 이후 12 월 20 일 부터 국내 병,의원으로 본격적인 공급이 시작되었다. 후발주자이고 수입에 따른 물류비가 없기 때문에 가격대는 조스터박스보다는 소폭 낮게 형성될 가능성이 높지만 시판 초기라 마케팅에 주력하면서 2018 년 10 ~ 20%의 시장점유율이 가능할 것으로 판단된다. 중장기적으로는 시장점유율 50%까지 타겟하고 있다.

Life Science 사업부 분기별 실적추이



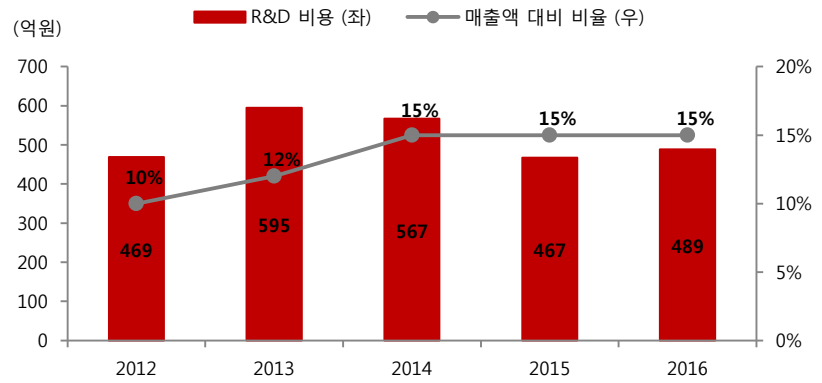
자료: SK 케미칼, SK 증권

Life Science 사업부 연도별 실적추이



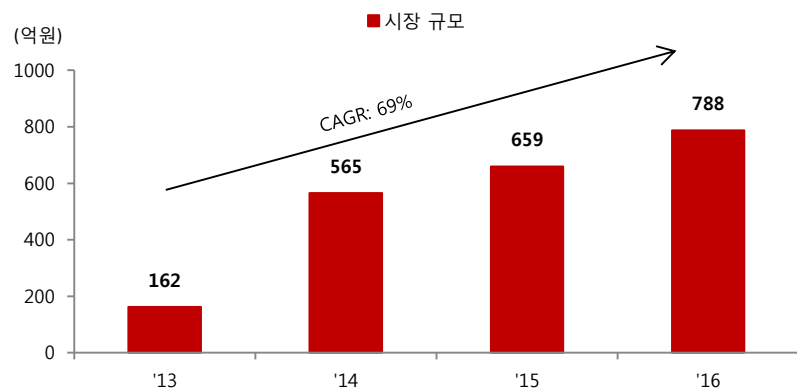
자료: SK 케미칼, SK 증권

SK 케미칼의 연도별 R&D 비용 추이



자료: SK 케미칼, SK 증권

국내 대상포진 백신 시장은 큰 폭으로 증가추세



자료: SK 케미칼, SK 증권

Life Science 사업부의 분기별 실적을 보면 3 분기가 성수기인데 그 이유는 독감백신 때문이다. 동사는 2015 년에 세계 최초로 세포배양 독감백신을 출시하였는데, 기존의 유정란 방식과는 다르게 계란을 사용하지 않고 첨단 무균 배양기를 통해 백신을 생산하기 때문에 항쟁제나 보존제 투여를 하지 않아도 되는 장점이 있다. 또한 생산기간이 유정란 방식보다 짧아 신종플루 같은 변종 독감에도 신속히 대응이 가능하다.

현재 국내에서 판매되고 있는 동사의 독감백신은 3 가와 4 가 백신이 있다. 연간 400 억원에서 500 억원 수준의 매출액을 시현중에 있는데 두제품 모두 WHO 에 PQ 프로세스를 진행 중에 있어 2019 년부터는 개발도상국으로 수출이 가능하며 향후, 동사의 백신 매출성장에 큰 기여를 할 것으로 전망된다.

또한 현재 국내 임상 3 상 중인 수두백신이 2018 년말에는 허가가 예상되고, 2019 년부터 국내 시판에 들어갈 예정에 있어서 동사의 백신부분 매출은 장기적으로 크게 성장할 것으로 판단된다. 백신제품 출시에 발맞춰 동사는 안동에 연 5,000 억원 수준의 capa 를 보유한 공장을 지었고 모든 백신은 이 공장에서 생산되고 있다. 이 공장의 capex 는 2,000 억원 수준으로 연간 감가상각비가 130 억원이다. 현재 백신사업부의 적자는 대부분 감가상각비 때문에 발생되고 있다. 하지만 2018 년 대상포진 백신, 2019 년 수두백신 출시와 독감백신 해외수출로 매출성장세가 상승하면서 고정비 축소에 따른 백신부분 이익개선세가 충분히 가능할 것으로 판단된다. 따라서 2018 년 대상포진 백신, 2019 년 수두백신, 독감백신 해외수출로 이어지는 백신 신약 출시 라인업이 동사의 가장 큰 투자포인트인 것으로 판단된다.

SK 케미칼의 R&D 파이프라인 현황

Development Status					
	Phase I/II	Phase III	BLA	Approved	국내시장규모 ¹⁾
Cell culture flu trivalent				■	1,700억
Cell culture flu quadrivalent				■	
폐렴구균 백신(PCV)		■ Infant		■ Elderly	1,200억
대상포진 백신(Zoster)				■	800억
수두 백신 (Varicella)		■			
소아장염 백신(Rota virus)	■				400억
장티푸스 백신 (TCV)	IND for phase I in October 2015				
자궁경부암 백신(HPV Vaccine)	■				650억

자료: SK 케미칼, SK 증권

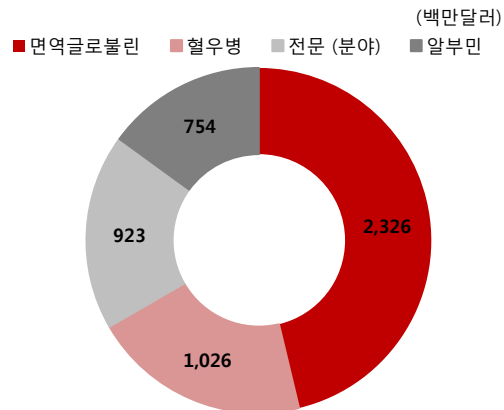
두번째 투자포인트는 CSL 로 기술수출된 앵스틸라의 로열티 인식에 따른 실적 상승세. 앵스틸라는 혈우병 치료제로 투여 횟수를 줄여주는 Long-acting 제품이다. 2009 년 전 임상 단계에서 CSL 에 기술수출이 되었으며 계약당시에 마일스톤 250 억원과 로열티를 받기로 하였다. 2016 년 5 월 미국 FDA, 2017 년 1 월 EU EMA 판매허가 승인이 완료되었고 4 월에는 호주 승인이 완료되었으며 현재 글로벌 혈액제제 1 위 업체인 CSL 이 글로벌 판매를 진행 중에 있다.

혈우병은 혈액 응고인자 결핍으로 인한 출혈성 질환이다. 혈액 내 응고인자들은 I ~ XIII 인자들로 구성되어 있으며 혈우병은 해당 인자의 유전자 결함으로 발생된다. 혈우병 A 는 VIII 인자 결핍이 원인이며 혈우병 B 는 IX 인자 결핍으로 인해 발생된다. 전세계적으로 약 70 만명 이상의 혈우병 환자가 추산되고 국내에는 약 2,000 명의 환자가 등록되어 있다. 치료는 부족한 응고 인자를 보충해 주는 방식으로 이뤄지는데 현재 VIII 인자와 IX 인자 제제가 사용되고 있다. 간혹 항체가 생기는 경우에는 우회인자를 투여하기도 한다.

동사의 제품은 혈우병 A 치료제로 유전자재조합 VIII 인자 치료제이다. 현재의 치료제들은 혈우병을 완치시키지 못하기 때문에 혈액 응고인자를 지속적으로 투여해줘야 한다. 따라서 환자들의 삶의 질 개선을 위해서는 치료제가 안전하고 반감기가 길어야 하며 보다 편리한 방법으로 투여할 수 있어야 한다. 동사의 앵스틸라는 이러한 불편함을 덜고자 반감기를 늘린 4 세대 제품으로 기존 3 세대 제품은 주 3~4 회 주사투여인 반면, 동사의 제품은 주 2 회 주사제형으로 투여된다. 최근 추세는 3 세대대에서 4 세대로 넘어가고 있는데 2016 년에 출시된 바이오젠의 엘록테이트의 경우 3,000 억원의 매출을 실현하였고 2017 년 3 분기까지는 5,000 억원의 글로벌 매출이 예상되는 만큼 4 세대 제품에 대한 수요가 굉장히 큰 상황이다. 따라서 앵스틸라도 바이오젠의 엘록테이트 만큼은 아니더라도 혈우병 치료제의 세대 교체에 따른 수요증가로 매출창출이 가능할 것으로 판단된다.

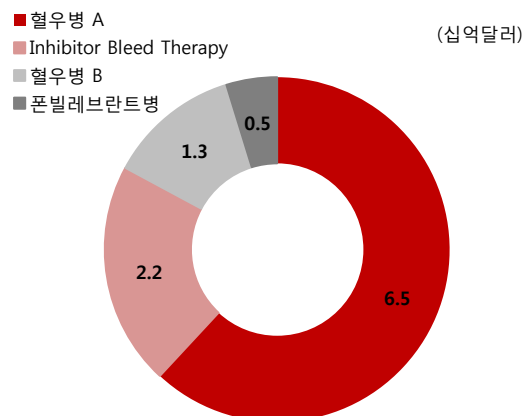
글로벌 판권을 보유한 CSL 측에서는 2017 년 8 월에 발간된 Annual Report 에서 기존 치료제였던 3 세대 제품인 바이엘의 헬릭세이트 계약이 종료되면서 헬릭세이트(2016 년 매출액 4,000 억원 기록)를 앵스틸라로 교체한다고 발표하였다. 이에 따라 2018 년 부터는 본격적인 앵스틸라 글로벌 매출 증가로 인한 로열티 인식이 가능할 전망이다. 아직까지는 미미한 수준이긴 하지만 2018 년 중으로 의미있는 로열티 인식이 실현될 것으로 예상된다.

혈액제제 업체인 CSL Behring의 매출구조



자료: SK 케미칼, SK 증권

혈우병 치료제 전세계 시장규모는 총 105 억달러 수준



자료: SK 케미칼, SK 증권

혈우병 A 치료제 개발 현황

제품명	개발 단계	제작사
AFSTYLA(NBP601)	허가완료	CSL Behring
Eloctate	상용화	Biogen Idec
N8-GP	임상 3상	Novo Nordisk
BAX 855	상용화	Baxter
BAY 94-9027	임상 3상	Bayer

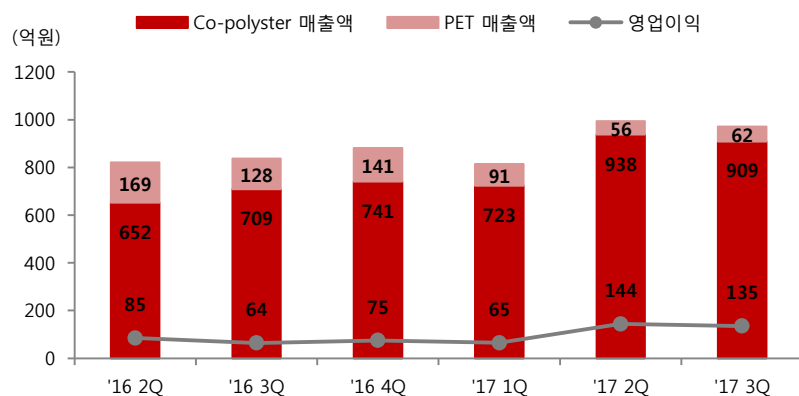
자료: SK 케미칼, SK 증권

세번째 투자포인트는 수지사업부의 co-polyester 증설공장 가동률 상승에 따른 레버지리 효과로 이익개선세가 나타날 것이라는 점이다. 기존 공장의 capa는 12만톤이었는데 풀가동에 따른 증설이 2017년에 완료, 4월부터 6만톤이 새롭게 가동되었다(총 18만톤 capa = 매출 기준 4,000억원). 2017년 가동이 시작되면서 초기 가동이라 이익개선세는 더딜 것으로 전망하였으나 예상보다 영업레버리지 효과가 빠르게 나타나고 있다. 2017년에 새로이 증설된 6만톤에서 이미 가동률이 50%가 나왔고 2018년부터는 5만톤(가동률 80% 이상)까지 가동될 것으로 전망되고 있다.

동사의 고기능성 Co-polyester(PETG, 제품명 Skygreen)는 환경호르몬인 비스페놀 A를 함유하지 않은 친환경 소재로 투명성과 내화학성이 우수하여 기존 플라스틱 소재를 대체해나가고 있다. 특히나 빛투과율이 좋아 거의 유리와 같이 투명하고 환경호르몬이 검출되지 않기 때문에 대부분 화장품 용기, 의료기기, 식품용기 등에 많이 사용된다. 따라서 플라스틱을 안전한 제품으로 대체하려는 수요와 중국향 화장품 용기 수요 증가에 따른 실적개선세가 2018년에도 지속될 전망이다.

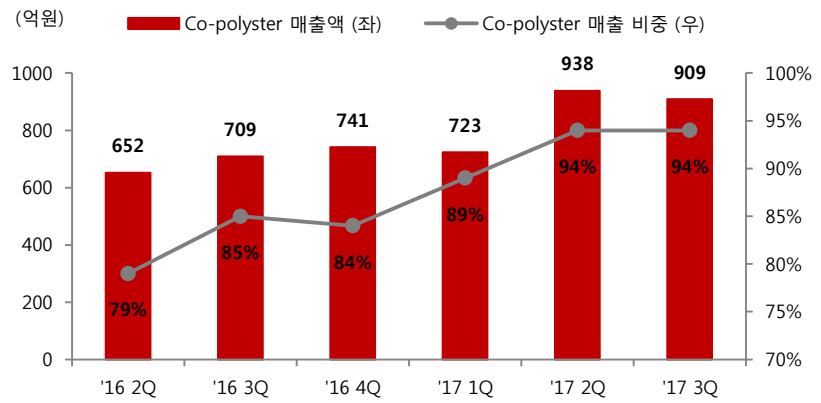
2016년 연간 9.4%를 기록한 수지사업부의 영업이익률은 2017년 2분기에는 13.8%까지 상승하면서 공장 증설에 따른 이익개선세가 뚜렷이 나타나고 있다. 동사는 co-polyester의 주요 원료인 CHDM 생산설비부터 co-polyester 수지생산 라인까지 이르는 수직계열화를 구축하였고 증설된 공장의 가동률 상승을 감안하면 2018년 수지사업부의 영업이익은 분할전 기준으로 전년대비 0.5%p 상승한 12.1%를 기록할 전망이다.

수지사업부 분기별 실적추이



자료 SK케미칼, SK증권

Co-polyester 분기별 실적추이

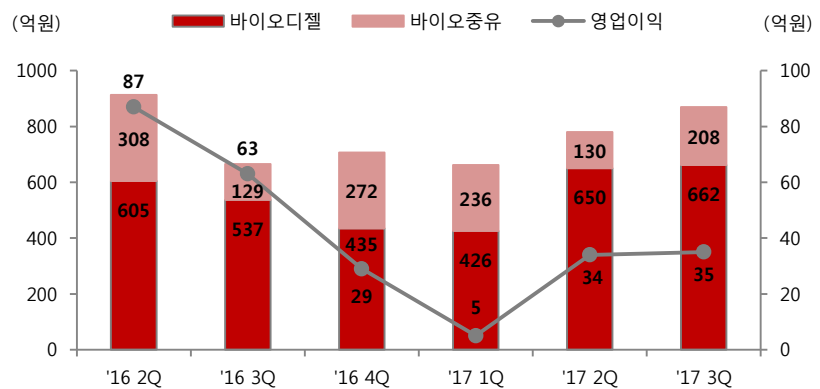


자료 SK 케미칼, SK 증권

수지 사업부 이외에도 바이오 사업부에서는 정부의 바이오디젤 혼합비율 상승유로에 따른 안정적인 실적 성장세가 예상된다. 동사의 바이오 디젤은 기존 석유 기반 디젤을 대체하는 연료로 급부상하고 있는 차세대 친환경 에너지로, 식물성 유지와 메탄올을 반응시켜 생산되는 메틸에스터이다. 동사는 연 16 만톤의 설비에서 생산되는 자체 브랜드 바이오디젤 ECOPRIME 을 2008 년 1 월부터 주요 정유사에 공급하고 있다.

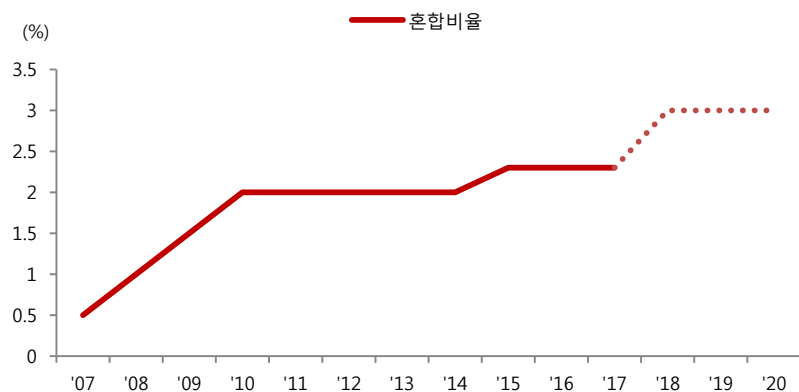
정부는 환경오염을 줄이기 위해 경유에 바이오디젤을 일정 부분 혼합하도록 규정하고 있다. 그런데 그 비율이 2017 년까지 2.5%에서 2018 년 ~ 2020 년에는 3.0%로 확대된다. 따라서 2018 년 바이오부문의 안정적인 매출 성장이 예상된다.

바이오 부문 분기별 실적추이



자료: SK 케미칼, SK 증권

바이오디젤 혼합비율 추이



자료: SK 케미칼, SK 증권

(3) 2018 년은 본격적인 제약회사로 거듭나는 한해

동사의 2018 년 실적은 매출액 1 조 3,668 억원, 영업이익 812 억원을 시현할 전망이다. 2018 년 매출 성장은 특히 수지부문과 백신부문이 견인할 전망이다. 수지부문에서는 2017 년 6 만톤으로 새롭게 증설된 공장에서 가동률 상승에 따른 매출 성장세가 예상된다. 백신부문에서는 2017 년 12 월에 출시된 대상포진 백신이 2018 년에 온기로 반영되면서 연간 200 억원 수준의 신규 매출액이 발생될 예정이다. 2018 년 영업이익은 수지부문에서의 매출성장세에 따른 영업레버리지 효과 및 백신부문에서 대상포진 백신 매출 성장에 따른 이익성장세가 반영될 것이다. 영업이익률은 전년대비 0.7%p 개선된 5.9%를 기록할 것으로 전망된다.

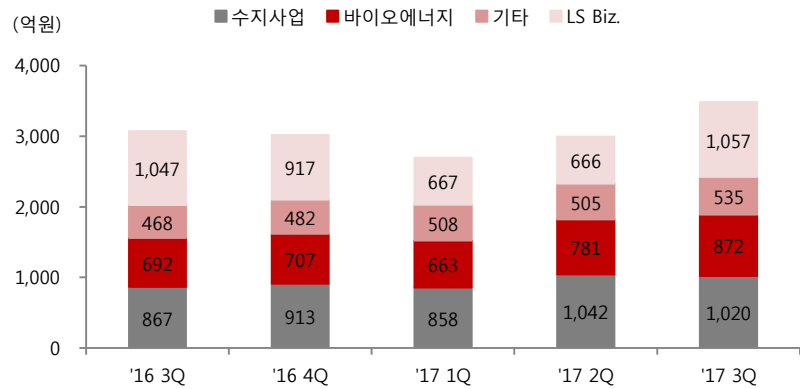
실적전망 Table

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,696.2	2,994.3	3,484.4	3,178.6	2,992.1	3,322.2	3,846.4	3,506.8	11,466.3	12,353.5	13,667.5	15,079.1
Green Chemicals	2,028.3	2,327.9	2,426.3	2,215.1	2,257.4	2,589.3	2,682.6	2,447.1	8,144.4	8,997.6	9,976.3	11,092.9
수지	858.0	1,042.2	1,019.7	959.0	978.1	1,156.9	1,152.3	1,083.6	3,404.9	3,878.9	4,370.9	4,939.1
바이오에너지	663.2	781.0	872.2	742.2	729.5	898.2	968.1	823.8	2,888.9	3,058.6	3,419.6	3,830.0
정밀화학	327.8	346.4	348.6	326.2	360.6	367.1	366.0	342.5	1,187.0	1,348.9	1,436.2	1,536.8
UT/기타	180.2	159.1	186.9	187.7	189.2	167.1	196.2	197.1	666.8	713.9	749.5	787.0
Life Science	667.1	665.5	1,057.1	962.5	733.8	732.1	1,162.8	1,058.7	3,318.6	3,352.2	3,687.4	3,982.4
영업이익	112.0	136.4	301.6	92.2	131.0	169.3	351.3	160.6	473.2	642.2	812.2	960.7
Green Chemicals	121.6	153.2	163.1	103.1	138.2	169.3	185.0	135.6	486.1	541.0	628.1	730.6
수지	65.3	144.3	134.8	103.7	81.6	158.7	155.1	134.8	321.6	448.1	530.2	627.3
바이오에너지	5.1	33.6	35.2	27.4	5.4	35.3	36.9	28.7	214.6	101.3	106.3	111.7
정밀화학	(1.0)	2.3	(8.6)	(11.5)	(1.0)	2.3	(8.6)	(11.5)	(29.8)	(18.8)	(18.8)	(18.8)
UT/기타	71.0	(9.1)	20.4	(10.7)	71.0	(9.1)	20.4	(10.7)	71.3	71.5	71.5	71.5
Life Science	(9.6)	(16.8)	138.6	(10.9)	(7.2)	0.0	166.3	25.0	(13.0)	101.3	184.1	230.1
세전이익	470.2	98.1	213.1	1.0	61.6	101.0	238.2	77.0	99.4	782.4	477.9	635.7
순이익	461.7	(264.2)	158.8	0.7	46.7	76.6	180.6	58.4	116.9	357.0	362.3	481.9
성장률YoY(%)												
매출액	9.8	2.6	13.4	5.3	11.0	11.0	10.4	10.3	10.3	7.7	10.6	10.3
영업이익	37.5	26.2	17.6	239.9	16.9	24.1	16.5	74.2	155.9	35.7	26.5	18.3
세전이익	238.7	139.9	23.6	흑전	(86.9)	3.0	11.8	7,939.2	(54.1)	687.3	(38.9)	33.0
순이익	240.8	(939.9)	3.4	흑전	(89.9)	(129.0)	13.7	7,939.2	(90.3)	205.5	1.5	33.0
수익률(%)												
영업이익	4.2	4.6	8.7	2.9	4.4	5.1	9.1	4.6	4.1	5.2	5.9	6.4
세전이익	17.4	3.3	6.1	0.0	2.1	3.0	6.2	2.2	0.9	6.3	3.5	4.2
순이익	17.1	(8.8)	4.6	0.0	1.6	2.3	4.7	1.7	1.0	2.9	2.7	3.2

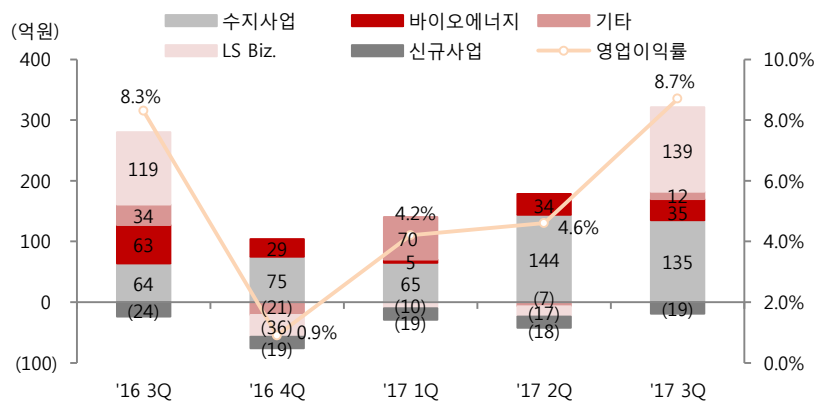
자료: SK 케미칼, SK 증권 추정치

SK 케미칼의 사업부별 분기 매출액 추이



자료 SK 케미칼, SK 증권

SK 케미칼의 사업부별 분기 영업이익 추이



자료 SK 케미칼, SK 증권

분할 전, 후 별도재무제표

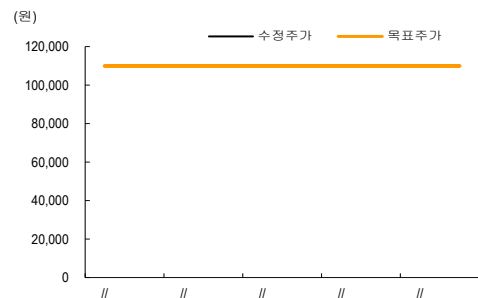
(단위: 백만원)

구 분	분할 전	분할 후	
		분할존속회사 SK디스커버리 주식회사	분할신설회사 SK케미칼 주식회사
자산			
I. 유동자산	554,631	32,589	522,042
현금및현금성자산	110,337	30,000	80,337
매출채권및기타채권	227,284	171	227,113
재고자산	209,258	-	209,258
기타유동자산	7,751	2,418	5,333
II. 비유동자산	1,971,783	864,961	1,117,723
장기금융자산	11,948	11,498	450
장기대여금	-	-	-
보증금	4,492	84	4,408
관계기업투자주식	388,483	383,393	5,091
종속기업투자주식	630,280	468,929	161,352
유형자산	799,276	91	799,186
무형자산	47,996	966	47,030
투자부동산	88,812	-	88,812
기타비유동자산	495	-	495
이연법인세자산	-	-	10,901
자산총계	2,526,414	897,549	1,639,766
부채			
I. 유동부채	609,001	12,988	596,013
매입채무및기타채무	226,234	1,038	225,197
단기차입금	111,437	-	111,437
유동성장기부채	242,846	-	242,846
미지급법인세	11,929	11,929	-
기타유동부채	12,155	22	12,133
유동성충당부채	4,400	-	4,400
II. 비유동부채	559,441	249,644	320,698
사채	459,007	204,681	254,327
장기차입금	41,992	-	41,992
확정급여부채	13,545	1,435	12,109
기타비유동부채	8,642	-	8,642
이연법인세부채	32,627	43,528	-
충당부채	3,628	-	3,628
부채총계	1,168,442	262,632	916,711
자본			
I. 자본금	135,602	70,409	65,193
II. 자본잉여금	381,079	231,628	657,863
III. 기타자본항목	-	-508,411	-
IV. 기타포괄손익누계액	3,047	3,047	-
V. 이익잉여금	838,244	838,244	-
자본총계	1,357,972	634,917	723,055
자본과부채총계	2,526,414	897,549	1,639,766

주: 2017년 12월 1일 기준

자료: SK 케미칼, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.1.5 (담당자 변경)	매수	110,000원	6개월		
2016.9.1	매수	93,000원	6개월		



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 5일 기준)

매수	89.26%	중립	10.74%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

memo
