

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

Company Data

자본금	652 억원
발행주식수	1,304 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,469 억원
주요주주	
SK디스커버리(외11)	36.66%
국민연금공단	11.22%
외국인지분률	7.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(18/11/02)	64,500 원
KOSPI	2096.0 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	122,000 원
52주 최저가	58,000 원
60일 평균 거래대금	40 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-23.3%	-15.5%
6개월	-35.8%	-23.3%
12개월	%	%

SK 케미칼 (285130/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(하향))

3분기 백신으로 분기별 최대 실적 달성

2018년 3분기 별도기준(SK 바이오사이언스 분할 전) 실적은 매출액이 3,619 억원(+3.9%YoY), 영업이익은 346 억원(+14.7%YoY, OPM 9.6%)를 기록, 분기 사상 최대 이익 달성. 실적 성장은 바이오디젤과 백신이 견인. 연결 자회사 이니츠는 매출액 33 억원, 영업적자 55 억원으로 적자 폭 축소. 폐렴구균 백신의 글로벌 임상 1상이 연내 혹은 내년 초 진입이 예상, 목표주가는 100,000 원으로 하향하나 투자 의견 BUY 유지.

2018년 3분기 실적 Review

동사의 2018년 3분기 별도기준(SK 바이오사이언스 분할 전) 실적은 매출액이 3,619 억원(+3.9%YoY), 영업이익은 346 억원(+14.7%YoY, OPM 9.6%)를 기록하며 분기 사상 최대 이익을 달성함. 연결기준은 매출액 3,765 억원, 영업이익 310 억원 시현. 부문별 실적은 1) 코폴리에스터 매출이 +6%YoY 시현, 영업이익은 원료(PTA, MEG) 급등으로 -31%YoY 시현, 2) 바이오디젤은 혼합비율 상승에 따른 수요증가로 매출은 +10%YoY, 영업이익은 +140%YoY를 시현, 3) Pharma 부문은 영업일수 감소로 매출이 -7.6%YoY 시현, 영업이익률 14% 달성, 4) 분할된 SK 바이오사이언스는 독감백신 단가인하로 매출액 479 억원(-5.7%YoY), 연초 세포배양 독감백신 기술수출료 41 억원 포함한 영업이익은 114 억원(OPM 23.8%)를 기록. 따라서 이번 별도기준 실적 성장은 바이오디젤과 백신이 견인함. 연결 기준 자회사인 이니츠는 비정상 재고판매 감소로 매출액은 전분기대비 감소한 33 억원, 영업적자 55 억원 시현으로 적자폭을 축소함.

2018년 4분기에는 흑자전환 전망

동사의 2018년 4분기 실적은 코폴리에스터 부문은 전년도 낮은 base에 따른 기저효과 및 가격인상 효과로 성장세 개선될 전망이며, 바이오디젤은 비수기로 매출은 3분기대비 낮아지나 백신은 수두백신 런칭으로 전년대비 증가할 전망이다. 특히 영업이익은 4Q17 일회성 비용반영으로 적자였으나 4Q18에는 흑자전환이 예상되어 긍정적.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원			817	13,110	14,446	16,033
yoy	%			0.0	1,504.8	10.2	11.0
영업이익	억원			-24	759	849	971
yoy	%			0.0	흑전	11.9	14.4
EBITDA	억원			27	1,061	1,157	1,268
세전이익	억원			-44	618	664	792
순이익(지배주주)	억원			-30	577	531	634
영업이익률%	%			-2.9	5.8	5.9	6.1
EBITDA%	%			3.3	8.1	8.0	7.9
순이익률	%			-3.7	4.4	3.7	4.0
EPS	원			-255	4,424	4,071	4,861
PER	배			N/A	14.6	15.8	13.3
PBR	배			0.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배			0.0	13.3	11.8	10.3
ROE	%			-0.4	7.6	6.4	7.1
순차입금	억원			5,767	6,215	5,694	5,086
부채비율	%			130.6	152.7	148.9	143.6

목표주가 100,000 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

이번 실적을 토대로 2018 년, 2019 년 영업이익을 각각 6.2%, 13.6% 하향하고 최근에 낮아진 주가로 동사 목표주가 산정시 제약부문에 적용한 EV/EBITDA 배수를 기존 16 배에서 15 배로 하향, 이에 따른 목표주가는 100,000 원으로 하향 조정함. 사노피로 인수된 페럼구균 백신은 연내 혹은 내년 초 글로벌 임상 1 상 진입이 예상, 긍정적인 R&D 모멘텀 유효하다 판단되어 투자의견 BUY 유지.

그림 1. SK 케미칼의 3 분기 실적 Review

(억원 %)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P		증감율		컨센서스 차이
					확정치	당사추정치	YoY	QoQ	
매출액	3,484.4	2,739.0	2,893.0	3,311.0	3,619.0	4,362.6	3.9	9.3	(17.0)
영업이익	301.6	(1.0)	137.0	162.7	346.0	391.4	14.7	112.6	(11.6)
영업이익률	8.7	0.0	4.7	4.9	9.6	9.0			

자료 : SK 증권 추정치, SK 바이오사이언스 분할 전 기준 실적으로 공표된 세전이익과 순이익은 없음.

그림 2. SK 케미칼의 연간 실적전망 변경

(억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	13,109	14,446	16,033	14,139	16,699	19,794	(7.3)	(13.5)	(19.0)
영업이익	759	849	971	809	983	1,204	(6.2)	(13.6)	(19.3)
영업이익률	5.8	5.9	6.1	5.7	5.9	6.1	0.1	(0.0)	(0.0)

자료 : SK 증권 추정치, SK 바이오사이언스 분할 전 기준 실적으로 공표된 세전이익과 순이익은 없음.

그림 3. SK 케미칼의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,696.2	2,994.3	3,484.4	2,739.0	2,893.0	3,311.0	3,619.0	3,286.4	11,466.3	11,914.0	13,109.4	14,446.1
수지	858.0	1,042.2	1,019.7	928.0	1,057.0	1,101.0	1,078.0	1,113.6	3,404.9	3,848.0	4,349.6	4,784.6
바이오에너지	663.2	781.0	872.2	506.0	583.0	840.0	867.0	581.9	2,888.9	2,822.4	2,871.9	2,958.1
기타	508.0	505.0	535.0	483.0	507.0	455.0	475.0	428.8	-	2,031.0	1,865.8	1,921.8
유화	-	-	-	-	-	123.0	216.0	220.0	-	0.0	739.0	831.3
Pharma	438.2	512.5	548.7	517.2	487.0	534.0	506.0	560.0	3,318.6	2,016.5	2,087.0	2,295.7
백신	228.9	153.0	508.4	305.1	259.0	258.0	478.7	381.4	-	1,195.4	1,377.2	1,652.6
영업이익	112.0	136.4	301.6	(1.0)	137.0	162.7	346.0	112.9	473.2	549.1	758.7	848.8
수지/유화	65.3	144.3	134.8	38.0	99.0	95.0	93.0	38.0	321.6	382.4	325.0	308.8
바이오에너지	5.1	33.6	35.2	(4.0)	8.0	43.0	84.0	10.0	214.6	69.9	145.0	145.0
기타	70.0	(7.0)	12.0	(4.0)	17.0	18.0	7.0	10.0	0.0	71.0	52.0	49.4
신규사업	(18.7)	(17.9)	(18.7)	(20.0)	(26.1)	(23.3)	(24.0)	(25.6)	(91.5)	(75.3)	(99.0)	(99.0)
Pharma	(9.6)	(16.8)	138.6	(7.0)	39.0	30.0	72.0	50.0	-	105.2	191.0	200.6
백신	-	-	-	-	-	-	114.0	30.5	-	-	144.5	244.1
성장률YoY(%)												
매출액	9.8	2.6	13.4	(9.3)	7.3	10.6	3.9	20.0	10.3	3.9	10.0	10.2
영업이익	37.5	26.2	17.6	(103.7)	22.3	19.3	14.7	흑전	155.9	16.0	38.2	11.9
수익률(%)												
영업이익	4.2	4.6	8.7	(0.0)	4.7	4.9	9.6	3.4	4.1	4.6	5.8	5.9

주 : 2017 년 자료는 분할 이전 기준 실적임 유화 실적은 2018 년 5 월부터 적용, SK 바이오사이언스 분할 전 기준 실적으로 공표된 세전이익과 순이익은 없음.

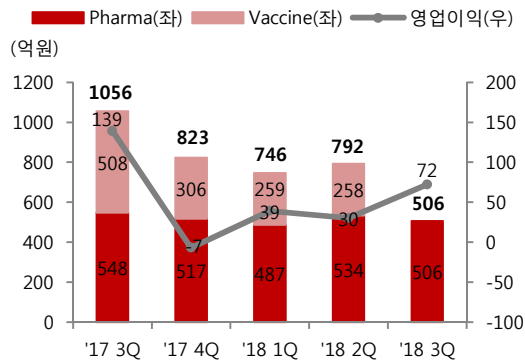
자료 : SK 케미칼, SK 증권 추정치

그림 4. SK 케미칼 Valuation Table

구분	내용	비고	
영업가치(억원)	Green Chemical Biz	3,115.2	
	2018년 EBITDA	623.0	
	EV/EBITDA(배)	5	화학업종 과거 3년 평균 multiple
	Life Science Biz	5,115.0	
	2018년 EBITDA	341.0	
	EV/EBITDA(배)	15	제약업종 과거 3년 평균 multiple
신약가치(억원)	Total 영업가치	8,230.2	
	혈우병치료제	3,592.3	
	국내백신	5,804.2	
합산가치(억원)	Total	9,396.5	
	파이프라인가치	17,626.7	
순차입금(억원)		5,219.9	
최종가치(억원)		12,406.8	
주식수 (주)		11,579,852	
주당가치(원)		107,141	
목표주가(원)		100,000	

자료 : SK 증권 추정치

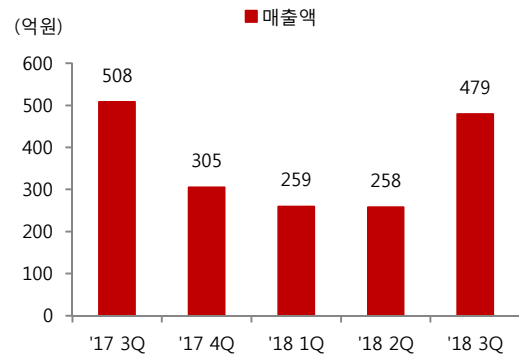
그림 5. Life Science Biz. 분기별 실적



주 : 백신 사업 분할로 '18 3Q 부터 Pharma. 손익만 기재

자료 : SK 케미칼, SK 증권

그림 6. SK 바이오사이언스(백신) 분기별 실적



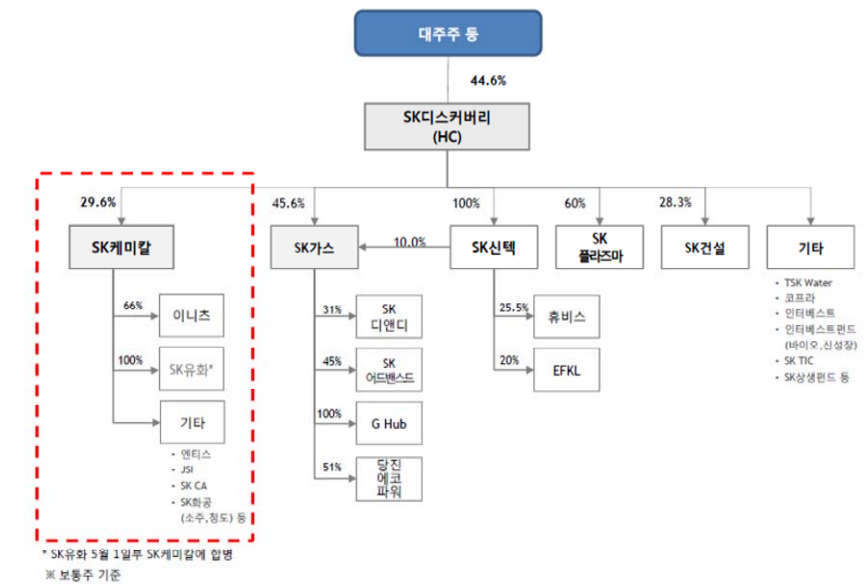
자료 : SK 케미칼, SK 증권

그림 7. SK 케미칼의 R&D 파이프라인 현황

Development Status					
	Phase I/II	Phase III	BLA	Approved	국내시장규모*
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

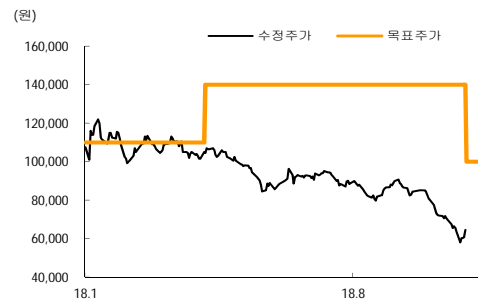
자료 : SK 케미칼, SK 증권

그림 8. SK 케미칼의 지배구조 현황



자료 : SK 케미칼, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.11.05	매수	100,000원	6개월		
2018.08.24	매수	140,000원	6개월	-37.08%	-23.57%
2018.07.20	매수	140,000원	6개월	-33.50%	-23.57%
2018.06.20	매수	140,000원	6개월	-31.90%	-23.57%
2018.04.10	매수	140,000원	6개월	-31.09%	-23.57%
2018.01.05	매수	110,000원	6개월	-1.20%	10.91%



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 기관투자자 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 11월 5일 기준)

매수	93.18%	중립	6.82%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,396	8,863	10,133	11,505
현금및현금성자산	1,099	2,533	3,161	3,769
매출채권및기타채권	2,119	2,892	3,187	3,537
재고자산	2,124	3,286	3,621	4,019
비유동자산	11,206	11,547	11,258	10,950
장기금융자산	5	5	5	5
유형자산	8,007	8,559	8,290	8,044
무형자산	469	490	487	484
자산총계	16,602	20,409	21,391	22,455
유동부채	5,821	6,874	7,209	7,608
단기금융부채	3,487	3,585	3,585	3,585
매입채무 및 기타채무	1,902	2,629	2,897	3,215
단기충당부채	1	3	3	4
비유동부채	3,582	5,459	5,587	5,631
장기금융부채	3,382	5,184	5,289	5,289
장기매입채무 및 기타채무	61	0	0	0
장기충당부채	36	145	160	178
부채총계	9,402	12,333	12,796	13,238
지배주주지분	7,199	8,076	8,595	9,217
자본금	652	652	652	652
자본잉여금	6,579	6,908	6,908	6,908
기타자본구성요소	0	-10	-10	-10
자기주식	0	-13	-13	-13
이익잉여금	-31	537	1,067	1,701
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	7,199	8,076	8,595	9,217
부채외자본총계	16,602	20,409	21,391	22,455

월 결산(억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	44	-49	639	730
당기순이익(손실)	-30	577	531	634
비현금성항목등	60	500	626	634
유형자산감가상각비	47	283	289	277
무형자산상각비	4	19	20	20
기타	-7	21	17	17
운전자본감소(증가)	13	-1,060	-385	-380
매출채권및기타채권의 감소(증가)	192	-509	-295	-350
재고자산감소(증가)	-28	-1,085	-335	-398
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-41	519	268	318
기타	-109	15	-23	50
법인세납부	0	-66	-133	-158
투자활동현금흐름	-73	-210	89	88
금융자산감소(증가)	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	-71	-400	-20	-30
무형자산감소(증가)	-3	-17	-17	-17
기타	1	206	126	135
재무활동현금흐름	324	1,694	-101	-209
단기금융부채증가(감소)	-106	-210	0	0
장기금융부채증가(감소)	450	2,074	106	0
자본의증가(감소)	0	-13	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타	-20	-157	-207	-209
현금의 증가(감소)	295	1,435	627	608
기초현금	803	1,099	2,533	3,161
기말현금	1,099	2,533	3,161	3,769
FCF	-2,012	-436	565	647

자료 : SK케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	817	13,110	14,446	16,033
매출원가	660	10,036	10,842	11,713
매출총이익	157	3,074	3,604	4,320
매출총이익률 (%)	19.2	23.5	25.0	26.9
판매비와관리비	181	2,315	2,755	3,349
영업이익	-24	759	849	971
영업이익률 (%)	-2.9	5.8	5.9	6.1
비영업손익	-21	-141	-185	-179
순금융비용	17	147	171	165
외환관련손익	4	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	-44	618	664	792
세전계속사업이익률 (%)	-5.4	4.7	4.6	4.9
계속사업법인세	-15	41	133	158
계속사업이익	-30	577	531	634
중단사업이익	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	-30	577	531	634
순이익률 (%)	-3.7	4.4	3.7	4.0
지배주주	-30	577	531	634
지배주주귀속 순이익률(%)	-3.66	4.4	3.67	3.95
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-31	565	519	622
지배주주	-31	565	519	622
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	27	1,061	1,157	1,268

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)				
매출액	0.0	1,504.8	10.2	11.0
영업이익	0.0	흑전	11.9	14.4
세전계속사업이익	0.0	흑전	7.5	19.4
EBITDA	0.0	3,811.0	9.1	9.6
EPS(계속사업)	0.0	흑전	-8.0	19.4
수익성 (%)				
ROE	-0.4	7.6	6.4	7.1
ROA	-0.2	3.1	2.5	2.9
EBITDA마진	3.3	8.1	8.0	7.9
안정성 (%)				
유동비율	92.7	128.9	140.6	151.2
부채비율	130.6	152.7	148.9	143.6
순차입금/자기자본	80.1	77.0	66.3	55.2
EBITDA/이자비용(배)	1.6	6.6	5.6	6.1
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	-255	4,424	4,071	4,861
BPS	55,216	61,943	65,920	70,688
CFPS	180	6,743	6,437	7,136
주당 현금배당금	0	0	0	0
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	N/A	27.6	30.0	25.1
PER(최저)	N/A	13.1	14.3	11.9
PBR(최고)	0.0	2.0	1.9	1.7
PBR(최저)	0.0	0.9	0.9	0.8
PCR	0.0	9.6	10.0	9.0
EV/EBITDA(최고)	0.0	19.9	17.8	15.7
EV/EBITDA(최저)	0.0	12.6	11.1	9.7