

# SK케미칼 (006120.KS)

## 이익 가시성 높은 혈우병 치료제 주목

Company Note | 2016. 12. 21

2016년 9월 혈우병 치료제 미국 발매로 2017년 약 100억원의 로열티 수취 전망. 이연된 독감백신 매출 반영으로 4분기 실적 개선 기대. 그린케미칼, SK 가스 등 실적 기여도 높은 사업부/자회사의 호실적 시현. 펀더멘털 개선 불구 가슴기 세정제 이슈 등으로 주가 부진. 매수 기회

### 2017년 앱스틸라 로열티 100억원 추정

동사는 2009년 혈우병치료제 재조합 8인자 치료제(Factor VIII)를 전임상 단계에서 CSL 베링(CSL Behring) 대상 기술 수출. 2016년 5월 CSL이 앱스틸라(AFSTYLA)의 미국 허가승인에 성공. 9월부터 미국 내 판매 시작. CSL은 12월 1일 R&D 업데이트 자료에서 향후 혈우병 중점품목에 앱스틸라, 아이델비온(IDELVION)을 포함. 데이터모니터(Datamonitor)에 따르면 앱스틸라의 매출액은 연간 3,000~4,000억원에 이를 것으로 추정. 앱스틸라 매출액의 5%를 로열티 수취 예정. 2017년 100억원 이상의 영업이익 순증 전망

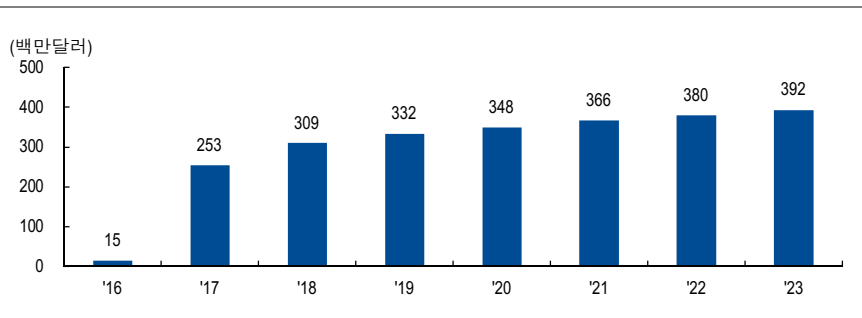
### 그린케미칼 사업부, 연결자회사 SK가스 고른 성장 시현

연결기준 2016년 연간 매출액 6조 2,785억원(+19.2% y-y), 영업이익 2,553억원(+123.4% y-y), 지배지분순이익 1,428억원(+157.0% y-y)으로 추정. 국내 및 해외 LPG 수요 증가로 연결자회사 SK가스의 실적 개선 효과가 두드러짐. 2017년 매출액 +5.1% y-y, 영업이익 +7.2% y-y 성장 예상. PETG<sup>주1)</sup>의 생산 CAPA(1.1만톤)의 최대 가동률이 유지되고 있어 그린케미칼 사업부의 성장성을 유지할 것으로 전망. 매출액 +5.4% y-y, 영업이익 +25.1% y-y 예상

### 펀더멘털 개선 불구 주가에 미반영

영업가치 1조 6,034억원, 지분법적용자회사가치 9,874억원, 앱스틸라 신약가치 1,509억원, 순차입금 7,900억원을 반영하여 목표주가 산출. 펀더멘털 개선에도 불구하고 가슴기 세정제 이슈, 폐렴구균 백신의 국내 허가 난항 및 특허소송 등으로 기업가치가 주가에 제대로 반영되지 않은 상태  
주1) PETG(Polyethylene Terephthalate Glyco): 내열 및 내화학성 플라스틱 수지

### 앱스틸라 매출 전망치



자료: Datamonitor, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (신규)

목표주가	86,000원 (신규)		
현재가 ('16/12/20)	66,100원		
업종	바이오		
KOSPI / KOSDAQ	2,041.94 / 617.99		
시가총액(보통주)	1,606.4십억원		
발행주식수(보통주)	24.3백만주		
52주 최고가 ('16/02/03)	85,500원		
최저가 ('15/11/02)	55,400원		
평균거래대금(60일)	6,649백만원		
배당수익률(2016E)	0.45%		
외국인지분율	10.5%		
주요주주			
최창원 외 12 인	20.7%		
국민연금	10.1%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	0.3	-12.1	-5.8
상대수익률 (%)	-0.5	-14.7	-8.9

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	5,269.2	6,278.5	6,622.4	6,852.1
증감률	-27.7	19.2	5.5	3.5
영업이익	114.3	255.3	280.7	290.0
영업이익률	2.2	4.1	4.2	4.2
(지배지분)순이익	55.6	142.8	147.1	148.2
EPS	2,519	5,835	6,013	6,059
증감률	흑전	131.6	3.1	0.8
PER	28.8	11.3	11.0	10.9
PBR	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	25.2	12.9	12.0	11.5
ROE	4.1	9.1	8.6	8.1
부채비율	155.0	139.3	132.0	124.8
순차입금	2,535.8	1,899.5	1,778.1	1,619.5

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst **구완성**  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

RA **김재익**  
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

### 1. 투자의견 Buy, 목표주가 86,000원으로 커버리지 개시

**2017 앱스틸라  
로열티 기반  
생명과학 사업부  
이익성장 기대**

동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 86,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 영업가치 1조 6,034억원(2017년 예상 그린케미칼 사업부 EBITDA 902억원에 EV/EBITDA 10.4배, 생명과학 사업부 EBITDA 301억원에 EV/EBITDA 22.1배 적용), 지분법적용자회사가치 9,874억원(SK가스 2,107억원, SK건설 1,289억원, 휴비스 790억원, 기타 5,688억원), 앱스틸라 신약 가치 1,509억원, 순차입금 7,900억원을 반영하여 SOTP(부분별 가치합산 모형) 방식으로 산출하였다. 2016년 신규 출시한 4가 독감백신 기반 생명과학 사업부의 턴어라운드 가시화되고 있다. 또한 연결매출액의 상당부분을 차지하는 SK가스의 LPG 판매 증가로 전년 대비 매출액 +19.2% y-y, 영업이익 +123.4% y-y 시현이 예상된다. 그러나 펀더멘털 개선에도 불구하고 가슴기 세정제 이슈, 폐렴구균 백신의 국내 허가 난항 및 특허소송 등 투자심리를 악화시키는 뉴스로 인해 기업가치가 주가에 제대로 반영되지 않은 상태이다. 지난 12월 7일 한국 식약처-WHO 간 업무협약 체결로 PQ(사전적격심사) 인증 과정이 간소화될 것으로 예상된다. 동사는 현재 세포배양 독감백신의 WHO 국제 입찰에 참여하기 위해 PQ인증을 진행 중이다. 따라서 이번 협약에 따른 직접적인 따른 수혜가 가능할 것으로 기대한다. 또한 2016년 혈우병 치료제의 미국, 캐나다 허가에 이어, 2017년 유럽, 일본, 호주의 허가가 예정되어 있어 로열티 수익 확대의 원년이 될 것으로 전망한다.

SK케미칼 SOTP(Sum-of-the parts) Valuation

(단위: 십억원, 배)

	2017F EBITDA	EV/EBITDA	비고	
1. 영업가치 (A+B)	1,603.4			
A. 그린케미칼	938.8	90.2	10.4	EBITDA 비중 75% 가정, KOSPI 화학업종 평균
B. 생명과학	664.6	30.1	22.1	EBITDA 비중 25% 가정, KOSPI 의약품업종 평균
2. 비영업가치 (C+D)	1,181.3			
C. 지분법적용자회사가치	987.4			
		2017F 순이익	PER	지분률
SK가스	210.7	165.7	2.8	45.6% KOSPI 전기가공업 평균 PER 적용
SK건설	128.9	56.9	8.0	28.3% 2012년 GS건설, 대림산업 평균 PER 적용
휴비스	79.0	10.5	29.6	25.5% KOSPI 섬유, 의복 평균 적용
		장부가치	PBR	
기타	568.8	355.5	1.6	
D. 신약가치	150.9			
앱스틸라(NBP601)	150.9			
3. 자사주	203.8	주식 수	3개월 평균 주가	
	203.8	323.7	62,971	
4. 순차입금	790.0			
5. 우선주 시가총액	74.6			
6. 기업가치 (1+2+3-4-5)	2,081.1			
7. 보통주주식수 (천주)	24,303			
8. 적정주가	85,630			

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

엡스틸라(CSL-627/NBP601) 신약가치 Valuation

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

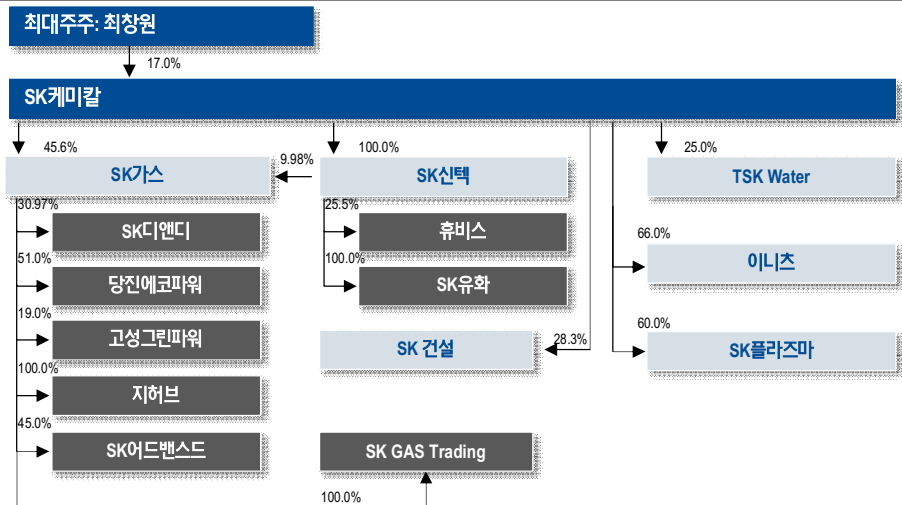
	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
예상 매출액		253	309	332	348	366	380	392	404	416	428	441
성장률			22.1	7.4	4.8	5.2	3.8	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
개발일정	허가	발매										
로열티 수익			15.5	16.6	17.4	18.3	19.0	19.6	20.2	20.8	21.4	22.1
원화환산수익			17.8	19.1	20.0	21.0	21.9	22.5	23.2	23.9	24.6	25.4
EBIT (EBIT margin 90% 가정)			16.0	17.2	18.0	18.9	19.7	20.3	20.9	21.5	22.2	22.8
FCF (세율 12% 가정)			14.1	15.1	15.8	16.7	17.3	17.9	18.4	18.9	19.5	20.1
PVIF (WACC 6.6% 가정)			0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Present Value	0.0	0.0	11.6	11.7	11.5	11.4	11.1	10.7	10.3	10.0	9.7	9.3
NPV	133.4											
Continuing Value (Continuing rate 90%)	17.5											
NPV+CV	150.9											
<b>적정가치</b>	<b>150.9</b>											
총 주식수	27,120											
<b>주당가치</b>	<b>5,565</b>											

주1: 엡스틸라 매출액은 Datamonitor 전망치

주2: 2017년 마일스톤은 내년 실적에 반영

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

SK 케미칼 지배구조



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

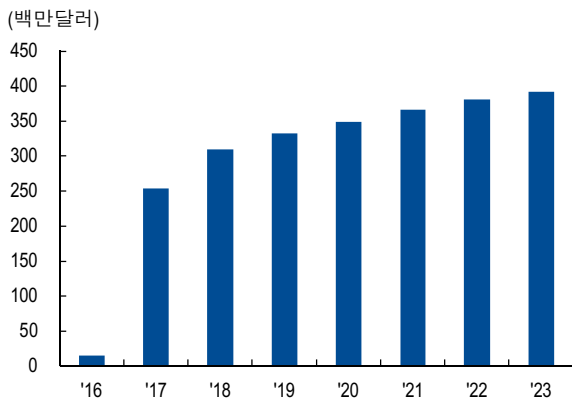
## 2. 2017년 앱스틸라(AFSTYLA) 글로벌 매출 본격화 기대

### 글로벌 마케팅 파트너 CSL의 혈우병 치료제 시장에서 경험 주목

동사는 2009년 혈우병치료제 제조업 8인자 치료제(Factor VIII)를 전임상단계에서 CSL 베링(CSL Behring) 대상 기술 수출하였으며, 마일스톤은 총 250억원 규모의 계약이었다. 2016년 5월 CSL이 미국 허가승인에 성공한 이 제품의 이름은 앱스틸라(AFSTYLA, CSL-627, NBP601)이며, 지난 9월부터 미국 내 판매를 시작하였다. 시장조사기관 데이터모니터(Datamonitor)에 따르면 앱스틸라의 매출액은 연간 3,000~4,000억원에 이를 것으로 추정된다.

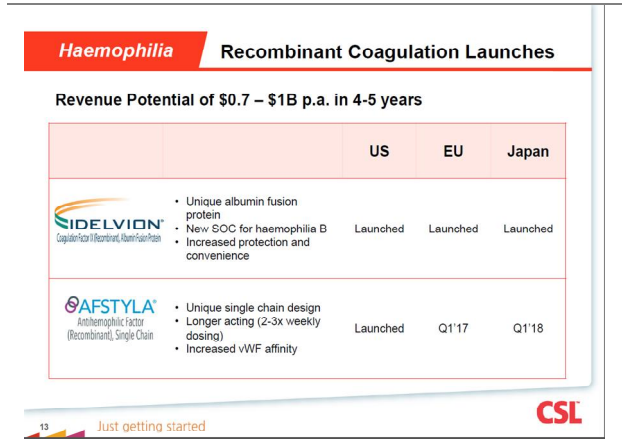
CSL은 12월 1일 R&D 업데이트 자료에서 향후 혈우병 중점품목에 앱스틸라, 아이델비온(IDELVION)을 포함시켰다. 두 제품의 합계매출 약 7,000억원~1조원에 이를 것으로 추정된다. 2016년 미국 허가에 이어 2017년 유럽, 일본 허가 또한 가능할 것으로 전망되며, 유럽의 경우 지난 11월 자문위원회의 긍정적인 의견을 받은바 있어 허가승인에 바짝 다가섰다. 동사는 앱스틸라 매출액의 5%를 로열티로 수령할 예정이며, 이는 영업이익에 온전히 반영 될 것이다. 2017년 100억원 이상의 영업이익 순증이 가능할 것으로 전망한다.

### 앱스틸라 매출 전망치



자료: Data Monitor, NH투자증권 리서치센터 전망

### CSL 향후 중점품목에 앱스틸라, 아이델비온 포함



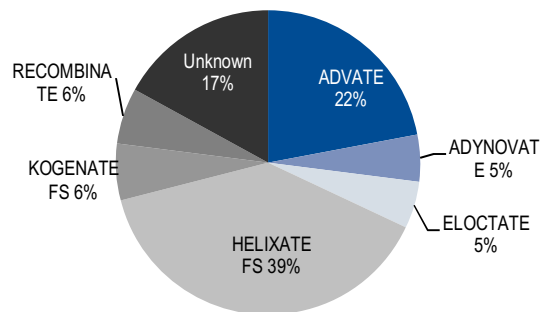
자료: CSL Behring, NH투자증권 리서치센터 전망

### 앱스틸라, 아이델비온 허가 일정

	2016년 허가현황	2017년 허가예정
아이델비온	호주, 캐나다, EU, 일본, 스위스, 미국	홍콩, 이스라엘, 뉴질랜드, 타이완
앱스틸라	캐나다, 미국	EU(2016.11 유럽 EMA 산하 인체약품위원회 시판 허가 권고) 호주, 일본, 뉴질랜드, 스위스

자료: CSL Behring, NH투자증권 리서치센터 전망

### 앱스틸라 대체율 전망치



자료: CSL Behring, NH투자증권 리서치센터 전망

### 3. 혈우병 시장 경쟁심하나, 지속형 제제로 신속히 대체 전망

**혈우병 A 시장규모**  
\$ 6.7bn

혈우병은 출혈이 멈추지 않는 질환, 즉 혈액 응고가 잘 되지 않는 병이다. 혈액 응고에는 다양한 인자들이 관여하는데 특히 8인자(Factor VIII)가 부족해서 생기는 유형이 혈우병 A이며, 9인자(Factor IX)가 부족한 유형이 혈우병 B이다. 글로벌 혈우병 치료제 시장 규모는 약 10.8bn 달러이며, 이 중 혈우병 A는 6.7bn 달러, 혈우병 B는 1.4bn 달러 규모이다. CSL이 중점품목으로 발표한 앱스틸라는 8인자 혈우병 A 치료제이며, 아이텔비온은 9인자 혈우병 B 치료제이다.

**지속형제제 경쟁 현황**

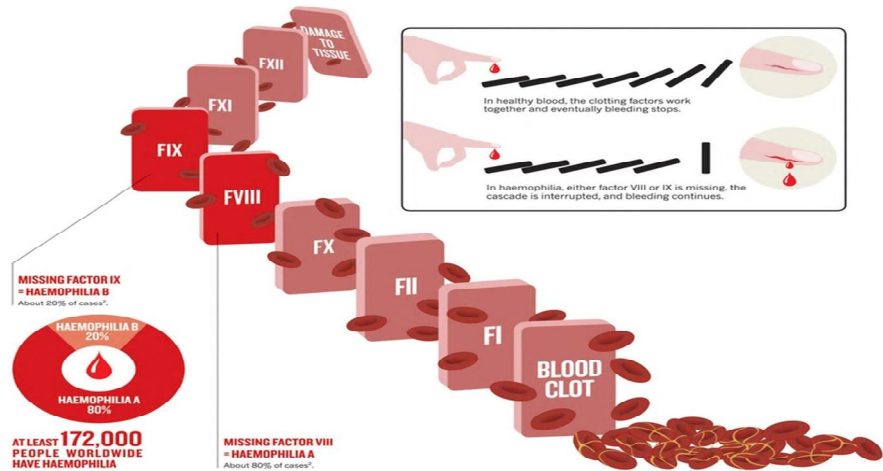
기존 혈우병 A 치료제는 Advate(Baxalta), Kogenate(Bayer) 등이 1조원 이상의 블록버스터 자리 잡았으나, 향후 Eloctate(Biogen), Adynovate(Baxalta) 등 지속형 제제가 빠르게 기존 치료제 시장을 대체할 것으로 전망된다. 지속형 제제란 투여횟수가 감소된 편리한 제형이다.

**앱스틸라의 약점 및 보완책**

앱스틸라는 투여 횟수가 1주 3회로, 1주 2회 투여하는 경쟁제품 대비 약점이 있다. 그러나 CSL은 이를 보완하기 위해 앱스틸라를 CSL-626과 병용 투여하는 연구를 진행하고 있다. 기존 앱스틸라는 8인자 단백질의 heavy chain과 light chain 사이를 펩티드 성분의 single-chain으로 연결시켜 VWF<sup>주1)</sup>와의 결합력을 강하게 만들어 오랫동안 혈액 속에서 생존이 가능하게 만든다. CSL-626은 VWF에 알부민을 접합한 형태로 VWF의 반감기를 늘려준다. **앱스틸라+CSL-626 조합은 1주 1회 제형도 가능할 것으로 전망되며, 이상적인 지속형 혈우병 A 치료제가 될 것으로 기대된다.**

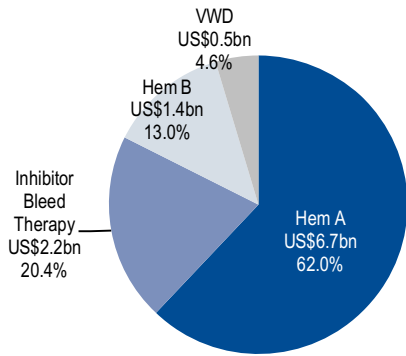
주1) Von Willebrand Factor (폰빌레브란트 인자): 혈소판의 혈관 내 피하조직의 접착에 관여. 8인자와 복합체를 형성하여 안정화시키는 기능을 함

#### 혈액 응고의 원리와 혈우병 종류



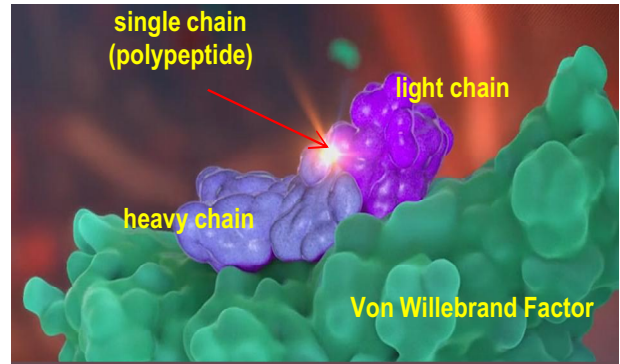
자료: NH투자증권 리서치센터

혈우병 시장 규모



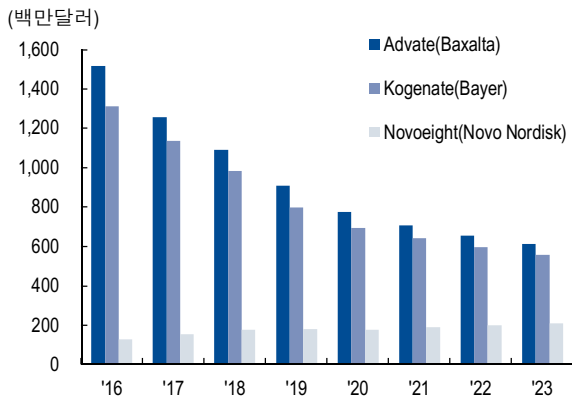
자료: CSL Behring, NH투자증권 리서치센터

앱스틸라 long-acting 원리



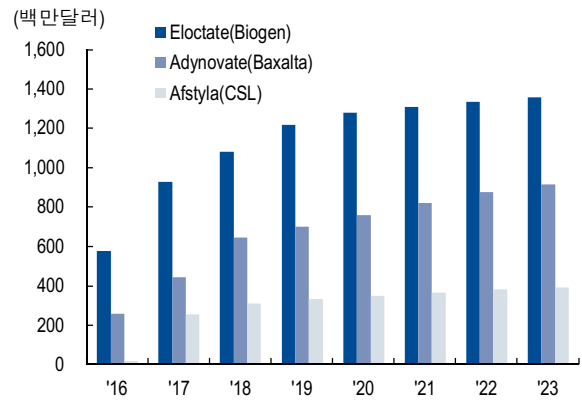
자료: CSL Behring, NH투자증권 리서치센터

혈우병 A 치료제 기존제품 매출 전망치



자료: Data Monitor, NH투자증권 리서치센터

혈우병 A 치료제 지속형 제제 매출 전망치



자료: Data Monitor, NH투자증권 리서치센터

주요 지속형 제제 비교 분석

(단위: 십억원, 배)

	Eloctate	Adynovate	CSL627
성분	Antihemophilic Factor (Recombinant)	Antihemophilic Factor (Recombinant), PEGylated	Single Chain Antihemophilic Factor
회사	Biogen	Baxalta	CSL
발매시기	3Q16	4Q15	4Q16
반감기	19.7	14.7	14.2
투여주기	1회/4일	2회/1주	3회/1주
기술	Fc Fusion Protein	Proprietary PEGylation Technology	

주: 반감기는 18세 이상 성인 기준

자료: 각사, NH투자증권 리서치센터 전망

### 4. 생명과학 사업부의 성장성 부각, 연결 자회사 SK가스의 탄탄한 실적까지

#### 그린케미칼, 생명과학 사업부 고른 성장 지속 전망

동사의 별도기준 4분기 매출액은 2,695억원(+ 6.8% y-y), 영업이익 50억원(+ 61.3% y-y)으로 추정한다. 사업부별로 그린케미칼 1,745억원(+ 5.5% y-y), 생명과학 950억원(+ 10.0% y-y)의 매출이 기대된다. 혼합비율 총량제 영향으로 바이오디젤은 3분기 대비 감소하겠으며, PETG의 경우 생산 CAPA(1.1만톤)의 최대 가동률이 유지되고 있어 성장성을 유지할 것으로 전망한다. 4분기로 이어진 독감백신의 매출 반영으로 생명과학 사업부 또한 성장이 기대된다.

연결기준 2016년 연간 매출액 6조 2,785억원(+ 19.2% y-y), 영업이익 2,553억원(+ 123.4% y-y), 순이익 2,200억원(+ 133.1% y-y)으로 추정한다. 연결 자회사 SK가스의 실적 개선 효과가 두드러지게 나타났다. 2017년 연간 매출액 6조 6,224억원(+ 5.5% y-y), 영업이익 2,807억원(+ 10.0% y-y), 순이익 2,267억원(+ 3.0% y-y)으로 추정하며, SK케미칼 별도기준 매출액 1조 2,125억원(+ 8.8% y-y), 영업이익 726억원(+ 46.4% y-y)으로 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 그 이유는 1) 2분기부터 반영될 PETG 증설 효과 2) 연간 약 100억원의 혈우병 치료제 앵스틸라의 로열티 수취 3) 독감백신 국제입찰 참여 및 대상포진 백신의 신규 출시 등이다.

SK 케미칼 분기별 별도 요약손익계산서

(단위: 십억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017F
<b>매출액</b>	<b>245.5</b>	<b>291.8</b>	<b>307.4</b>	<b>269.5</b>	<b>1,114.2</b>	<b>264.8</b>	<b>313.5</b>	<b>339.6</b>	<b>294.5</b>	<b>1,212.5</b>
증감률(% y-y)	0.5	23.2	0.4	6.8	7.1	7.8	7.4	10.5	9.3	8.8
<b>그린케미칼</b>	<b>181.6</b>	<b>220.1</b>	<b>202.6</b>	<b>174.5</b>	<b>778.7</b>	<b>191.4</b>	<b>234.8</b>	<b>212.3</b>	<b>182.2</b>	<b>820.7</b>
증감률(% y-y)	3.9	26.2	-0.3	5.5	8.5	5.4	6.7	4.8	4.4	5.4
Bio Diesel	57.7	91.3	69.2	49.5	267.7	60.6	95.9	72.7	51.9	281.1
증감률(% y-y)	11.7	109.2	2.8	5.0	27.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
PET	17.8	16.9	12.8	16.2	63.7	16.0	15.2	11.5	14.6	57.3
증감률(% y-y)	-14.5	-22.8	-49.7	5.0	-23.8	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
PETG	56.7	65.2	70.9	58.6	251.4	62.4	71.7	78.0	64.4	276.5
증감률(% y-y)	11.9	11.7	17.9	10.0	13.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
유틸리티	15.9	13.7	18.5	18.0	66.1	18.0	18.0	18.0	18.0	72.0
증감률(% y-y)	-14.0	-13.6	-1.0	-4.4	-8.0	13.2	31.4	-2.7	0.0	8.9
기타	33.4	33.0	31.2	32.2	129.9	34.4	34.0	32.1	33.2	133.8
증감률(% y-y)	1.0	-4.8	-1.2	5.0	-0.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>생명과학</b>	<b>63.9</b>	<b>71.6</b>	<b>104.7</b>	<b>95.0</b>	<b>335.2</b>	<b>73.3</b>	<b>78.8</b>	<b>127.3</b>	<b>112.4</b>	<b>391.8</b>
증감률(% y-y)	-7.1	16.1	2.2	10.0	5.0	14.7	10.0	21.6	18.3	16.9
<b>매출총이익</b>	<b>60.2</b>	<b>63.7</b>	<b>77.2</b>	<b>64.3</b>	<b>265.5</b>	<b>66.1</b>	<b>70.3</b>	<b>89.7</b>	<b>72.1</b>	<b>298.2</b>
증감률(% y-y)	29.2	43.9	-2.7	7.6	15.4	9.7	10.3	16.2	12.1	12.3
매출총이익률(%)	24.5	21.8	25.1	23.9	23.8	25.0	22.4	26.4	24.5	24.6
<b>영업이익</b>	<b>8.2</b>	<b>10.8</b>	<b>25.6</b>	<b>5.0</b>	<b>49.6</b>	<b>11.1</b>	<b>14.5</b>	<b>35.4</b>	<b>11.6</b>	<b>72.6</b>
증감률(% y-y)	흑전	흑전	1.8	61.3	168.2	35.8	34.0	38.2	132.8	46.4
영업이익률(%)	3.3	3.7	8.3	1.9	4.5	4.2	4.6	10.4	3.9	6.0
<b>세전순이익</b>	<b>13.9</b>	<b>4.1</b>	<b>17.2</b>	<b>0.9</b>	<b>36.1</b>	<b>22.9</b>	<b>7.1</b>	<b>31.8</b>	<b>4.7</b>	<b>66.5</b>
증감률(% y-y)	477.8	-95.8	41.7	적전	-75.7	65.0	74.7	84.6	420.0	84.3
세전순이익률(%)	5.7	1.4	5.6	0.3	3.2	8.7	2.3	9.4	1.6	5.5
<b>당기순이익</b>	<b>13.5</b>	<b>3.1</b>	<b>15.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>29.2</b>	<b>22.3</b>	<b>5.4</b>	<b>28.4</b>	<b>-2.3</b>	<b>53.7</b>
증감률(% y-y)	134.5	-95.7	54.3	적전	-75.7	64.5	71.8	84.6	-20.1	84.3
순이익률(%)	5.5	1.1	5.0	-1.1	2.6	8.4	1.7	8.3	-0.8	4.4

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



SK 케미칼 사업부별 매출액 및 영업이익 추이

(단위: 십억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017F
<b>합계</b>										
매출액	245.5	291.8	307.4	269.5	1114.2	264.8	313.5	339.6	294.5	1212.5
증감률(% y-y)	0.5	23.2	0.4	6.8	7.1	7.8	7.4	10.5	9.3	8.8
영업이익	8.2	10.8	25.6	5.0	49.6	11.1	14.5	35.4	11.6	72.6
증감률(% y-y)	흑전	흑전	1.8	61.3	168.2	35.8	34.0	38.2	132.8	46.4
영업이익률(%)	3.3	3.7	8.3	1.9	4.5	4.2	4.6	10.4	3.9	6.0
<b>그린케미칼</b>										
매출액	181.6	220.1	202.6	174.5	778.7	191.4	234.8	212.3	182.2	820.7
증감률(% y-y)	3.9	26.2	-0.3	5.5	8.5	5.4	6.7	4.8	4.4	5.4
영업이익	12.8	15.8	13.7	2.8	45.1	13.2	17.0	20.0	6.3	56.4
증감률(% y-y)	107.5	흑전	6.1	19.7	111.5	3.3	7.4	45.2	126.4	25.1
영업이익률(%)	7.0	7.2	6.8	1.6	5.8	6.9	7.2	9.4	3.5	6.9
<b>생명과학</b>										
매출액	63.9	71.6	104.7	95.0	335.2	73.3	78.8	127.3	112.4	391.8
증감률(% y-y)	-7.1	16.1	2.2	10.0	5.0	14.7	10.0	21.6	18.3	16.9
영업이익	-4.6	-5.0	11.9	2.2	4.5	-2.1	-2.5	15.5	5.3	16.2
증감률(% y-y)	적지	적지	-2.8	187.7	적지	-54.3	-50.0	30.0	140.9	259.3
영업이익률(%)	-7.2	-7.0	11.4	2.3	1.3	-2.9	-3.2	12.1	4.7	4.1

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

SK 케미칼 분기별 연결 요약손익계산서

(단위: 십억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017F
<b>매출액</b>	1,430.1	1,624.2	1,627.8	1,596.4	6,278.5	1,510.4	1,707.5	1,717.1	1,687.4	6,622.4
증감률(% y-y)	20.5	31.2	13.1	13.7	19.2	5.6	5.1	5.5	5.7	5.5
<b>SK 가스 연결</b>	914.2	963.7	1,088.3	1,112.9	4,079.0	1,160.6	1,300.3	1,290.5	1,279.8	5,031.2
증감률(% y-y)	-46.0	-39.3	-17.9	-16.7	-31.4	27.0	34.9	18.6	15.0	23.3
<b>SK 케미칼 별도</b>	244.3	236.9	306.3	252.4	1,039.9	245.5	291.8	307.4	269.5	1,114.2
증감률(% y-y)	-19.0	-19.4	-3.9	-20.8	-15.7	0.5	23.2	0.4	6.8	7.1
<b>매출총이익</b>	197.4	184.9	189.1	201.6	773.0	179.7	191.4	208.2	223.8	803.1
증감률(% y-y)	64.7	36.5	10.0	9.7	26.5	-8.9	3.5	10.1	11.0	3.9
매출총이익률(%)	13.8	11.4	11.6	12.6	12.3	11.9	11.2	12.1	13.3	12.1
<b>영업이익</b>	67.1	55.7	71.2	61.2	255.3	72.8	56.5	72.8	78.6	280.7
증감률(% y-y)	883.0	151.0	39.0	60.0	123.4	8.5	1.3	2.2	28.5	10.0
영업이익률(%)	4.7	3.4	4.4	3.8	4.1	4.8	3.3	4.2	4.7	4.2
<b>세전순이익</b>	53.2	77.0	74.5	79.2	289.5	74.8	68.9	89.0	57.9	290.6
증감률(% y-y)	흑전	2,018.4	27.2	34.5	148.7	40.7	-10.5	19.5	적지	0.4
세전순이익률(%)	3.7	4.7	4.6	5.0	4.6	5.0	4.0	5.2	3.4	4.4
<b>당기순이익</b>	41.4	58.8	56.8	63.0	220.0	58.8	52.9	73.0	41.9	226.7
증감률(% y-y)	흑전	1,251.3	18.3	34.1	133.1	적전	-10.1	28.6	적지	3.0
당기순이익률(%)	2.9	3.6	3.5	3.9	3.5	3.9	3.1	4.3	2.5	3.4
<b>지배지분 순이익</b>	26.9	32.1	37.4	46.4	142.8	38.2	34.3	47.4	27.2	147.1
증감률(% y-y)	흑전	흑전	-6.2	47.8	157.0	흑전	흑전	흑전	적전	3.0
<b>비지배지분 순이익</b>	14.5	26.7	19.4	16.6	77.2	20.6	18.6	25.6	14.7	79.6
증감률(% y-y)	177.0	171.2	138.3	적전	98.9	42.0	-30.6	32.3	적지	3.0

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



SK 가스, SK 건설, 휴비스 분기별 요약손익계산서

(단위: 십억원)

구분		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017F
SK 가스 (지분율 45.5%)	매출액	1,160.6	1,300.3	1,290.5	1,279.8	5,031.2	1,222.1	1,366.6	1,357.7	1,342.5	5,288.9
	증감률(% y-y)	27.0	34.9	18.6	15.0	23.3	5.3	5.1	5.2	4.9	5.1
	영업이익	58.6	46.7	43.8	39.7	188.8	63.0	50.0	47.0	42.5	202.4
	증감률(% y-y)	593.7	79.0	95.0	8.6	101.8	7.4	7.2	7.3	7.0	7.2
	영업이익률(%)	5.1	3.6	3.4	3.1	3.8	5.2	3.7	3.5	3.2	3.8
	(지배지분)순이익	31.1	51.2	37.7	34.6	154.5	33.4	54.8	40.4	37.0	165.7
SK 건설 (지분율 28.3%)	매출액	1,673.8	1,866.6	1,691.9	1,964.0	7,196.3	1,417.9	1,646.5	1,315.4	1,698.9	6,078.7
	증감률(% y-y)	-17.0	-13.1	-24.7	-15.0	-17.5	-15.3	-11.8	-22.3	-13.5	-15.5
	영업이익	45.7	87.0	59.5	60.9	253.1	39.8	79.0	47.7	54.2	220.8
	증감률(% y-y)	26.2	1,630.3	186.4	388.0	239.9	-12.7	-9.1	-19.9	-10.9	-12.8
	영업이익률(%)	2.7	4.7	3.5	3.1	3.5	2.8	4.8	3.6	3.2	3.6
	순이익	19.1	16.0	17.6	13.7	66.4	16.5	14.4	13.9	12.1	56.9
휴비스 (지분율 25.5%)	매출액	287.4	286.7	273.2	277.8	1,124.9	270.6	282.1	244.8	256.2	1,053.6
	증감률(% y-y)	-6.0	-1.7	-10.7	-8.0	-6.7	-5.8	-1.6	-10.4	-7.8	-6.3
	영업이익	5.9	4.2	2.8	3.3	16.2	5.6	4.2	2.5	3.1	15.4
	증감률(% y-y)	-40.1	-46.3	-70.5	-49.3	-51.8	-4.9	-0.6	-9.5	-6.8	-5.0
	영업이익률(%)	2.0	1.5	1.0	1.2	1.4	2.1	1.5	1.0	1.2	1.5
	순이익	3.6	3.0	2.5	2.8	11.8	2.7	3.0	2.2	2.6	10.5
주: IFRS 연결 기준	증감률(% y-y)	-32.7	-53.0	-18.8	-55.2	-43.5	-25.0	-0.6	-9.5	-6.8	-11.4
	순이익률(%)	1.3	1.0	0.9	1.0	1.1	1.0	1.1	0.9	1.0	1.0

주: IFRS 연결 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터

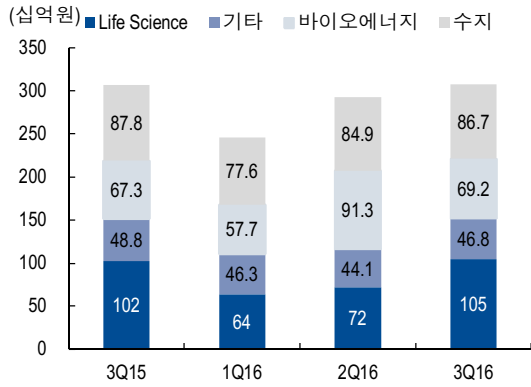
SK케미칼 백신 파이프라인 현황

(단위: 십억원)

	임상 1/2상	임상 3상	BLA	출시	국내 시장 규모
세포배양 독감 백신 (3가)	[Progress Bar]				170
세포배양 독감 백신 (4가)	[Progress Bar]				
성인 폐렴구균 백신	[Progress Bar]				120
소아 폐렴구균 백신	[Progress Bar]				
대상포진 백신	[Progress Bar]				60
수두 백신	[Progress Bar]				
자궁경부암 백신	[Progress Bar]				65
소아장염백신	[Progress Bar]				40
장티푸스 백신	IND신청(2015년 1월)				

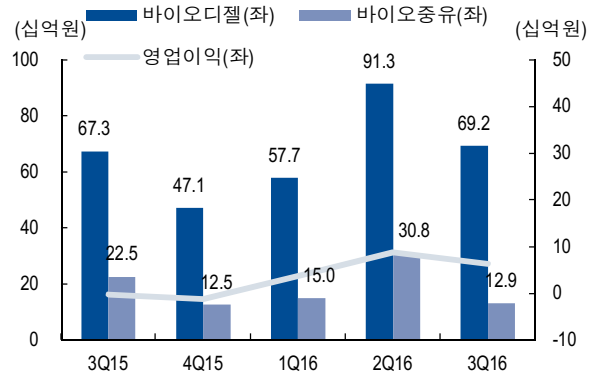
자료: SK케미칼, NH투자증권 리서치센터

사업부별 매출액 현황



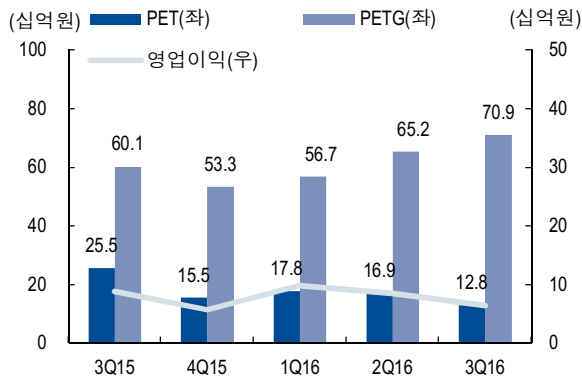
자료: SK케미칼, NH투자증권 리서치센터

Bio diesel 사업 부문 분기별 실적 현황



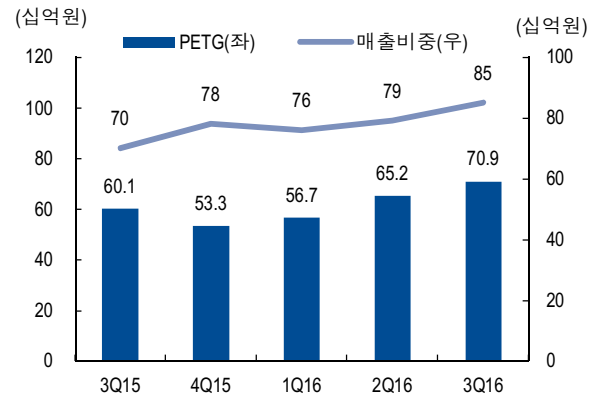
자료: SK케미칼, NH투자증권 리서치센터

PET/PETG 사업 부문 분기별 실적 현황



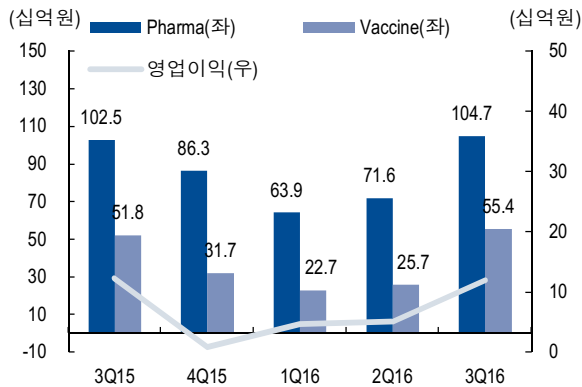
자료: SK케미칼, NH투자증권 리서치센터

PETG 매출 비중



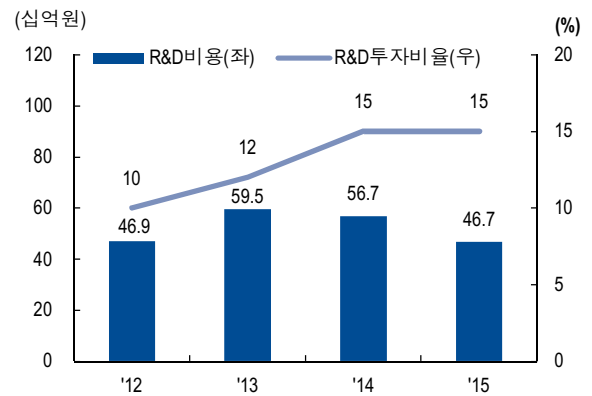
자료: SK케미칼, NH투자증권 리서치센터

Life science 사업 부문 분기별 실적 현황



자료: SK케미칼, NH투자증권 리서치센터

R&D 비용 추이



자료: SK케미칼, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	5,269.2	6,278.5	6,622.4	6,852.1
증감률 (%)	-27.7	19.2	5.5	3.5
매출원가	4,658.1	5,505.5	5,819.3	6,023.7
매출총이익	611.1	773.0	803.1	828.4
Gross 마진 (%)	11.6	12.3	12.1	12.1
판매비와 일반관리비	496.8	517.8	522.4	538.5
영업이익	114.3	255.3	280.7	290.0
증감률 (%)	-23.6	123.4	10.0	3.3
OP 마진 (%)	2.2	4.1	4.2	4.2
EBITDA	217.3	368.4	393.2	401.7
영업외손익	2.1	10.9	9.9	0.0
금융수익(비용)	-80.9	-22.1	-20.1	-28.3
기타영업외손익	76.4	4.0	4.0	4.0
중속, 관계기업관련손익	6.7	29.0	26.0	24.3
세전계속사업이익	116.4	266.1	290.6	292.8
법인세비용	22.0	63.9	63.9	64.4
계속사업이익	94.4	202.3	226.7	228.4
당기순이익	94.4	220.0	226.7	228.4
증감률 (%)	575.8	133.1	3.0	0.8
Net 마진 (%)	1.8	3.5	3.4	3.3
지배주주지분 순이익	55.6	142.8	147.1	148.2
비지배주주지분 순이익	38.8	77.2	79.6	80.2
기타포괄이익	20.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	115.2	220.0	226.7	228.4

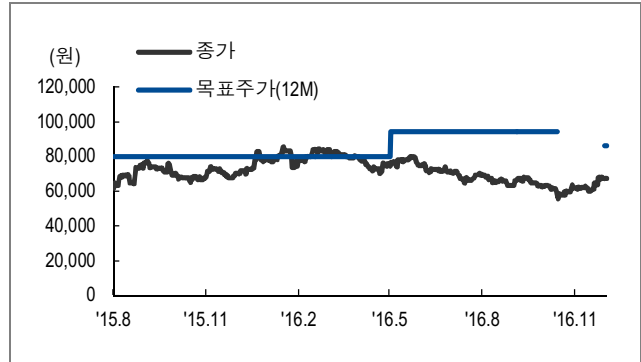
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	28.8	11.3	11.0	10.9
PBR(배)	1.3	1.1	1.0	0.9
PCR(배)	6.2	3.7	3.7	3.7
PSR(배)	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	25.2	12.9	12.0	11.5
EV/EBIT(배)	48.0	18.6	16.8	16.0
EPS(원)	2,519	5,835	6,013	6,059
BPS(원)	55,218	60,214	65,330	70,449
SPS(원)	243,252	258,340	272,490	281,941
자기자본이익률(ROE, %)	4.1	9.1	8.6	8.1
총자산이익률(ROA, %)	1.6	3.3	3.3	3.2
투하자본이익률 (ROIC, %)	2.5	5.8	6.2	6.3
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.6
배당성장률(%)	11.4	4.4	5.0	5.7
총현금배당금(십억원)	7	7	8	9
보통주 주당배당금(원)	300	300	350	400
순부채(현금)/자기자본(%)	98.1	67.9	58.9	50.1
총부채/ 자기자본(%)	155.0	139.3	132.0	124.8
이자발생부채	3,327	2,987	3,021	3,044
유동비율(%)	171.1	138.8	144.4	150.5
총발행주식수(백만원)	27	27	27	27
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	72,600	66,100	66,100	66,100
시가총액(십억원)	1,860	1,683	1,683	1,683

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	560.5	932.5	1,083.0	1,261.0
매출채권	637.8	886.8	935.4	967.8
유동자산	2,374.1	3,061.4	3,330.7	3,587.2
유형자산	2,997.7	2,282.7	2,275.3	2,268.6
투자자산	717.8	838.2	884.1	914.8
비유동자산	4,220.9	3,635.2	3,668.7	3,687.6
자산총계	6,595.0	6,696.6	6,999.3	7,274.8
단기성부채	875	1,483	1,544	1,594
매입채무	320	416	439	454
유동부채	1,388	2,206	2,307	2,383
장기성부채	2,452	1,504	1,478	1,451
장기충당부채	39.6	47.2	49.7	51.5
비유동부채	2,621.5	1,692.0	1,676.0	1,655.7
부채총계	4,009.2	3,898.1	3,982.6	4,039.0
자본금	135.6	135.6	135.6	135.6
자본잉여금	329.3	329.3	329.3	329.3
이익잉여금	1,099.4	1,234.9	1,373.7	1,512.5
비지배주주지분	1,088.2	1,165.5	1,245.0	1,325.2
자본총계	2,585.8	2,798.5	3,016.8	3,235.8

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	-65.4	135.2	246.2	271.7
당기순이익	94.4	220.0	226.7	228.4
+ 유/무형자산상각비	103.1	113.2	112.4	111.7
+ 중속, 관계기업관련손익	-52.9	-29.0	-26.0	-24.3
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	253.9	434.1	430.4	431.8
- 운전자본의증가(감소)	-199.3	-169.0	-67.0	-44.1
투자활동 현금흐름	-659.4	584.0	-123.0	-108.3
+ 유형자산 감소	2.7	10.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-667.1	597.0	-100.0	-100.0
+ 투자자산의매각(취득)	-51.9	-91.5	-20.0	-6.3
Free Cash Flow	-732.5	732.2	146.2	171.7
Net Cash Flow	-724.8	719.2	123.2	163.3
재무활동 현금흐름	956.0	-347.3	27.2	14.7
자기자본 증가	199.4	0.0	0.0	0.0
부채증감	756.5	-347.3	27.2	14.7
현금의증가	236.3	371.9	150.5	178.1
기말현금 및 현금성자산	560.5	932.5	1,083.0	1,261.0
기말 순부채(순현금)	2,535.8	1,899.5	1,778.1	1,619.5

투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의건	목표가
SK케미칼	006120.KS	2016.12.21	Buy	86,000원(12개월) (담당자 변경)
		2016.05.20	Buy	94,000원(12개월)
		2015.04.22	Hold	80,000원(12개월)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의건 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 16일 기준)

- 투자의건 분포

Buy	Hold	Sell
78.3%	21.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "SK케미칼"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.