

2016/12/12

SK케미칼(006120)

2017년 유망주: 실적 턴어라운드 및 지배구조의 조화

■ 2017년 생명과학부문 실적 턴어라운드의 원년이 될 듯

2014년부터 동사 개별기준 실적이 부진한 이유는 생명과학부문에서 약가인하에 따른 매출감소와 더불어 신규공장 및 임상 관련 비용 발생 등으로 인하여 실적이 저조하였기 때문이다.

그러나 2017년은 생명과학부문 실적 턴어라운드의 원년이 될 것으로 예상된다. 우선 지난 2009년 전임상단계에서 CSL 상대로 기술수출 한 NBP601이 글로벌 임상을 마치고 올해 5월 미국 FDA 판매허가 승인을 받았으며, 조만 간에 유럽 판매허가 승인을 받을 것으로 예상됨에 따라 2017년부터 본격적으로 로열티 수입이 반영될 것으로 기대된다.

또한 2017년에는 기존 국내 독감 백신 3가 및 4가와 더불어 새롭게 대상포진 백신의 판매가 예상되므로 매출이 증가할 것이며, 샤노피와 공동개발중인 폐렴구균의 경우도 전임상을 마치고 1상에 진입할 것으로 예상되므로 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

■ 그린케미칼부문 증설 등으로 실적 향상성 높아질 듯

동사의 그린케미칼부문은 고기능성 PETG수지, PET수지, 바이오디젤 등이 주요 제품군이다. PETG수지의 경우 수요증가에 힘입어 현재 12만톤 CAPA가 Full 가동 중에 있다. 따라서 내년에는 6만톤을 증설하여 총 18만톤의 CAPA로 확대될 예정으로 증설효과가 반영되면서 매출이 증가할 수 있을 것이다. 또한 바이오디젤의 경우도 혼합비율 상승 등으로 인하여 견조한 실적향상이 예상된다.

■ SK케미칼그룹의 실질적인 사업지주회사 ⇒ 지주회사 전환 가능성 증대 될 듯

지배구조변환의 당위성은 현재 최창원 부회장이 동사에 대한 지분율이 17.0%에 불과하기 때문에 지분을 늘리기 위해서는 지주회사 전환이 필수적이다. 결국에는 동사를 지주회사와 사업회사로 인적분할 하여 지분을 늘리는 동시에 동사가 SK케미칼그룹에 명실상부한 지주회사가 되면서 지배구조를 견고히 할 것이다.

이런 지배구조변환 과정에서 동사는 SK건설 등 매각으로 현금확보가 가능해 질뿐만 아니라 성장성 등이 부각될 수 있는 환경이 조성될 수 있어서 주가에 긍정적인 요인으로 작용할 것이다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

Buy(Initiate)

목표주가(6M)	88,000원
종가(2016/12/09)	63,600원

Stock Indicator

자본금	136십억원
발행주식수	2,712만주
시가총액	1,619십억원
외국인지분율	10.6%
배당금(2015)	300원
EPS(2016E)	5,136원
BPS(2016E)	67,602원
ROE(2016E)	7.9%
52주 주가	55,400~85,500원
60일평균거래량	104,320주
60일평균거래대금	6.5십억원

Price Trend



■ 투자의견 매수, 목표주가 88,000원 제시 ⇒ 실적 턴어라운드 및 지배구조의 조화

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 88,000원을 제시한다. 영업가치의 경우 생명과학부문과 그린케미칼부문 각각 2017년 예상 EBITDA에 화학 및 헬스케어 업종에 대한 2017년 예상 평균 EV/EBITDA 배수를 적용하여 산출하였으며 NBP601의 경우는 현금흐름할인모형(DCF) 방식을 적용하여 산출하였다. 또한 투자지분가치의 경우 상장회사는 평균가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2014	7,284	150	-25	-1,204		15.5	58,906	1.1	-2.0	176.9
2015	5,269	114	56	2,564	28.3	20.2	61,619	1.2	4.1	155.0
2016E	6,230	255	125	5,136	12.4	10.3	67,602	0.9	7.9	131.8
2017E	6,251	287	137	5,621	11.3	9.4	74,096	0.9	7.9	117.4
2018E	6,531	325	158	6,520	9.8	8.2	84,531	0.8	8.2	98.4

자료 : SK 케미칼, 하이투자증권 리서치센터

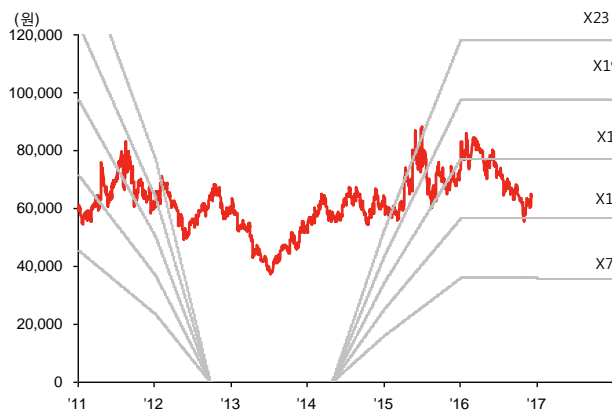
<표 1> SK 케미칼 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

투자지분 가치	11,776
그린케미칼	5,610
생명과학	6,192
NBP601	3,650
순차입금	7,976
우선주	737
NAV	18,515
발행주식수	21,006,652
주당 NAV(원)	88,139

자회사	지분율	자회사가치
SK 건설	28.3%	3,364
SK 가스	45.6%	3,820
SK 신텍	100.0%	1,037
SK 플라즈마	60.0%	1,804
기타		1,751

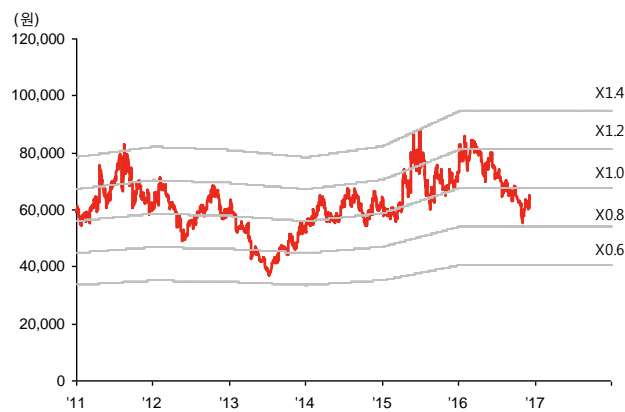
자료: SK케미칼, 하이투자증권

<그림 1> SK 케미칼 PER 밴드



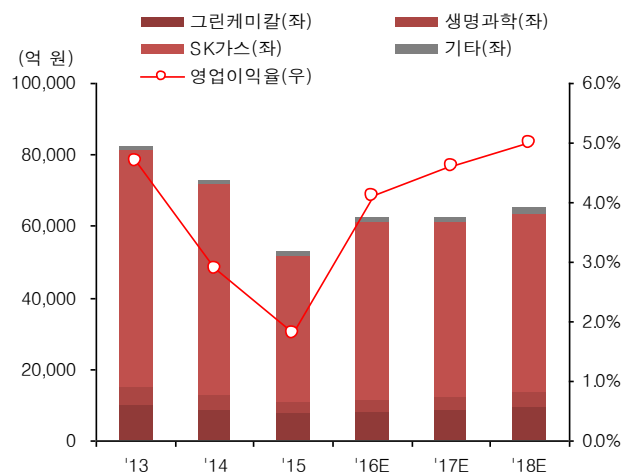
자료: SK케미칼, 하이투자증권

<그림 2> SK 케미칼 PBR 밴드



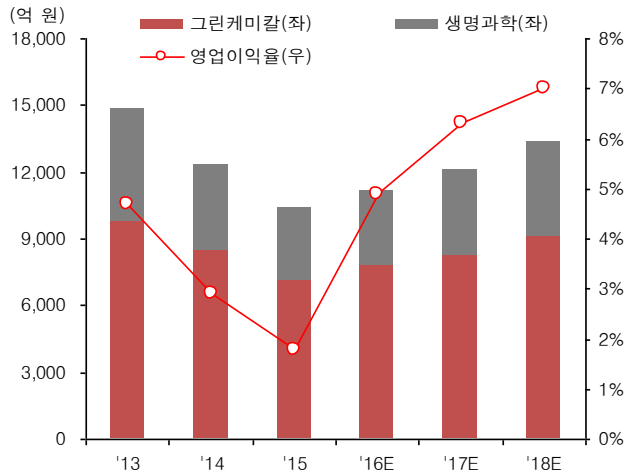
자료: SK케미칼, 하이투자증권

<그림 3> SK 케미칼 연결기준 실적추이



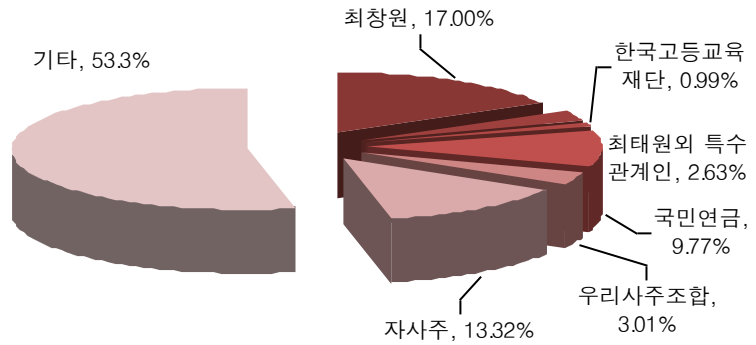
자료: SK케미칼, 하이투자증권

<그림 4> SK 케미칼 개별기준 실적추이



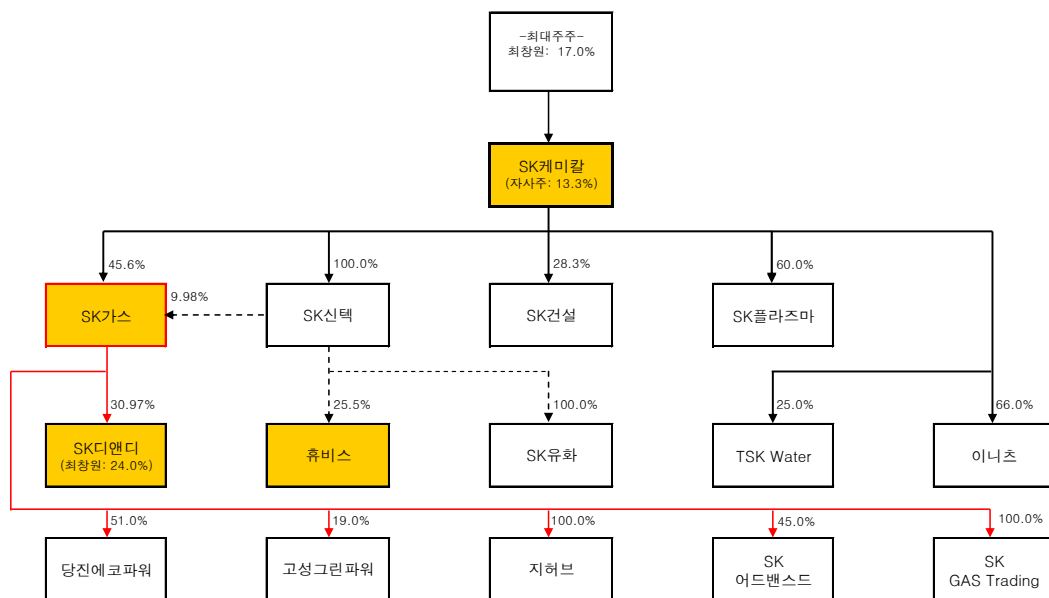
자료: SK케미칼, 하이투자증권

<그림 5> SK 케미칼 주주 분포



자료: SK케미칼, 하이투자증권

<그림 6> SK 케미칼그룹 지배구조(2016년 11월 29일 기준)



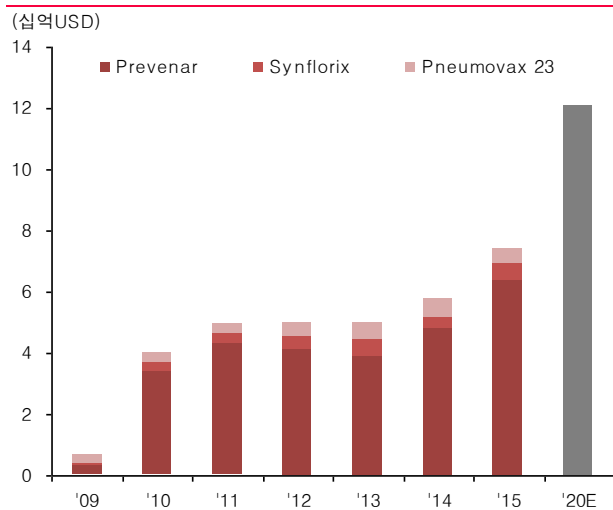
자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

<그림 7> 백신 파이프라인

	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)					600억
수두 백신(Varicella)					
자궁경부암 백신(HPV Vaccine)					650억
소아장염 백신(Rota virus)					400억
장티푸스 백신(TCV)	IND for phase I in October 2015				

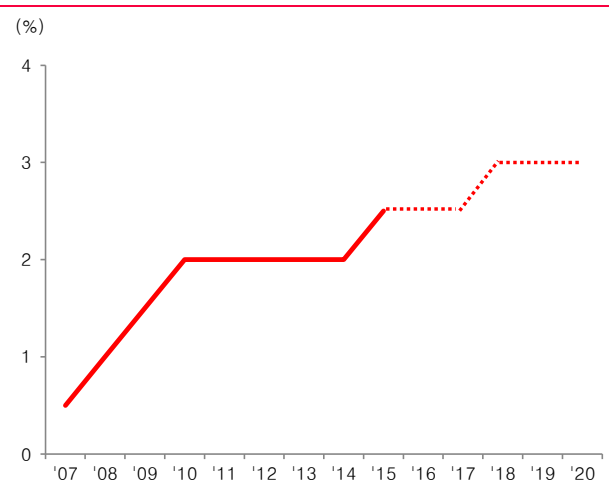
자료: SK케미칼, 하이투자증권

<그림 8> 폐렴구균 백신 시장규모 추이



자료: Visiongain 2015, Pfizer, GSK, Merk, 하이투자증권

<그림 9> 바이오디젤 혼합비율 추이



자료: SK케미칼, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,374	2,477	2,754	3,015
현금 및 현금성자산	561	585	607	643
단기금융자산	138	110	99	89
매출채권	747	810	1,000	1,176
재고자산	882	935	1,006	1,058
비유동자산	4,221	4,029	3,848	3,677
유형자산	2,998	2,886	2,784	2,692
무형자산	352	346	340	335
자산총계	6,595	6,506	6,602	6,693
유동부채	1,388	1,328	1,293	1,248
매입채무	320	324	319	294
단기차입금	593	563	543	533
유동성장기부채	245	212	202	192
비유동부채	2,622	2,372	2,272	2,072
사채	1,475	1,225	1,125	925
장기차입금	921	921	921	921
부채총계	4,009	3,700	3,565	3,320
지배주주지분	1,498	1,643	1,801	2,054
자본금	136	136	136	136
자본잉여금	329	329	329	329
이익잉여금	1,099	1,224	1,361	1,594
기타자본항목	-101	-101	-101	-101
비지배주주지분	1,088	1,163	1,237	1,318
자본총계	2,586	2,806	3,038	3,373

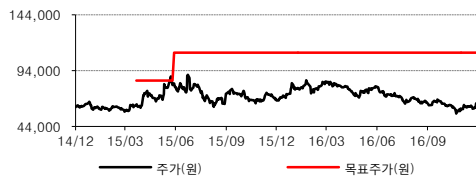
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,269	6,230	6,251	6,531
증가율(%)	-27.7	18.2	0.3	4.5
매출원가	4,658	5,389	5,382	5,597
매출총이익	611	841	869	934
판매비와관리비	497	586	582	609
연구개발비	61	72	72	76
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	114	255	287	325
증가율(%)	-23.6	123.0	12.7	13.1
영업이익률(%)	2.2	4.1	4.6	5.0
이자수익	10	10	10	11
이자비용	73	66	63	58
지분법이익(손실)	7	7	7	7
기타영업외손익	76	48	50	46
세전계속사업이익	116	240	277	317
법인세비용	22	58	67	77
세전계속이익률(%)	2.2	3.8	4.4	4.9
당기순이익	94	200	210	240
순이익률(%)	1.8	3.2	3.4	3.7
지배주주귀속 순이익	56	125	137	158
기타포괄이익	21	21	21	21
총포괄이익	115	221	231	261
지배주주귀속총포괄이익	68	138	150	172

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-65	232	171	208
당기순이익	94	200	210	240
유형자산감가상각비	97	112	102	92
무형자산상각비	6	6	6	6
지분법관련손실(이익)	7	7	7	7
투자활동 현금흐름	-659	175	158	157
유형자산의 처분(취득)	3	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	19	-	-	-
금융상품의 증감	197	-3	11	26
재무활동 현금흐름	956	-14	169	79
단기금융부채의증감	-123	-63	-30	-20
장기금융부채의증감	-250	-100	-200	-400
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-13	-7	-7	-7
현금및현금성자산의증감	236	24	22	36
기초현금및현금성자산	324	561	585	607
기말현금및현금성자산	561	585	607	643

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	2,564	5,136	5,621	6,520
BPS	61,619	67,602	74,096	84,531
CFPS	7,323	9,984	10,037	10,544
DPS	300	300	300	300
Valuation(배)				
PER	28.3	12.4	11.3	9.8
PBR	1.2	0.9	0.9	0.8
PCR	9.9	6.4	6.3	6.0
EV/EBITDA	20.2	10.3	9.4	8.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.1	7.9	7.9	8.2
EBITDA 이익률	4.1	6.0	6.3	6.5
부채비율	155.0	131.8	117.4	98.4
순부채비율	98.1	79.3	68.6	54.5
매출채권회전율(x)	6.7	8.0	6.9	6.0
재고자산회전율(x)	6.9	6.9	6.4	6.3

자료 : SK 케미칼, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2016-12-12	Buy	88,000
2016-07-29(커버리지 제외)		
2015-06-08	Buy	110,000
2015-03-31	Buy	85,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이상현, 조경진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-