



# SK케미칼(006120)

## 자사주 소각 및 자산 효율화 측면에서 긍정적

### ■ SK케미칼그룹 지주회사 체제 전환 ⇒ 자사주 소각 긍정적

어제(6/21) 이사회를 열고 동사의 인적분할을 통한 지주회사 체제 전환을 의결하였다. 즉, 동사를 0.48대 0.52 비율로 SK케미칼홀딩스(존속법인)와 SK케미칼사업회사(신설회사)로 인적분할 할 예정으로 주주총회는 10월 27일, 분할기일은 12월 1일이다. SK케미칼홀딩스는 자회사 관리와 사업 포트폴리오 고도화를 맡고 SK케미칼사업회사는 기존 그린케미칼 및 생명과학 사업에 주력하게 된다. 한편, 지주회사 전환 첫 단계로 보유 중인 자사주 전량을 소각 또는 매각하기로 하였다. 즉, 보유 자사주 13.3% 중 배당가능이익을 재원으로 매입한 8%(193만9120주)는 소각하기로 하였으며, 관련 법상 임의 소각이 제한되는 합병으로 취득한 자사주 5.3%(129만7483주)는 시장에서 매각할 계획이다. 이와 같은 자사주 소각은 주주친화정책 측면에서 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

### ■ SK건설 지분 매각 등 자산 효율화 측면에서 긍정적

자사주 소각 등을 고려하면 인적분할 이후 최창원 부회장 외 특수관계인이 SK케미칼홀딩스와 SK케미칼사업회사에 대하여 각각 22.5%의 지분을 보유하게 된다. 공개매수와 현물출자 등을 통한 지분수입으로 최창원 부회장 외 특수관계인은 SK케미칼홀딩스에 대한 지분율을 높이게 될 것이며, SK케미칼홀딩스는 SK케미칼사업회사를 자회사로 거느리게 될 것이다.

무엇보다 지주회사 체제 전환으로 그 동안 자산의 활용성이 낮았던 SK건설 지분(28.3%)을 정리하는 명분을 얻게 됨에 따라 동사에게는 자산 효율성을 높일 수 있는 요인이 될 것이다. 또한 SK케미칼홀딩스 100% 자회사인 신택이 보유하고 있는 SK가스 지분 9.9%도 매각해야 되므로 배당확대 측면에서 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

한편, 지주회사 전환 이후 SK케미칼사업회사 그린케미칼 및 생명과학 사업이 안정화되는 시점에서 사업부문별로 각각 분할이 이루어 질 것으로 예상된다.

### ■ 목표주가 100,000원으로 상향

올해 생명과학부문 실적 턴어라운드 및 그린케미칼부문 증설 등 실적 향상성이 높아지는 점 등을 고려하여, Sum-of-part 밸류에이션에서 영업가치 Target EV/EBITDA배수를 각각의 업종 평균을 적용하여 목표주가를 100,000원으로 상향한다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

**Buy**(Maintain)

목표주가(6M)	100,000원
종가(2017/06/20)	78,700원

#### Stock Indicator

자본금	136십억원
발행주식수	2,712만주
시가총액	2,004십억원
외국인지분율	6.6%
배당금(2016)	350원
EPS(2017E)	4,962원
BPS(2017E)	71,142원
ROE(2017E)	7.3%
52주 주가	55,400~79,500원
60일평균거래량	206,049주
60일평균거래대금	14.3십억원

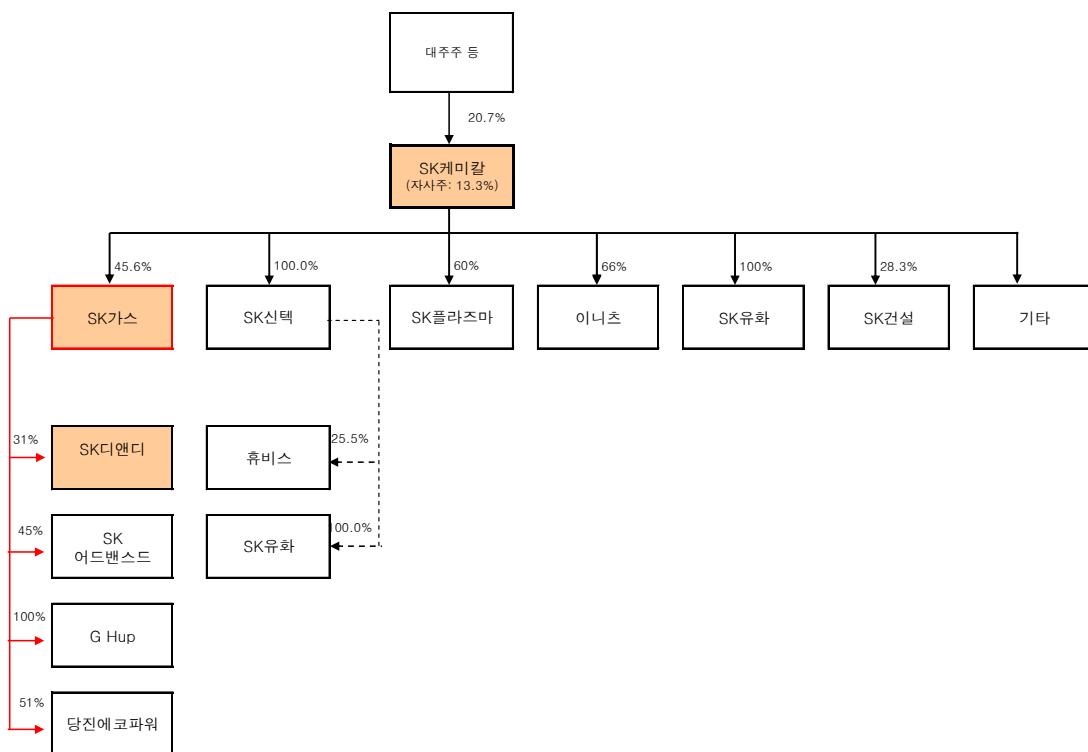
#### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2015	5,269	120	56	2,564	28.3	19.7	61,619	1.2	3.7	155.0
2016	6,526	230	83	3,399	19.7	11.3	65,393	1.0	5.4	145.9
2017E	7,855	250	121	4,962	15.9	11.4	71,142	1.1	7.3	137.2
2018E	8,226	288	133	5,479	14.4	10.3	77,409	1.0	7.4	127.0
2019E	8,691	313	143	5,896	13.3	9.4	84,093	0.9	7.3	118.0

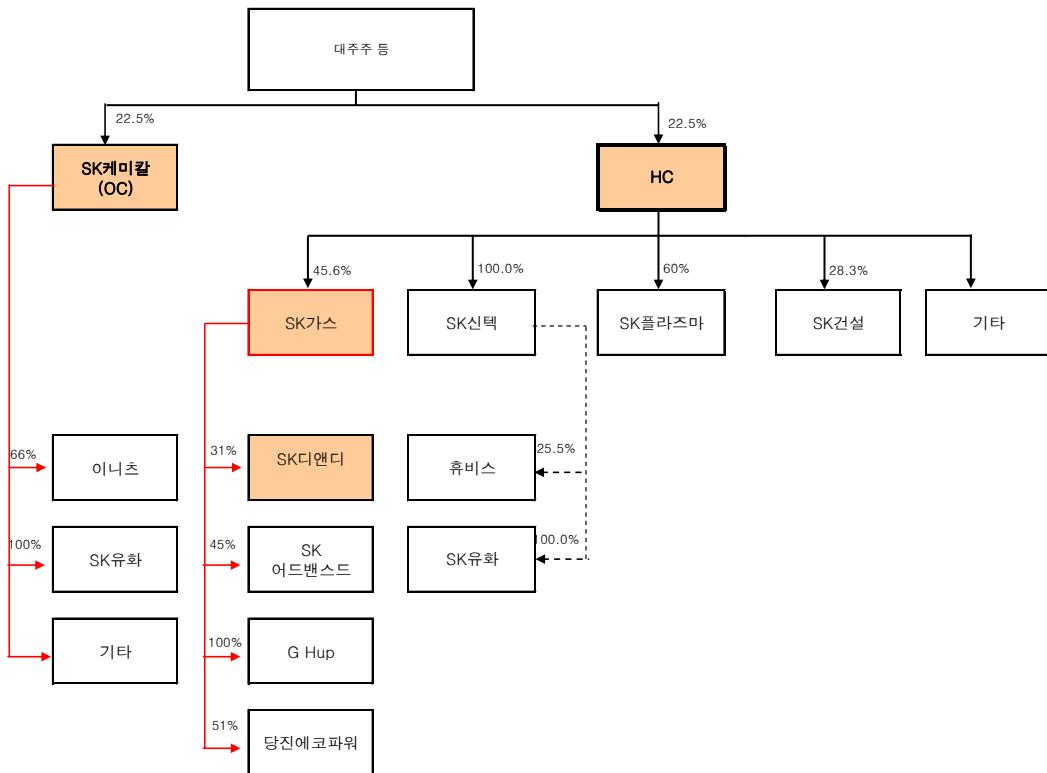
자료 : SK 케미칼, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> SK 케미칼그룹 인적분할 전 지배구조



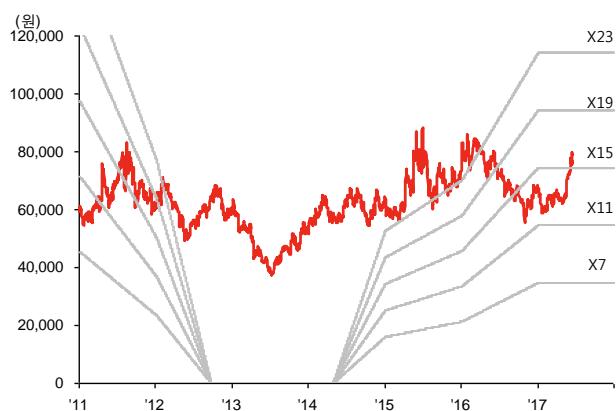
자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; SK 케미칼그룹 인적분할 후 지배구조



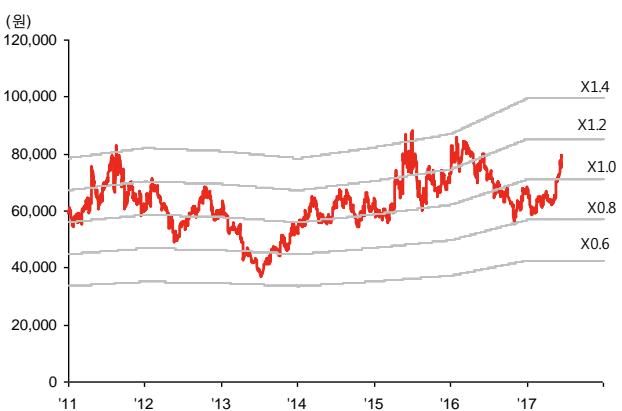
자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

&lt;그림 3&gt; SK 케미칼 PER 밴드



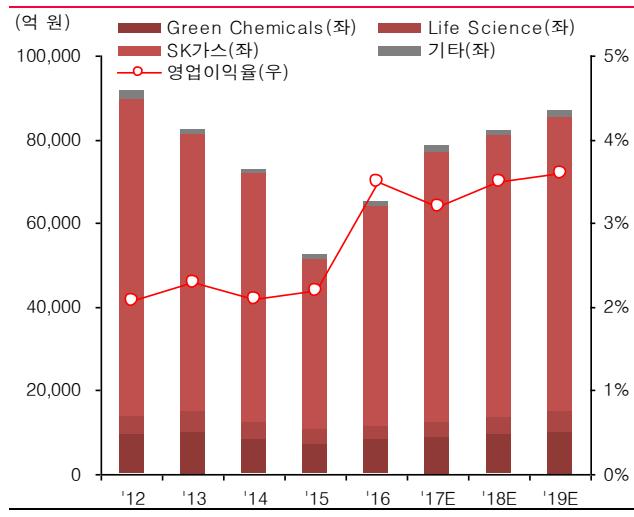
자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;그림 4&gt; SK 케미칼 PBR 밴드



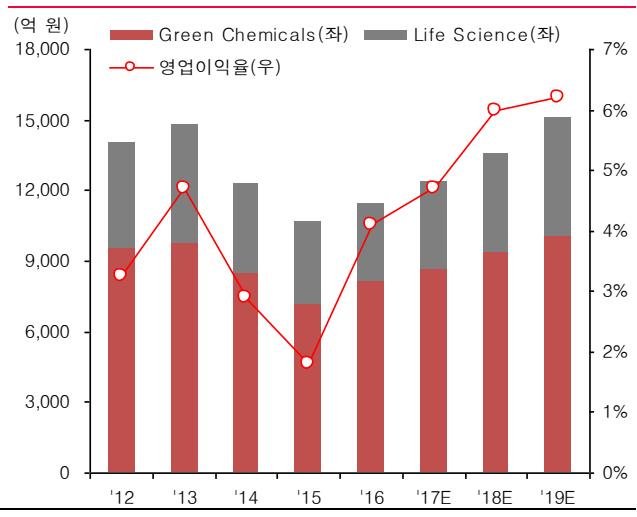
자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;그림 5&gt; SK 케미칼 연결기준 실적추이



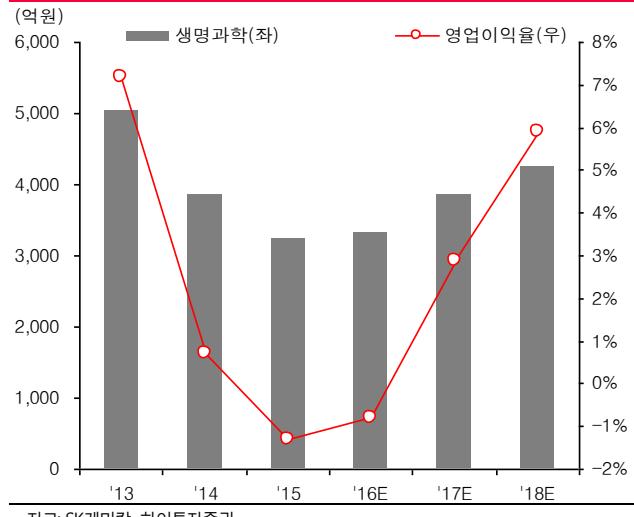
자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;그림 6&gt; SK 케미칼 개별기준 실적추이



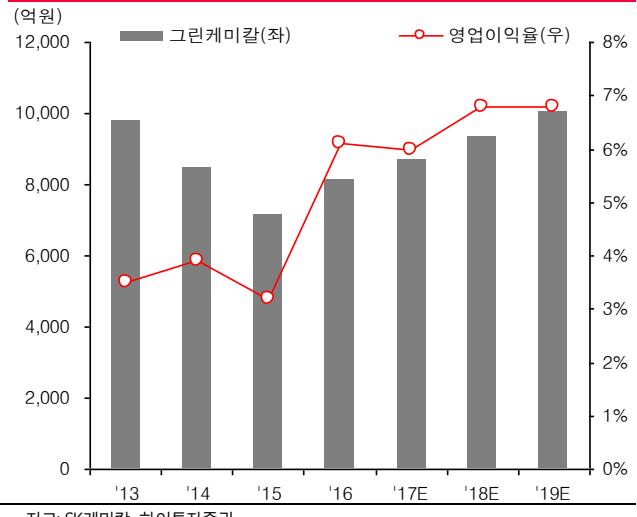
자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;그림 7&gt; SK 케미칼 생명과학부문 실적추이



자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;그림 8&gt; SK 케미칼 그린케미칼부문 실적추이



자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;표 1&gt; SK 케미칼 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

투자지분 가치	12,394
그린케미칼	6,800
생명과학	6,192
NPB601	3,850
자사주	1,025
순차입금	7,000
우선주	928
NAV	22,333
발행주식수	22,304,135
주당 NAV(원)	100,129

자회사	지분율	자회사가치
SK 건설	28.3%	3,364
SK 가스	45.6%	4,438
SK 신텍	100.0%	1,037
SK 플라즈마	60.0%	1,804
기타		1,751

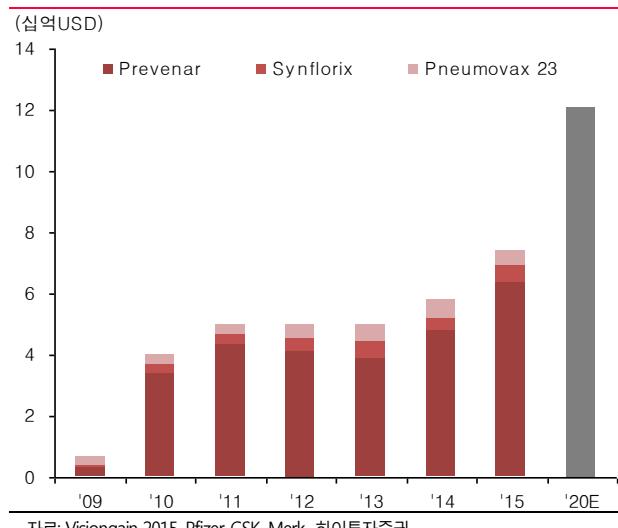
자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 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)			8%		600억
수두 백신(Varicella)		15%			
자궁경부암 백신(HPV Vaccine)	14%				650억
소아장염 백신(Rota virus)	14%				400억
장티푸스 백신(TCV)	IND for phase I in October 2015				

자료: SK케미칼, 하이투자증권

&lt;그림 9&gt; 폐렴구균 백신 시장규모 추이



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

&lt;그림 10&gt; 바이오디젤 혼합비율 추이



자료: SK케미칼, 하이투자증권

재무상태표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		2,682	2,999	3,255	3,518
현금 및 현금성자산		379	398	430	513
단기금융자산		212	240	276	331
매출채권		1,008	1,163	1,283	1,434
재고자산		665	723	757	695
비유동자산		3,864	3,854	3,869	3,898
유형자산		2,327	2,275	2,248	2,234
무형자산		367	361	356	350
자산총계		6,546	6,853	7,124	7,416
유동부채		2,308	2,388	2,410	2,438
매입채무		392	472	494	522
단기차입금		675	675	675	675
유동성장기부채		751	751	751	751
비유동부채		1,576	1,576	1,576	1,576
사채		883	883	883	883
장기차입금		436	436	436	436
부채총계		3,884	3,963	3,986	4,014
지배주주지분		1,589	1,729	1,881	2,044
자본금		136	136	136	136
자본잉여금		329	329	329	329
이익잉여금		1,171	1,283	1,407	1,542
기타자본항목		-99	-99	-99	-99
비지배주주지분		1,073	1,161	1,257	1,359
자본총계		2,662	2,890	3,138	3,403

포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E
매출액		6,526	7,855	8,226	8,691
증가율(%)		23.9	20.4	4.7	5.7
매출원가		5,771	6,946	7,274	7,685
매출총이익		755	909	952	1,006
판매비와관리비		525	659	664	693
연구개발비		62	93	90	96
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		230	250	288	313
증가율(%)		92.1	8.3	154	8.5
영업이익률(%)		3.5	3.2	3.5	3.6
이자수익		12	15	16	19
이자비용		72	72	72	72
지분법이익(순실)		6	6	6	6
기타영업외손익		-19	0	-12	-20
세전계속사업이익		211	275	303	322
법인세비용		53	66	73	77
세전계속이익률(%)		3.2	3.5	3.7	3.7
당기순이익		176	208	230	245
순이익률(%)		2.7	2.6	2.8	2.8
지배주주귀속 순이익		83	121	133	143
기타포괄이익		28	28	28	28
총포괄이익		204	236	257	273
지배주주귀속총포괄이익		96	137	149	159

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		-33	149	180	387
당기순이익		176	208	230	245
유형자산감가상각비		105	105	100	98
무형자산상각비		6	6	5	5
지분법관련손실(이익)		6	6	6	6
투자활동 현금흐름		-326	257	229	199
유형자산의 처분(취득)		7	-	-	-
무형자산의 처분(취득)		26	-	-	-
금융상품의 증감		-106	46	68	138
재무활동 현금흐름		172	15	15	15
단기금융부채의증감		589	-	-	-
장기금융부채의증감		-	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-20	-9	-9	-9
현금및현금성자산의증감		-181	19	32	83
기초현금및현금성자산		561	379	398	430
기말현금및현금성자산		379	398	430	513

주요투자지표		(단위:원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		3,399	4,962	5,479	5,896
BPS		65,393	71,142	77,409	84,093
CFPS		7,963	9,525	9,840	10,143
DPS		350	350	350	350
Valuation(배)					
PER		19.7	15.9	14.4	13.3
PBR		1.0	1.1	1.0	0.9
PCR		8.4	8.3	8.0	7.8
EV/EBITDA		11.3	11.4	10.3	9.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		5.4	7.3	7.4	7.3
EBITDA 이익률		5.2	4.6	4.8	4.8
부채비율		145.9	137.2	127.0	118.0
순부채비율		80.9	72.9	65.0	55.9
매출채권회전율(x)		7.4	7.2	6.7	6.4
재고자산회전율(x)		8.4	11.3	11.1	12.0

자료 : SK 케미칼, 하이투자증권 리서치센터

## 주가와 목표주가와의 추이



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-06-22	Buy	100,000
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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자: 이상현, 조경진](#))

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

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

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

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

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3%	12.7%	-