

# SK케미칼 (006120)

## 최악의 상반기, 하반기부터 살아나는 실적 개선

### 제약

Results Comment  
2013. 5. 21

(Maintain)	<b>매수</b>
목표주가 (원, 12M)	<b>60,000</b>
현재주가(13/05/20, 원)	46,650
상승여력	29%

영업이익(13F, 십억원)	42		
Consensus 영업이익(13F, 십억원)			
EPS 성장률(13F, %)	-63.2		
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.6		
P/E(13F, x)	76.2		
MKT P/E(13F, x)	9.4		
KOSPI	1,982.43		
시가총액(십억원)	972		
발행주식수(백만주)	24		
유동주식비율(%)	70.8		
외국인 보유비중(%)	9.3		
배타(12M, 일간수익률)	0.78		
52주 최저가(원)	42,750		
52주 최고가(원)	71,300		
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	4.5	-25.2	-13.1
상대주가	0.5	-30.1	-24.4



### 제약/바이오

김나연  
02-768-3251  
irene.kim@dwsec.com

### 1Q13 Review: 영업이익 시장 컨센서스 크게 하회

1분기 실적은 IFRS별도기준 매출액 3,484억원(+3.0% YoY), 영업이익 34억원(-30.1% YoY), 순이익 30억원(-80.6% YoY)으로 시장 컨센서스(3,746억원, 105억원)를 크게 하회하였다. 제약사업부의 매출 성장에도 불구하고 **영업이익이 시장 컨센서스를 하회한 주요 요인은 1) 화학 업황 하락에 따른 PET 외형성장 둔화 지속과 BD 소비량 감소, 2) 제약사업부의 R&D 비용 증가 때문이다. 순이익은 SK건설(지분율 25.4%)에서 확인할 수 있다.** 건설은 영업적자 2,438억원을 기록하였는데 사우디 왓시(Wasit), 석유연구복합단지(KAPSARC R&C Complex) 등 해외플랜트와 건축프로젝트에서의 원가율 상승조정과 사업비용 증가를 반영하기 위해 대규모 충당금을 설정하였기 때문이다.

### 자회사 이익 감소로 연결기준 수익성 악화, But 하반기부터는 개선될 것으로 전망

연결기준 매출액은 1조 8,864억원(-19.3% YoY), 영업이익 357억원(-31.2% YoY), 순이익 -176억원(적전)으로 발표하였다. 외형 감소는 SK케미칼의 매출 증가에도 SK가스의 민수판매량(도시가스)이 감소하였기 때문이다. 영업이익의 하락은 외형감소에 따른 원가율 상승과 SK건설이 대규모 충당금을 설정하면서인데 1분기 최악의 실적 반영으로 2분기부터는 개선될 것으로 예상된다.

문제는 SK케미칼 본업의 이익률도 하락하고 있다는 점에 있다. 이는 화학 업황 하락, 신규 의약품 부재, 3년째 capex 및 R&D투자가 지속되고 있어서이다. 그러나 다행히 하반기부터는 투자효과가 외형으로 연결될 수 있을 것으로 보인다. SID710(치매패치)의 유럽 라이선싱 아웃 효과로 연간 200억원 이상의 해외 수출도 기대해볼 수 있고, 백신제조설비 허가 이후에는 다국적 제약사와의 생산 계약(ODM)도 가시화 될 수 있을 것이다. 2014년 신공장 가동과 함께 해외수출도 실적에 반영될 수 있어서 향후 신제품들의 매출 가시화에 주목해볼 때이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 60,000원 하향

기존 추정치대비 2013년 매출액, 조정영업이익, 순이익이 하향 조정됨에 따라 SOTP valuation의 SK가스, SK건설 가치 재조정 등을 반영하여 목표주가를 60,000원으로 하향 조정한다. 동사는 화학 업황 하락으로 PET매출액이 감소하면서 독과점 제품인 PETG의 매출 증가 및 이익 개선이 주목 받지 못하고 있기 때문에 결국 제약사업의 실적 개선 여부가 중요하다고 판단된다. 이는 우량자회사였던 SK건설 역시 경기 둔화로 순이익이 크게 감소하였기 때문에 자회사효과보다는 SK케미칼의 본업인 화학과 제약사업에서의 수익성 개선 여부가 중요해지는 시기이기 때문이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	1,335	1,546	1,476	1,511	1,583	1,729
영업이익 (십억원)	69	65	48	42	76	83
영업이익률 (%)	5.2	4.2	3.3	2.8	4.8	4.8
순이익 (십억원)	40	31	39	15	61	72
EPS (원)	1,687	1,303	1,662	612	2,556	3,039
ROE (%)	4.4	3.4	4.2	1.5	6.2	7.0
P/E (배)	36.6	49.2	35.9	76.2	18.3	15.4
P/B (배)	1.5	1.5	1.4	1.1	1.1	1.0

주: K-IFRS 개별 기준  
자료: SK케미칼, KDB대우증권 리서치센터

1Q13 Review: 영업이익 시장 컨센서스 크게 하회

1분기 실적은 IFRS별도기준 매출액 3,484억원(+3.0% YoY), 영업이익 34억원(-30.1% YoY), 순이익 30억원(-80.6% YoY)으로 시장 컨센서스(3,746억원, 105억원)를 크게 하회하였다. 제약사업부의 매출 성장에도 불구하고 **영업이익이 시장 컨센서스를 하회한 주요 요인은 1) 화학 업황 하락에 따른 PET 외형성장 둔화 지속과 BD 소비량 감소, 2) 제약사업부의 R&D 비용 증가 때문이다.** 순이익은 SK건설(지분을 25.4%)에서 확인할 수 있다. 건설은 영업적자 2,438억원을 기록하였는데 사우디 왓시(Wasit), 석유연구복합단지(KAPSARC R&C Complex) 등 해외플랜트와 건축프로젝트에서의 원가율 상승조정과 사업비용 증가를 반영하기 위해 대규모 충당금을 설정하였기 때문이다.

표 1. 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원, %, %p)

	1Q12	4Q12	1Q13P			성장률	
			잠정실적	KDB대우 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	338.3	362.2	348.4	349.6	374.6	3.0	-3.8
영업이익	4.9	4.9	3.4	3.5	10.5	-30.1	-30.6
영업이익률	1.4	1.4	0.1	1.0	-	-1.3	-1.3
세전이익	13.6	-6.5	3.6	2.0	-	-73.6	흑전
순이익	16.0	-3.5	3.1	2.6	-	-80.6	흑전

자료: FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 2. SK케미칼 분기별 실적 추이

(십억원, %, %p)

구분	2012					2013F					1Q13P		
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1QP	2QF	3QF	4QF	연간	YoY	QoQ	
매출액	생명과학	83.9	106.5	132.6	126	430.8	102.7	115.6	143.4	100.8	462.4	22.4	-18.5
	그린케미칼	235.3	265.8	233.9	216.6	951.6	245.7	273.2	259.1	270.5	1,048.4	4.4	13.4
	기타	19.1	17.7	19.1	19.6	75.5	-	-	-	-	-	-	-
	계	338.3	390	385.6	362.2	1,476.20	348.4	388.8	402.5	371.3	1,510.8	3.0	-3.8
영업이익	4.9	16.7	22.4	4.9	48.4	3.4	12.7	24.4	2.0	42.5	-30.6	-30.6	
영업이익률	1.4	4.3	5.8	1.4	3.3	1.0	3.3	6.1	0.5	2.8	-0.4	-0.4	
세전계속사업이익	13.6	9.5	13.6	-6.5	30.3	2.0	4.6	13.8	-9.0	11.4	-85.3	흑전	
당기순이익	16.0	11.1	15.7	-3.5	39.3	3.0	6.0	17.9	-11.7	15.2	-81.3	흑전	
세전계속사업이익률	4.0	2.4	3.5	-	2.1	0.6	1.2	3.4	-	0.8	-3.4	2.4	
당기순이익률	4.7	2.8	4.1	-	2.7	0.9	1.5	4.4	-	1.0	-3.8	1.5	

주: 1Q13 부터 기타사업 매출 그린케미칼로 귀속

자료: SK케미칼, KDB대우증권 리서치센터

표 3. SK케미칼 수익예상 변경 요약 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원, 원, %, %p)

	수정 전			수정 후			변경률		
	12	13F	14F	12	13F	14F	12P	13F	14F
매출액	1,476	1,531	1,605	1,476	1,511	1,583	0.0	-1.3	-1.4
영업이익	48	61	80	48	42	76	0.0	-31.2	-4.6
당기순이익	39	46	81	39	14	60	0.0	-68.5	-25.4
EPS(원)	1,662	1,945	3,403	1,662	612	2,556	0.0	-68.5	-24.9
영업이익률	3.3	4.0	5.0	3.3	2.8	4.8	0.0	-1.2	-0.2
순이익률	2.7	3.0	5.0	2.7	1.0	3.8	0.0	-2.0	-1.2

자료: SK케미칼, KDB대우증권 리서치센터

**자회사 이익 감소로 연결기준 수익성 악화, But 하반기부터는 개선될 것으로 전망**

연결기준 매출액은 1조 8,864억원(-19.3%YoY), 영업이익 357억원(-31.2%YoY), 순이익 -176억원(적전)으로 발표하였다. 외형 감소는 SK케미칼의 매출 증가에도 SK가스의 민수판매량(도시가스)이 감소하였기 때문이다. 영업이익의 하락은 외형감소에 따른 원가율 상승과 SK건설이 대규모 충당금을 설정하면서인대 1분기 최악의 실적 반영으로 2분기부터는 개선될 것으로 예상된다.

문제는 SK케미칼 본업에서 최근 3년간의 영업이익률 변동성이 커지고 있다는 점이다. 7% 이상의 이익률이 과거 3% 대로 하락하고 있는데 이는 화학 업황 하락, 블록버스터급의 신규의약품 부재, 3년째 capex, R&D투자가 집중되고 있기 때문이다. 고마진 제품인 PETG의 설비증설 효과에도 불구하고 PET가격 하락으로 케미칼 사업부의 이익 개선효과가 희석되고 있고 제약사업 역시 투자기간임을 감안한다면 큰 폭의 이익 개선을 기대하기가 어렵다. 이는

1) 케미칼사업: 주요 제품 중 하나인 PET의 가격 하락으로 마진율이 높은 PETG의 capex증설효과가 희석되고 있으며, 신규사업 투자에 대한 의사결정 지연으로 2013년에도 높은 이익 개선은 힘들 것으로 예상

2) 제약사업: 다국적제약사의 백신을 도입 판매하는 매출액을 제외하면 블록버스터급의 신규 의약품이 없고, 자체 개발중인 백신 파이프라인이 제품화 되기까지의 임상과 생산을 위한 시간이 필요

하기 때문이다. 이에 동사는 외형 성장보다는 수익성 개선에 기여할 수 있는 인접사업으로의 다각화 및 전략적 제휴를 통한 해외수출 등을 확대해야 한다. 다행스럽게도 2013년 SID710(치매패치)의 해외수출 반영, 백신공장 완공으로 생산설비에 대한 허가 이후 자체 개발 중에 있는 백신 파이프라인의 ODM 생산 계약, NBP601(혈우병치료제)의 글로벌 임상 3상 진행으로 2014년 추가 마일스톤의 매출액 반영 가능성이 있어 2014년 이후 매출 가시화 여부에 주목해볼 때이다.

표 4. SK케미칼 ETC처방액

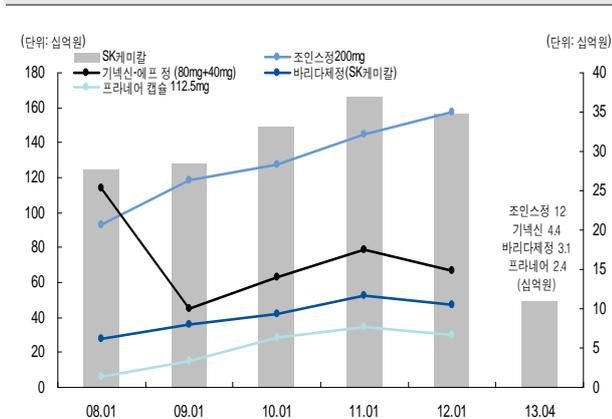
(십억원)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013.4
조인스정200mg	20.60	26.26	28.37	32.14	35.05	11.97
기넥신	25.35	9.95	14.02	17.47	14.80	4.44
바리다제정(SK케미칼)	6.23	7.97	9.33	11.59	10.58	3.12
프라네어캡슐	1.27	3.30	6.33	7.66	6.68	2.39
기타	70.94	80.97	91.54	97.92	89.85	27.93
<b>합계</b>	<b>124.40</b>	<b>128.45</b>	<b>149.58</b>	<b>166.78</b>	<b>156.95</b>	<b>49.86</b>

주: ETC사업부 매출액과의 신뢰도는 70%

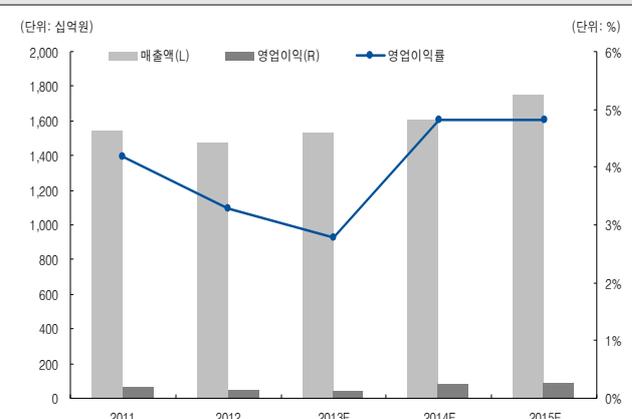
자료: Ubist, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. ETC처방 추이



주: 2013년은 4월까지 데이터  
자료: Ubist, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. SK케미칼 매출액 추이



자료: SK케미칼, KDB대우증권 리서치센터

**SK케미칼**

최악의 상반기, 하반기부터 살아나는 실적 개선

SK케미칼 (006120)

**예상 포괄손익계산서 (요약)**

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>매출액</b>	<b>1,476</b>	<b>1,511</b>	<b>1,583</b>	<b>1,729</b>
매출원가	1,189	1,217	1,251	1,366
매출총이익	287	294	333	363
판매비와관리비	239	252	256	280
조정영업이익	48	42	76	83
영업이익	48	42	76	83
비영업손익	-18	-31	-31	-30
순금융비용	35	38	38	37
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	30	11	45	54
계속사업법인세비용	-9	-4	-15	-18
계속사업이익	39	15	61	72
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>39</b>	<b>15</b>	<b>61</b>	<b>72</b>
지배주주	39	15	61	72
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>34</b>	<b>10</b>	<b>56</b>	<b>67</b>
지배주주	34	10	56	67
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	85	65	100	108
FCF	-142	52	88	80
EBITDA마진율 (%)	5.7	4.3	6.3	6.3
영업이익률 (%)	3.3	2.8	4.8	4.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	1.0	3.8	4.2

**예상 재무상태표 (요약)**

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>유동자산</b>	<b>643</b>	<b>658</b>	<b>728</b>	<b>821</b>
현금 및 현금성자산	36	38	78	111
매출채권 및 기타채권	362	371	389	424
재고자산	240	246	257	281
기타유동자산	4	4	4	5
<b>비유동자산</b>	<b>1,552</b>	<b>1,543</b>	<b>1,533</b>	<b>1,523</b>
관계기업투자등	326	326	326	326
유형자산	690	675	660	647
무형자산	42	53	62	70
<b>자산총계</b>	<b>2,194</b>	<b>2,201</b>	<b>2,261</b>	<b>2,344</b>
<b>유동부채</b>	<b>477</b>	<b>482</b>	<b>493</b>	<b>516</b>
매입채무 및 기타채무	192	197	206	225
단기금융부채	245	245	245	245
기타유동부채	40	41	43	47
<b>비유동부채</b>	<b>770</b>	<b>770</b>	<b>770</b>	<b>770</b>
장기금융부채	729	729	729	729
기타비유동부채	22	22	22	22
<b>부채총계</b>	<b>1,246</b>	<b>1,252</b>	<b>1,263</b>	<b>1,286</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>948</b>	<b>950</b>	<b>998</b>	<b>1,058</b>
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	146	146	146	146
이익잉여금	781	787	841	906
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>948</b>	<b>950</b>	<b>998</b>	<b>1,058</b>

**예상 현금흐름표 (요약)**

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>23</b>	<b>60</b>	<b>97</b>	<b>89</b>
당기순이익	39	15	61	72
비현금수익비용가감	73	50	40	36
유형자산감가상각비	32	15	15	14
무형자산상각비	5	8	9	11
기타	-10	9	9	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-90	-9	-19	-38
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	-9	-18	-36
재고자산 감소(증가)	-26	-6	-12	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	5	9	19
법인세납부	0	4	15	18
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-168</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>
유형자산처분(취득)	-169	0	0	0
무형자산감소(증가)	-19	-19	-19	-19
장단기금융자산의 감소(증가)	6	0	0	0
기타투자활동	14	9	9	10
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>134</b>	<b>-48</b>	<b>-47</b>	<b>-47</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	175	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-8	-7	-7
기타재무활동	-34	-40	-40	-40
<b>현금의증가</b>	<b>-12</b>	<b>1</b>	<b>40</b>	<b>33</b>
기초현금	48	36	38	78
기말현금	36	38	78	111

**예상 주당가치 및 valuation (요약)**

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	35.9	76.2	18.3	15.4
P/CF (x)	18.7	29.6	13.1	11.4
P/B (x)	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	26.5	30.4	19.3	17.6
EPS (원)	1,662	612	2,556	3,039
CFPS (원)	3,187	1,579	3,565	4,082
BPS (원)	42,455	42,045	43,704	45,908
DPS (원)	400	400	400	400
배당성향 (%)	21.1	48.6	11.7	9.8
배당수익률 (%)	0.7	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	-4.5	2.4	4.8	9.2
EBITDA증가율 (%)	-14.1	-23.2	54.5	7.8
영업이익증가율 (%)	-25.2	-13.3	81.8	9.2
EPS증가율 (%)	27.5	-63.2	317.4	18.9
매출채권 회전율 (회)	4.5	4.5	4.5	4.6
재고자산 회전율 (회)	6.4	6.2	6.3	6.4
매입채무 회전율 (회)	8.7	9.6	9.7	9.9
ROA (%)	1.9	0.7	2.7	3.1
ROE (%)	4.2	1.5	6.2	7.0
ROIC (%)	6.2	5.0	9.1	9.7
부채비율 (%)	131.4	131.8	126.5	121.5
유동비율 (%)	134.8	136.6	147.5	158.9
순차입금/자기자본 (%)	98.8	98.5	89.7	81.5
영업이익/금융비용 (x)	1.3	1.1	1.9	2.1

자료: SK케미칼, KDB대우증권 리서치센터

## SK케미칼

최악의 상반기, 하반기부터 살아나는 실적 개선

### Compliance Notice

- SK케미칼: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☒))
  - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 동락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

