

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

Company Data

자본금	660 억원
발행주식수	1,320 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	48,022 억원
주요주주	
SK디스커버리(외9)	35.87%
국민연금공단	8.90%
외국인지분률	13.20%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(20/11/06)	409,000 원
KOSPI	2416.5 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	436,000 원
52주 최저가	51,000 원
60일 평균 거래대금	2,107 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	30.1%	27.3%
6개월	426.4%	320.1%
12개월	711.5%	620.1%

SK 케미칼 (285130/KS | 매수(유지) | T.P 540,000 원(상향))

2020 년 3 분기 독감백신 호실적은 4 분기에도 이어진다!

-2020 년 3 분기 실적은 영업이익 523 억원 시현으로 시장 컨센서스 38.7%를 상회

-SK 바이오사이언스의 4 가 독감백신 매출이 전년대비 3 배 증가하면서 호실적 견인

-코폴리에스터 영업이익도 큰 폭의 증가세 시현

-4 분기부터 백신 CMO 생산 시작, 호실적세 전망

-투자의견 매수 유지, 목표주가 540,000 원으로 상향 조정

2020 년 3 분기 실적 Review

동사의 2020 년 3 분기 실적은 매출액 3,521 억원(-7.5%YoY), 영업이익 523 억원(+93.0%YoY, OPM 14.9%) 시현으로 영업이익이 시장 컨센서스를 38.7% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 이번 호실적의 주된 원인은 자회사 SK 바이오사이언스의 독감백신(대부분 4 가 독감백신) 매출이 전년대비 3 배 증가하면서 영업이익 376 억원(+317.8%YoY)를 시현했기 때문이다. 그 밖에 코폴리에스터에서도 영업이익 275 억원(+310.4%YoY)을 기록하면서 어닝 서프라이즈에 기여를 했다.

2020 년 4 분기부터 백신 CMO 매출 반영될 예정

2020 년 4 분기에도 SK 바이오사이언스의 실적은 호실적세가 예상된다. 3 분기에 반영된 독감백신이 4 분기에도 이어지며 추가로 백신 CMO 매출 반영이 시작되기 때문이다. 따라서 SK 바이오사이언스의 4 분기 실적은 3 분기와 유사할 것으로 예상되면서 4 분기 전체 실적 성장세를 견인할 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 540,000 원으로 상향

이번 3 분기 실적을 토대로 동사의 2020 년, 2021 년 실적을 상향한다. 2020 년, 2021 년 영업이익을 각각 29.0%, 18.6% 상향하고 이에 따른 EPS 는 각각 17.5%, 16.2%로 상향 조정되었다. 실적 상향에 따라 동사의 목표주가를 540,000 원으로 상향 조정하고 투자의견 매수를 유지한다. 동사는 2021 년 본격적인 백신 CMO 회사로 거듭날 예정이다. 2021 년 초에 아스트라제네카와 대량생산에 대한 논의가 들어갈 예정, 생산이 시작되면 큰 폭의 실적 기여가 가능할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	878	13,677	14,272	12,418	13,730	15,537
yoy	%	0.0	1,457.1	4.4	-13.0	10.6	13.2
영업이익	억원	-92	457	803	1,286	1,487	1,769
yoy	%	0.0	흑전	75.7	60.1	15.7	18.9
EBITDA	억원	-18	1,342	1,831	2,275	2,398	2,579
세전이익	억원	-126	52	228	965	1,254	1,555
순이익(지배주주)	억원	-85	60	106	3,121	1,004	1,237
영업이익률%	%	-10.5	3.3	5.6	10.4	10.8	11.4
EBITDA%	%	-2.0	9.8	12.8	18.3	17.5	16.6
순이익률	%	-11.3	-1.2	0.4	24.9	7.1	7.8
EPS(계속사업)	원	-729	462	807	5,902	7,604	9,370
PER	배	N/A	151.4	79.3	69.3	53.8	43.7
PBR	배	0.0	1.3	1.2	5.3	4.9	4.4
EV/EBITDA	배	0.0	12.3	9.1	24.1	22.2	20.0
ROE	%	-1.2	0.9	1.5	36.1	9.5	10.7
순차입금	억원	7,246	7,367	8,588	4,110	2,584	977
부채비율	%	161.5	168.9	196.6	109.1	97.7	86.9

그림 1. SK 케미칼의 2020 년 3 분기 실적 Review

(억원, %)	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E		증감율		컨센서스 차이
					확정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	3,805.0	3,471.0	2,525.0	2,884.0	3,521.0	3,276.0	(7.5)	22.1	7.5
영업이익	271.0	257.0	80.0	176.5	523.0	377.0	93.0	196.3	38.7
세전이익	189.8	92.2	38.7	50.8	457.1	338.0	140.8	800.6	35.2
순이익	26.7	15.8	130.0	2,393.0	358.8	265.0	1244.8	(85.0)	35.4
영업이익률	7.1	7.4	3.2	6.1	14.9	11.5			
세전이익률	5.0	2.7	1.5	28.8	13.0	10.3			
순이익률	0.7	0.5	5.1	83.0	10.2	8.1			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. SK 케미칼의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
매출액	12,418	13,730	15,537	11,933	13,146	14,809	4.1	4.4	4.9
영업이익	1,286	1,487	1,769	997	1,254	1,524	29.0	18.6	16.0
세전이익	965	1,254	1,555	785	1,087	1,325	22.9	15.4	17.3
순이익	3,090	973	1,206	2,869	832	1,052	7.7	16.9	14.6
EPS	5,902	7,604	9,370	5,021	6,541	8,162	17.5	16.2	14.8
영업이익률	10.4	10.8	10.1	8.4	8.5	8.9	2.0	2.3	2.5

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. SK 케미칼의 Valuation Table

구분	내용	비고
영업가치(억원)	Green Chemical Biz	2,521.4
	12개월 Forward EBITDA	504.3
	EV/EBITDA(배)	5 화학업종 평균 multiple
	Life Science Biz	17,807.0 백신 CMO 제외
	12개월 Forward EBITDA	1,112.9
	EV/EBITDA(배)	16 제약업종 평균 multiple에 30% 할인
	Total 영업가치	20,328.4
신약가치(억원)	페렴구균백신	4,941.7
	백신가치	40,500.0 Full capa 가동시 순이익 2,700억원 전망에 multiple 15배 적용
	Total 신약가치	45,441.7
합산가치(억원)		65,770.1
순차입금(억원)		3,176.0
최종가치(억원)		62,594.1
주식수 (주)		11,579,852
주당가치(원)		540,543
목표주가(원)		540,000

자료: SK 케미칼, SK 증권 추정치

그림 4. SK 케미칼의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,194.1	3,802.0	3,805.0	3,471.0	2,525.0	2,884.0	3,521.0	3,487.7	13,677.1	14,272.1	12,417.7	13,729.7
수지/유화	1,242.0	1,209.0	1,185.0	1,072.0	1,206.0	1,330.0	1,251.0	1,232.8	4,799.0	4,708.0	5,019.8	5,270.8
바이오에너지	670.0	855.0	969.0	668.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2,789.0	3,162.0	0.0	0.0
이니츠	53.0	67.0	22.0	22.0	15.0	46.0	52.0	33.0	186.4	164.0	146.0	160.6
Pharma	522.0	612.0	589.0	648.0	589.0	631.0	686.0	754.7	2,088.0	2,371.0	2,660.7	3,059.8
백신	267.0	512.0	505.0	549.0	227.0	394.0	998.0	988.2	1,398.7	1,833.0	2,607.2	3,128.6
연결조정	2.0	374.0	411.0	368.0	123.0	121.0	141.0	126.2	14.1	1,155.0	511.2	562.4
영업이익	(29.0)	304.0	271.0	257.0	80.0	176.5	523.0	506.4	457.4	803.0	1,285.9	1,487.3
수지/유화	109.0	79.0	67.0	73.0	129.0	223.0	275.0	226.3	324.0	328.0	853.3	896.0
바이오에너지	67.0	97.0	156.0	68.0	0.0	0.0	0.0	0.0	139.0	388.0	0.0	0.0
이니츠	(118.0)	(86.0)	(119.0)	(62.0)	(114.0)	(148.0)	(175.0)	(124.0)	(372.2)	(385.0)	(561.0)	(504.9)
Pharma	77.0	98.0	101.0	93.0	99.0	120.0	91.0	83.8	173.0	369.0	393.8	433.2
백신	(79.0)	167.0	90.0	90.0	(44.0)	(31.0)	376.0	370.6	152.0	268.0	671.6	529.8
연결조정	(4.0)	15.0	17.0	23.0	9.0	22.0	8.0	10.8	60.2	51.0	49.8	52.3
세전이익	(139.4)	86.0	189.8	92.2	38.7	50.8	457.1	418.1	47.1	228.5	964.6	1,254.2
순이익	(116.1)	123.8	26.7	15.8	130.0	2,393.0	358.8	208.5	(173.1)	50.2	3,090.3	972.8
성장률YoY(%)												
매출액	1.7	7.5	1.1	7.3	(20.9)	(24.1)	(7.5)	0.5	-	4.3	(13.0)	10.6
영업이익	(143.5)	189.2	(12.5)	흑전	(375.9)	(41.9)	93.0	97.0	-	75.6	60.1	15.7
세전이익	적전	1,738.3	(17.8)	적지	(127.7)	(41.0)	140.8	353.7	-	385.6	322.2	30.0
순이익	적전	93.1	(84.0)	흑전	(212.0)	1,832.7	1,244.8	1,219.1	-	흑전	6,054.0	(68.5)
수익률(%)												
영업이익	(0.9)	8.0	7.1	7.4	3.2	6.1	14.9	14.5	3.3	5.6	10.4	10.8
세전이익	(4.4)	2.3	5.0	적자	흑전	1.8	13.0	12.0	0.3	1.6	7.8	9.1
순이익	(3.6)	3.3	0.7	0.5	흑전	83.0	10.2	6.0	적전	0.4	24.9	7.1

주. 바이오에너지 사업부 매각으로 2020년 1분기부터 실적추정에서 제외, 2018년 이후 분할실적 기준.

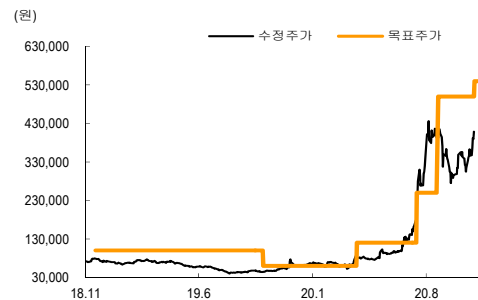
자료: SK 증권 추정치

그림 5. SK 바이오사이언스의 R&D 파이프라인 현황

Development Status					
	Phase I/II	Phase III	BLA	Approved	국내시장규모 ²⁾
Cell culture flu trivalent				■	1,700억
Cell culture flu quadrivalent				■	
페렴구균 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

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.11.09	매수	540,000원	6개월		
2020.08.31	매수	500,000원	6개월	-30.83%	-16.90%
2020.07.22	매수	250,000원	6개월	38.31%	74.40%
2020.04.13	매수	120,000원	6개월	-15.53%	48.75%
2020.04.01	매수	120,000원	6개월	-32.67%	-31.67%
2019.10.08	매수	60,000원	6개월	0.80%	45.50%
2019.02.01	매수	100,000원	6개월	-39.05%	-21.20%
2019.01.16	매수	100,000원	6개월	-29.86%	-21.20%
2018.12.13	매수	100,000원	6개월	-28.54%	-21.20%
2018.11.28	매수	100,000원	6개월	-24.88%	-21.20%



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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 11월 9일 기준)

매수	87.05%	중립	12.95%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,172	7,920	8,671	10,030	11,617
현금및현금성자산	453	1,840	3,533	4,459	5,467
매출채권및기타채권	1,958	1,711	1,197	1,323	1,497
재고자산	3,290	3,306	2,313	2,557	2,894
비유동자산	12,336	13,397	12,508	11,741	11,040
장기금융자산	115	351	383	383	383
유형자산	11,033	11,651	10,886	10,030	9,269
무형자산	383	374	357	318	284
자산총계	19,508	21,317	21,179	21,771	22,657
유동부채	5,943	7,189	5,410	5,106	4,877
단기금융부채	3,259	4,530	3,550	3,050	2,550
매입채무 및 기타채무	1,991	1,908	1,335	1,476	1,670
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,309	6,941	5,638	5,655	5,658
장기금융부채	5,915	6,785	5,598	5,548	5,498
장기매입채무 및 기타채무	241	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	12,252	14,130	11,048	10,761	10,535
지배주주지분	6,918	7,156	10,130	11,040	12,183
자본금	652	660	660	660	660
자본잉여금	6,682	2,643	2,643	2,643	2,643
기타자본구성요소	-354	-99	-140	-140	-140
자기주식	-13	-13	-58	-58	-58
이익잉여금	-30	3,978	7,039	7,996	9,186
비지배주주지분	337	31	1	-30	-62
자본총계	7,256	7,187	10,131	11,010	12,122
부채외자본총계	19,508	21,317	21,179	21,771	22,657

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	974	1,567	1,519	1,801	1,863
당기순이익(손실)	-164	50	3,090	973	1,206
비현금성항목등	1,695	1,700	-807	1,426	1,374
유형자산감가상각비	845	976	938	865	771
무형자산감가상각비	40	51	52	46	40
기타	303	181	-3,061	30	30
운전자본감소(증가)	-519	8	-437	-316	-368
매출채권및기타채권의 감소(증가)	726	161	1,182	-126	-174
재고자산감소(증가)	-382	-26	346	-244	-337
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-680	-40	-752	141	194
기타	-184	-87	-1,213	-87	-51
법인세납부	-37	-192	-328	-281	-349
투자활동현금흐름	-1,429	-994	2,346	-40	-35
금융자산감소(증가)	-644	487	-584	-50	-50
유형자산감소(증가)	-818	-1,250	-494	-10	-10
무형자산감소(증가)	-23	-10	-6	-6	-6
기타	57	-221	3,430	26	31
재무활동현금흐름	173	841	-2,165	-835	-820
단기금융부채증가(감소)	-2,221	-1,340	-1,733	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	2,496	2,848	-44	-50	-50
자본의증가(감소)	-13	112	-44	0	0
배당금의 지급	0	-53	-60	-47	-47
기타	-89	-727	-284	-238	-223
현금의 증가(감소)	-1,099	1,387	1,694	926	1,008
기초현금	1,552	453	1,840	3,533	4,459
기말현금	453	1,840	3,533	4,459	5,467
FCF	-1,685	-414	2,342	1,782	1,849

자료 : SK케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,677	14,272	12,418	13,730	15,537
매출원가	10,953	11,012	8,641	9,542	10,798
매출총이익	2,724	3,260	3,777	4,188	4,739
매출총이익률 (%)	19.9	22.8	30.4	30.5	30.5
판매비와관리비	2,267	2,457	2,491	2,700	2,970
영업이익	457	803	1,286	1,487	1,769
영업이익률 (%)	3.3	5.6	10.4	10.8	11.4
비영업손익	-406	-575	-321	-233	-214
순금융비용	310	324	280	212	192
외환관련손익	-15	-26	-16	-16	-16
관계기업투자등 관련손익	17	20	24	24	24
세전계속사업이익	52	228	965	1,254	1,555
세전계속사업이익률 (%)	0.4	1.6	7.8	9.1	10.0
계속사업법인세	216	178	216	281	349
계속사업이익	-164	50	748	973	1,206
중단사업이익	0	0	2,342	0	0
*법인세효과	0	0	21	0	0
당기순이익	-164	50	3,090	973	1,206
순이익률 (%)	-1.2	0.4	24.9	7.1	7.8
지배주주	60	106	3,121	1,004	1,237
지배주주귀속 순이익률(%)	0.44	0.74	25.13	7.31	7.96
비지배주주	-224	-56	-31	-31	-31
총포괄이익	-183	10	3,043	926	1,159
지배주주	44	66	3,075	957	1,190
비지배주주	-226	-56	-31	-31	-31
EBITDA	1,342	1,831	2,275	2,398	2,579

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	1,457.1	4.4	-13.0	10.6	13.2
영업이익	흑전	75.7	60.1	15.7	18.9
세전계속사업이익	흑전	342.7	322.2	30.0	24.0
EBITDA	흑전	36.4	24.3	5.4	7.6
EPS(계속사업)	흑전	74.5	631.6	28.8	23.2
수익성 (%)					
ROE	0.9	1.5	36.1	9.5	10.7
ROA	-0.9	0.3	14.5	4.5	5.4
EBITDA마진	9.8	12.8	18.3	17.5	16.6
안정성 (%)					
유동비율	120.7	110.2	160.3	196.4	238.2
부채비율	168.9	196.6	109.1	97.7	86.9
순차입금/자기자본	101.5	119.5	40.6	23.5	8.1
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.5	7.7	10.1	11.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	462	807	5,902	7,604	9,370
BPS	53,061	54,214	76,741	83,636	92,298
CFPS	7,250	8,627	31,140	14,506	15,513
주당 현금배당금	400	450	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	263.9	95.8	73.9	57.3	46.5
PER(최저)	125.5	49.8	8.9	6.9	5.6
PBR(최고)	2.3	1.4	5.7	5.2	4.7
PBR(최저)	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
PCR	9.7	7.4	13.1	28.2	26.4
EV/EBITDA(최고)	17.0	10.0	25.8	23.8	21.4
EV/EBITDA(최저)	11.3	7.5	4.7	3.8	2.8