



SK케미칼 (285130)

글로벌 백신 CMO로의 도약

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (유지)

목표주가(상향): 450,000원

현재 주가(8/7)	339,000원
상승여력	▲32.7%
시가총액	39,803억원
발행주식수	11,741천주
52 주 최고가 / 최저가	339,000 / 41,750원
90 일 일평균 거래대금	2,043.89억원
외국인 지분율	11.4%

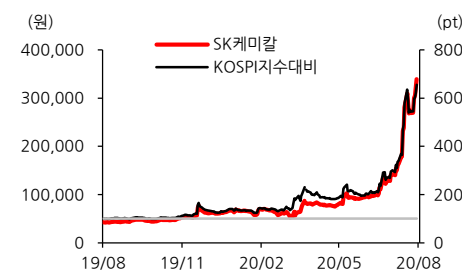
주주 구성	
SK 디스커버리 (외 10 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1 인)	9.0%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	164.8	330.2	385.0	712.0
상대수익률(KOSPI)	156.2	308.3	378.7	688.8

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,368	1,427	1,163	1,343
영업이익	46	80	96	119
EBITDA	134	183	203	227
지배주주순이익	6	11	300	79
EPS	521	908	25,540	6,749
순차입금	737	859	555	538
PER	134.5	70.5	13.3	50.2
PBR	1.3	1.2	4.4	4.1
EV/EBITDA	11.5	8.8	23.7	21.1
배당수익률	0.6	n/a	n/a	n/a
ROE	0.9	1.5	34.6	7.5

주가 추이



SK 케미칼의 자회사 SK 바이오사이언스의 COVID-19 백신 CMO 예상실적을 반영하여 목표주가를 45 만원으로 상향합니다.

2Q20 Review

SK케미칼의 연결기준 2Q20 실적은 매출액 2,884억원(-24.1% YoY, +14.2% QoQ), 영업이익 176억원(-42.2% YoY, +120.0% QoQ), 영업이익률 6.1%(-1.9%p YoY, +2.9%p QoQ), 당기순이익 2,393억원을 기록하였다. 바이오에너지 사업부문 매각 효과로 외형 감소는 불가피했으며, Co-polyester와 Pharma 사업부의 수익성 제고는 있었으나 이니츠의 적자폭 확대와 SK바이오사이언스의 마일스톤 유입 종료로 인한 적자전환으로 영업이익도 부진하였다. Co-Polyester는 방역 관련 신규 수요와 큰 폭의 원재료 가격 하락이 있었으며, Pharma는 주요 품목 처방증가와 코로나19로 인한 판관비 감소효과가 발생하였다. 사업 부문별 실적은 G/C 매출액 1,739억원(-30.6% YoY), 영업이익 66억 원(+166.9% YoY), L/S 매출액 1,025억원(-8.8% YoY), 영업이익 89억원(-66.5% YoY)를 기록하였으며, 주요 사업별 실적은 Co-polyester 매출액 1,330억원(+10.0% YoY), 영업이익 223억원(+183.1% YoY), 이니츠 매출액 46억원(-31.7% YoY), 영업이익 -148억원(적자지속), Pharma 매출액 631억원(+3.0% YoY), 영업이익 120억원(+22.8% YoY), SK바이오사이언스 매출액 394억원(-23.0% YoY), 영업이익 -31억원(적자지속)을 기록하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 450,000원으로 상향

SK케미칼에 대하여 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 450,000원으로 상향한다. 목표주가는 2021년도의 COVID-19 백신 CMO 실적이 반영된 EBITDA를 적용하여 조정하였다. SK바이오사이언스의 예상 실적은 안동 백신공장의 생산능력 연간 1.5억도즈, 4가 독감백신과 COVID-19 백신을 생산 시 약 7,000만 유닛을 생산하는 것으로 가정하였으며, 제품 평균가는 4,000원으로 적용하였다. 아스트라제네카하 CMO 매출은 3분기부터 일부 반영될 것으로 예상하며, COVID-19 백신 생산설비의 수요가 증가하면서 추가계약도 가능할 것으로 기대한다. 동사의 자회사 SK바이오사이언스는 2021년 상장을 목표로 하고 있으며, 자체개발 코로나 백신 2종은 9월 임상 개시를 계획하고 있다.

[표1] SK 케미칼 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
매출액	319.4	380.2	380.5	347.1	252.5	288.4	318.6	303.5	1,427.2	1,163.1
YoY(%)	1.7	7.5	1.1	7.3	(20.9)	(24.1)	(16.3)	(12.6)	4.3	(18.5)
Green Chemical	240.3	250.6	258.7	213.0	158.5	173.9	170.7	161.4	962.6	664.5
YoY(%)	(7.0)	(8.1)	(3.0)	(3.1)	(34.0)	(30.6)	(34.0)	(24.2)	(5.4)	(31.0)
Co-Polyester/DMT	124.2	120.9	118.5	107.2	120.6	133.0	127.7	125.5	470.8	506.8
바이오에너지	67.0	85.5	96.9	66.8	0.0	0.0	0.0	0.0	316.2	0.0
PPS(Initz)	5.3	6.7	2.2	2.2	1.5	4.6	2.2	2.2	16.5	10.5
기타	43.9	37.4	41.1	36.8	36.4	36.3	40.8	33.7	159.1	147.2
Life Science	78.9	112.4	109.4	119.7	81.6	102.5	147.9	142.1	420.4	474.1
YoY(%)	5.7	41.9	11.1	24.2	3.4	(8.8)	35.2	18.7	20.6	12.8
Pharma	52.2	61.2	58.9	64.8	58.9	63.1	67.8	70.2	237.2	260.0
VAX(SK Bioscience)	26.7	51.2	50.5	54.9	22.7	39.4	80.1	71.9	183.2	214.1
기타 차회사 및 연결 조정	0.2	17.2	12.3	14.4	12.3	-	-	-	44.2	-
영업이익	3.7	30.4	27.1	19.1	8.0	17.6	36.8	33.1	80.3	95.6
YoY(%)	(45.3)	190.2	(12.4)	(894.9)	119.9	(42.2)	35.9	72.9	75.6	19.1
OPM(%)	1.1	8.0	7.1	5.5	3.2	6.1	11.6	10.9	5.6	8.2
Green Chemical	4.2	2.4	6.4	3.2	1.6	6.6	1.5	3.9	16.3	13.6
YoY(%)	26.7	(47.0)	(38.7)	(128.2)	(62.1)	170.3	(76.7)	23.7	123.9	(16.4)
Co-Polyester/DMT	10.9	7.9	6.7	7.3	12.9	22.3	16.5	15.8	32.8	67.5
바이오에너지	6.7	9.7	15.6	6.8	0.0	0.0	0.0	0.0	38.8	0.0
PPS(Initz)	(11.8)	(8.6)	(11.9)	(6.2)	(11.4)	(14.8)	(10.8)	(6.8)	(38.5)	(43.8)
기타	(1.6)	(6.6)	(4.0)	(4.7)	0.1	(0.9)	(4.2)	(5.1)	(16.8)	(10.1)
Life Science	(0.1)	26.5	19.0	13.6	4.3	8.9	35.3	29.1	58.9	77.6
YoY(%)	적전	782.2	2.5	93.4	흑전	(66.4)	85.6	114.5	81.5	31.7
Pharma	7.7	9.8	10.1	9.3	9.9	12.0	11.8	10.5	36.8	44.2
VAX(SK Bioscience)	(7.9)	16.7	9.0	4.3	(4.4)	8.9	23.5	18.6	22.1	46.6
기타 차회사 및 연결 조정	(0.1)	26.5	19.0	13.6	0.9	2.2	-	-	58.9	0.9
당기순이익	(11.6)	12.4	2.7	1.6	13.0	239.3	27.0	20.6	5.0	299.9
YoY(%)	적전	93.1	(84.0)	(103.7)	흑전	1,832.7	910.6	1,204.3	(130.6)	5,871.7
NPM(%)	(3.6)	3.3	0.7	0.5	5.1	83.0	8.5	6.8	0.4	25.8

자료: SK케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 케미칼 백신 파이프라인

	임상 단계				비고
	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가	
스카이 셀 플루 프리필드 시린지 (세포배양인플루엔자표면항원백신)					출시
스카이 셀 플루 4 가 프리필드 시린지 (세포배양인플루엔자표면항원백신)					출시
스카이조스터주(대상포진생바이러스백신)					출시
스카이바리셀라주(수두생바이러스백신)					출시
페렴구균 13 가 백신(PCV)					허가 승인/미출시
Non-replicate 로타바이러스백신 (NRRV)					파트너사: Path, Bill & Melinda Gates foundation
장티푸스백신(TCV)					파트너사: M, Bill & Melinda Gates foundation
로타바이러스백신					
Human Papillomavirus(HPV) 4 가 백신					
차세대 페렴구균 백신(PCV)					파트너사: Sanofi

자료: SK케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표3] SK 케미칼 차세대 페럼 구균 백신 Valuation

	'20E	'21E	'22E	'23E	'24E	'25E	'26E	'27E	'28E	'29E	'30E	'31E	'32E
시장규모(b\$)	7.0	7.1	7.3	7.4	7.6	7.7	7.9	8.0	8.2	8.4	8.5	8.7	8.9
Sanofi M/S				1%	2%	3%	5%	8%	12%	15%	15%	15%	15%
Development	Phase 2	Phase 3		Approval									
Sanofi Sales(m\$)				74.3	151.5	231.9	394.2	643.3	984.2	1,254.8	1,279.9	1,305.5	1,331.7
Sanofi net revenue(m\$)				14.9	30.3	46.4	98.5	160.8	246.0	376.5	384.0	391.7	466.1
SK 케미칼 매출(m\$)				7.4	15.2	23.2	49.3	80.4	123.0	188.2	192.0	195.8	233.0
SK 케미칼 순이익(m\$)				5.6	11.4	17.4	37.0	60.3	92.3	141.2	144.0	146.9	174.8
PV(Discount Rate = 10%)				4	8	11	21	31	43	60	56	51	56
PV FCF(m\$)	340												
PV of Terminal Value(m\$)	210												
성공확률	40%												
NPV(십억원)	241.9												
주식수(주)	11,741,396												
주당가치(원)	20,606												

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] SK 케미칼 밸류에이션

구분	항목		(단위: 십억 원)
1. 영업가치		(c + f)	5,672.8
	Green Chemical	(a)	41.1
	EBITDA (2020E)	(b = 업종 평균 멀티플)	5
	EV/EBITDA (배)	(c = a * b)	205.6
	Life Science	(d)	364.5
	EV/EBITDA (배)	(e = 업종 평균 멀티플)	15
	EBITDA (2020E)	(f = d * e)	5,467.2
	Discount	(g)	20%
2. 파이프라인가치	차세대 페럼구균 백신	(g)	241.9
3. 순차입금		(1Q20)	444.5
4. 우선주		(2020.8.7 종가기준)	274.2
5. 기업가치		(1 + 2 - 3 - 4)	5,196
6. 주식수			11,741,396
7. 적정주가(원)			442,540
8. 목표주가(원)			450,000

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	88	1,368	1,427	1,163	1,343
매출총이익	13	272	326	291	340
영업이익	-9	46	80	96	119
EBITDA	-2	134	183	203	227
순이자손익	-2	-31	-32	-34	-34
외화관련손익	0	-2	-3	0	0
지분법손익	0	2	2	2	2
세전계속사업손익	-13	5	23	72	104
당기순이익	-10	-16	5	300	79
지배주주순이익	-9	6	11	300	79
증가율(%)					
매출액	n/a	1,457.1	4.3	-18.5	15.5
영업이익	n/a	흑전	75.7	19.0	24.3
EBITDA	n/a	흑전	36.4	10.9	11.7
순이익	n/a	적지	흑전	5,871.7	-73.6
이익률(%)					
매출총이익률	14.4	19.9	22.8	25.1	25.3
영업이익률	-10.5	3.3	5.6	8.2	8.8
EBITDA 이익률	-2.0	9.8	12.8	17.5	16.9
세전이익률	-14.3	0.4	1.6	6.2	7.8
순이익률	-11.3	-1.2	0.4	25.8	5.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-11	67	122	412	142
당기순이익	-10	-16	5	300	79
자산상각비	7	88	103	107	108
운전자본증감	-10	-52	1	24	-43
매출채권 감소(증가)	4	73	17	7	-25
재고자산 감소(증가)	-7	-38	-3	44	-44
매입채무 증가(감소)	1	-68	-4	-29	25
투자현금흐름	-9	-146	-101	-112	-128
유형자산처분(취득)	-8	-82	-125	-103	-119
무형자산 감소(증가)	0	-2	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	0	-53	49	-4	-4
재무현금흐름	8	48	117	0	0
차입금의 증가(감소)	8	27	151	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	6	0	0
배당금의 지급	0	0	5	0	0
총현금흐름	1	151	172	387	185
(-)운전자본증감(감소)	242	26	-15	-14	43
(-)설비투자	8	82	127	103	119
(+)자산매각	0	-2	1	-2	-2
Free Cash Flow	-250	41	61	296	21
(-)기타투자	-233	34	38	-7	4
잉여현금	-17	7	23	303	18
NOPLAT	-7	-145	18	72	90
(+) Dep	7	88	103	107	108
(-)운전자본투자	242	26	-15	-14	43
(-)Capex	8	82	127	103	119
OpFCF	-250	-165	8	90	36

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	663	717	792	1,045	1,133
현금성자산	165	181	273	576	594
매출채권	194	196	171	164	189
재고자산	290	329	331	286	331
비유동자산	1,250	1,234	1,340	1,343	1,362
투자자산	104	92	137	143	149
유형자산	1,098	1,103	1,165	1,166	1,182
무형자산	47	38	37	34	31
자산총계	1,912	1,951	2,132	2,387	2,495
유동부채	661	594	719	682	710
매입채무	208	199	191	162	187
유동성이자부채	406	326	453	453	453
비유동부채	520	631	694	687	687
비유동이자부채	484	591	679	679	679
부채총계	1,181	1,225	1,413	1,369	1,397
자본금	65	65	66	66	66
자본잉여금	667	668	264	264	264
이익잉여금	-9	-3	398	698	777
자본조정	-27	-39	-12	-12	-12
자기주식	-26	-1	-1	-1	-1
자본총계	731	726	719	1,019	1,098

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	n/a	521	908	25,540	6,749
BPS	53,425	53,061	54,214	76,931	82,934
DPS	0	400	0	0	0
CFPS	n/a	13,057	14,745	29,355	14,033
ROA(%)	n/a	0.3	0.5	13.3	3.2
ROE(%)	n/a	0.9	1.5	34.6	7.5
ROIC(%)	n/a	-10.0	1.2	4.6	5.7
Multiples(x, %)					
PER	n/a	134.5	70.5	13.3	50.2
PBR	0.0	1.3	1.2	4.4	4.1
PSR	n/a	0.6	0.5	3.8	3.3
PCR	n/a	5.4	4.3	11.5	24.2
EV/EBITDA	-407.6	11.5	8.8	23.7	21.1
배당수익률	n/a	0.6	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	161.5	168.9	196.6	134.4	127.3
Net debt/Equity	99.1	101.5	119.5	54.5	49.0
Net debt/EBITDA	-40,760.2	548.8	469.1	273.7	237.2
유동비율	100.3	120.7	110.2	153.2	159.6
이자보상배율(배)	n/a	1.4	2.4	2.7	3.4
자산구조(%)					
투하자본	84.3	84.2	79.3	68.5	68.7
현금+투자자산	15.7	15.8	20.7	31.5	31.3
자본구조(%)					
차입금	54.9	55.8	61.2	52.6	50.8
자기자본	45.1	44.2	38.8	47.4	49.2

[Compliance Notice]

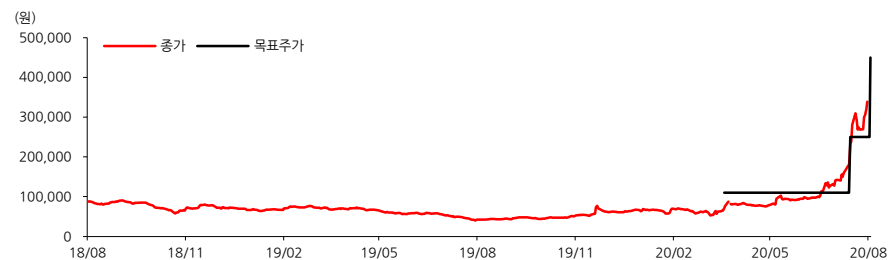
(공표일: 2020년 8월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK케미칼 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.03.26	2020.03.26	2020.05.11	2020.07.22	2020.08.10	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	신재훈	110,000	110,000	250,000	450,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.03.27	Buy	110,000	-8.30	62.27
2020.07.22	Buy	250,000	13.78	35.60
2020.08.10	Buy	450,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%