

SK케미칼
(285130.KS)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

목표주가: 110,000원(상향) / 현재주가 : 87,300원(상승여력 : 26.0%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

페럼구균백신 Pipeline 임상 2상 IND 신청으로 기업가치 증가

코로나19 백신 개발업체 선정, 페럼구균백신 임상 2상 IND 신청

자회사 SK바이오사이언스(지분 98.04%)의 백신부문 가치에 주목할 필요가 있다.

SK바이오사이언스는 2014년에 사노피 파스퇴르와 세계시장을 대상으로 하여 페럼구균백신을 공동개발하는 계약을 체결했다. 양사가 공동개발 중인 페럼구균백신 Pipeline이 2018년말에 임상 1상에 진입했고, 2019년말에 임상 1상을 완료했다. 그리고 이번에 미국 FDA 임상 2상 IND 신청했다. 이제 곧 임상 2상 진입하면 마일스톤 133억원(1,100만달러, 36개월간 수익 인식)을 받게 된다. 현재 글로벌 페럼구균시장에서 화이자의 프리베나13 매출액이 7~8조원이다. 경쟁 후보물질도 있고, 아직 임상 2상 IND 신청 단계라 성공확률이 낮다고 보는 것이 맞다. 그러나 글로벌시장에서 경쟁력 있는 제품을 개발하고 있기 때문에, 개발에 성공하면 상업성이 뒷받침 될 가능성이 높다. 이를 반영하면 현재 동사의 기업가치가 크게 상승한 것으로 평가된다.

자회사 백신사업 가치 대폭 증가, FI투자 유치도 추진 중

SK케미칼은 최근 짧은 기간에 많은 변화를 맞고 있다. 코로나19백신 개발을 발표했고, 연이어 페럼구균백신 임상 2상 IND신청이 발표되었다.

동사는 이미 독감백신 스카이셀플루와 스카이셀플루4, 대상포진백신, 스카이조스터, 수두백신 스카이라리셀라를 개발하여 매출을 올리고 있다. 또한 자궁경부암백신 후보물질을 개발하여 임상 2상을 진행 중이다. 이번 코로나 19백신 개발업체로 선정되어 국내에서 백신개발력이 증명된 상황이다.

여기에서 페럼구균백신이 미국 FDA 임상 2상 IND 신청을 했으니 기업가치가 크게 증가한 것이다.

SK바이오사이언스는 현재 국내에서 FI투자도 받을 계획이다. 연내에 투자유치를 완료할 계획이며, 조달된 자금으로 임상비용 충당, 공장이나 다른 Pipeline 투자 등을 계획하고 있다.

백신사업 가치 증가 반영, 목표주가 110,000원으로 상향 조정

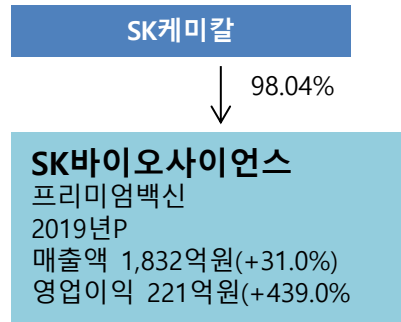
SK케미칼에 대한 기업가치를 재평가했다. 단독기준 그린케미칼/제약 가치는 현재 PPS의 대규모 적자로 PER로 평가하면 기업가치 평가가 적정하지 않다고 보고 EBITDA 방식으로 평가했다. 자회사 가치는 기존의 백신사업가치와 신약 Pipeline 가치를 나누어 평가했다. SK바이오사이언스와 사노피가 공동으로 개발하고 있는 페럼구균 Pipeline이 이제 임상 2상 진입을 앞두고 있어, 피크 매출MS 50%, 성공확률 20%, 사노피와 50% 배분, 영업이익률 30%를 가정하여 Pipeline가치를 9천억으로 평가한다(표 4 참고). 목표주가를 110,000원으로 상향 조정한다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	87.8	-9.2	-12.6	-9.9	n/a	n/a	-1.8	n/a	-407.6	n/a	n/a
2018	1,367.7	45.7	5.2	-16.4	521	n/a	134.2	134.5	11.5	1.3	0.9
2019	1,427.2	80.2	22.6	5.4	872	67.5	179.6	71.7	9.0	1.1	1.6
2020E	1,184.5	44.6	340.1	288.8	24,538	2,713.9	138.3	3.6	11.1	1.1	33.5
2021E	1,120.6	60.3	37.4	31.8	2,649	-89.2	152.0	33.0	9.8	1.1	3.1

자료 : SK케미칼, 상상인증권, K-IFRS 연결기준

[표 1] SK케미칼 자회사 현황



자료: 상상인증권, 자회사 이니츠는 2019년 모회사로 합병됨

[표 2] 사업부별 매출액 추이

(단위: 억원)

구분	사업별	2018	1Q	2Q	3Q	4Qp	2019E	1QE	2QE	3QE	4QE	2020E
GC	코폴리에스터/DMT	4,800	1,242	1,209	1,185	1,072	4,708	1,018	1,173	1,256	1,136	4,584
			17.5%	-1.2%	-8.4%	-12.5%	-1.9%	-18%	-3%	6%	6%	-2.6%
	유화											
	바이오에너지	2,788	670	855	969	668	3,162	683	599	-	-	1,282
			14.9%	1.8%	11.8%	33.9%	13.4%	2%	-30%			-59.4%
	PPS(이니츠)	186	53	67	22	22	164	32	40	25	25	121
LS			10.4%	19.6%	-33.3%	-56.0%	-11.8%	-40%	-40%	12%	12%	-26.0%
	기타	1,861	439	374	411	368	1,592	417	154	390	350	1,311
			-13.4%	-17.8%	-13.5%	-10%	-14.5%	-5%	0%	-5%	-5%	-17.6%
	소계	10,176	2,403	2,505	2,587	2,130	9,626	2,151	1,966	1,671	1,511	7,298
			-7.0%	-8.1%	-3.0%	-3.1%	-5.4%	-10.5%	-21.5%	-35.4%	-29.1%	-24.2%
	제약	2,087	522	612	589	648	2,371	564	661	636	693	2,554
LS			7.2%	14.6%	16.4%	15.5%	13.6%	8.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.7%
	백신(SK바이오사이언스)	1,399	267	512	505	549	1,833	294	543	556	582	1,974
			3.1%	98.4%	5.4%	36.2%	31.0%	10.0%	6.0%	10.0%	6.0%	7.7%
	소계	3,487	789	1,124	1,094	1,197	4,204	857	1,204	1,192	1,275	4,528
			5.8%	41.9%	11.2%	24.2%	20.6%	8.7%	7.1%	8.9%	6.5%	7.7%
	기타 자회사 연결 조정	14	2	172	123	144	441	4	5	5	5	19
합계		13,677	3,194	3,802	3,805	3,471	14,272	3,012	3,175	2,868	2,791	11,845
			1.7%	7.5%	1.1%	7.3%	4.3%	-5.7%	-16.5%	-24.6%	-19.6%	-17.0%

자료: 상상인증권

[표 3] SK케미칼 분기별 요약 영업실적(연결기준)

12월결산	2019				2020E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	3,194	3,802	3,805	3,471	3,012	3,175	2,868	2,791
영업이익	37	304	271	190	45	102	215	84
세전이익	- 79	183	190	120	- 26	37	3,360	30
순이익	- 116	124	27	120	- 24	31	2,856	26
YoY(%)								
매출액	1.7	7.5	1.1	7.3	-5.7	-16.5	-24.6	-19.6
영업이익	-45.2	189.6	-12.4	흑전	23.6	-66.6	-20.7	-55.9
세전이익	적전	3,822.2	-17.8	흑전	적지	-80.0	1,670.0	흑전
순이익	적전	93.1	-84.0	흑전	적지	-74.8	10,603.8	28.7

자료: SK케미칼, 상상인증권, 2019년 2분기 220억원 로열티수의 반영, 2020년 2Q 로열티 반영했으나 코로나19 이슈로 보수적 접근

[표 4] SK케미칼 주가밸류에이션

(단위: 억원)

구분	EBITDA	영업이익	Multiple	PER	기업가치평가액	비고
자체 사업가치						
그린케미칼/제약(감가상각 520억원)	480		10		4,800	바이오에너지 부문 차감 (PPS적자 고려 가치 상대적으로 적음)
백신(자회사, 독감백신, 대상포진백신 등)		197		30	5,922	정상 영업이익(영업이익률 10%) 가정
페렴구균백신 후보물질 가치(사노피 공동 개발)					9,040	(자회사 포함 연간 R&D비용 719억원)
자체 회사가치					19,761	
자회사 엔티스					350	평가액(2019년 추정이익 *PER 20배)
기타					305	
차입금(연결기준)					5,700	순차입금 2,300억원 차감
기업가치					14,716	
보통주(주)					11,741,396	
우선주(주)					1,458,670	
자기주식(주)					13,064	
유통주식수(주)					13,187,002	
적정주가(원)					111,597	

자료: 상상인증권

- 자회사 백신사업가치는 아직 사업초기(성장기)라 감가상각비 등 고정비 부담으로 정상 영업이익이 아니므로 10% 영업이익률을 가정하여 적용 평가했음(실제 2020년 영업이익률은 이보다 적을 것임). 페렴구균백신 Pipeline가치는 글로벌 피크매출 MS 50%, 성공확률 20%, 사노피와 50% 배분, 영업이익률 30%를 가정

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	662.6	717.2	697.5	968.6	1,085.0
현금 및 현금성자산	155.2	45.3	127.9	505.6	612.1
매출채권 및 기타채권	194.2	195.8	179.6	144.4	153.1
재고자산	290.3	329.0	304.3	229.4	226.9
기타유동자산	23.0	147.2	85.7	89.2	92.8
비유동자산	1,249.8	1,233.6	1,317.2	1,299.6	1,280.5
관계기업투자등	7.4	6.7	8.4	8.7	9.1
유형자산	1,098.0	1,103.3	1,160.1	1,141.2	1,120.2
무형자산	47.4	38.3	38.1	34.6	31.4
자산총계	1,912.1	1,950.1	2,014.1	2,268.1	2,365.5
유동부채	660.9	594.3	720.1	689.8	700.1
매입채무 및 기타채무	207.7	199.1	166.5	133.9	141.9
단기금융부채	406.0	325.9	498.6	498.6	498.6
기타유동부채	47.1	69.2	55.1	57.3	59.7
비유동부채	520.2	630.9	571.7	572.8	634.0
장기금융부채	484.1	591.5	544.9	544.9	604.9
기타비유동부채	36.0	39.5	26.9	28.0	29.1
부채총계	1,181.1	1,225.2	1,291.9	1,262.6	1,334.1
지배주주지분	696.6	691.8	719.7	1,002.6	1,028.4
자본금	65.2	65.2	66.0	66.0	66.0
자본잉여금	667.4	668.2	264.3	264.3	264.3
이익잉여금	-8.7	-3.0	402.7	685.5	711.3
비지배주주지분(연결)	34.8	33.7	3.1	3.1	3.1
자본총계	731.4	725.6	722.8	1,005.1	1,031.5
현금흐름표					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-10.7	67.4	111.7	460.2	125.5
당기순이익(손실)	-9.9	-16.4	5.4	288.8	31.8
비현금수익비용가감	11.1	167.6	139.0	92.3	90.2
유형자산감가상각비	7.0	84.4	94.6	89.9	88.1
무형자산상각비	0.4	4.0	4.8	3.9	3.5
기타현금수익비용	-0.2	-1.8	39.6	-1.5	-1.4
영업활동 자산부채변동	-9.6	-51.9	5.1	79.1	3.5
매출채권 감소(증가)	4.2	72.6	12.6	35.2	-8.7
재고자산 감소(증가)	-6.8	-38.2	26.8	74.9	2.4
매입채무 증가(감소)	0.9	-68.0	-24.7	-32.6	8.0
기타자산, 부채변동	-7.9	-18.4	-9.6	1.6	1.6
투자활동 현금	-8.7	-146.0	-74.9	-76.5	-72.9
유형자산처분(취득)	-8.5	-81.8	-119.2	-71.0	-67.1
무형자산 감소(증가)	-0.3	-2.3	-1.3	-0.4	-0.4
투자자산 감소(증가)	0.0	-53.4	69.4	-0.6	-0.7
기타투자활동	0.1	-8.4	-23.7	-4.5	-4.7
재무활동 현금	8.4	48.5	45.3	-6.0	54.0
차입금의 증가(감소)	8.4	27.5	79.0	0.0	60.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	6.0	-6.0	-6.0
배당금의 지급	0.0	0.0	5.3	6.0	6.0
기타재무활동	0.0	21.0	-39.6	0.0	0.0
현금의 증가	-10.9	-109.9	82.6	377.7	106.6
기초현금	166.1	155.2	45.3	127.9	505.6
기말현금	155.2	45.3	127.9	505.6	612.1

자료: SK케미칼, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	87.8	1,367.7	1,427.2	1,184.5	1,120.6
매출원가	75.1	1,095.3	1,101.3	898.0	842.0
매출총이익	12.7	272.4	325.9	286.6	278.5
판매비와 관리비	21.9	226.7	245.7	242.0	218.2
영업이익	-9.2	45.7	80.2	44.6	60.3
(EBITDA)	-1.8	134.2	179.6	138.3	152.0
금융손익	-1.8	-32.6	-37.6	-27.6	-25.3
이자비용	2.3	31.7	32.9	27.9	25.6
관계기업등 투자손익	-0.1	1.7	2.1	2.6	2.6
기타영업외손익	-1.5	-9.7	-22.1	320.5	-0.1
세전계속사업이익	-12.6	5.2	22.6	340.1	37.4
계속사업법인세비용	-2.7	21.6	17.2	51.2	5.6
계속사업이익	-9.9	-16.4	5.4	288.8	31.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-9.9	-16.4	5.4	288.8	31.8
지배주주	-8.5	6.0	11.0	288.8	31.8
총포괄이익	-11.7	-17.7	5.4	288.8	31.8
매출총이익률 (%)	14.4	19.9	22.8	24.2	24.9
영업이익률 (%)	-10.5	3.3	5.6	3.8	5.4
EBITDA마진률 (%)	-2.0	9.8	12.6	11.7	13.6
당기순이익률 (%)	-11.3	-1.2	0.4	24.4	2.8
ROA (%)	n/a	0.3	0.6	13.5	1.4
ROE (%)	n/a	0.9	1.6	33.5	3.1
ROIC (%)	n/a	-10.0	1.3	2.5	3.5

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	134.5	71.7	71.7	3.6	33.0
P/B	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.5	9.0	9.0	11.1	9.8
P/CF	6.7	7.1	7.1	3.0	9.4
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.7	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	4.3	-17.0	-5.4
영업이익	흑전	75.4	75.4	-44.4	35.3
세전이익	흑전	337.9	337.9	1,404.4	-89.0
당기순이익	적지	흑전	흑전	5,206.0	-89.0
EPS	n/a	67.5	67.5	2,713.9	-89.2
안정성(%)					
부채비율	168.9	178.7	178.7	125.6	129.3
유동비율	120.7	96.9	96.9	140.4	155.0
순차입금/자기자본	101.5	117.0	117.0	46.3	40.3
영업이익/금융비용	1.4	2.4	2.4	1.6	2.4
총차입금 (십억원)	917.4	1,043.4	1,043.4	1,043.4	1,103.4
순차입금 (십억원)	736.7	845.9	845.9	465.3	415.8
주당지표(원)					
EPS	521	872	872	24,538	2,649
BPS	53,061	54,526	54,526	75,952	77,907
CFPS	13,057	12,299	12,299	28,873	9,247
DPS	400	460	460	460	460

Stock Data

KOSPI(03/30)	1,717.1pt
시가총액	10,250억원
발행주식수	11,741천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	87,300/40,200원
90일 일평균거래대금	277억원
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(19.12E)	0.5%
BPS(19.12E)	75,952원

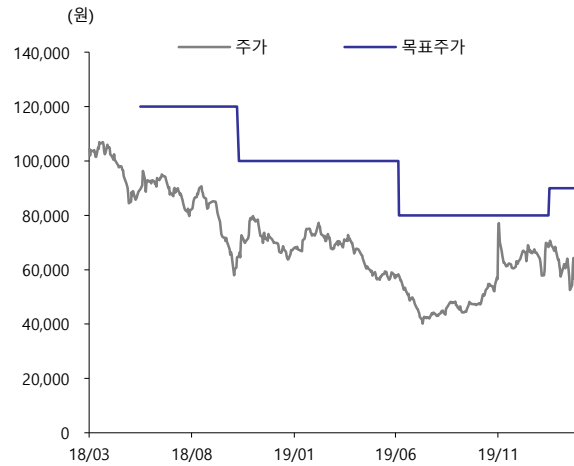
주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	37.8	51.8	92.7	25.9
상대수익률	21.8	65.4	109.5	45.7

주주구성

SK 디스커버리 (외 10 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.9%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



SK케미칼 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019. 03. 13	매수(유지)	100,000원	1년	-35.7	-26.9
2019. 07. 03	매수(유지)	80,000원(하향)	1년	-38.5	-3.5
2019. 12. 09	매수(유지)	80,000원	1년	-20	-12.6
2020. 02. 12	매수(유지)	90,000원(상향)	1년	-30.1	-21.4
2020. 03. 25	매수(유지)	90,000원(유지)	1년	-29.2	-14.7
2020. 03. 31	매수(유지)	110,000원(상향)	1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:나민식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	1.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	44.7%	
		합계		100.0%	