

# SK케미칼 (285130.KS)

## 차별화된 백신개발 원천기술 보유 기업

Company Report | 2020. 3. 16

※ESG Index/Event는 2페이지 참조

그린케미칼 사업 포트폴리오 조정으로 외형 축소 불가피. 자체개발 백신 제품 성장 및 도입품목 효과로 생명과학 사업 부문 견조한 성장 전망. 올 여름 차세대 폐렴구균 백신 글로벌 2상 개시 기대. 신규 커버리지 개시

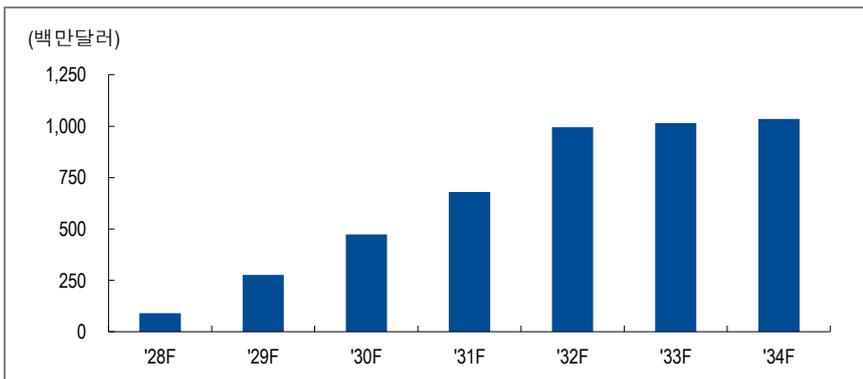
### 바이오에너지 사업 매각으로 외형 축소, 기초체력은 성장

동사에 대해 목표주가 80,000원, 투자 의견 Buy로 신규 커버리지 개시. 2020년 연간 매출액 1조2,108억원(-15.2% y-y), 영업이익 433억원(-46.0% y-y) 추정. 바이오에너지 사업(연간 약 3,000억원 매출) 매각에 따른 외형 축소 불가피하나, 그린케미칼 부문 매출 7,121억원(-26.0% y-y) 추정. 도입품목 효과 및 백신 신제품 성장으로 생명과학 부문 매출 2,661억원(+12.2% y-y) 추정. 영업가치 1조4,585억원(2020년 예상 그린케미칼 사업부 EBITDA 685억원에 코스피 화학업종 평균 EV/EBITDA 7.6배, 생명과학 사업부 EBITDA 609억원에 주요 제약사 평균 EV/EBITDA 15.4배 적용), 차세대 폐렴구균 백신 가치 2,528억원을 감안한 적정 시가총액 9,614억원으로 산정

### 세계 최초 세포배양 방식 폐렴구균 백신 상업화 기대

유정란 방식 대비 세포배양 방식의 장점은 1) 제조기간 단축, 2) pandemic 상황에서의 빠른 대처 가능, 3) 계란 알러지 free 4) 보관 중 낮은 titer 감소 비율 등으로 요약됨. 그러나 생산수율의 한계 때문에 글로벌 Big 4 업체는 모두 유정란 방식 사용. 동사는 세포배양 방식으로 3가 독감 백신(2015년), 4가 독감 백신(2016년), 대상포진 백신(2017년), 수두 백신(2018년) 국내 상업화 경험 보유. 사노피와 차세대 폐렴구균 백신 글로벌 임상 2상 진입을 앞두고 있음. 약 73억달러 규모의 폐렴구균 전체 시장에는 프리베나(화이자), 신플로릭스(GSK), 뉴모박스(머크) 3종의 백신이 존재하나 모두 유정란 방식. 당사는 차세대 폐렴구균 백신이 2028년 글로벌 시장 출시 이후, 최대 매출 약 1.1조원까지 달성 가능한 품목으로 자리잡을 것을 전망함

### 차세대 폐렴구균 백신 매출 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (신규)

목표주가 80,000원 (신규)

현재가 ('20/03/13) 52,500원

업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	1,771.44 / 524
시가총액(보통주)	616.4십억원
발행주식수(보통주)	11.7백만주
52주 최고가('19/11/28)	77,200원
최저가('19/08/06)	40,200원
평균거래대금(60일)	15,914백만원
배당수익률(2020E)	6.25%
외국인지분율	8.5%

주요주주	
SK디스커버리 외 9인	35.9%
국민연금공단	6.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-15.7	14.3	-27.6
상대수익률 (%p)	3.2	32.2	-12.2

	2018	2019P	2020E	2021F
매출액	1,368	1,427	1,211	1,249
증감률	1,457	4.3	-15.2	3.2
영업이익	45.7	80.2	43.3	50.8
증감률	흑전	75.4	-46.0	17.2
영업이익률	3.3	5.6	3.6	4.1
(지배지분)순이익	6.0	11.0	165.7	9.1
EPS	464	941	14,110	771
증감률	흑전	102.8	1,400	-94.5
PER	150.9	68.0	3.7	68.1
PBR	1.3	1.3	0.9	0.9
EV/EBITDA	13.0	10.3	11.0	11.0
ROE	0.9	1.6	23.2	1.2
부채비율	168.9	195.1	174.5	187.5
순차입금	870.1	881.3	749.8	778.8

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst **구완성**  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

Jr. Analyst **나관준**  
02)768-7581, ryan.ra@nhqv.com

Summary

SK케미칼은 2017년 12월 1일 SK디스커버리가 영위하는 사업 중 Green Chemicals 및 Life Science 사업 부문을 분할하여 설립됨. 2019년 매출액은 1조4,272억원(+4.3% y-y)이며, 사업 부문별 매출 비중은 Green Chemical 67%, Life Science 33%로 구성. 사노피와 차세대 폐렴구균 백신 글로벌 임상 2상 진입을 앞두고 있으며, 세계 최초 세포배양 방식 폐렴구균 백신 상업화 기대. 투자의견 Buy 및 목표주가 80,000원 제시

Share price drivers/Earnings Momentum

- (화학) 미중 무역분쟁 해소로 수요 개선
- (화학) PPS 고객사 가동 재개
- (바이오) 독감 백신 WHO 입찰 성공
- (바이오) 폐렴구균 백신 글로벌 2상 개시

Downside Risk

- (화학) 수지류 중국 수요 반등 지연
- (바이오) 사노피 기술이전 계약 해지
- (바이오) 국내 백신 신제품 출시 지연

Cross valuations

(Units: x, %)

Company	P/E		P/B		ROE	
	2020E	2021F	2020E	2021F	2020E	2021F
CSL	42.2	35.3	13.8	11.2	36.6	35.0
Bavarian Nordic	17.6	47.0	3.1	2.8	21.2	19.8
Emergent Biosolutions	17.6	16.6	2.5	2.3	15.6	13.2

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(Units: x, %)

Valuations	2017	2018	2019P	2020E	2021F
PER	N/A	150.9	68.0	3.7	68.1
PBR	0.0	1.3	1.3	0.9	0.9
PSR	0.0	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	-1.2	0.9	1.6	23.2	1.2
ROIC	N/A	-9.4	1.5	0.8	1.0

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

ESG Index

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.  
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

ESG Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.  
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

**Valuation: 목표주가 80,000원으로 신규 커버리지 개시**

**화학사업 부진  
바이오사업 성장**

동사는 코폴리에스터 수지, PET 수지, PPS 사업 등을 중심으로 한 화학사업(그린 케미칼)과 의약품, 백신 위주의 바이오사업(생명과학)을 영위하고 있다. 2019년 연간 화학사업 부문은 매출액 9,626억원(-3.1% y-y), 영업이익 163억원(-128.2% y-y, OPM 1.7%)을 기록했다. 미중 무역분쟁으로 인한 수요 감소가 실적 부진의 주된 원인이었다. 바이오사업 부문은 도입품목 효과와 대상포진 백신 출시 및 4가 독감 백신의 성장으로 매출액 4,204억원(+24.2% y-y), 영업이익 589억원(+93.4% y-y, OPM 14.0%)을 시현했다.

**목표주가 대비 현  
주가 upside 52.4%**

동사에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 영업가치 1조4,585억원(2020년 예상 그린케미칼 사업부 EBITDA 685억원에 코스피 화학업종 평균 EV/EBITDA 7.6배, 생명과학 사업부 EBITDA 609억원에 주요 제약사 평균 EV/EBITDA 15.4배 적용), 차세대 폐렴구균 백신 가치 2,528억원, 순차입금 7,498억원을 반영하여 SOTP(부분 가치합) 방식으로 산출하였다.

**표1. SK케미칼 SOTP(Sum of the parts) Valuation**

(단위: 십억원, 배)

	2020E EBITDA	2020E EV/EBITDA	비고
<b>1. 영업가치 (A+B)</b>	<b>1,458.5</b>		
A. 그린케미칼	522.4	68.5	7.6 코스피 화학업종 평균
B. 생명과학	936.1	60.9	15.4 코스피 주요 제약사 평균
<b>2. 비영업가치 (C)</b>	<b>252.8</b>		
C. 차세대 폐렴구균백신 가치	252.8		
<b>3. 순차입금</b>	<b>749.8</b>		
<b>4. 기업가치 (1+2-3)</b>	<b>961.4</b>		
5. 보통주주식수 (천주)	11,741		
<b>6. 적정주가</b>	<b>81,883</b>		

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**표2. SK케미칼 실적 전망 (IFRS 연결)**

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2018	2019P	2020E	2021F
매출액	1,368	1,427	1,211	1,249
영업이익	45.7	80.2	43.3	50.8
영업이익률	3.3	5.6	3.6	4.1
EBITDA	134.2	164.9	122.5	124.5
(지배지분)순이익	6.0	11.0	165.7	9.1
EPS	464	941	14,110	771
PER	150.9	68.0	3.7	68.1
PBR	1.3	1.3	0.9	0.9
EV/EBITDA	13.0	10.3	11.0	11.0
ROE	0.9	1.6	23.2	1.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**차세대 폐렴구균 백신  
가치 2,528억원 반영**

현재 폐렴구균 백신 시장에는 3개의 주요 품목이 존재한다. 1983년에 출시한 뉴모박스(머크)는 23가이나, 다당류백신으로 B세포 면역반응을 유도하지 않아 소아에 효과가 없고 재접종이 필요한 단점이 있다. 프리베나(화이자), 신플로릭스(GSK)는 모두 단백결합백신으로 B세포 면역 활성화 및 항체 생성이 가능해 소아에도 효과가 있다. 다만 프리베나는 13가, 신플로릭스는 10가로 바이러스 커버리지 측면에서 프리베나가 유리하다. 그 결과 약 73억달러 규모의 폐렴구균 전체 시장에서 프리베나의 점유율은 80%를 기록하고 있다.

현재 동사와 사노피가 공동개발 중인 차세대 폐렴구균 백신은 20가 이상의 바이러스 유형을 커버할 수 있는 것으로 알려져 있다. 2019년 11월 글로벌 1상을 종료하였으며 올해 연내 2상 개시가 기대된다. 당사 추정 출시 예상 시점은 2028년이며, 최대 점유율 가정은 10%, 최대 매출은 11억달러로 추정하였다. NPV 방식으로 산정한 차세대 폐렴구균백신 가치는 2,528억원이다(주요가정: EBIT margin 30%, WACC 7.0%, 영구성장률 2.0%, 개발 성공확률 30%, 사노피 배분비율 50% 적용).

**표3. 차세대 폐렴구균 백신 글로벌 가치**

(단위: 십억원, %, 천주, 원)

	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	...	2038F	
PCV 시장규모	7,350	7,468	7,715	7,909	8,138	8,368	8,577	8,792	9,011	9,237	9,468	...	11,202	
성장률		1.6	3.3	2.5	2.9	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	...	2.0	
Prevenar(13가, 화이자)	5,804	5,885	6,094	6,248	6,436	6,623								
Synflorix(10가, GSK)	579	579	580	583	585	589								
Pneumovax(23가, 머크)	967	1,004	1,041	1,078	1,117	1,156								
차세대 폐렴구균백신 점유율									1.0	3.0	5.0		10.0	
차세대 폐렴구균백신 매출									<b>90</b>	<b>277</b>	<b>473</b>		<b>1,120</b>	
성장률										207.5	70.8		2.0	
개발일정		임상2상 개시	임상3상 개시							출시				
EBIT	마진 30% 가정								27.0	83.1	142.0	...	336.1	
FCF	세율 20% 가정								21.6	66.5	113.6	...	268.8	
PVIF	WACC 7.0% 가정	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	...	0.3
Present Value		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.6	36.2	57.8	...	79.5	
NPV		829.7												
Terminal value	영구성장률 2.0% 가정	855.4												
합산가치(NPV+TV)		1,685.0												
적정가치	성공확률 30%	505.5												
배분비율 고려 가치	사노피 배분비율 50%	<b>252.8</b>												
주식수		11,741												
주당가치		<b>21,527</b>												

주1: CSL 백신사업부 'Seqirus' OPM 참고

주2: non-oncology 백신의 발매까지 성공확률 임상 1상 22%, 임상 2상 30%, 임상 3상 64% (Nature Biotechnology, 2014)

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**역기저 효과로  
성장률은 둔화**

2020년 제약 부문 매출액은 의약품 조인스(관절염), 기백신(혈액순환) 등 기존 주요 제품의 성장 및 도입품목 효과 등에 힘입어 전년 대비 12.2% 성장한 2,661억 원을 기록할 것으로 추정한다. 백신 부문은 작년 일회성 요인(사노피 대상 세포배양 기술이전 완료에 따른 기술료 약 200억원)으로 전년 대비 0.3% 감소한 1,827억 원을 기록할 것으로 추정한다. 코로나19 사태로 인한 독감 백신, 대상포진 백신의 성장 지속 및 차세대 페렘구균 백신 글로벌 1상 종료에 따라 사노피로부터 안분 인식으로 마일스톤 약 50억 원을 감안하였다. 화학사업은 당초 미중 무역분쟁 해소에 따른 반등을 기대했으나, 코로나19 사태로 당분간 수요가 회복되기 어렵다는 판단에 보수적으로 추정하였고, 바이오에너지 사업(연간 약 3,000억원 매출) 매각에 따른 외형 축소가 불가피함을 감안하였다. 화학사업 부문 매출액은 26.0% 감소한 7,121억 원을 기록할 것으로 추정된다.

**표4. SK 케미칼 분기별 연결 요약손익계산서**

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020E
<b>매출액</b>	<b>319.4</b>	<b>380.2</b>	<b>380.5</b>	<b>347.1</b>	<b>298.8</b>	<b>312.4</b>	<b>293.0</b>	<b>306.6</b>	<b>1,368</b>	<b>1,427</b>	<b>1,211</b>
증감률(% y-y)	1.7	7.5	1.1	7.3	-6.4	-17.8	-23.0	-11.7	-	4.3	-15.2
<b>Green Chemical Biz</b>	<b>240.3</b>	<b>250.6</b>	<b>258.7</b>	<b>213.0</b>	<b>196.8</b>	<b>194.1</b>	<b>156.2</b>	<b>165.0</b>	<b>1,017.6</b>	<b>962.5</b>	<b>712.1</b>
증감률(% y-y)	-7.0	-8.1	-3.0	-3.1	-18.1	-22.5	-39.6	-22.5	-	-5.4	-26.0
Co-polyester/DMT	124.2	120.9	118.5	107.2	99.3	96.8	112.6	117.9	534.1	470.8	426.6
증감률(% y-y)	-14.2	-12.1	-8.4	-12.5	-20.0	-20.0	-5.0	10.0	-	-11.9	-9.4
바이오에너지	67.0	85.5	96.9	66.8	60.3	59.8	0.0	0.0	278.8	316.1	120.1
증감률(% y-y)	14.8	1.8	11.8	34.0	-10.0	-30.0	-100.0	-100.0	-	13.4	-62.0
PPS(Initz)	5.3	6.7	2.2	2.2	2.1	2.0	6.6	6.6	18.6	16.5	17.4
증감률(% y-y)	12.1	20.5	-33.2	-55.7	-60.0	-70.0	200.0	200.0	-	-11.5	5.4
기타	43.9	37.4	41.1	36.8	35.1	35.5	37.0	40.4	186.1	159.1	148.1
증감률(% y-y)	-13.4	-17.8	-13.5	-13.4	-20.0	-5.0	-10.0	10.0	-	-14.5	-7.0
<b>Life Science Biz</b>	<b>78.9</b>	<b>112.4</b>	<b>109.4</b>	<b>119.7</b>	<b>92.0</b>	<b>108.3</b>	<b>126.8</b>	<b>131.7</b>	<b>348.7</b>	<b>420.4</b>	<b>458.8</b>
증감률(% y-y)	5.7	41.9	11.2	24.2	16.6	-3.7	15.9	10.0	-	20.6	9.1
제약	52.2	61.2	58.9	64.8	62.6	67.4	64.8	71.3	208.7	237.1	266.1
증감률(% y-y)	7.1	14.7	16.5	15.5	20.0	10.0	10.0	10.0	-	13.6	12.2
백신	26.7	51.2	50.5	54.9	29.4	40.9	52.0	60.4	139.9	183.3	182.7
증감률(% y-y)	3.1	97.9	5.5	36.2	10.0	-20.0	3.0	10.0	-	31.0	-0.3
WHO向 독감 백신	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0	10.0
증감률(% y-y)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>매출총이익</b>	<b>60.3</b>	<b>95.7</b>	<b>87.8</b>	<b>82.1</b>	<b>64.5</b>	<b>84.7</b>	<b>76.4</b>	<b>75.3</b>	<b>272.4</b>	<b>325.9</b>	<b>300.9</b>
증감률(% y-y)	-0.7	47.8	3.4	32.3	7.1	-11.5	-13.0	-8.3	-	19.6	-7.7
매출총이익률(%)	18.9	25.2	23.1	23.7	21.6	27.1	26.1	24.6	19.9	22.8	24.9
<b>영업이익</b>	<b>3.7</b>	<b>30.4</b>	<b>27.1</b>	<b>19.0</b>	<b>5.2</b>	<b>16.3</b>	<b>12.1</b>	<b>9.8</b>	<b>45.7</b>	<b>80.2</b>	<b>43.3</b>
증감률(% y-y)	-45.2	189.6	-12.4	흑전	42.2	-46.6	-55.2	-48.7	-	75.4	-46.0
영업이익률(%)	1.1	8.0	7.1	5.5	1.7	5.2	4.1	3.2	3.3	5.6	3.6
<b>세전순이익</b>	<b>-7.9</b>	<b>18.3</b>	<b>19.0</b>	<b>-6.9</b>	<b>53.0</b>	<b>64.8</b>	<b>24.3</b>	<b>198.3</b>	<b>5.2</b>	<b>22.6</b>	<b>340.4</b>
증감률(% y-y)	적전	3822.2	-17.8	적지	흑전	253.4	28.0	흑전	-	337.5	1407.8
세전순이익률(%)	-2.5	4.8	5.0	-2.0	17.8	20.7	8.3	64.7	0.4	1.6	28.1
<b>당기순이익</b>	<b>-11.6</b>	<b>12.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>-25.0</b>	<b>-221.7</b>	<b>331.5</b>	<b>-16.4</b>	<b>5.4</b>	<b>81.8</b>
증감률(% y-y)	적전	93.1	-84.0	흑전	적지	적전	적전	16,616	-	흑전	1407.8
당기순이익률(%)	-3.6	3.3	0.7	0.6	-1.0	-8.0	-75.7	108.1	-1.2	0.4	6.8

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

## 프리미엄 백신 개발 관련 기술 경쟁력 보유

백신 분야의 글로벌 Big 4 업체는 모두 유정란 방식을 사용한다. 세포배양 방식은 원가가 높아 상업적으로 이용하기 어렵기 때문이다. 그러나 동사는 독자적인 배양 기술로 수율을 높였고, 사노피에 기술이전까지 하며 성공 가능성을 인정받았다. 따라서 세포배양 방식의 백신 생산에 있어 기술적 차별성을 보유하고 있다. 유정란 방식 대비 장점은 1) 백신 제조기간이 2~3개월 단축되며, 2) pandemic 상황에서 빠른 대처 가능하고, 3) 계란 알레르기 등에서 자유로우며 4) 보관기간 중 제품의 titer 감소 비율도 유정란 방식 대비 11% 낮다는 점 등이 있다.

동사는 세포배양 방식의 기술적 한계를 극복한 후 실제로 국내 시장에 제품을 출시하기까지 했다. 2015년 3가 독감 백신, 2016년 4가 독감 백신 등을 국내에 출시했으며, 2017년 대상포진 백신, 2018년 수두 백신 등을 출시하며 본격적인 세포배양 백신 품목군을 갖추기 시작했다. 특히 대상포진 백신 ‘스카이조스터’의 경우 2018년, 매출액 299억원, 2019년 매출액 341억원을 기록해 국내 시장에서는 의미 있는 성과를 거두었다. 프리미엄 백신 시장뿐만 아니라, 2019년과 2020년 3가, 4가 독감 백신, 수두 백신 등의 WHO PQ인증에도 성공하며, 올해부터는 입찰 시장向 수출 실적의 성장 또한 기대해볼 만하다.

이미 작년 사노피와의 계약을 통해 세포배양 기술력을 인정 받았고, 약 200억원의 기술료 또한 수취하였다. 세포배양 기술이전 완료에 따라 첫 번째 후보 파이프라인으로 universal 독감 백신의 임상 진입이 기대된다. 별도로 사노피와 공동개발 중인 차세대 폐렴구균 백신은 이미 작년 11월 글로벌 1상을 종료했으며, 올해 2상 개시를 앞두고 있다. 기존 화이자, GSK, 머크의 폐렴구균 백신이 모두 유정란 방식이므로 상업화 시 차별화된 장점을 보유하게 될 것이다. 또한 동사의 안동 공장에서 글로벌 공급을 담당하게 된 만큼, 가동률 상승에도 긍정적인 것으로 예상된다.

표5. SK케미칼 백신 파이프라인 현황

파이프라인	임상 단계	WHO PQ 인증연도	비고
스카이셀플루프리필드시린지 (세포배양인플루엔자표면항원백신)	출시	2019.05	
스카이셀플루 4 가프리필드시린지 (세포배양인플루엔자표면항원백신)	출시	2020.01	
스카이조스터주(대상포진생바이러스백신)	출시		
스카이바리셀라주(수두생바이러스백신)	출시	2019.12	
폐렴구균 13 가 백신(PCV)	허가승인		특히 문제로 미출시
Non-replicate 로타바이러스백신 (NRRV)	임상 3 상		파트너사 Path, Bill & Melinda Gates foundation
장티푸스백신(TCV)	임상 3 상		파트너사 IVI, Bill & Melinda Gates foundation
로타바이러스백신	임상 2 상		
Human Papillomavirus(HPV) 4 가 백신	임상 2 상		
차세대 폐렴구균 백신(PCV)	임상 1 상		파트너사 Sanofi
기타 백신	전임상		
치료용 백신	전임상		
면역항암제	전임상		

자료: SK바이오사이언스, NH투자증권 리서치본부

### 지배구조 개편작업은 현재 진행형

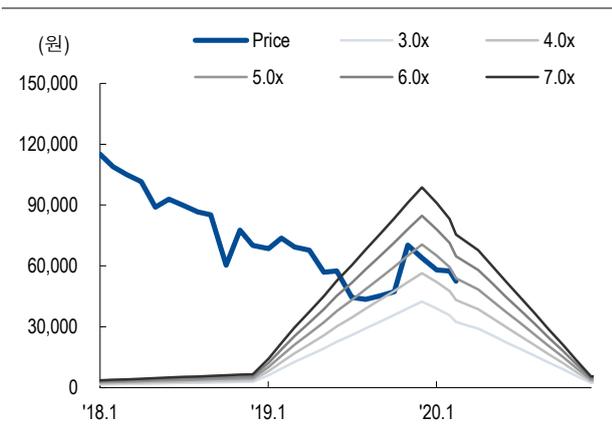
동사는 2017년 12월 지주사 체제로 전환하면서 신설된 사업회사이다. 사업 연관성이 낮은 SK건설, SK가스 등과 분리되어 그린케미칼, 생명과학 사업만 남게 되었다. 2019년 12월 이니츠를 흡수합병했고, 2020년 2월 바이오에너지 사업을 매각하면서 수익성 낮은 사업에 대한 구조조정을 계속하고 있다. 바이오에너지 사업 매각으로 약 3,300억원의 현금 확보가 예상되며, 이를 친환경소재 사업에 투자, 화학사업의 수익성 향상을 위해 노력할 예정이다. 2018년 7월 SK바이오사이언스를 설립하면서 백신 사업을 물적 분할하였다. 이미 동사는 2008년 프리미엄 백신을 차세대 성장 동력으로 선정하였으며, 2012년 안동에 최첨단 백신공장을 증설하였고, 2011년 판교에 연구소를 완공했다. 향후 파이프라인 도입, M&A, 백신 CMO 사업 등 다양한 투자 및 신사업인 '백신'의 성장을 위한 전략적 의사결정이 기대된다.

그림1. SK케미칼 지배구조



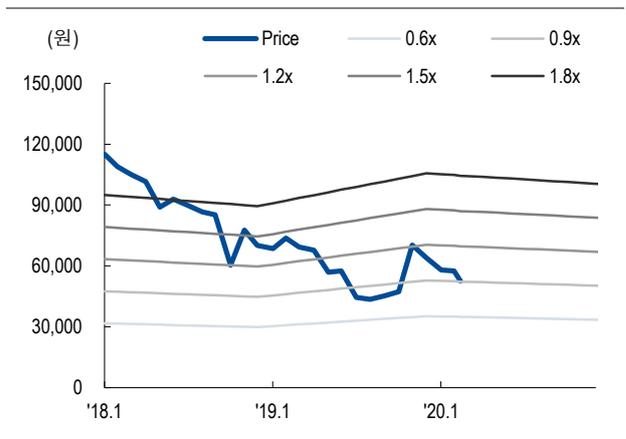
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

그림2. SK케미칼 PER Chart



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림3. SK케미칼 PBR Chart



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2018/12A	2019/12P	2020/12E	2021/12F
매출액	1,368	1,427	1,211	1,249
증감률 (%)	1,457	4.3	-15.2	3.2
매출원가	1,095	1,101	909.9	928.3
매출총이익	272.4	325.9	300.9	320.9
Gross 마진 (%)	19.9	22.8	24.9	25.7
판매비와 일반관리비	226.7	245.7	257.6	270.1
영업이익	45.7	80.2	43.3	50.8
증감률 (%)	흑전	75.4	-46.0	17.2
OP 마진 (%)	3.3	5.6	3.6	4.1
EBITDA	134.2	164.9	122.5	124.5
영업외손익	-40.6	-57.7	297.1	-32.2
금융수익(비용)	-27.3	-30.3	-32.9	-32.2
기타영업외손익	-15.0	-29.3	330.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	1.7	1.9	0.0	0.0
세전계속사업이익	5.2	22.6	340.4	18.6
법인세비용	21.6	17.2	258.6	14.1
계속사업이익	-16.4	5.4	81.8	4.5
당기순이익	-16.4	5.4	81.8	4.5
증감률 (%)	적자	흑전	1,407.8	-94.5
Net 마진 (%)	-1.2	0.4	6.8	0.4
지배주주지분 순이익	6.0	11.0	165.7	9.1
비지배주주지분 순이익	-22.4	-5.6	-83.9	-4.6
기타포괄이익	-1.8	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-18.3	5.4	81.8	4.5

Valuation   Profitability   Stability				
	2018/12A	2019/12P	2020/12E	2021/12F
PER(X)	150.9	68.0	3.7	68.1
PBR(X)	1.3	1.3	0.9	0.9
PCR(X)	5.4	5.4	1.4	5.0
PSR(X)	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(X)	13.0	10.3	11.0	11.0
EV/EBIT(X)	38.3	21.2	31.0	27.0
EPS(W)	464	941	14,110	771
BPS(W)	53,061	49,689	58,685	55,817
SPS(W)	118,112	122,204	103,126	106,400
자기자본이익률(ROE, %)	0.9	1.6	23.2	1.2
총자산이익률(ROA, %)	-0.9	0.3	4.1	0.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	-9.4	1.5	0.8	1.0
배당수익률(%)	5.7	6.3	7.6	7.6
배당성장률(%)	76.8	427.0	28.3	518.3
총현금배당금(십억원)	5	47	47	47
보통주 주당배당금(W)	4,000	4,000	4,000	4,000
순부채(현금)/자기자본(%)	119.9	128.8	104.3	115.1
총부채/ 자기자본(%)	168.9	195.1	174.5	187.5
이자발생부채	917	1,013	982	987
유동비율(%)	120.7	105.3	116.5	113.5
총발행주식수(mn)	13	13	13	13
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	70,000	64,000	52,500	52,500
시가총액(십억원)	846	793	652	652

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2018/12A	2019/12P	2020/12E	2021/12F
현금및현금성자산	45.3	98.0	197.9	174.5
매출채권	185.9	193.9	164.5	169.8
유동자산	717.2	777.9	774.8	769.7
유형자산	1,103	1,112	1,076	1,055
투자자산	20.0	20.5	17.4	17.9
비유동자산	1,234	1,241	1,198	1,175
자산총계	1,951	2,019	1,973	1,945
단기성부채	325.9	458.9	427.3	432.9
매입채무	150.7	157.3	133.4	137.7
유동부채	594.3	739.0	664.9	678.0
장기성부채	591.5	554.4	554.4	554.4
장기충당부채	14.4	15.0	12.8	13.2
비유동부채	630.9	595.6	589.3	590.4
부채총계	1,225	1,335	1,254	1,268
자본금	65.2	65.2	65.2	65.2
자본잉여금	668.2	668.2	668.2	668.2
이익잉여금	-3.0	-38.9	79.8	42.0
비지배주주지분	33.7	28.2	-55.7	-60.3
자본총계	725.6	684.1	718.9	676.5

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2018/12A	2019/12P	2020/12E	2021/12F
영업활동 현금흐름	67.4	53.7	215.3	68.5
당기순이익	-16.4	5.4	81.8	4.5
+ 유/무형자산상각비	88.5	84.6	79.1	73.7
+ 종속, 관계기업관련손익	-1.7	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-0.3	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	151.2	137.7	450.1	122.1
- 운전자본의증가(감소)	-51.9	-36.3	54.4	-9.7
투자활동 현금흐름	-146.0	-91.6	-36.9	-50.6
+ 유형자산 감소	0.1	0.0	50.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-81.9	-90.0	-90.0	-50.0
+ 투자자산의매각(취득)	-6.0	-0.4	3.1	-0.6
Free Cash Flow	-14.6	-36.3	125.3	18.5
Net Cash Flow	-78.6	-37.9	178.4	17.9
재무활동현금흐름	48.5	90.6	-78.5	-41.3
자기자본 증가	0.8	0.0	0.0	0.0
부채증감	47.7	90.6	-78.5	-41.3
현금의증가	-109.9	52.7	99.9	-23.4
기말현금 및 현금성자산	45.3	98.0	197.9	174.5
기말 순부채(순현금)	870.1	881.3	749.8	778.8