SK케미칼 (285130.KS)	투자의견 : 매수(유지)		
Analyst 하태기	목표주가 : 90,000원(유지) / 현재주가 : 64,800원(상승여력 : 38.9%)		
	PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

동물세포배양방식 백신 생산기술이 부각되고 있다

자회사가 코로나19 백신 개발업체로 선정

자회사 SK바이오사이언스(지분 98.04%)의 백신부문 가치에 주목할 필요가 있다. SK바이오사이언스는 질병관리본부가 공고한 국책과제로, 합성항원 기반 코로나19 서브유닛(바이러스의 일부가 포함된 항원) 백신후보물질 개발사업의 우선순위 협상대상자로 선정되었다. 동사는 백신의 임상, 허가, 생산 등에서 많은 노하우를 축적하고 있으며, **무엇보다 빠르게 대량으로 생산할 수 있는 동물세포배양방식의 안동백신공장을 보유하고 있다**. 이번 코로나19 백신 개발업체로 선정되어 국내 백신업체로서의 입지가 강화될 것이다.

현재 동사가 개발한 **코로나19백신은 동물실험에 진입했으며 금년 9월에 임상 1상 진입이 목표**이다. 그러나 생산해서 제품이 출시되는 데는 최소 1년 이상 소요될 것으로 추정된다. 세계 각국에서 코로나19백신을 개발하고 있지만 대부분 1년 이상 소요될 것으로 보도되고 있다. 그렇다면 코로나19가 독감처럼 매년 발생할 수 있는 바이러스로 가정하고 개발하는 측면이 강하다. 개발에 성공한다면 장기적인 제품으로 자리잡을 가능성이 크다.

백신사업 가치가 크게 증가하고 있다

동사의 코로나19백신 개발추진 및 백신사업과 관련된 의미는 세가지로 정리할 수 있다.

첫째, 백신개발력이 증명된 것이다. 동사는 이미 독감백신 스카이셀플루와 스카이셀플루4, 대상포진백신, 스카이조스터, 수두백신 스카이바리셀라를 개발하여 매출을 올리고 있다. 또한 자궁경부암백신 후보물질을 개발하여 임상 2상을 진행 중이다. 이번 코로나19백신 개발업체로 선정되어 국내에서 백신개발력이 증명된 상황이다.

둘째, 글로벌 기업에 동물세포배양방식 기술수출한 레코드가 있다. 사노피에 동물세포배양방식 생산기술에 대해 약 400억원 기술료를 받고 기술수출 한 바 있다. 또한 현재 이 기술을 중국으로 L/O를 추진 중인데, 2020년에 성사 되면 기술력을 인정받는 것이고 일정액의 로열티 수익도 발생할 것이다.

셋째, 사노피와 폐렴구균백신을 공동개발하고 있다. 공동개발 중인 폐렴구균백신 Pipeline이 2020년 연내 임상 2상 진입(100억원 이상의 로열수입 유입 예상)하면, **글로벌 시장에서의 Pipeline 가치가 크게 상승할 것이다.**

2020년 자회사 백신부문에서 주가 상승모멘텀이 있다

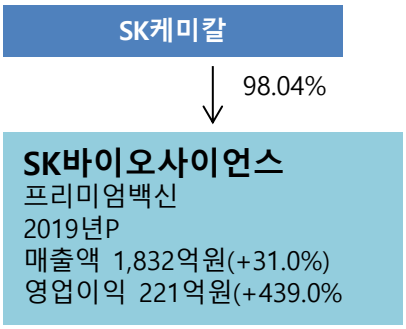
SK케미칼은 최근 사업구조를 개편, **순차입금이 크게 감소하게 된다. 자회사의 백신사업 가치가 크게 증가하고 있다.** 코로나19 백신개발 추진도 긍정적이고, 폐렴구균백신 임상 2상, 독감백신 중국 L/O계약 성사 등이 발표된다면 주가상승이 가능할 것이다. **폐렴구균백신의 임상 2상 진입시기는 유동적이지만, 2020년 중후반으로 추정**된다.

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	72.7	9.0	1.2	1.6
2020E	1,184.5	44.6	340.1	288.8	24,538	2,713.9	138.3	2.6	9.0	0.8	33.5
2021E	1,120.6	60.3	37.4	31.8	2,649	-89.2	152.0	23.9	7.8	0.8	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
			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%
LS	제약	2,087	522	612	589	648	2,371	564	661	636	693	2,554
			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	2019p				2020E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Qp	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 로열티수익 반영, 2020년 2Q 로열티 반영했으나 코로나19 이슈로 보수적 접근

[표 4] SK케미칼 주가밸류에이션 (단위: 억원)

구분	EBITDA	Multiple	기업가치평가액	
자체 사업가치				
그린케미칼	1,383	10.2	**14,108**	*일회성 이익 차감 차감
생명공학				(사업부 매각차익은 전부 제외)
정밀화학, 신약개발, 헬스케어(프리미엄 부여)		20%	2,822	*주관적 평가
자체 회사가치(A)			16,930	(자회사 포함 연간 R&D비용 720억원)
자회사 엔티스			350	평가액(2019년 추정이익 *PER 20배)
기타			305	
차입금(연결기준)			5,700	순차입금 2,300억원 차감
기업가치			11,885	
보통주㈜			11,741,396	
우선주㈜			1,458,670	
자기주식㈜			13,064	
유통주식수㈜			13,187,002	
적정주가(원)			**90,127**	

자료: 상상인증권, 2020년 사업부매각이익 및 예상특별이익 100억원 차감 후 EBITDA 계산

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.**	**1,950.**	**2,014.**	**2,268.**	**2,365.5**
유동부채	660.9	594.3	720.1	689.8	700.1
매입채무 및 기타재무	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.**	**1,031.5**

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

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

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	134.5	72.7	2.6	23.9
P/B	n/a	1.3	1.2	0.8	0.8
EV/EBITDA	-407.6	11.5	9.0	9.0	7.8
P/CF		4.9	5.2	2.2	6.9
배당수익률 (%)		0.6	0.7	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액		1,457.1	4.3	-17.0	-5.4
영업이익		흑전	75.4	-44.4	35.3
세전이익		흑전	337.9	1,404.4	-89.0
당기순이익		적지	흑전	5,206.0	-89.0
EPS		n/a	67.5	2,713.9	-89.2
안정성(%)					
부채비율	161.5	168.9	178.7	125.6	129.3
유동비율	100.3	120.7	96.9	140.4	155.0
순차입금/자기자본	99.1	101.5	117.0	46.3	40.3
영업이익/금융비용	-4.0	1.4	2.4	1.6	2.4
총차입금 (십억원)	890.1	917.4	1,043.4	1,043.4	1,103.4
순차입금 (십억원)	724.6	736.7	845.9	465.3	415.8
주당지표(원)					
EPS	n/a	521	872	24,538	2,649
BPS	53,425	53,061	54,526	75,952	77,907
CFPS	n/a	13,057	12,299	28,873	9,247
DPS	n/a	400	460	460	460

자료: SK케미칼, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Stock Data

KOSPI(02/11)	1,609.9pt
시가총액	7,702억원
발행주식수	11,741천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	77,200/40,200원
90일 일평균거래대금	199억원
외국인 지분율	9.1%
배당수익률(19.12E)	0.7%
BPS(19.12E)	54,526원

주가수익률

(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	16.8	-5.5	32.5	-6.6
상대수익률	30.3	25.9	61.6	25.6

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	1 년	-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		

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 당사에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	53.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 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%	