

2020년 3월 27일

기업분석

SK케미칼 (285130)

우리나라 백신 주권을 지키는 업체



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

Buy (신규)

목표주가(신규): 110,000원

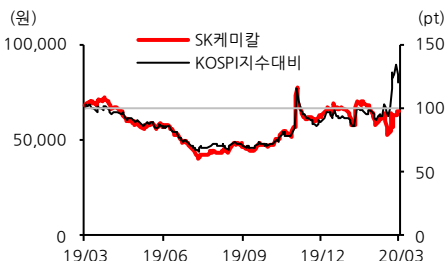
현재 주가(3/26)	71,600원
상승여력	▲53.6%
시가총액	8,407억원
발행주식수	11,741천주
52 주 최고가 / 최저가	77,200 / 40,200원
90 일 일평균 거래대금	219.19억원
외국인 지분율	9.3%
주주 구성	
SK 디스커버리 (외 10 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.9%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	16.2	15.1	52.7	5.1
상대수익률(KOSPI)	35.0	38.4	71.4	26.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,368	1,427	1,294	1,365
영업이익	46	80	66	84
EBITDA	134	183	161	178
지배주주순이익	6	11	40	54
EPS	521	847	3,327	4,518
순차입금	737	859	786	746
PER	134.5	82.9	21.5	15.8
PBR	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.5	9.2	10.4	9.1
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	0.9	1.5	5.4	6.9

주가 추이



질병관리본부의 신종 코로나 바이러스 백신부문의 입찰에서 SK 케미칼의 자회사 SK 바이오사이언스가 단독으로 선정되었습니다. 오랜 기간 우리나라의 백신 주권을 지키기 위하여 노력한 SK 바이오사이언스의 잠재력을 기대해봅니다.

신종 코로나 바이러스 백신 개발

SK케미칼의 자회사 SK바이오사이언스가 질병관리본부의 긴급 현안 지정 학술연구용역과제 우선 협상 대상업체에 선정되었다. 분야는 ‘합성항원 기반 코로나 19 서브 유닛 백신 후보물질 개발’이며 백신분야에서는 유일하게 선정되었다. 현재는 동물시험을 진행하고 있으며, 임상은 오는 9월부터 진행할 예정이다.

이벤트는 계속된다

SK케미칼은 2018년 지주사 전환을 통하여 사업회사로 재 상장 되었으며, 백신사업을 담당하는 SK바이오사이언스를 100% 자회사로 분할하였다. SK바이오사이언스는 글로벌 제약업체 사노피 파스퇴르와 세포배양 방식의 고효율 인플루엔자 백신 생산 기술이전 계약을 체결하였으며, 차세대 폐렴구균 백신을 공동으로 개발 중이다. 임상 현재 1상이 종료된 상태이며, 올해 2분기 임상 2상 진입을 계획하고 있다. 또한 백신의 공급부족 현상을 겪고 있는 중국에 연내 다양한 종류의 백신에 대한 기술이전을 계획하고 있으며, 국내에서는 대상포진 백신 ‘스카이조스트’, 인플루엔자 백신 ‘스카이 셀 플루’를 필두로 하여 다양한 프리미엄 백신을 개발하고 있다. SK바이오팜의 엑스코프리의 판권도 동사가 가져올 계획이다. 엑스코프리는 미국 FDA의 승인을 받은 뇌전증 치료제로 국내에는 2021년 승인을 획득할 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 110,000원으로 커버리지 개시

SK케미칼에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 110,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Green Chemical 및 Life Science 양대 사업본부의 영업가치 1.7조원과 차세대 폐렴구균 백신의 파이프라인 가치 1,210억원을 합산한 SOTP 방식으로 산정하였다. 2020년도 실적은 매출액 1.29조원(-9.4% YoY), 영업이익 662억원(-17.6% YoY)를 전망한다.

[표15] SK 케미칼 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
매출액	319.4	380.2	380.5	347.1	355.8	372.7	285.0	280.1	1,427.2	1,293.6
YoY(%)	1.7	7.5	1.1	7.3	11.4	(2.0)	(25.1)	(19.3)	4.3	(9.4)
Green Chemical	240.3	250.6	258.7	213.0	263.7	270.4	170.7	161.4	962.6	866.2
YoY(%)	(7.0)	(8.1)	(3.0)	(3.1)	9.7	7.9	(34.0)	(24.2)	(5.4)	(10.0)
Co-Polyester/DMT	124.2	120.9	118.5	107.2	142.2	138.5	127.7	125.5	470.8	533.9
바이오에너지	67.0	85.5	96.9	66.8	78.5	90.6	0.0	0.0	316.2	169.1
PPS(Initz)	5.3	6.7	2.2	2.2	2.4	2.5	2.2	2.2	16.5	9.3
기타	43.9	37.4	41.1	36.8	40.6	38.8	40.8	33.7	159.1	153.9
Life Science	78.9	112.4	109.4	119.7	92.1	102.3	114.3	118.7	420.4	427.4
YoY(%)	5.7	41.9	11.1	24.2	16.7	(9.0)	4.5	(0.8)	20.6	1.7
Pharma	52.2	61.2	58.9	64.8	60.6	65.8	67.8	70.2	237.2	264.4
VAX(SK Bioscience)	26.7	51.2	50.5	54.9	31.5	36.5	46.5	48.5	183.2	163.0
기타 자회사 및 연결 조정	0.2	17.2	12.3	14.4	-	-	-	-	44.2	-
영업이익	3.7	30.4	27.1	19.0	12.9	27.3	12.1	13.8	80.3	66.2
YoY(%)	(45.3)	190.2	(12.3)	흑전	253.8	(10.2)	(55.5)	(27.4)	75.6	(17.6)
OPM(%)	1.1	8.0	7.1	5.5	3.6	7.3	4.2	4.9	5.6	5.1
Green Chemical	4.2	2.4	6.4	3.2	8.6	3.5	(6.5)	(3.1)	16.3	2.5
YoY(%)	26.7	(47.0)	(38.7)	흑전	103.6	43.3	적전	적전	123.9	(84.6)
Co-Polyester/DMT	10.9	7.9	6.7	7.3	15.9	9.9	8.5	8.8	32.8	43.1
바이오에너지	6.7	9.7	15.6	6.8	7.0	9.9	0.0	0.0	38.8	16.9
PPS(Initz)	(11.8)	(8.6)	(11.9)	(6.2)	(12.5)	(9.5)	(10.8)	(6.8)	(38.5)	(39.6)
기타	(1.6)	(6.6)	(4.0)	(4.7)	(1.8)	(6.8)	(4.2)	(5.1)	(16.8)	(17.9)
Life Science	(0.1)	26.5	19.0	13.6	4.3	23.8	18.6	16.9	58.9	63.6
YoY(%)	적전	782.2	2.5	93.4	흑전	(10.1)	(2.2)	24.5	81.5	7.9
Pharma	7.7	9.8	10.1	9.3	9.2	10.5	11.8	10.5	36.8	42.0
VAX(SK Bioscience)	(7.9)	16.7	9.0	4.3	(4.9)	13.3	6.8	6.4	22.1	21.6
기타 자회사 및 연결 조정	(0.1)	26.5	19.0	13.6	-	-	-	-	58.9	-
당기순이익	(11.6)	12.4	2.7	1.6	7.0	18.6	8.1	6.0	5.0	39.7
YoY(%)	적전	93.1	(84.0)	(103.7)	흑전	50.4	205.3	278.7	흑전	691.3
NPM(%)	(3.6)	3.3	0.7	0.5	2.0	5.0	2.9	2.1	0.4	3.1

자료: SK케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표16] 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

[표17] 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	20%												
NPV(십억원)	121.0												
주식수(주)	11,741,396												
주당가치(원)	10,303												

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표18] SK 케미칼 밸류에이션

구분	항목		(단위: 십억 원)
1. 영업가치		(a + d)	1,730.2
	Green Chemical	(a = b * c)	56.3
	EBITDA (2020E)	(b = 업종 평균 멀티플)	5
	EV/EBITDA (배)	(c)	281.4
	Life Science	(d = e * f * (1-g))	104.5
	EBITDA (2020E)	(e)	18
	EV/EBITDA (배)	(f = 업종 평균 멀티플)	1,881.4
	Discount	(g)	20%
2. 파이프라인가치	차세대 페럼구균 백신	(h)	121.0
3. 순차입금		(1Q20E)	544.2
4. 우선주		(2020.03.26 종가기준)	35.3
5. 기업가치		(1 + 2 - 3 - 4)	1,272
6. 주식수			11,741,396
7. 적정주가(원)			108,310
8. 목표주가(원)			110,000

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서		(단위: 십억 원)			
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	
매출액	1,368	1,427	1,294	1,365	
매출총이익	272	326	284	310	
영업이익	46	80	66	84	
EBITDA	134	183	161	178	
순이자손익	-31	-32	-34	-34	
외화관련손익	-2	-3	0	0	
지분법손익	2	2	2	2	
세전계속사업손익	5	23	52	71	
당기순이익	-16	5	40	54	
지배주주순이익	6	11	40	54	
증가율(%)					
매출액	1,457.1	4.3	-9.4	5.5	
영업이익	흑전	75.7	-17.6	27.5	
EBITDA	흑전	36.4	-12.2	10.7	
순이익	적지	흑전	691.3	35.2	
이익률(%)					
매출총이익률	19.9	22.8	22.0	22.7	
영업이익률	3.3	5.6	5.1	6.2	
EBITDA 이익률	9.8	12.8	12.4	13.0	
세전이익률	0.4	1.6	4.0	5.2	
순이익률	-1.2	0.4	3.1	3.9	

현금흐름표		(단위: 십억 원)			
12 월 결산	2018	2019E	2020E	2021E	
영업현금흐름	67	62	160	133	
당기순이익	-16	5	40	54	
자산상각비	88	103	95	94	
운전자본증감	-52	-27	46	-13	
매출채권 감소(증가)	73	-11	20	-8	
재고자산 감소(증가)	-38	7	66	-15	
매입채무 증가(감소)	-68	-12	-42	8	
투자현금흐름	-146	-53	-86	-91	
유형자산처분(취득)	-82	-125	-78	-82	
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-2	
투자자산 감소(증가)	-53	49	-4	-4	
재무현금흐름	48	45	-5	-5	
차입금의 증가(감소)	27	151	0	0	
자본의 증가(감소)	0	6	-5	-5	
배당금의 지급	0	5	5	5	
총현금흐름	151	172	114	145	
(-)운전자본증감(감소)	26	-4	-46	13	
(-)설비투자	82	127	78	82	
(+)자산매각	-2	1	-2	-2	
Free Cash Flow	41	50	81	49	
(-)기타투자	34	8	3	4	
잉여현금	7	43	78	46	
NOPLAT	-145	18	50	64	
(+) Dep	88	103	95	94	
(-)운전자본투자	26	-4	-46	13	
(-)Capex	82	127	78	82	
OpFCF	-165	-2	114	63	

주: IFRS 연결 기준

재무상태표		(단위: 십억 원)			
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	
유동자산	717	792	779	843	
현금성자산	181	273	345	385	
매출채권	196	171	151	160	
재고자산	329	331	264	279	
비유동자산	1,234	1,340	1,330	1,326	
투자자산	92	137	143	149	
유형자산	1,103	1,165	1,152	1,144	
무형자산	38	37	35	33	
자산총계	1,951	2,132	2,109	2,169	
유동부채	594	709	670	680	
매입채무	199	191	149	157	
유동성이자부채	326	453	453	453	
비유동부채	631	687	687	687	
비유동이자부채	591	679	679	679	
부채총계	1,225	1,395	1,356	1,368	
자본금	65	66	66	66	
자본잉여금	668	264	264	264	
이익잉여금	-3	398	432	480	
자본조정	-39	-12	-13	-13	
자기주식	-1	-1	-1	-1	
자본총계	726	719	753	801	

주요지표		(단위: 원, 배)			
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	
주당지표					
EPS	521	847	3,327	4,518	
BPS	53,061	54,214	56,779	60,434	
DPS	400	410	420	430	
CFPS	13,057	14,658	8,640	11,021	
ROA(%)	0.3	0.5	1.9	2.5	
ROE(%)	0.9	1.5	5.4	6.9	
ROIC(%)	-10.0	1.2	3.2	4.2	
Multiples(x, %)					
PER	134.5	82.9	21.5	15.8	
PBR	1.3	1.3	1.3	1.2	
PSR	0.6	0.6	0.7	0.7	
PCR	5.4	4.8	8.3	6.5	
EV/EBITDA	11.5	9.2	10.4	9.1	
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6	
안정성(%)					
부채비율	168.9	194.1	180.2	170.8	
Net debt/Equity	101.5	119.5	104.5	93.2	
Net debt/EBITDA	548.8	469.1	489.1	419.2	
유동비율	120.7	111.8	116.4	123.9	
이자보상배율(배)	1.4	2.4	1.9	2.4	
자산구조(%)					
투하자본	84.2	79.5	75.8	74.2	
현금+투자자산	15.8	20.5	24.2	25.8	
자본구조(%)					
차입금	55.8	61.2	60.1	58.6	
자기자본	44.2	38.8	39.9	41.4	