

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미

talmi@sk.com
02-3773-9952

Company Data

자본금	660 억원
발행주식수	1,320 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	46,144 억원
주요주주	
SK디스커버리(외9)	35.87%
국민연금공단	8.90%
외국인지분율	11.80%
배당수익률	0.10%

Stock Data

주가(20/08/31)	393,500 원
KOSPI	2353.8 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	436,000 원
52주 최저가	42,950 원
60일 평균 거래대금	2,685 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	34.4%	28.8%
6개월	583.5%	477.0%
12개월	807.6%	648.5%

SK 케미칼 (285130/KS | 매수(유지) | T.P 500,000 원(상향))

글로벌 백신 CMO 회사로 거듭나다

- COVID19 로 아스트라제네카와 노바백스의 CMO 수주를 받아 백신 가치 상승 중
- 아스트라제네카 물량은 2020 년 3 분기부터 생산 시작, 백신실적 견인할 전망
- 또한 독감백신 수요 증가로 2020 년 3 분기 백신실적은 사상 최대 실적 예상
- 향후 고객사들의 임상 3 상 결과 기대해볼만 하다는 판단
- 백신가치 상향조정하며 목표주가 500,000 원으로 상향, 투자의견 매수 유지

COVID19 로 기업가치 더욱 상승

COVID19 로 인해 동사의 기업가치는 지속 상승 중이다. 최첨단으로 지었으나 가동률이 낮았던 SK 바이오사이언스의 안동공장이 부각되면서 글로벌 백신개발 업체들의 매력적인 백신 CMO 업체로 떠오르고 있기 때문이다. 이미 아스트라제네카와 노바백스가 COVID19 백신 생산을 위해 수주 계약을 체결하였다. 아스트라제네카 물량은 2020 년 3 분기부터 생산이 시작되어 백신 실적개선세를 견인할 전망이다.

실적개선이 기대된다

동사의 2020 년 3 분기 백신 매출은 859 억원이 예상되면서 분기별로 사상 최대 실적 시현이 전망된다. 아직 COVID19 백신이 없는 상황에서 1) 올해 3 분기에는 독감백신 수요가 전년 대비 3 배 증가할 전망이며, 2) 아스트라제네카 물량이 일부 선생산이 시작되면서 실적개선을 견인할 것으로 예상된다. 중장기적으로 고객사들의 임상 3 상 결과에 따라 추가 주주가 나올 전망이다. 가장 빠른 아스트라제네카의 임상 3 상 결과가 3,4 분기 중으로 나올 예정이라 이에 주목해야 한다. 백신은 항체형성률과 부작용을 주로 보게 되는데 이미 임상 2 상에서 긍정적인 결과를 내어 임상 3 상 결과도 기대해 볼만 하다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 500,000 원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 500,000 원으로 상향 조정한다. 아스트라제네카 수주와 노바백스 수주를 감안하여 동사의 목표주가 산정시 합산된 백신 CMO 가치를 4 조 500 억원으로 상향 조정하였다. 이 백신 CMO 가치는 동사의 안동공장이 full capa 로 가동되었을 때 산정된 가치이다. 동사의 자회사인 SK 바이오사이언스는 내년에 상장이 예정되어 있어 향후 추가적인 가치상승도 가능할 것으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	878	13,677	14,272	11,933	13,146	14,809
yoy	%	0.0	1,457.1	4.4	-16.4	10.2	12.6
영업이익	억원	-92	457	803	997	1,118	1,311
yoy	%	0.0	흑전	75.7	24.1	12.1	17.2
EBITDA	억원	-18	1,342	1,831	1,987	2,030	2,122
세전이익	억원	-126	52	228	694	904	1,114
순이익(지배주주)	억원	-85	60	106	2,900	717	877
영업이익률%	%	-10.5	3.3	5.6	8.4	8.5	8.9
EBITDA%	%	-2.0	9.8	12.8	16.7	15.4	14.3
순이익률	%	-11.3	-1.2	0.4	24.0	5.2	5.7
EPS(계속사업)	원	-729	462	807	4,227	5,430	6,641
PER	배	N/A	151.4	79.3	93.0	72.4	59.2
PBR	배	0.0	1.3	1.2	5.2	4.9	4.6
EV/EBITDA	배	0.0	12.3	9.1	26.6	25.4	23.7
ROE	%	-1.2	0.9	1.5	34.0	7.0	8.0
순차입금	억원	7,246	7,367	8,588	4,147	2,867	1,592
부채비율	%	161.5	168.9	196.6	109.5	100.1	90.9

그림 1. SK 케미칼의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	3,194.1	3,802.0	3,805.0	3,471.0	2,525.0	2,884.0	3,365.0	3,158.6	13,677.1	14,272.1	11,932.6	13,146.5
수지/유화	1,242.0	1,209.0	1,185.0	1,072.0	1,206.0	1,330.0	1,303.6	1,232.8	4,799.0	4,708.0	5,072.4	5,326.0
바이오에너지	670.0	855.0	969.0	668.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2,789.0	3,162.0	0.0	0.0
이니츠	53.0	67.0	22.0	22.0	15.0	46.0	23.1	23.1	186.4	164.0	107.2	117.9
Pharma	522.0	612.0	589.0	648.0	589.0	631.0	647.9	712.8	2,088.0	2,371.0	2,580.7	2,967.8
백신	267.0	512.0	505.0	549.0	227.0	394.0	858.5	713.7	1,398.7	1,833.0	2,193.2	2,631.8
연결조정	2.0	374.0	411.0	368.0	123.0	121.0	133.0	119.1	14.1	1,155.0	496.0	545.6
영업이익	(29.0)	304.0	271.0	257.0	80.0	176.5	385.2	355.5	457.4	803.0	997.2	1,118.4
수지/유화	109.0	79.0	67.0	73.0	129.0	223.0	189.1	206.1	324.0	328.0	747.2	784.5
바이오에너지	67.0	97.0	156.0	68.0	0.0	0.0	0.0	0.0	139.0	388.0	0.0	0.0
이니츠	(118.0)	(86.0)	(119.0)	(62.0)	(114.0)	(148.0)	(154.7)	(80.6)	(372.2)	(385.0)	(497.3)	(447.6)
Pharma	77.0	98.0	101.0	93.0	99.0	120.0	123.7	113.9	173.0	369.0	456.6	525.0
백신	(79.0)	167.0	90.0	90.0	(44.0)	(31.0)	240.4	128.5	152.0	268.0	293.8	455.0
연결조정	(4.0)	15.0	17.0	23.0	9.0	22.0	18.7	25.3	60.2	51.0	75.0	78.8
세전이익	(139.4)	86.0	189.8	92.2	38.7	50.8	337.8	267.2	47.1	228.5	694.5	903.8
순이익	(116.1)	123.8	26.7	15.8	130.0	2,393.0	260.1	86.0	(173.1)	50.2	2,869.2	685.9
성장률YoY(%)												
매출액	1.7	7.5	1.1	7.3	(20.9)	(24.1)	(11.6)	(9.0)	-	4.3	(16.4)	10.2
영업이익	(143.5)	189.2	(12.5)	흑전	(375.9)	(41.9)	42.1	38.3	-	75.6	24.2	12.2
세전이익	적전	1,738.3	(17.8)	적지	(127.7)	(41.0)	78.0	190.0	-	385.6	204.0	30.1
순이익	적전	93.1	(84.0)	흑전	(212.0)	1,832.7	875.0	444.4	-	흑전	5,613.8	(76.1)
수익률(%)												
영업이익	(0.9)	8.0	7.1	7.4	3.2	6.1	11.4	11.3	3.3	5.6	8.4	8.5
세전이익	(4.4)	2.3	5.0	적자	흑전	1.8	10.0	8.5	0.3	1.6	5.8	6.9
순이익	(3.6)	3.3	0.7	0.5	흑전	83.0	7.7	2.7	적전	0.4	24.0	5.2

주. 바이오에너지 사업부 매각으로 2020년 1분기부터 실적추정에서 제외, 2018년 이후 분할실적 기준.

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. SK 바이오사이언스의 R&D 파이프라인 현황

Development Status					
	Phase I/II	Phase III	BLA	Approved	국내시장규모 ¹⁾
Cell culture flu trivalent				■	1,700억
Cell culture flu quadrivalent				■	
폐렴구균 백신(PCV)		■ Infant		■ Elderly	1,200억
대상포진 백신(Zoster)				■	800억
수두 백신 (Varicella)		■			
소아장염 백신(Rota virus)	■				400억
장티푸스 백신 (TCV)	IND for phase I in October 2015				
자궁경부암 백신(HPV Vaccine)	■				650억

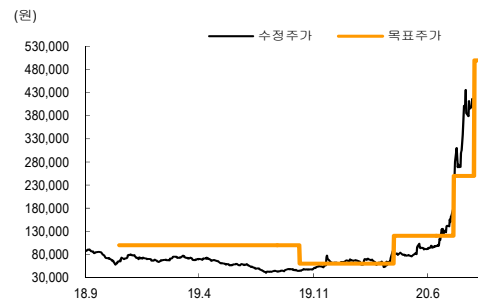
자료 : SK 케미칼, SK 증권

그림 3. SK 케미칼의 Valuation Table

구분	내용	비고
영업가치(억원)	Green Chemical Biz	2,184.1
	12개월 Forward EBITDA	436.8
	EV/EBITDA(배)	5 화학업종 평균 multiple
	Life Science Biz	16,243.2
	12개월 Forward EBITDA	1,015.2 SK바이오사이언스 제외
	EV/EBITDA(배)	16 제약업종 평균 multiple에 30% 할인
	Total 영업가치	18,427.3
신약가치(억원)	페렴구균백신	4,202.0
	백신CMO가치	40,500.0 Full capa 가동시 순이익 2,700억원 전망에 multiple 15배 적용
	Total 신약가치	44,702.0
합산가치(억원)		63,129.3
순차입금(억원)		4,481.0
최종가치(억원)		58,648.3
주식수 (주)		11,579,852
주당가치(원)		506,469
목표주가(원)		500,000

자료: SK 케미칼, SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.09.01	매수	500,000원	6개월		
2020.07.22	매수	250,000원	6개월	38.31%	74.40%
2020.04.13	매수	120,000원	6개월	-15.53%	48.75%
2020.04.01	매수	120,000원	6개월	-32.67%	-31.67%
2019.10.08	매수	60,000원	6개월	0.80%	45.50%
2019.02.01	매수	100,000원	6개월	-38.20%	-20.20%
2019.01.16	매수	100,000원	6개월	-29.26%	-20.20%
2018.12.13	매수	100,000원	6개월	-28.25%	-20.20%
2018.11.28	매수	100,000원	6개월	-26.59%	-20.20%
2018.11.05	매수	100,000원	6개월	-27.70%	-20.20%



Compliance Notice

- 작성자(이달마)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 9 월 1 일 기준)

매수	84.33%	중립	15.67%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	7,172	7,920	8,291	9,356	10,539
현금및현금성자산	453	1,840	3,496	4,177	4,852
매출채권및기타채권	1,958	1,711	1,084	1,194	1,345
재고자산	3,290	3,306	2,095	2,308	2,600
비유동자산	12,336	13,397	12,468	11,661	10,948
장기금융자산	115	351	383	383	383
유형자산	11,033	11,651	10,886	10,030	9,269
무형자산	383	374	357	318	284
자산총계	19,508	21,317	20,759	21,018	21,487
유동부채	5,943	7,189	5,234	4,906	4,640
단기금융부채	3,259	4,530	3,550	3,050	2,550
매입채무 및 기타채무	1,991	1,908	1,209	1,332	1,500
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6,309	6,941	5,615	5,610	5,593
장기금융부채	5,915	6,785	5,598	5,548	5,498
장기매입채무 및 기타채무	241	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	12,252	14,130	10,849	10,516	10,233
지배주주지분	6,918	7,156	9,909	10,532	11,315
자본금	652	660	660	660	660
자본잉여금	6,682	2,643	2,643	2,643	2,643
기타자본구성요소	-354	-99	-140	-140	-140
자기주식	-13	-13	-58	-58	-58
이익잉여금	-30	3,978	6,818	7,488	8,318
비지배주주지분	337	31	1	-30	-62
자본총계	7,256	7,187	9,910	10,502	11,254
부채외자본총계	19,508	21,317	20,759	21,018	21,487

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	974	1,567	1,482	1,556	1,531
당기순이익(손실)	-164	50	2,869	686	846
비현금성항목등	1,695	1,700	-875	1,344	1,276
유형자산감가상각비	845	976	938	865	771
무형자산감가상각비	40	51	52	46	40
기타	303	181	-3,079	11	11
운전자본감소(증가)	-519	8	-234	-256	-322
매출채권및기타채권의 감소(증가)	726	161	1,295	-110	-151
재고자산감소(증가)	-382	-26	564	-213	-292
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-680	-40	-878	123	168
기타	-184	-87	-1,216	-56	-47
법인세납부	-37	-192	-279	-218	-269
투자활동현금흐름	-1,429	-994	2,346	-40	-37
금융자산감소(증가)	-644	487	-584	-50	-50
유형자산감소(증가)	-818	-1,250	-494	-10	-10
무형자산감소(증가)	-23	-10	-6	-6	-6
기타	57	-221	3,430	26	30
재무활동현금흐름	173	841	-2,165	-835	-820
단기금융부채증가(감소)	-2,221	-1,340	-1,733	-500	-500
장기금융부채증가(감소)	2,496	2,848	-44	-50	-50
자본의증가(감소)	-13	112	-44	0	0
배당금의 지급	0	-53	-60	-47	-47
기타	-89	-727	-284	-238	-223
현금의 증가(감소)	-1,099	1,387	1,656	681	675
기초현금	1,552	453	1,840	3,496	4,177
기말현금	453	1,840	3,496	4,177	4,852
FCF	-1,685	-414	2,306	1,538	1,518

자료 : SK케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	13,677	14,272	11,933	13,146	14,809
매출원가	10,953	11,012	9,154	10,096	11,373
매출총이익	2,724	3,260	2,779	3,050	3,436
매출총이익률 (%)	19.9	22.8	23.3	23.2	23.2
판매비와관리비	2,267	2,457	1,782	1,932	2,125
영업이익	457	803	997	1,118	1,311
영업이익률 (%)	3.3	5.6	8.4	8.5	8.9
비영업손익	-406	-575	-303	-215	-197
순금융비용	310	324	280	212	194
외환관련손익	-15	-26	-16	-16	-16
관계기업투자등 관련손익	17	20	24	24	24
세전계속사업이익	52	228	694	904	1,114
세전계속사업이익률 (%)	0.4	1.6	5.8	6.9	7.5
계속사업법인세	216	178	167	218	269
계속사업이익	-164	50	527	686	846
중단사업이익	0	0	2,342	0	0
*법인세효과	0	0	21	0	0
당기순이익	-164	50	2,869	686	846
순이익률 (%)	-1.2	0.4	24.0	5.2	5.7
지배주주	60	106	2,900	717	877
지배주주귀속 순이익률(%)	0.44	0.74	24.3	5.45	5.92
비지배주주	-224	-56	-31	-31	-31
총포괄이익	-183	10	2,822	639	799
지배주주	44	66	2,854	670	830
비지배주주	-226	-56	-31	-31	-31
EBITDA	1,342	1,831	1,987	2,030	2,122

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	1,457.1	4.4	-16.4	10.2	12.6
영업이익	흑전	75.7	24.1	12.1	17.2
세전계속사업이익	흑전	342.7	204.0	30.1	23.3
EBITDA	흑전	36.4	8.5	2.2	4.6
EPS(계속사업)	흑전	74.5	424.0	28.5	22.3
수익성 (%)					
ROE	0.9	1.5	34.0	7.0	8.0
ROA	-0.9	0.3	13.6	3.3	4.0
EBITDA마진	9.8	12.8	16.7	15.4	14.3
안정성 (%)					
유동비율	120.7	110.2	158.4	190.7	227.1
부채비율	168.9	196.6	109.5	100.1	90.9
순차입금/자기자본	101.5	119.5	41.9	27.3	14.2
EBITDA/이자비용(배)	4.2	5.5	6.8	8.5	9.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	462	807	4,227	5,430	6,641
BPS	53,061	54,214	75,066	79,788	85,721
CFPS	7,250	8,627	29,465	12,333	12,784
주당 현금배당금	400	450	400	400	400
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	263.9	95.8	103.1	80.3	65.7
PER(최저)	125.5	49.8	12.4	9.7	7.9
PBR(최고)	2.3	1.4	5.8	5.5	5.1
PBR(최저)	1.1	0.7	0.7	0.7	0.6
PCR	9.7	7.4	13.3	31.9	30.7
EV/EBITDA(최고)	17.0	10.0	29.5	28.2	26.4
EV/EBITDA(최저)	11.3	7.5	5.4	4.6	3.7