

2020. 11. 9

헬스케어팀

서근희, Ph.D.

Analyst

keunhee.seo@samsung.com

02 2020 7788

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	450,000원	(10%)
현재주가	409,000원	
시가총액	4.8조원	
Shares (float)	11,741,396주 (64.0%)	
52주 최저/최고	50,400원/436,000원	
60일-평균거래대금	2,107.0억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	30.0	426.4	711.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	27.3	320.1	620.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	450,000	245,000	83.7%
2020E EPS	22,923	27,923	-17.9%
2021E EPS	28,221	11,299	149.8%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	475,000
Recommendation	4.0
BUY★★★/5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

SK케미칼 (285130)

2021년, 코로나19 백신 생산으로 달라질 위상

- 발표실적 vs 컨센서스: 코폴리에스터 및 인플루엔자 백신 매출 증가로 수익성 큰 폭으로 개선되면서 영업이익 컨센서스 대비 상회.
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가 84% 상향한 450,000원 제시: 기존 코로나19 백신 생산능력에 대해 기존 연간 Capa 1.5억 도즈에서 Capa 증설 및 생산 효율성 개선 효과를 반영하여 연간 Capa 3억 도즈로 100% 상향, 코로나19 백신 매출 기존 추정 대비 108% 증가하며, DCF 방식(WACC 7.8%, 영구성장률 1.9%)으로 목표주가 450,000원 산출. 4Q20 EMA의 긴급사용승인 예정인 AstraZeneca 코로나19 백신 생산 및 1H20 FDA 긴급사용승인이 예정인 Novavax의 생산 본격화로 2021년 매출액 2조 431억원, 영업이익 4,944억원으로 가파른 성장 전망.

실적 해석 및 시사점

3Q20 review, 코폴리에스터와 백신 사업부가 이끈 호실적: 연결기준 매출액 3,521억원 (-7.4% y-y), 영업이익 523억원 (+92.9% y-y), 순이익 359억원 (+1,244% y-y) 기록. 바이오 에너지 사업 매각에 따라 실적에서 제외되면서 매출액은 전년동기 대비 감소에도 불구하고, 코폴리에스터와 SK바이오사이언스 인플루엔자 백신 매출 증가로 수익성 개선. 1) 코폴리에스터: COVID-19 방역 수요 증가에 따른 물량 증가 및 원가 안정화로 레버리지 효과, 2) 백신 사업부: 내수 NIP (국가필수예방접종사업) 4가 독감 백신 선호에 따라 믹스 개선 및 트윈 데믹에 대한 시장에서의 우려로 인플루엔자 매출 증가. 4Q20은 독감 백신 매출 부재에도 코로나19 백신 위탁생산이 본격화되면서 높은 수익성 유지될 것으로 전망.

코로나19 백신 업데이트: AstraZeneca의 코로나19 백신 부작용 이슈로 임상 3상 중단되면서 SK케미칼 주가 하락했으나, 유럽 내 임상 3상은 정상적으로 진행되고 있으며 2021년 1월 영국에서 접종 시작할 것으로 기대됨. 미국 내 임상도 지난 10월 재개된 만큼 2021년 상반기 FDA EUA 승인 기대. Novavax 임상 3상은 환자 모집이 다소 지연되고 있어 12월 Top line 결과 발표 기대했으나, 2021년 상반기로 미뤄질 것으로 예상. 하지만 임상 지연은 부작용 문제가 아니기 때문에 SK바이오사이언스의 위탁 생산 일정에는 차질이 없을 것으로 전망. 2021년 1월부터 Capa 증설 효과가 반영되면서 코로나19 백신에 대해 추가 수주 또한 기대.

SK케미칼 3Q20 review

(십억원)	3Q20	2Q20	전분기 대비 (%)	3Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	352.1	288.4	22.1	380.5	(7.4)	327.6	7.5	313.9	12.2
영업이익	52.3	17.6	196.3	27.1	92.9	37.7	38.9	38.4	36.0
세전이익	45.7	5.1	799.5	19.0	140.5	33.8	35.1	36.0	26.9
순이익	35.9	239.3	(85.0)	2.7	1,244.4	26.5	33.0	28.1	27.8
이익률 (%)									
영업이익	14.9	6.1		7.1		11.5		12.2	
세전이익	13.0	1.8		5.0		10.3		11.5	
순이익	10.2	83.0		0.7		8.1		8.9	

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Valuation 및 실적 추정 요약

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	EPS성장률 (%)	P/E (배)	순부채 (KRWb)	EV/EBITDA (x)	P/B (x)	ROE (%)
2018	1,368	46	5	(16)	462	흑전	151.4	872	13.1	1.3	0.9
2019	1,427	80	23	5	807	74.5	79.3	947	9.5	1.2	1.5
2020E	1,222	101	74	302	22,923	2,741.6	17.8	571	27.3	5.4	35.0
2021E	2,043	494	476	371	28,221	23.1	14.5	282	8.8	3.9	31.3
2022E	2,254	624	597	465	35,401	25.4	11.6	-208	6.6	2.9	29.1

참고: 순이익과 EPS는 지배주주 순이익 기준

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,368	1,427	1,222	2,043	2,254
매출원가	1,095	1,101	868	1,348	1,420
매출총이익	272	326	354	695	834
(매출총이익률, %)	19.9	22.8	29.0	34.0	37.0
판매 및 일반관리비	227	246	253	200	210
영업이익	46	80	101	494	624
(영업이익률, %)	3.3	5.6	8.3	24.2	27.7
영업외손익	(41)	(57)	(27)	(19)	(27)
금융수익	22	26	36	37	49
금융비용	50	56	58	58	65
지분법손익	2	2	3	0	0
기타	(15)	(29)	(8)	2	(11)
세전이익	5	23	74	476	597
법인세	22	18	17	105	131
(법인세율, %)	418.1	78.0	22.3	22.0	22.0
계속사업이익	(16)	5	56	371	465
중단사업이익	0	0	246	0	0
순이익	(16)	5	302	371	465
(순이익률, %)	(1.2)	0.4	24.7	18.2	20.7
지배주주순이익	6	11	302	373	467
비지배주주순이익	(22)	(6)	0	(1)	(2)
EBITDA	134	183	197	580	701
(EBITDA 이익률, %)	9.8	12.8	16.1	28.4	31.1
EPS (지배주주)	462	807	22,866	28,221	35,401
EPS (연결기준)	(1,259)	382	22,901	28,108	35,260
수정 EPS (원)*	462	807	22,923	28,221	35,401

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	67	122	135	335	509
당기순이익	-16	5	302	371	465
현금유출입이없는 비용 및 수익	168	167	-94	215	231
유형자산 감가상각비	84	98	91	81	73
무형자산 상각비	4	5	5	5	4
기타	79	64	-191	129	154
영업활동 자산부채 변동	-52	1	-29	-122	-33
투자활동에서의 현금흐름	-146	-101	210	-35	-13
유형자산 증감	-82	-125	-73	-25	-10
장단기금융자산의 증감	4	-1	-3	-10	-3
기타	-68	25	286	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	48	117	-189	-5	-5
차입금의 증가(감소)	27	214	-218	1	0
자본금의 증가(감소)	1	-403	0	0	0
배당금	0	-5	-6	-5	-5
기타	20	311	35	0	0
현금증감	-110	139	157	289	490
기초현금	155	45	184	341	630
기말현금	45	184	341	630	1,120
Gross cash flow	151	172	208	586	696
Free cash flow	-15	-5	61	310	499

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	717	792	1,112	1,807	2,408
현금 및 현금등가물	45	184	341	630	1,120
매출채권	186	168	181	298	330
재고자산	329	331	300	495	548
기타	157	109	290	385	411
비유동자산	1,234	1,340	1,250	1,203	1,140
투자자산	18	44	47	61	65
유형자산	1,103	1,165	1,116	1,059	997
무형자산	38	37	35	30	26
기타	74	93	53	53	53
자산총계	1,951	2,132	2,361	3,010	3,548
유동부채	594	719	779	1,055	1,131
매입채무	151	146	91	151	167
단기차입금	181	199	157	157	157
기타 유동부채	262	374	531	748	807
비유동부채	631	694	571	578	580
사채 및 장기차입금	586	632	550	550	550
기타 비유동부채	45	63	21	28	30
부채총계	1,225	1,413	1,350	1,634	1,711
지배주주지분	692	716	1,007	1,375	1,837
자본금	65	66	66	66	66
자본잉여금	668	264	264	264	264
이익잉여금	-3	398	694	1,061	1,523
기타	-39	-12	-17	-17	-17
비지배주주지분	34	3	4	2	0
자본총계	726	719	1,011	1,377	1,837
순부채	872	947	571	282	-208

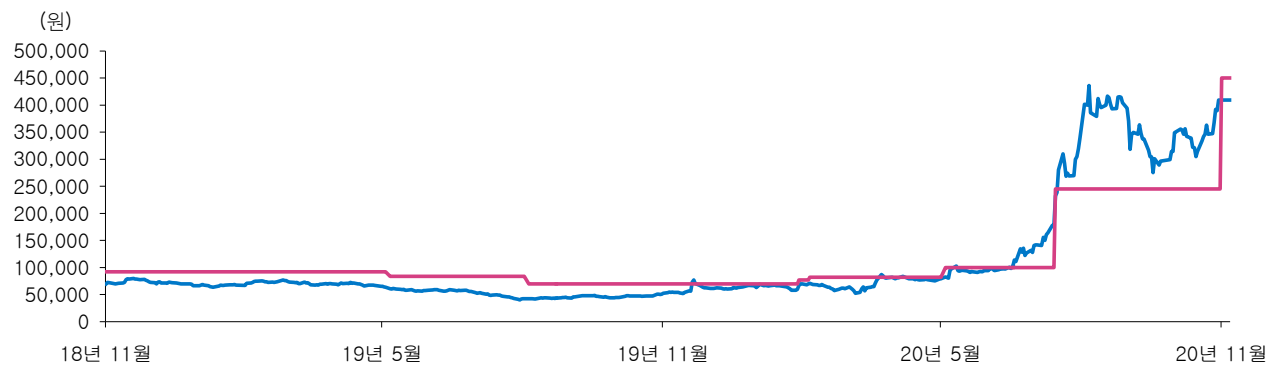
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	-14.4	67.2	10.3
영업이익	흑전	75.7	25.8	389.2	26.1
순이익	적지	흑전	5,919.9	22.7	25.4
수정 EPS**	흑전	74.5	2,741.6	23.1	25.4
주당지표					
EPS (지배주주)	462	807	22,866	28,221	35,401
EPS (연결기준)	-1,259	382	22,901	28,108	35,260
수정 EPS**	462	807	22,923	28,221	35,401
BPS	53,114	54,268	76,388	104,236	139,272
DPS (보통주)	400	450	450	450	450
Valuations (배)					
P/E***	151.4	79.3	17.8	14.5	11.6
P/B***	1.3	1.2	5.4	3.9	2.9
EV/EBITDA	13.1	9.5	27.3	8.8	6.6
비율					
ROE (%)	0.9	1.5	35.0	31.3	29.1
ROA (%)	-0.9	0.2	13.5	13.8	14.2
ROIC (%)	-10.4	1.2	5.4	27.3	33.9
배당성향 (%)	76.8	49.8	1.7	1.4	1.1
배당수익률 (보통주, %)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	120.2	131.8	56.5	20.4	-11.3
이자보상배율 (배)	1.4	2.4	3.7	18.6	23.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 6일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/11/5	2019/5/12	8/12	2020/2/5	2/12	5/11	7/22	11/9
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	92,000	84,000	70,000	77,000	82,000	100,000	245,000	450,000
과리율 (평균)	-23.11	-35.68	-22.80	-9.74	-13.68	12.01	41.80	
과리율 (최대or최소)	-13.26	-27.02	10.29	-9.22	6.46	78.50	77.96	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2020년 9월 30일 기준

매수 (76.5%) | 중립 (23.5%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM