2020. 7. 22

헬스케어팀

서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com
02 2020 7788

정준영
Research Associate
junyoung.jeong@samsung.com
02 2020 7869

SK케미칼 (285130)

백신계의 새로운 CMO 강자

- 아스트라제네카와 코로나19 백신에 대해 공급 계약 체결. 유휴 Capa 감안 시 다른 코로나19 백신 개발 업체와 추가 계약 가능.
- 투자의견 Buy, 목표주가 245,000원으로 상향: 코로나19 백신 생산으로 SK바이오사이언스의 백신 공장 가동률 큰 폭의 상승에 따른 매출 성장을 반영하여 DCF 밸류에이션으로 목표주가 산출 (기존 SK케미칼 기업 가치 1.18조원에 SK바이오사이언스 코로나19 백신 CMO사업 가치 1.7조원 반영)

AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	245,000원	(37.3%)
현재주가	178,500원	
시가총액	2.1조원	
Shares (float)	11,741,396주 (64.0%)	
52주 최저/최고	40,200원/178,500원	
60일-평균거래대금	1,124.5억원	

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	83.3	169.6	262.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	76.1	171.0	240.2

KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	245,000	100,000	145.0%
2020E EPS	27,923	24,102	15.9%
2021E EPS	11,299	4,030	180.4%

SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	4
Target price	107,500
Recommendation	4.0

BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1

WHAT'S THE STORY

아스트라제네카와 공급 계약 체결: 지난 7월 SK케미칼 자회사 SK바이오사이언스 (SK케미칼 지분율 98%), 보건복지부, 아스트라제네카와 코로나19 백신 후보물질 AZD1222 (현재 임상 3상 중, 8월 임상 결과 발표 예정)의 글로벌 공급을 위한 3자간 협력 의향서 체결. SK케미칼의 백신 제조 R&D 기술력과 유휴 Capa 고려 시 글로벌 공급 (국내 공급분 포함)을 위한 대량 생산 가능할 것으로 기대. 계약 기간은 7월부터 2021년초까지이며, AZD1222 임상 성공 시 추가 물량 생산 예정 (구체적인 생산 규모, 단가는 협의 예정).

코로나19 백신 생산으로 SK바이오사이언스 가치 재산정 필요: SK바이오사이언스의 연간 백신 제조 Capa는 완제 의약품 기준 1.5억도즈, 2019년 실제 생산한 백신은 600만도즈로 여유로운 Capa 보유. 현재 판매하고 있는 제품은 내수용 인플루엔자 백신, 수두백신, 대상포진 백신 외에도 차세대 폐렴구균 백신 (사노피 파스퇴르, 임상 2상 중) 임상 의약품을 생산 중. 폐렴구균 백신 발매를 2026년으로 가정하더라도 단기간에 백신 공장 가동률이 상승하기 어려웠으나, 이번 계약으로 빠른 가동률 상승에 따른 실적 성장 기대 (2020년 가동률 10%, 2021년 30% 가정).

투자의견 Buy 유지, 목표주가 245,000원으로 상향: 기존 밸류에이션은 GC 사업부 및 내수 위주의 파마 및 SK바이오사이언스를 포함한 LS 사업부에 대해 각각 2028년까지 미래 실적을 추정 후 DCF 밸류에이션으로 산출. 기존 밸류에이션에 SK바이오사이언스의 미래 실적에 아스트라제네카의 코로나19 백신 글로벌 공급 및 생산에 대한 매출 성장을 추가로 반영하여 신규 목표주가 산출. 신규 기업가치(2.9조원)를 기준으로 환산한 코로나19 백신 CMO사업의 가치는 약 1.7조원으로 추산. 향후 고객사 임상 실패시 목표주가에 대한 조정 가능.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	1,427	1,161	1,338	1,540
영업이익 (십억원)	80	97	198	293
순이익 (십억원)	5	367	149	217
EPS (adj) (원)	807	27,923	11,299	16,465
EPS (adj) growth (%)	74.5	3,361.5	-59.5	45.7
EBITDA margin (%)	12.8	16.6	21.2	24.0
ROE (%)	1.5	41.1	13.0	16.4
P/E (adj) (배)	221.3	6.4	15.8	10.8
P/B (배)	3.3	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	16.6	14.4	9.0	6.4
Dividend yield (%)	0.3	0.3	0.3	0.3

자료: 삼성증권 추정

SK케미칼 DCF 밸류에이션

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2 23E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Green Chemical Biz.	640	639	651	666	681	696	712	728	741
YoY (%)		*(0.2)*	*1.9*	*2.3*	*2.3*	*2.3*	*2.3*	*2.3*	*1.7*
Life Science Biz. (코로나19 백신 포함)	472	649	840	1,061	1,123	1,179	1,239	1,303	1,373
YoY (%)		*37.6*	*29.4*	*26.3*	*5.8*	*5.0*	*5.1*	*5.2*	*5.4*
기타	48	49	49	35	34	34	34	33	33
YoY (%)		*2.8*	*0.0*	*(29.9)*	*(0.8)*	*(0.9)*	*(1.0)*	*(1.1)*	*(1.2)*
매출액 (십억원)	1,161	1,338	1,540	1,762	1,838	1,909	1,984	2,065	2,147
YoY		15.3	15.2	14.4	4.3	3.9	4.0	4.1	4.0
EBIT	97	198	293	573	598	621	644	672	203
TAX	21	44	64	126	132	137	142	148	45
NOPLAT	75	154	228	447	467	484	503	524	158
감가상각	96	86	18	16	15	13	12	10	9
CAPEX	47	41	17	0	0	0	0	0	0
운전자본증감	203	26	76	18	18	18	19	19	19
FCF	-78	173	154	445	464	479	496	515	148
가중평균자본비용 (WACC, %)	7.3%								
영구성장률 (%)	1.9%								
영구현금흐름 가치									2,779
할인율 (%)	0.0%	6.8%	13.2%	19.2%	24.7%	29.8%	34.6%	39.1%	43.3%
현재가치	-78	161	134	360	349	336	324	314	84
영구현금흐름 현재가치									1,576
기업가치	3,560								
순차입금	684								
적정 시가총액	2,876								
조정 주식수 (천 주)	11,741								
적정주가 (원)	244,962								
목표주가 (원)	245,000								

참고: COE=7.7%, 무위험수익률 (1.0%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)*Beta 0.9, COD=7.0%, 영구성장률=1.9% 가정
자료: 삼성증권 추정

SK바이오사이언스 코로나19 백신 매출 추정

	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026E	2027E	2028F
생산 Capa (백만 dose)	150	150	150	150	150	150	150	150	150
가동률	10%	30%	50%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
실 생산 Dose	15	45	75	105	105	105	105	105	105
생산 단가 (원)	5,000	5,150	5,305	5,464	5,628	5,796	5,970	6,149	6,334
매출액 (억원)	750	2,318	3,978	5,737	5,909	6,086	6,269	6,457	6,651
영업이익 (억원)	300	1,043	1,989	3,442	3,545	3,652	3,761	3,874	3,990

자료: 삼성증권 추정

직전 SK케미칼 DCF 밸류에이션

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Green Chemical Biz.	640	639	651	666	681	696	712	728
YoY (%)		*(0.2)*	*1.9*	*2.3*	*2.3*	*2.3*	*2.3*	*2.3*
Life Science Biz.	390	427	457	487	521	559	601	647
YoY (%)		*9.4*	*7.0*	*6.6*	*7.0*	*7.3*	*7.5*	*7.6*
기타	48	49	49	35	34	34	34	33
YoY (%)		*2.8*	*0.0*	*(29.9)*	*(0.8)*	*(0.9)*	*(1.0)*	*(1.1)*
매출액 (십억원)	1,079	1,115	1,157	1,187	1,236	1,289	1,347	1,409
YoY		3.4	3.8	2.6	4.1	4.3	4.4	4.6
EBIT	64	94	95	98	107	114	123	132
T X	14	21	21	22	23	25	27	29
NOPLAT	50	73	74	76	83	89	96	103
감가상각	100	89	19	17	15	13	12	10
CAPEX	0	0	0	0	0	0	0	0
운전자본증감	-70	12	11	9	9	9	10	10
FCF	220	150	82	84	89	93	98	103
가중평균자본비용 (WACC, %)	8.4%							
영구성장률 (%)	1.9%							
영구현금흐름 가치								1,614
할인율 (%)	0.0%	7.8%	14.9%	21.5%	27.6%	33.2%	38.4%	43.2%
현재가치	220	138	70	66	64	62	60	59
영구현금흐름 현재가치								917
기업가치	1,656							
순차입금	478							
적정 시가총액	1,178							
조정 주식수 (천 주)	11,741							
적정주가 (원)	100,351							
목표주가 (원)	100,000							

참고: COE=9.8%, 무위험수익률 (1.44%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)*Beta 0.9, COD=7.1%, 영구성장률=1.9% 가정
자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,368**	**1,427**	**1,161**	**1,338**	**1,540**
매출원가	1,095	1,101	837	883	970
매출총이익	**272**	**326**	**324**	**455**	**570**
(매출총이익률, %)	19.9	22.8	27.9	34.0	37.0
판매 및 일반관리비	227	246	227	257	277
영업이익	**46**	**80**	**97**	**198**	**293**
(영업이익률, %)	3.3	5.6	8.3	14.8	19.0
영업외손익	**-41**	**-57**	**328**	**-7**	**-15**
금융수익	22	26	43	42	52
금융비용	50	56	56	51	56
지분법손익	2	2	334	0	0
기타	-15	-29	8	2	-11
세전이익	**5**	**23**	**425**	**191**	**278**
법인세	22	18	56	42	61
(법인세율, %)	418.1	78.0	13.1	22.0	22.0
계속사업이익	-16	5	361	149	217
중단사업이익	0	0	7	0	0
순이익	**-16**	**5**	**367**	**149**	**217**
(순이익률, %)	-1.2	0.4	31.6	11.1	14.1
지배주주순이익	6	11	369	149	217
비지배주주순이익	-22	-6	-1	-1	-1
EBITDA	134	183	193	284	370
(EBITDA 이익률, %)	9.8	12.8	16.6	21.2	24.0
EPS (지배주주)	462	807	27,923	11,299	16,465
EPS (연결기준)	-1,259	382	27,825	11,260	16,407
수정 EPS (원)*	462	807	27,923	11,299	16,465

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	**717**	**792**	**1,288**	**1,556**	**1,903**
현금 및 현금등가물	45	184	349	567	769
매출채권	186	168	200	211	244
재고자산	329	331	366	387	448
기타	157	109	374	391	441
비유동자산	**1,234**	**1,340**	**1,234**	**1,175**	**1,112**
투자자산	18	44	52	54	58
유형자산	1,103	1,165	1,097	1,040	977
무형자산	38	37	34	29	26
기타	74	93	51	51	51
자산총계	**1,951**	**2,132**	**2,522**	**2,731**	**3,015**
유동부채	**594**	**719**	**804**	**827**	**895**
매입채무	151	146	106	112	130
단기차입금	181	199	273	273	273
기타 유동부채	262	374	424	442	492
비유동부채	**631**	**694**	**667**	**668**	**672**
사채 및 장기차입금	586	632	630	630	630
기타 비유동부채	45	63	36	38	42
부채총계	**1,225**	**1,413**	**1,470**	**1,495**	**1,568**
지배주주지분	**692**	**716**	**1,079**	**1,223**	**1,435**
자본금	65	66	66	66	66
자본잉여금	668	264	264	264	264
이익잉여금	-3	398	760	904	1,116
기타	-39	-12	-12	-12	-12
비지배주주지분	**34**	**3**	**2**	**1**	**1**
자본총계	**726**	**719**	**1,081**	**1,224**	**1,435**
순부채	872	947	684	465	263

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	**67**	**122**	**-47**	**210**	**222**
당기순이익	-16	5	367	149	217
현금유출입이없는 비용 및 수익	168	167	-153	150	160
유형자산 감가상각비	84	98	91	82	73
무형자산 상각비	4	5	5	4	4
기타	79	64	-249	64	83
영업활동 자산부채 변동	-52	1	-178	-25	-72
투자활동에서의 현금흐름	**-146**	**-101**	**-33**	**-26**	**-13**
유형자산 증감	-82	-125	-47	-25	-10
장단기금융자산의 증감	4	-1	-7	-1	-3
기타	-68	25	21	0	0
재무활동에서의 현금흐름	**48**	**117**	**-63**	**-5**	**-5**
차입금의 증가(감소)	27	214	-96	0	0
자본금의 증가(감소)	1	-403	0	0	0
배당금	0	-5	-6	-5	-5
기타	20	311	38	0	0
현금증감	-110	139	193	179	202
기초현금	155	45	184	377	556
기말현금	45	184	377	556	758
Gross cash flow	**151**	**172**	**215**	**299**	**377**
Free cash flow	**-15**	**-5**	**-94**	**185**	**212**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	-18.7	15.3	15.2
영업이익	흑전	75.7	20.5	104.5	47.9
순이익	적지	흑전	7,214.4	-59.5	45.7
수정 EPS**	흑전	74.5	3,361.5	-59.5	45.7
주당지표					
EPS (지배주주)	462	807	27,923	11,299	16,465
EPS (연결기준)	-1,259	382	27,825	11,260	16,407
수정 EPS**	462	807	27,923	11,299	16,465
BPS	53,114	54,268	81,814	92,724	108,805
DPS (보통주)	400	450	450	450	450
Valuations (배)					
P/E***	386.1	221.3	6.4	15.8	10.8
P/B***	3.4	3.3	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	22.4	16.6	14.4	9.0	6.4
비율					
ROE (%)	0.9	1.5	41.1	13.0	16.4
ROA (%)	-0.9	0.2	15.8	5.7	7.5
ROIC (%)	-10.4	1.2	5.4	9.7	14.5
배당성향 (%)	76.8	49.8	1.4	3.5	2.4
배당수익률 (보통주, %)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
순부채비율 (%)	120.2	131.8	63.3	38.0	18.3
이자보상배율 (배)	1.4	2.4	3.4	7.1	10.5

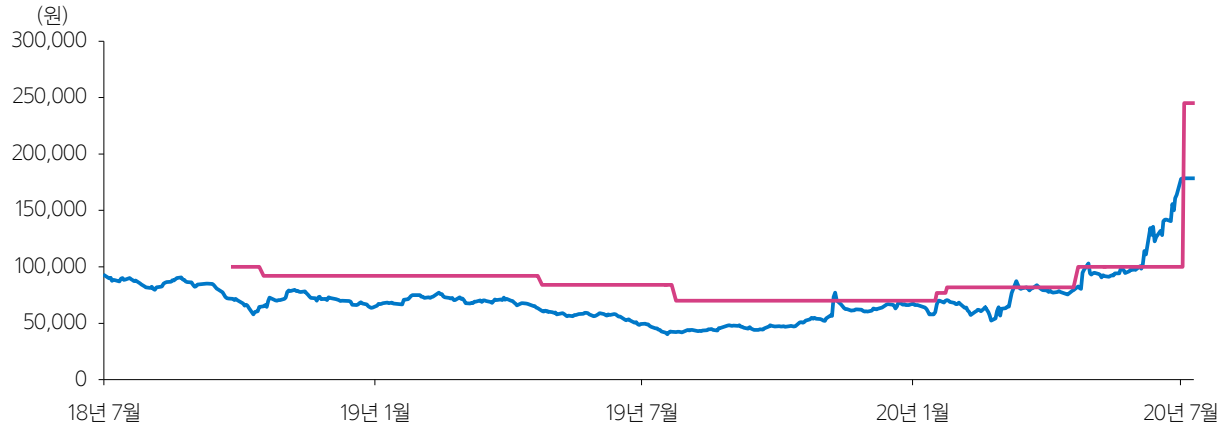
참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 21일 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2018/10/15	11/5	2019/5/12	8/12	2020/2/5	2/12	5/11	7/22
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	100,000	92,000	84,000	70,000	77,000	82,000	100,000	245,000
괴리율 (평균)	-34.63	-23.11	-35.68	-22.80	-9.74	-13.68	10.68	
괴리율 (최대or최소)	-28.30	-13.26	-27.02	10.29	-9.22	6.46	78.00	

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 6월 30일 기준

매수 (73.4%) | 중립 (26.6%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

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

Interbrand Best Korea Brands 2019

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM