

2020. 12. 1

Healthcare Team

서근희, Ph.D.
Analyst
keunhee.seo@samsung.com

SK케미칼 (285130)

AZD1222, 아쉽지만 장점도 있다.

- AZD1222, 임상 결과는 미흡하지만 1) 안전성, 2) 판매 가격, 3) 유통 편의성 등을 고려 시 미국 외 지역에서 시장 과점 기대. 추가 임상을 통해 임상 3상 결과 보완할 예정.
- 투자이견 Buy 유지, 목표주가 50만원으로 상향: AstraZeneca향 CMO 물량 증대 반영하여 DCF 밸류에이션 방식(WACC 7.9%, 영구성장률 1.9%)으로 목표주가 산출.

▶ AT A GLANCE

투자이견	BUY	
목표주가	500,000원	(17.4%)
현재주가	426,000원	
시가총액	5,0조원	
Shares (float)	11,741,396주 (64.0%)	
52주 최저/최고	52,500원/456,000원	
60일-평균거래대금	2,100.8억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	23.1	363.5	506.8
Kospi 지수 대비 (%pts)	7.7	263.1	389.0

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이견	BUY	BUY	
목표주가	500,000	450,000	11.1%
2020E EPS	28,994	22,923	26.5%
2021E EPS	28,600	28,221	1.3%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	495,000
Recommendation	4.0

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

WHAT'S THE STORY

AstraZeneca로부터의 약재와 호재: Pfizer/BioNTech의 BNT162b (95% efficacy), Moderna의 mRNA-1273 (94.5% efficacy) 대비 AstraZeneca의 AZD1222 백신은 임상 3상에서 다소 미흡한 70%의 면역 효과 입증. 특정 요법 (0.5도즈 투약 후 한 달 뒤 1도즈)을 투여 받은 결과에서는 90%의 효능, 다른 요법 (1도즈 투약 후 한달 뒤 1도즈)을 투여 받은 결과에서는 62%의 효능 확인. 1) 시험군이 작아 결론을 내리기 어려우며, 2) 첫 회 주사에서 0.5도즈를 맞은 시험 군이 55세 미만으로 면역 효과가 높게 나왔을 가능성 있음. 3) 불확실한 결과 발표로 인해 미국 FDA 승인은 다소 어려울 것으로 전망 됨. 그럼에도 불구하고 영국에서는 허가 준비 중, 2021년부터 접종을 시작할 예정. 팬데믹 상황에서 타 제품 대비 가격 경쟁력 (1 dose 당 4달러), 생산 시설 확보로 대량 공급 가능 (2021년 30억도즈 생산 예정), 상온 2-8°C 보관 가능하여 유통 편의성 및 저렴한 유통 비용 등으로 미국 외 지역에서는 시장을 과점할 수 있을 것으로 기대.

SK바이오사이언스, AZD1222 생산 배치 추정: AstraZeneca는 지난 컨퍼런스콜에서 배치 당 단가 기준으로 생산 가격 책정, 10 dose 투약이 가능한 바이알 형태 (1 dose 당 5X10¹⁰)로 생산한다고 언급. 기존 SK바이오사이언스의 코로나19 백신 매출은 1 dose 당 생산 단가 4-5달러, 3억 도즈 Capa의 50-70% 가동률로 추정. 논문에 따르면 아데노바이러스 벡터 생산은 이론적으로 2,000L 바이오리액터에서 2X10¹⁷ VP (Viral Particle) 생산 가능. 수율 50% 고려 시에 1X10¹⁷ VP의 200만도즈 분량 생산 가능.

투자이견 Buy 유지, 목표주가 50만원으로 상향: AstraZeneca향 CMO 추정 방법 변경 및 물량 증대를 반영하여 DCF 밸류에이션 방식으로 목표주가 산출. Novavax향 CMO 물량은 임상 3상 개시 지연에 따라 추정치에 미반영. 아데노 바이러스 방식의 JNJ 임상 3상 결과 발표 12월, 융합 항원 방식의 GSK/Sanofi 임상 결과 발표는 12월 예정. SK바이오사이언스, 아데노바이러스 및 융합 항원 제조 방식 생산 시설 보유하여 CMO 추가 수주 기대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	1,427	1,454	2,063	2,211
영업이익 (십억원)	80	205	504	603
순이익 (십억원)	5	385	384	446
EPS (adj) (원)	807	28,994	28,600	33,229
EPS (adj) growth (%)	74.5	3,494.3	(1.4)	16.2
EBITDA margin (%)	12.8	20.8	28.7	30.8
ROE (%)	1.5	42.5	29.7	26.2
P/E (adj) (배)	79.3	14.7	14.9	12.8
P/B (배)	1.2	5.2	3.9	3.0
EV/EBITDA (배)	9.5	17.5	8.3	6.5
Dividend yield (%)	0.1	0.1	0.1	0.1

자료: 삼성증권 추정

SK케미칼 DCF 밸류에이션

(십억원)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Green Chemical Biz.	666	667	680	695	711	727	744	761	778
YoY (%)		0.1	1.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.1
Life Science Biz. (코로나19 백신 포함)	747	1,343	1,479	1,415	1,350	1,168	1,101	1,148	1,200
YoY (%)		79.8	10.1	(4.3)	(4.6)	(13.5)	(5.8)	4.3	4.5
기타	40	52	52	37	37	36	36	36	35
YoY (%)		29.2	0.0	(29.3)	(0.7)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.2)
매출액 (십억원)	1,454	2,063	2,211	2,147	2,098	1,932	1,881	1,945	2,013
YoY		41.9	7.2	(2.9)	(2.3)	(7.9)	(2.6)	3.4	3.5
EBIT	205	504	603	837	719	556	457	473	443
TAX	45	111	133	184	158	122	101	104	97
NOPLAT	160	393	470	653	561	433	356	369	345
감가상각	97	88	19	17	15	13	12	11	9
CAPEX	91	41	17	0	0	0	0	0	0
운전자본증감	-95	29	35	-0	1	-6	1	7	7
FCF	262	410	438	671	575	452	368	373	348
가중평균자본비용 (WACC, %)	7.9%								
영구성장률 (%)	1.9%								
영구현금흐름 가치									5,860
할인율 (%)	0.0%	7.4%	14.2%	20.5%	26.3%	31.8%	36.8%	41.4%	45.7%
현재가치	262	380	376	533	424	309	232	218	189
영구현금흐름 현재가치									3,179
기업가치	6,102								
순차입금	287								
적정 시가총액	5,815								
조정 주식수 (천 주)	11,741								
적정주가 (원)	495,288								
목표주가 (원)	500,000								

참고: COE=8.4%, 무위험수익률 (1.0%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.1(%)*Beta 0.8, COD=7.2%, 영구성장률=1.9% 가정

자료: 삼성증권 추정

SK바이오사이언스 코로나19 백신 매출 추정

	2020E	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026E	2027E	2028F
생산 Capa (최대 배치수)	48	96	96	96	96	96	96	96	96
가동률	50%	80%	90%	80%	70%	50%	40%	40%	40%
실 생산 배치	24	77	86	77	67	48	38	38	38
도즈로 환산 (만도즈)	4,800	15,360	17,280	15,360	13,440	9,600	7,680	7,680	7,680
배치 단가 (억원)	115	115	115	115	115	115	115	115	115
매출액 (억원)	2,760	8,832	9,936	8,832	7,728	5,520	4,416	4,416	4,416
영업이익 (억원)	1,241	3,974	4,968	5,299	4,250	3,036	2,208	1,766	1,766

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,368	1,427	1,454	2,063	2,211
매출원가	1,095	1,101	1,028	1,361	1,393
매출총이익	272	326	426	701	818
(매출총이익률, %)	19.9	22.8	29.3	34.0	37.0
판매 및 일반관리비	227	246	221	198	215
영업이익	46	80	205	504	603
(영업이익률, %)	3.3	5.6	14.1	24.4	27.3
영업외손익	-41	-57	219	-11	-31
금융수익	22	26	36	38	50
금융비용	50	56	53	44	49
지분법손익	2	2	3	0	0
기타	-15	-29	234	-5	-31
세전이익	5	23	425	492	572
법인세	22	18	40	108	126
(법인세율, %)	418.1	78.0	9.4	22.0	22.0
계속사업이익	-16	5	139	384	446
중단사업이익	0	0	246	0	0
순이익	-16	5	385	384	446
(순이익률, %)	-1.2	0.4	26.5	18.6	20.2
지배주주순이익	6	11	383	378	439
비지배주주순이익	-22	-6	2	7	8
EBITDA	134	183	303	592	682
(EBITDA 이익률, %)	9.8	12.8	20.8	28.7	30.8
EPS (지배주주)	462	807	28,994	28,600	33,229
EPS (연결기준)	-1,259	382	29,157	29,092	33,801
수정 EPS (원)*	462	807	28,994	28,600	33,229

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	67	122	236	445	492
당기순이익	-16	5	385	384	446
현금유출입이없는 비용 및 수익	168	167	-9	213	219
유형자산 감가상각비	84	98	92	83	74
무형자산 상각비	4	5	6	5	4
기타	79	64	-106	125	140
영업활동 자산부채 변동	-52	1	-71	-27	-33
투자활동에서의 현금흐름	-146	-101	117	-48	-35
유형자산 증감	-82	-125	-90	-25	-10
장단기금융자산의 증감	4	-1	-267	-23	-25
기타	-68	25	474	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	48	117	-338	-5	-5
차입금의 증가(감소)	27	214	-374	0	0
자본금의 증가(감소)	1	-403	0	0	0
배당금	0	-5	-6	-5	-5
기타	20	311	43	0	0
현금증감	-110	139	17	391	451
기초현금	155	45	184	201	592
기말현금	45	184	201	592	1,043
Gross cash flow	151	172	376	597	665
Free cash flow	-15	-5	146	420	482

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	1,054	1,543	2,106
현금 및 현금등가물	45	184	201	592	1,043
매출채권	186	168	210	255	310
재고자산	329	331	257	278	301
기타	157	109	387	418	453
비유동자산	1,234	1,340	1,246	1,184	1,117
투자자산	18	44	42	43	45
유형자산	1,103	1,165	1,121	1,063	999
무형자산	38	37	36	30	26
기타	74	93	47	47	47
자산총계	1,951	2,132	2,300	2,727	3,223
유동부채	594	719	673	721	774
매입채무	151	146	87	106	129
단기차입금	181	199	151	151	151
기타 유동부채	262	374	436	464	495
비유동부채	631	694	532	534	535
사채 및 장기차입금	586	632	506	506	506
기타 비유동부채	45	63	26	27	29
부채총계	1,225	1,413	1,206	1,255	1,310
지배주주지분	692	716	1,087	1,459	1,892
자본금	65	66	66	66	66
자본잉여금	668	264	264	264	264
이익잉여금	-3	398	772	1,145	1,578
기타	-39	-12	-16	-16	-16
비지배주주지분	34	3	7	14	21
자본총계	726	719	1,094	1,473	1,914
순부채	872	947	287	-126	-601

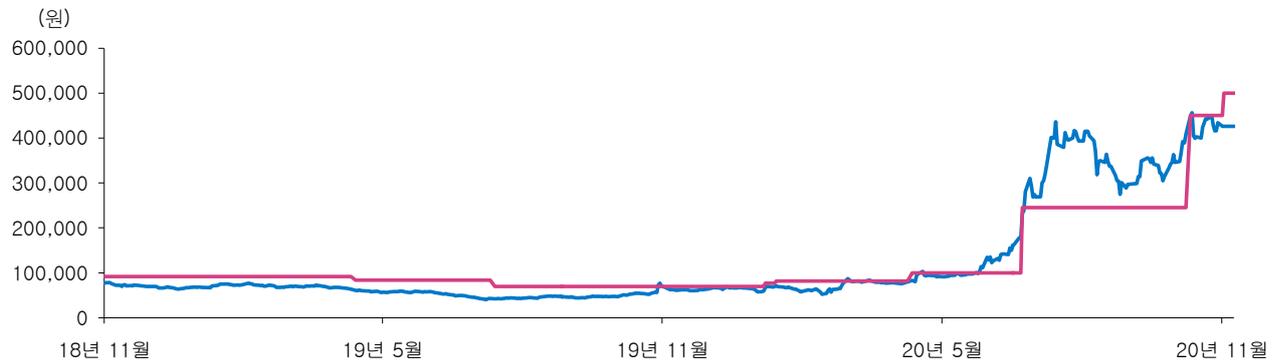
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	1.9	41.9	7.2
영업이익	흑전	75.7	155.6	145.2	19.7
순이익	적지	흑전	7,564.5	-0.2	16.2
수정 EPS**	흑전	74.5	3,494.3	-1.4	16.2
주당지표					
EPS (지배주주)	462	807	28,994	28,600	33,229
EPS (연결기준)	-1,259	382	29,157	29,092	33,801
수정 EPS**	462	807	28,994	28,600	33,229
BPS	53,114	54,268	82,415	110,643	143,505
DPS (보통주)	400	450	450	450	450
Valuations (배)					
P/E***	151.4	79.3	14.7	14.9	12.8
P/B***	1.3	1.2	5.2	3.9	3.0
EV/EBITDA	13.1	9.5	17.5	8.3	6.5
비율					
ROE (%)	0.9	15	42.5	29.7	26.2
ROA (%)	-0.9	0.2	17.4	15.3	15.0
ROIC (%)	-10.4	12	11.2	29.9	36.8
배당성향 (%)	76.8	49.8	1.4	1.4	1.2
배당수익률 (보통주, %)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	120.2	131.8	26.2	-8.6	-31.4
이자보상배율 (배)	1.4	2.4	8.3	25.3	30.3

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 30일 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	2018/11/5	2019/5/12	8/12	2020/2/5	2/12	5/11	7/22	11/9	12/1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	92,000	84,000	70,000	77,000	82,000	100,000	245,000	450,000	500,000
과리율 (평균)	-23.11	-35.68	-22.80	-9.74	-13.68	12.01	41.80	-5.56	
과리율 (최대/최소)	-13.26	-27.02	10.29	-9.22	6.46	78.50	77.96	1.33	

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