

2021. 1. 20

Healthcare Team

서근희
Analyst
keunhee.seo@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	550,000원	(39.4%)
현재주가	394,500원	
시가총액	4.6조원	
Shares (float)	11,741,396주 (64.7%)	
52주 최저/최고	52,500원/456,000원	
60일-평균거래대금	1,778.5억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	2.2	121.6	484.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	-9.0	56.4	324.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	550,000	500,000	10.0%
2020E EPS	23,248	28,994	-19.8%
2021E EPS	30,990	28,600	8.4%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	520,000
Recommendation	4.0
BUY★★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★★: 1	

SK케미칼 (285130)

SK케미칼: Novavax와 코로나19 백신 국내 계약 체결 예정

- Novavax 코로나19 백신 국내 판매 계약 체결로 목표주가 10% 상향 조정함 (DCF 방식, WACC 7.3%, 연구성장률 1.9%) 55만원 제시. SK바이오사이언스, Novavax 코로나19 백신에 대해 국내에서 생산, 유통, 판매할 예정. 한국 정부가 4,000만도즈 (2,000만명분)에 대해 전량 선구매 예정.
- Novavax 국내 허가 시기는 빠르면 2Q21로 예상. Novavax 영국 임상 3상 중간 결과 1Q21 발표 예정. 해당 결과에 대해 식약처에서 긴급 사용 승인 검토를 가정하면 2Q21 국내에서 판매 기대.

WHAT'S THE STORY

Novavax와의 코로나19 백신에 대해 국내 생산, 유통, 판매 계약 체결 예정: SK바이오사이언스는 Novavax로부터 기술 도입하여 생산하여, 국내에서 유통, 판매할 예정. 2020년 8월 SK 바이오사이언스는 Novavax의 코로나19 백신 원액 (Drug substance, antigen)에 대해 CMO (위탁 생산) 계약 체결. 언론 보도에 따르면 이번 계약은 기존의 CMO 계약과는 별개로 한국 정부가 SK바이오사이언스에서 생산되는 백신 물량을 전량 선구매 예정. 2,000만명분에 해당되는 4,000만 도즈에 대해 정부가 선구매 계약 예정. Novavax의 코로나19 백신 판매 가격은 미정, 판매 중인 코로나19 백신의 평균 가격인 20달러로 추정 시에 8억달러 규모의 계약 가능. 자체 생산 백신의 평균 기대 영업이익률 40% 적용, Novavax와 이익 분배 50%를 가정하면 2억달러의 영업이익 반영 기대. 아직 본계약 체결이 이루어지지 않았으나, 여건상 본계약 체결 가능성이 높다고 판단하여 2021년 상반기부터 2022년까지 코로나19 백신 국내 판매에 대한 실적 추정 반영 (환율 1,100원 반영, 매출액 8,800억원, 영업이익 1,760억원 추정). Novavax의 임상 3상 중간 결과 발표 시기는 1Q21로 결과 발표 이후 식약처 긴급 사용 승인 검토가 가능할 것으로 예상, 하반기부터 Novavax의 국내 매출이 반영될 것으로 기대.

NVX-CoV2373, 1Q21 영국 임상 3상 결과 발표 예정, Efficacy 확인 필요: Novavax, 코로나19 백신에 대해 2020년 10월 영국에서 임상 3상 개시 (15,000명). 1Q21 중간 결과 발표 예정. 2020년 12월 미국, 멕시코에서 임상 3상 개시 (30,000명). 2Q21 중간 결과 발표 예정. NVX-CoV2373은 Spike 단백질에 대한 합성 항원과 면역첨가제 Matrix M으로 구성. 21일 간격으로 두 번 접종, 임상 1상, 2상에서 높은 중화항체 생성률 및 6개월동안 항체 생성 지속 확인. Pfizer, Moderna 백신은 -70°C, -20°C 보관해야 하나 NVX-CoV2373은 2-8°C 보관 가능하여 유통 편의성 측면에서의 장점도 보유.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2019	2020E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	1,427	1,234	2,319	2,650
영업이익 (십억원)	80	106	545	646
순이익 (십억원)	5	308	416	480
EPS (adj) (원)	807	23,248	30,990	35,721
EPS (adj) growth (%)	74.5	2,782.0	33.3	15.3
EBITDA margin (%)	12.8	16.5	27.3	27.3
ROE (%)	1.5	35.5	33.7	28.6
P/E (adj) (배)	79.3	17.0	12.7	11.0
P/B (배)	1.2	5.1	3.6	2.7
EV/EBITDA (배)	9.5	24.5	7.2	5.6
Dividend yield (%)	0.7	0.1	0.1	0.1

자료: 삼성증권 추정

NVX-CoV2373 판매 거점, 한국도 포함: Novavax는 2021년 20억도즈 생산 목표 (Antigen 생산은 SK바이오사이언스, Biofabri, FujiFilm UK/TX/NC, Matrix M 생산은 AGC Biologics, PolyPeptide Group, 완제 생산은 Baxter, Siegfried, Par Pharma, 백신 유통/라이선스 계약은 Takeda (일본), Serum Institute (인도)). Novavax와 본계약 체결 시 SK바이오사이언스는 한국에서 백신 생산, 유통, 판매에 대한 권리 확보.

SK케미칼 DCF 밸류에이션

(십억원)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Green Chemical Biz.	667	680	695	711	727	744	761	778
YoY (%)		1.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.1
Life Science Biz. (코로나19 백신 포함)	1,599	1,918	1,272	1,212	1,146	1,083	1,025	1,076
YoY (%)		19.9	(33.7)	(4.7)	(5.5)	(5.5)	(5.4)	5.1
기타	52	52	37	37	36	36	36	35
YoY (%)		0.0	(29.3)	(0.7)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	(1.2)
매출액 (십억원)	2,319	2,650	2,004	1,960	1,909	1,863	1,821	1,889
YoY		14.3	(24.4)	(2.2)	(2.6)	(2.4)	(2.2)	3.7
EBIT	545	646	718	611	537	443	419	415
TAX	120	142	158	134	118	97	92	91
NOPLAT	425	504	560	476	419	345	327	324
감가상각	88	19	17	15	13	12	11	9
CAPEX	41	17	0	0	0	0	0	0
운전자본증감	29	35	-26	1	1	1	2	2
FCF	443	471	604	490	431	356	336	332
가중평균자본비용 (WACC, %)	7.3%							
영구성장률 (%)	1.9%							
영구현금흐름 가치								6,252
할인율 (%)	0.0%	6.8%	13.2%	19.1%	24.6%	29.7%	39.0%	43.1%
현재가치	443	439	524	397	325	250	205	189
영구현금흐름 현재가치								3,557
기업가치	6,329							
순차입금	-81							
적정 시가총액	6,410							
조정 주식수 (천 주)	11,741							
적정주가 (원)	545,929							
목표주가 (원)	550,000							

참고: COE=7.1%, 무위험수익률 (1.0%, 국고채 3년물)+시장위험수익률 9.0%*Beta 0.7, COD=7.6%, 영구성장률=1.9% 가정

자료: 삼성증권 추정

SK바이오사이언스 코로나19 백신 매출 추정 (아스트라제네카)

	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026E	2027E	2028F
생산 Capa (최대 배치수)	96	96	96	96	96	96	96	96
가동률	80%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	30%
실 생산 배치	77	77	67	58	48	38	29	29
도즈로 환산 (만도즈)	15,360	15,360	13,440	11,520	9,600	7,680	5,760	5,760
배치 단가 (억원)	110	110	110	110	110	110	110	110
매출액 (억원)	8,448	8,448	7,392	6,336	5,280	4,224	3,168	3,168
영업이익 (억원)	3,802	4,224	4,435	3,485	2,904	2,112	1,267	1,267

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,368	1,427	1,234	2,319	2,650
매출원가	1,095	1,101	876	1,530	1,669
매출총이익	272	326	358	788	980
(매출총이익률, %)	19.9	22.8	29.0	34.0	37.0
판매 및 일반관리비	227	246	251	243	335
영업이익	46	80	106	545	646
(영업이익률, %)	3.3	5.6	8.6	23.5	24.4
영업외손익	-41	-57	298	-12	-31
금융수익	22	26	35	38	50
금융비용	50	56	53	44	49
지분법손익	2	2	3	0	0
기타	-15	-29	313	-5	-31
세전이익	5	23	405	533	615
법인세	22	18	18	117	135
(법인세율, %)	418.1	78.0	4.5	22.0	22.0
계속사업이익	-16	5	62	416	480
중단사업이익	0	0	246	0	0
순이익	-16	5	308	416	480
(순이익률, %)	-1.2	0.4	24.9	17.9	18.1
지배주주순이익	6	11	307	409	472
비지배주주순이익	-22	-6	1	7	8
EBITDA	134	183	204	633	725
(EBITDA 이익률, %)	9.8	12.8	16.5	27.3	27.3
EPS (지배주주)	462	807	23,248	30,990	35,721
EPS (연결기준)	-1,259	382	23,312	31,524	36,337
수정 EPS (원)*	462	807	23,248	30,990	35,721

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	67	122	159	477	525
당기순이익	-16	5	308	416	480
현금유출입이없는 비용 및 수익	168	167	-30	223	229
유형자산 감가상각비	84	98	92	83	74
무형자산 상각비	4	5	6	5	4
기타	79	64	-128	134	150
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	-60	423	484
기초현금	155	45	184	124	547
기말현금	45	184	124	547	1,031
Gross cash flow	151	172	277	639	708
Free cash flow	-15	-5	68	452	515

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	977	1,498	2,095
현금 및 현금등가물	45	184	124	547	1,031
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	2,223	2,682	3,212
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	1,011	1,415	1,881
자본금	65	66	66	66	66
자본잉여금	668	264	264	264	264
이익잉여금	-3	398	697	1,100	1,567
기타	-39	-12	-16	-16	-16
비지배주주지분	34	3	6	13	21
자본총계	726	719	1,017	1,428	1,902
순부채	872	947	364	-81	-590

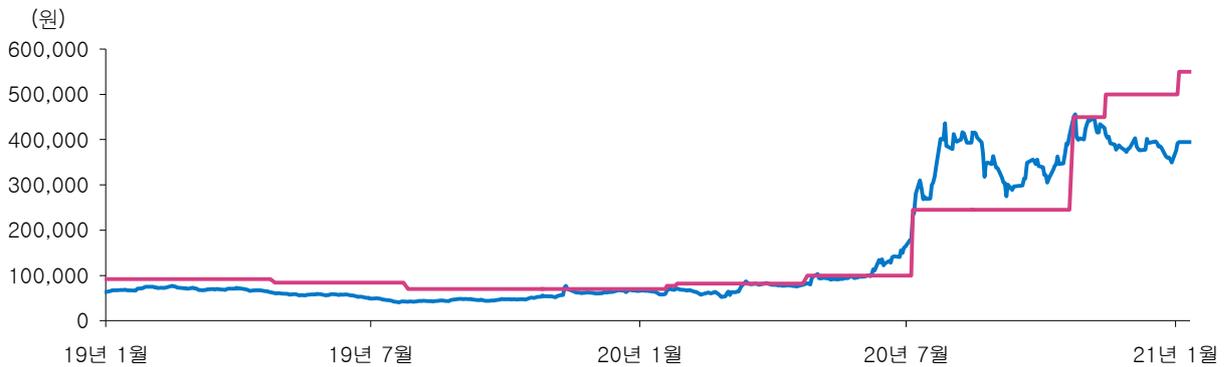
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	-13.5	87.9	14.3
영업이익	흑전	75.7	32.5	411.9	18.5
순이익	적지	흑전	6,028.1	35.2	15.3
수정 EPS**	흑전	74.5	2,782.0	33.3	15.3
주당지표					
EPS (지배주주)	462	807	23,248	30,990	35,721
EPS (연결기준)	-1,259	382	23,312	31,524	36,337
수정 EPS**	462	807	23,248	30,990	35,721
BPS	53,114	54,268	77,515	108,475	144,223
DPS (보통주)	400	450	450	450	450
Valuations (배)					
P/E***	151.4	79.3	17.0	12.7	11.0
P/B***	1.3	1.2	5.1	3.6	2.7
EV/EBITDA	13.1	9.5	24.5	7.2	5.6
비율					
ROE (%)	0.9	1.5	35.5	33.7	28.6
ROA (%)	-0.9	0.2	14.1	17.0	16.3
ROIC (%)	-10.4	1.2	5.8	32.4	39.4
배당성향 (%)	76.8	49.8	1.7	1.3	1.1
배당수익률 (보통주, %)	0.6	0.7	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	120.2	131.8	35.8	-5.7	-31.0
이자보상배율 (배)	1.4	2.4	4.3	27.4	32.4

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 19일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 19일 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	12/1	2021/1/20
투자의견	BUY	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	550,000
과리율 (평균)	-23.11	-35.68	-22.80	-9.74	-13.68	12.01	41.80	-5.56	-23.56	
과리율 (최대/최소)	-13.26	-27.02	10.29	-9.22	6.46	78.50	77.96	1.33	-18.70	

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 12월 31일 기준

매수 (86.1%) | 중립 (13.9%) | 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