SK케미칼 (285130.KS)	투자의견 : N/R
Analyst 하태기	애심종목 / 실전대보탕 / 비중확대 / **Trading** / Attention / 중장기 / 단기축소 **High risk/High return** / Cyclical / Structural change / Turnaround 목표주가 : / 현재주가 : 269,000원

시나리오로 본 코로나19 백신 CMO 가치

코로나19백신 개발과 CMO 가치에 주목하고 있다

최근 동사 주가가 급등하며 주식시장에서 주목을 받고 있다. 첫째, 자체 개발 중인 코로나19백신 국내 임상이 9월경 예정되어 있고, 둘째, 자체 제품(코로나19백신)이 아니라도 안동공장(동물세포배양 방식)에서 CMO 매출에 대한 기대 때문이다. 코로나19백신은 개발이 중요하지만 단기간에 대규모 물량을 생산할 수 있는 생산캐파 확보가 중요하다. 백신공장을 신규로 건설하는데는 많은 시간이 필요하다. **펜더믹이라는 특수한 상황에서 대량생산 가능한 백신공장을 보유하고 있다는 것 자체가 큰 자산**이다. 동사는 글로벌시장에서 경쟁력이 있는 동물세포배양방식 공장을 가동 중이다. 영국 아스트라제네카가 개발한 백신의 위탁생산 계약을 맺으면서 그 가치를 주목하고 있다. 여기서 동사의 CMO 매출에 대한 가치를 가정에 기반해서 시나리오를 작성해 본다.

CMO가치는 생산량, 가격, 영업이익률이 주요 변수

첫째는 생산CAPA이다. SK바이오사이언스는 독감백신 안동생산공장의 CAPA가 이론상 1.5억도즈/연이며, 독감백신 생산용 5천만도즈를 제외하면 1억도즈가 남는 상황이다. 1억도즈 CAPA내에서 수율 등을 감안하면 실제로는 연간 생산량 2천5백만~7천5백만도즈로 시나리오를 구성해 보았다.

둘째, 가격이다. 최근 코로나19백신을 개발하고 있는 기업의 백신 예상가격이 보도되고 있다. 3상에 진입한 미국 모더나는 20~60달러/2도즈, 화이자는 39달러/2도즈로 알려져 있다. 이에 비해 영국의 아스트라제네카는 5천원/도즈로 이익을 남기지 않는다고 했다(YTN, 연합뉴스 2020. 7.29). 2009년 신종플루 백신 가격은 미국이 10달러, 유럽이 10유로, 한국 1만원 수준이었다. 녹십자는 첫번째로는 4Q09 7,250원/도즈로 870억원, 2번째 1Q10에 정부납품은 12,000원(면역증강제 5천원 반영)/도즈로 1,580억원이였다. 영업이익률은 40~50%이었다(머니투데이 2010.2.5).

셋째, 영업마진이다. 영업이익률은 코로나19 가격 책정에 따라 달라질 것이다. 가동률에 따라 다르겠지만, 현재 독감백신의 영업이익률이 10%대로 추정된다. 참고로 2009~2010년 신종플루백신 영업이익률은 40%내외였다. 그러나 이번 시나리오는 CMO 생산에 따른 마진이고, 특수상황이라 영업이익률을 15%~30% 선으로 가정했다(표2,3).

코로나19 백신 CMO 매출과 영업이익은 어느 수준 발생할 수 있을까?

동사 코로나19백신 CMO의 잠재적 가치가 크게 증가한 만큼, 생산량과 공급가, 그리고 영업이익률을 가정해 시나리오를 작성해 봤다(표4). 표 4에서 연간 5천만도즈, 공급가 5,000원, 영업이익률 20%가정하면, 매출액은 2,500억원, 영업이익은 500억원이다. **연간 7,500만도즈 생산, 공급가 10,000원, 영업이익률 25% 가정시 매출액은 7,500억원, 영업이익은 1,875억원이다.** 마지막으로 생산량 1억도즈, 공급가 20,000원, 영업이익률 30%로 추정하면 매출액은 2조원, 영업이익은 6천억원이다.

안동공장 잠재력과 코로나19 백신의 생명력에 기업가치 결정

코로나19 CMO의 잠재력이 대폭 커졌지만, 가치를 정확히 평가하기는 어렵다. 코로나19 바이러스의 존속기간이 가장 중요한 변수로 판단된다. 두가지 시나리오를 생각할 수 있다. 첫째, 수년내 백신과 치료제로 바이러스가 소멸될 경우이다. 둘째, 코로나19가 독감백신처럼 매년 접종해야 되는 경우이다.

두가지 시나리오로 안동공장 CMO가치를 가정을 세워 평가해 보았다. **첫째 시나리오는 코로나19가 수년내 종식되는 케이스이다.** 연간 생산량 5천~7천5백만도즈, 단가는 3년 10,000원/도즈, 이후는 5,000원/도즈까지 하락하고, 영업이익률은 30%~15%로 가정한 CMO가치는 5,458억원으로 평가되었다(표2).

둘째 시나리오는 코로나19가 장기간 지속될 경우이다. 연간 생산량 5천~7천5백만도즈, 단가는 3년 15,000원/도즈, 2년간 10,000원, 이후는 6,000원/도즈까지 하락하고, 영업이익률은 30%~ 25%로 가정했다. 이 경우 CMO가치는 18,121억원으로 평가되었다(표2).

이러한 두가지 시나리오는 하나의 예시이고, 실제로는 백신 공급단가 20,000원/도즈 등의 다양한 시나리오가 가능할 것이기 때문에 기업가치 변동폭은 더 클 것이다.

High Risk High Return → 투자의견은 매수에서 N/R로 전환

동사의 주가는 코로나19 백신 개발과 CMO가치가 새롭게 발생하며 급등했다. 주가가 상승, 코로나19백신 CMO 가치를 어느정도 반영한 만큼, 투자의견은 기존의 매수에서 N/R로 전환한다. 잠재적 CMO가치를 추정하는데 다양한 변수가 있고, 각 변수마다 변동 폭이 커, 충분한 근거를 가지고 적정주가를 평가하기 어려운 상황이다. 코로나19백신 CRO가치에 대한 추정 가정한 근거나 데이터에 대한 확신이 있을 때 투자의견을 제시할 계획이다.

[표 1] 코로나19 CMO 매출 시나리오에 따른 적정 주가수준 (단위: 억원)

구분	EBITDA	**정상적 순이익(추정)**	Multiple	PER 기업가치평가액	비고
자체 사업가치					
그린케미칼/제약(감가상각 520억원)	530		11	**5,830**	바이오에너지 부문 차감 (PPS적자 고려 가치 상대적으로 적음)
백신(자회사, 독감백신, 대상포진백신 등)		175	33	5,767	정상 순이익(순이익률 10%) 가정
폐렴구균백신 후보물질 가치(사노피 공동 개발)				7,919	(자회사 포함 연간 R&D비용 **719억원)**
안동공장 CMO 잠재적 가치					
시나리오 1 코로나19 수년내 종식				**5,458**	
시나리오 2 코로나 19 지속 매년 백신 접종				**18,121**	
자체 회사가치					
시나리오 1 기업가치				24,975	
시나리오 2 기업가치				37,638	
자회사 엔티스				350	평가액(2020년 추정이익 *PER 20배)
기타				305	
차입금(연결기준)				4,600	현재 순차입금 4,400억원 추정
전사 기업가치 1				**21,030**	
전사 기업가치 2				**33,693**	
보통주㈜				11,741,396	
우선주㈜				1,458,670	
자기주식㈜				13,064	
유통주식수㈜				13,187,002	
적정주가 1(원)				**159,475**	
적정주가 2(원)				**255,502**	

자료: 상상인증권

[표 2] 코로나19 CMO 매출 시나리오 1에 따른 적정 주가수준 (단위: 억원)

구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	잔존가치	영구성장률
생산량(만도즈)		2,500	5,000	7,500	5,000	2,500	1,500	1,000	500	500		
생산단가		10,000	10,000	10,000	8,000	6,000	5,000	5,000	5,000	5,000		
매출액	400.0	2,500	5,000	7,500	4,000	1,500	750	500	250	250	5,100	2.0%
영업이익률	20%	30%	25%	25%	20%	20%	15%	15%	15%	15%	15%	
영업이익	80.0	750	1,250	1,875	800	300	113	75	38	38	765	
법인세	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
법인세 후 이익	72	675	1,125	1,688	720	270	101	68	34	34	689	
WACC		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
연차		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	9.0	합계
현가	72.0	674	1,123	1,683	718	269	101	67	34	34	684	5,458

자료: 상상인증권

[표 3] 코로나19 CMO 매출 시나리오 2에 따른 적정 주가수준 (단위: 억원)

구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	잔존가치	
생산량(만도즈)		2,500	5,000	7,500	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000		영구성장률
생산단가		15,000	15,000	15,000	10,000	10,000	6,000	6,000	6,000	6,000		
매출액	400.0	3,750	7,500	11,250	5,000	5,000	3,000	3,000	3,000	3,000	51,000	2.0%
영업이익률	20%	30%	30%	30%	30%	25%	25%	25%	25%	25%	15%	
영업이익	80.0	1,125	2,250	3,375	1,500	1,250	750	750	750	750	7,650	
법인세	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
법인세 후 이익	72	1,013	2,025	3,038	1,350	1,125	675	675	675	675	6,885	
WACC		8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	
연차		1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0	9.0	9.0	합계
현가	72.0	1,012	2,022	3,030	1,346	1,121	672	671	671	670	6,836	18,121

자료: 상상인증권

[표 4] 코로나19 백신 생산량, 단가, 영업이익률에 따른 CMO 매출액 및 영업이익 시나리오 (단위: 억원)

생산량, 공급단가별 코로나19 매출액 추정 시나리오

생산캐파/일	단가(원)/도즈					
(만도즈)	5,000	**7,500**	10,000	15,000	20,000	25,000
2,500	1,250	1,875	2,500	3,750	5,000	6,250
5,000	**2,500**	3,750	5,000	7,500	10,000	12,500
7,500	**3,750**	**5,625**	**7,500**	**11,250**	**15,000**	**18,750**
10,000	5,000	7,500	10,000	15,000	**20,000**	25,000
15,000	7,500	11,250	15,000	22,500	30,000	37,500

영업이익률과 생산도즈별 영업이익 추정 시나리오

		생산량				
공급가격	영업이익률	2천5백만도즈	**5천만도즈**	7천5백만도즈	1억도즈	1.5억도즈
5,000원/도즈	10%	125	250	375	500	750
	15%	188	375	563	750	1,125
	20%	250	**500**	750	1,000	1,500
	25%	313	625	938	1,250	1,875
	30%	375	750	1,125	1,500	2,250
7,500원/도즈	10%	188	375	563	750	1,125
	15%	281	563	844	1,125	1,688
	20%	375	**750**	**1,125**	1,500	2,250
	25%	469	938	1,406	1,875	2,813
	30%	563	1,125	1,688	2,250	3,375
10,000원/도즈	10%	250	500	750	1,000	1,500
	15%	375	750	1,125	1,500	2,250
	20%	500	**1,000**	1,500	2,000	3,000
	25%	625	1,250	**1,875**	2,500	3,750
	30%	750	1,500	2,250	3,000	4,500
15,000원/도즈	10%	375	750	1,125	1,500	2,250
	15%	563	1,125	1,688	2,250	3,375
	20%	750	1,500	2,250	3,000	4,500
	25%	938	1,875	2,813	3,750	5,625
	30%	1,125	2,250	3,375	4,500	6,750
20,000원/도즈	10%	500	1,000	1,500	2,000	3,000
	15%	750	1,500	2,250	3,000	4,500
	30%	1,500	3,000	4,500	**6,000**	9,000

자료: 상상인증권

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	717.2	792.0	1,051.0	1,095.4	1,148.1
현금 및 현금성자산	45.3	184.0	325.5	344.7	372.1
매출채권 및 기타채권	195.8	171.1	164.8	176.7	189.3
재고자산	329.0	330.6	263.6	265.0	265.1
기타유동자산	147.2	106.4	297.0	309.1	321.6
비유동자산	1,233.6	1,339.7	1,274.0	1,279.0	1,291.7
관계기업투자등	6.7	8.8	9.1	9.4	9.8
유형자산	1,103.3	1,165.1	1,140.4	1,145.7	1,157.8
무형자산	38.3	37.4	33.8	29.6	25.8
자산총계	**1,950.**	**2,131.**	**2,324.**	**2,374.**	**2,439.8**
유동부채	594.3	718.9	763.8	784.4	806.3
매입채무 및 기타재무	199.1	190.8	180.7	193.8	207.7
단기금융부채	325.9	453.0	395.0	395.0	395.0
기타유동부채	69.3	75.0	188.0	195.7	203.6
비유동부채	630.9	694.1	553.8	554.4	554.9
장기금융부채	591.5	678.5	540.5	540.5	540.5
기타비유동부채	39.5	15.6	13.3	13.9	14.4
부채총계	1,225.2	1,413.0	1,317.6	1,338.8	1,361.2
지배주주지분	691.8	715.6	1,004.2	1,032.5	1,075.5
자본금	65.2	66.0	66.0	66.0	66.0
자본잉여금	668.2	264.3	264.3	264.3	264.3
이익잉여금	-3.0	397.8	686.2	714.5	757.5
비지배주주지분(연결)	33.7	3.1	3.1	3.1	3.1
자본총계	**725.6**	**718.7**	**1,007.**	**1,035.**	**1,078.6**

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**67.4**	**122.1**	**387.6**	**135.5**	**151.8**
당기순이익(손실)	-16.4	5.0	346.6	35.0	50.0
비현금수익비용가감	167.6	167.1	48.6	102.1	102.1
유형자산감가상각비	84.4	97.6	98.9	100.4	101.3
무형자산상각비	4.0	5.1	5.0	4.4	3.8
기타현금수익비용	-1.8	-0.5	-55.3	-2.7	-3.0
영업활동 자산부채변동	-51.9	0.8	1.3	-1.6	-0.3
매출채권 감소(증가)	72.6	16.1	-9.8	-11.9	-12.7
재고자산 감소(증가)	-38.2	-2.6	-36.6	-1.4	-0.1
매입채무 증가(감소)	-68.0	-4.0	84.2	13.0	13.9
기타자산, 부채변동	-18.4	-8.7	-36.6	-1.4	-1.4
투자활동 현금	**-146.0**	**-100.7**	**-83.1**	**-110.4**	**-118.4**
유형자산처분(취득)	-81.8	-125.0	-97.9	-105.7	-113.4
무형자산 감소(증가)	-2.3	-1.0	-0.1	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-53.4	49.3	17.1	-0.9	-1.0
기타투자활동	-8.4	-24.1	-2.2	-3.7	-3.8
재무활동 현금	**48.5**	**117.2**	**-163.5**	**-6.0**	**-6.0**
차입금의 증가(감소)	27.5	150.8	-157.5	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	6.0	-6.0	-6.0	-6.0
배당금의 지급	0.0	5.3	6.0	6.0	6.0
기타재무활동	21.0	-39.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-109.9**	**138.7**	**141.6**	**19.2**	**27.4**
기초현금	155.2	45.3	184.0	325.5	344.7
기말현금	45.3	184.0	325.5	344.7	372.1

자료: SK케미칼, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준, 코로나백신 CMO가치 미반영

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**1,367.7**	**1,427.2**	**1,110.1**	**1,191.1**	**1,278.0**
매출원가	1,095.3	1,101.2	832.7	913.9	973.5
매출총이익	**272.4**	**326.0**	**277.4**	**277.2**	**304.4**
판매비와 관리비	226.7	245.7	203.9	216.5	226.5
영업이익	**45.7**	**80.3**	**73.4**	**60.6**	**77.9**
(EBITDA)	134.2	183.1	177.3	165.5	183.0
금융손익	**-32.6**	**-35.0**	**-27.5**	**-23.1**	**-21.6**
이자비용	31.7	33.3	24.4	23.4	21.9
관계기업등 투자손익	1.7	2.0	2.6	2.6	2.6
기타영업외손익	-9.7	-24.5	335.9	0.5	-0.1
세전계속사업이익	**5.2**	**22.8**	**384.4**	**40.6**	**58.8**
계속사업법인세비용	21.6	17.8	44.4	5.6	8.8
계속사업이익	-16.4	5.0	339.9	35.0	50.0
중단사업이익	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0
당기순이익	**-16.4**	**5.0**	**346.6**	**35.0**	**50.0**
지배주주	6.0	10.6	300.4	34.3	49.0
총포괄이익	**-17.7**	**5.5**	**346.6**	**35.0**	**50.0**
매출총이익률 (%)	19.9	22.8	25.0	23.3	23.8
영업이익률 (%)	3.3	5.6	6.6	5.1	6.1
EBITDA마진률 (%)	9.8	12.8	16.0	13.9	14.3
당기순이익률 (%)	-1.2	0.4	31.2	2.9	3.9
ROA (%)	0.3	0.5	13.5	1.5	2.0
ROE (%)	0.9	1.5	34.9	3.4	4.6
ROIC (%)	-10.0	1.2	4.2	3.4	4.3

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	134.5	52.9	11.9	95.8	66.7
P/B	1.3	0.9	3.6	3.5	3.4
EV/EBITDA	11.5	7.8	22.7	24.2	21.7
P/CF	21.0	18.5	n/a	26.4	23.8
배당수익률 (%)	0.6	#VALUE	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	-22.2	7.3	7.3
영업이익	흑전	75.7	-8.6	-17.4	28.5
세전이익	흑전	342.7	1,582.3	-89.4	44.8
당기순이익	적지	흑전	6,801.9	-89.9	42.7
EPS	n/a	74.8	2,403.6	-87.4	43.7
안정성(%)					
부채비율	168.9	196.6	130.8	129.3	126.2
유동비율	120.7	110.2	137.6	139.6	142.4
순차입금/자기자본	101.5	119.5	53.0	49.4	44.6
영업이익/금융비용	1.4	2.4	3.0	2.6	3.6
총차입금 (십억원)	917.4	1,131.5	935.5	935.5	935.5
순차입금 (십억원)	736.7	858.8	534.3	512.1	481.5
주당지표(원)					
EPS	521	910	22,782	2,860	4,109
BPS	53,061	54,214	76,079	78,223	81,477
CFPS	13,057	14,778	n/a	10,385	11,518
DPS	400	460	460	460	460

Stock Data

KOSPI(07/31)	2,249.3pt
시가총액	31,584억원
발행주식수	11,741천주
액면가	5,000원
52주 최고가 / 최저가	310,000/40,200원
90일 일평균거래대금	1,962억원
외국인 지분율	11.2%
배당수익률(20.12E)	0.2%
BPS(20.12E)	76,079원

주가수익률

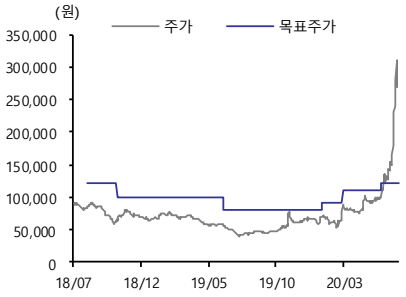
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	14.9	113.2	352.2	502.2
상대수익률	12.6	105.7	346.6	490.9

주주구성

SK 디스커버리 (외 10 인)	35.9%
국민연금공단 (외 1인)	9.0%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price

SK케미칼 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019. 03. 13	매수(유지)	100,000원	1 년	-35.7	-26.9
2019. 07. 03	매수(유지)	80,000원(하향)	1년	-38.5	-3.5
2019. 12. 09	매수(유지)	80,000원	1년	-20	-12.6
2020. 02. 12	매수(유지)	90,000원(상향)	1년	-30.1	-21.4
2020. 03. 25	매수(유지)	90,000원(유지)	1년	-29.2	-14.7
2020. 03. 31	매수(유지)	110,000원(상향)	1년	-20.6	-6.4
2020. 06. 23	매수(유지)	120,000원(상향)	1년	42.3	158.3
2020. 08. 03	N/R		1년		

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:하태기)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight(비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	51.1%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.9%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	47.0%	
		합계		100.0%	