

2021. 2. 8

헬스케어팀

서근희, Ph.D.

Analyst

keunhee.seo@samsung.com

SK케미칼 (285130)

코로나19 백신 CMO 매출 1Q21부터 반영

- **발표실적 vs 컨센서스:** 코로나19 백신 CMO 매출 이연으로 컨센서스 대비 하회. 코로나19 백신 FDA, EMA 승인 스케줄에 맞춰 CMO 매출은 1Q21부터 본격적으로 반영될 것으로 기대.
- **투자이견 Buy 유지, 목표주가 550,000원 유지:** 코로나19 백신 CMO 사업의 지속성에 대해 시장에서의 우려 있으나, 1) 코로나19 항체 유지 기간, 2) 코로나19 바이러스 변이 출현, 3) 더 좋은 코로나19 백신에 대한 필요성 등을 고려 시에 일회성 사업이 아닌 지속 성장 가능한 사업으로 판단하여 DCF 방식 (WACC 7.3%, 영구성장률 1.9%)로 목표주가 산정.

▶ AT A GLANCE

투자이견	BUY	
목표주가	550,000원	(30%)
현재주가	423,000원	
시가총액	5.0조원	
Shares (float)	11,741,396주 (64.7%)	
52주 최저/최고	52,500원/462,500원	
60일-평균거래대금	1,723.4억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
SK케미칼 (%)	8.0	38.7	533.2
Kospi 지수 대비 (%pts)	3.5	2.7	339.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자이견	BUY	BUY	
목표주가	550,000	550,000	0.0%
2020E EPS	19,501	23,248	-16.1%
2021E EPS	26,130	30,990	-15.7%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	545,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

실적 해석 및 시사점

4Q20 review, 코로나19 백신 CMO 매출 이연으로 컨센서스 대비 하회: 연결 기준 매출액 3,105억원 (-11% y-y), 영업이익 172억원 (-10% y-y), 순손실 299억원 (적전 y-y) 기록, 바이오에너지 매각에 따른 기저 효과 제외 시 영업이익 40% 성장. PPS 사업부 자산 손상에 따른 감액 손실 465억원 반영하여 순손실 기록. 백신 사업 매출액 645억원 (+18% y-y), 영업이익 85억원 (+98% y-y)으로 독감 백신 일부 발생, 코로나19 백신 CMO/CDMO 매출 64억원 반영되면서 실적 성장. 하지만 아스트라제네카 백신 EMA 허가에 맞춰 주요 CMO 매출 1Q21로 이연되면서 기대보다 부진한 실적 기록.

2021년 outlook: 2021년 매출액 2조 3,285억원 (+94% y-y), 영업이익 4,621억원 (+385% y-y) 전망. 백신 사업 매출액 1조 3,308억원 (+488% y-y), 영업이익 3,796억원 (+883% y-y) 전망. 1) 코로나19 백신 CMO 매출 2,592억원, 2) 노바백스 기술 도입 후 정부 전량 구매 관련 매출액 8,800억원, 3) 기존 백신 내수 매출 1,916억원 전망. 2022년에는 자체 개발 코로나19 백신 GBP510, NBP2001 개발 성공 시 COVAX에 공급할 것으로 기대, 코로나19 백신으로 지속 성장 가능.

SK케미칼 4Q20 review

(십억원)	4Q20	3Q20	전분기 대비 (%)	4Q19	전년동기 대비 (%)	컨센서스	차이 (%)	삼성증권 추정	차이 (%)
매출액	310.5	352.1	(11.8)	347.1	(10.6)	348.8	(11.0)	341.1	(9.0)
영업이익	17.2	52.3	(67.0)	19.1	(9.9)	50.6	(66.0)	28.5	(39.5)
세전이익	(38.5)	45.7	(184.3)	(6.6)	적지	41.8	(192.0)	25.1	(253.5)
순이익	(29.9)	35.9	(183.2)	1.6	(1,989.2)	20.9	(243.2)	19.6	(252.7)
이익률 (%)									
영업이익	5.6	14.9		5.5		14.5		8.4	
세전이익	(12.4)	13.0		(1.9)		12.0		7.3	
순이익	(9.6)	10.2		0.5		6.0		5.7	

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	6	462	흑전	151.4	872	13.1	1.3	0.9
2019	1,427	80	23	11	807	74.5	79.3	947	9.5	1.2	1.5
2020E	1,204	95	16	257	19,501	2,317.5	21.7	413	28.0	5.7	30.7
2021E	2,328	462	450	345	26,130	34.0	16.2	33	9.1	4.2	30.5
2022E	2,707	867	835	641	48,523	85.7	8.7	-647	4.6	2.8	39.6

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	1,204	2,328	2,707
매출원가	1,095	1,101	846	1,537	1,706
매출총이익	272	326	358	792	1,002
(매출총이익률, %)	19.9	22.8	29.7	34.0	37.0
판매 및 일반관리비	227	246	263	330	135
영업이익	46	80	95	462	867
(영업이익률, %)	3.3	5.6	7.9	19.8	32.0
영업외손익	(41)	(57)	(79)	(12)	(31)
금융수익	22	26	35	37	49
금융비용	50	56	58	44	49
지분법손익	2	2	3	0	0
기타	(15)	(29)	(59)	(5)	(31)
세전이익	5	23	16	450	835
법인세	22	18	4	99	184
(법인세율, %)	418.1	78.0	24.8	22.0	22.0
계속사업이익	(16)	5	12	351	652
중단사업이익	0	0	246	0	0
순이익	(16)	5	258	351	652
(순이익률, %)	(1.2)	0.4	21.5	15.1	24.1
지배주주순이익	6	11	257	345	641
비지배주주순이익	(22)	(6)	1	6	11
EBITDA	134	183	193	550	945
(EBITDA 이익률, %)	9.8	12.8	16.0	23.6	34.9
EPS (지배주주)	462	807	19,501	26,130	48,523
EPS (연결기준)	(1,259)	382	19,569	26,582	49,362
수정 EPS (원)*	462	807	19,501	26,130	48,523

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	67	122	110	412	697
당기순이익	(16)	5	258	351	652
현금유출입이없는 비용 및 수익	168	167	(44)	205	277
유형자산 감가상각비	84	98	92	83	74
무형자산 상각비	4	5	6	5	4
기타	79	64	(142)	116	199
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	(110)	358	656
기초현금	155	45	184	74	432
기말현금	45	184	74	432	1,088
Gross cash flow	151	172	214	556	929
Free cash flow	(15)	(5)	19	387	687

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	927	1,383	2,152
현금 및 현금등가물	45	184	74	432	1,088
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	2,173	2,568	3,269
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	962	1,301	1,936
자본금	65	66	66	66	66
자본잉여금	668	264	264	264	264
이익잉여금	(3)	398	647	987	1,622
기타	(39)	(12)	(16)	(16)	(16)
비지배주주지분	34	3	6	12	23
자본총계	726	719	968	1,313	1,959
순부채	872	947	413	33	(647)

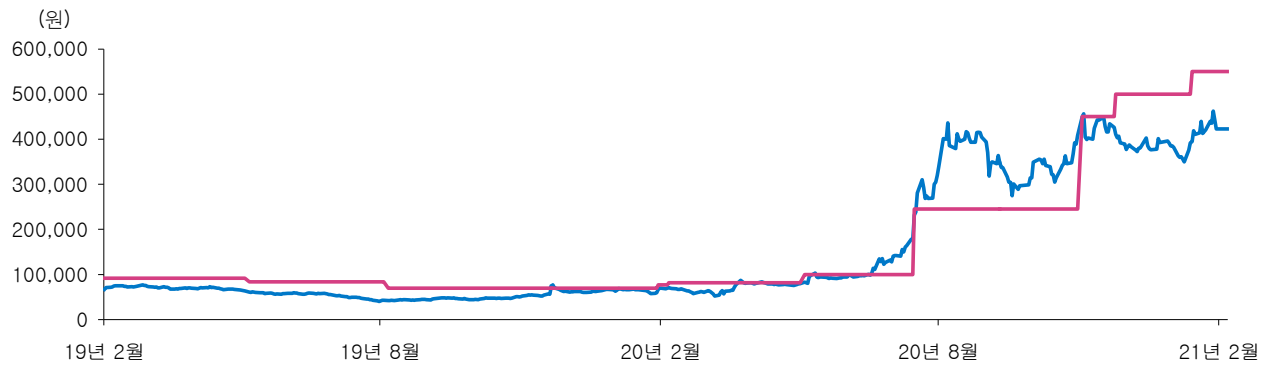
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	1,457.1	4.3	(15.7)	93.5	16.3
영업이익	흑전	75.7	18.5	385.3	87.5
순이익	적지	흑전	5,044.2	35.8	85.7
수정 EPS**	흑전	74.5	2,317.5	34.0	85.7
주당지표					
EPS (지배주주)	462	807	19,501	26,130	48,523
EPS (연결기준)	(1,259)	382	19,569	26,582	49,362
수정 EPS**	462	807	19,501	26,130	48,523
BPS	53,114	54,268	73,722	99,763	148,468
DPS (보통주)	400	450	450	450	450
Valuations (배)					
P/E***	151.4	79.3	21.7	16.2	8.7
P/B***	1.3	1.2	5.7	4.2	2.8
EV/EBITDA	13.1	9.5	28.0	9.1	4.6
비율					
ROE (%)	0.9	1.5	30.7	30.5	39.6
ROA (%)	(0.9)	0.2	12.0	14.8	22.3
ROIC (%)	(10.4)	1.2	5.0	27.5	52.9
배당성향 (%)	76.8	49.8	2.1	1.5	0.8
배당수익률 (보통주, %)	0.6	0.7	0.1	0.1	0.1
순부채비율 (%)	120.2	131.8	42.7	2.5	(33.0)
이자보상배율 (배)	1.4	2.4	3.8	23.2	43.5

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2월 5일 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