

BUY(신규)

SK케미칼

285130

목표주가(신규)

85,000원

현재주가(11/16)

63,200원

Up/Downside

+34.5%

투자의견(신규)

Buy

2023. 11. 20

화학적 재활용 선도 업체, SK '케미칼'

Eastman과 글로벌 Copolyester 시장 양분: Copolyester는 PET에 CHDM 원료를 사용해 만든 투명 플라스틱으로 내화학성/내충격성/가공성이 뛰어나기에 PC/PMMA/PVC를 대체 가능하며 환경호르몬(BPA), 발암물질(SM)을 사용하지 않기에 소비자 브랜드들의 선호도가 높다. Copolyester 시장은 Eastman과 SK케미칼의 과점체제이며 과점 시장의 특성상 두 회사 모두 정확한 생산능력 및 판매량을 공유하지 않는다. Copolyester가 각광받는 분야는 화장품 및 패키징 분야로 화장품 부문 매출 비중이 30%를 상회하는 것으로 추정된다. 주목할 것은 수익성인데 전반적인 화학 불황에도 불구하고 23년 SK케미칼의 Copoly/유화 영업이익률은 12%, Eastman 전사 영업이익률은 12%로 견고하다.

세계 최초 화학적 재활용 copolyester 상업화, 24년 본격 판매 비중 확대: SK케미칼은 21년 중국 해중합 업체 Shuye 지분을 인수한 이후 copolyester에 r-BHET를 적용하여 세계 최초로 재활용 r-Copolyester 상용화를 시작했으며 23년 Shuye 자산을 최종 취득했다. 이후 SK Shantou를 설립했으며 이미 상업화 생산능력 기준 r-BHET 7만톤, C-rPET 5만톤을 보유하고 있다. 상업화 이후 r-Copolyester 판매 비중이 1% 수준이었으나 23년 5% 수준까지 상승했으며 25년까지 50% 달성 목표를 제시하고 있다. 공격적인 판매 목표가 달성되어 비중이 50%까지 상승할 경우 단순 계산으로도 Copolyester mixed ASP가 5~10% 가까이 상승할 수 있기에 수익성이 크게 제고될 수 있다.

미국 화학적 재활용 26E PSR 2.0배, Copoly/유화 사업부 저평가: 화학적재활용 스타트업인 퓨어 사이클(시총 \$1.5억)/루프인더스트리(시총 \$6.9억)는 모두 26E PSR 2.0배로 성장 기대감이 반영되고 있다. 당사가 추정하는 SK케미칼 Copoly/유화 26E 매출액은 8,491억원, 영업이익 1,518억원으로 그 중 r-Copoly 매출액은 2,921억원이다. 동일한 기준이라면 r-Copoly만 약 6,000억원 가치다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2021	2022	2023E	2024E	2025E	52주 최저/최고	56,200/107,500원		
매출액	2,090	1,829	1,710	1,646	1,719	KOSDAQ /KOSPI	809/2,487pt		
(증가율)	74.3	-12.5	-6.5	-3.8	4.4	시가총액	10,732억원		
영업이익	555	230	90	64	86	60일-평균거래량	48,644		
(증가율)	257.4	-58.5	-60.9	-29.0	34.0	외국인지분율	12.6%		
자배주순이익	168	191	54	29	55	60일-외국인지분율변동추이	+0.1%p		
EPS	9,204	10,737	3,138	1,707	3,174	주요주주	SK디스커버리 외 8인 42.7%		
PER (H/L)	33.9/14.8	14.5/6.8	19.8	36.4	19.6	(천원)	200		
PBR (H/L)	3.0/1.3	1.4/0.7	0.6	0.6	0.5	— SK케미칼(좌)	— KOSPI지수대배(우)		
EV/EBITDA (H/L)	7.2/1.7	7.5/2.8	6.5	7.2	6.4	0	200		
영업이익률	26.6	12.6	5.3	3.9	5.0	22/11	23/02	23/06	23/09
ROE	11.2	9.1	2.5	1.4	2.5	주가상승률	1M	3M	12M
						절대기준	2.0	-5.8	-42.1
						상대기준	0.7	-2.6	-42.3

SK케미칼 목표주가 8.5만원으로 커버리지 개시, 24년 폐플라스틱 화학적 재활용 개화 준비: SK케미칼에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 8.5만원으로 커버리지를 개시한다. Green Chemicals 7,528억원(24E EBITDA에 target EV/EBITDA 5배 적용), Pharma 3,272억원, SK바이오사이언스 지분가치 1.4조원(시총 5.2조원, 지분율 68.2%의 60% 할인)을 합산하고 순차입금/비지배지분/우선주 가치를 제외하여 산정했다. 우선 언론자료에 따르면 Pharma는 6,500억원 내외의 가치로 매각이 검토 중이며 케미칼 사업부문은 국내 화학 업체들의 멀티플(24E EV/EBITDA 롯데케미칼 8.2배, 금호석유 4.8배) 및 경쟁사 Eastman(24E 7.6배)을 고려해도 저평가된 기준을 적용했다.

24년에는 플라스틱 재활용 시장 개화에 대한 관심이 높아질 수밖에 없다. UN은 22년 3월 플라스틱 오염에 관한 신규 국제 협약을 제정하기로 합의하였으며 22년 11월 우루과이에서 열린 첫번째 회담을 시작으로 24년말까지 다섯번의 정부간 협상을 통해 성안 제정을 목표로 하고 있다. UN 플라스틱 협약은 법적 구속력이 있는 강력한 합의안이 될 것으로 예상되며 파리 기후 협약 이후 가장 중대한 친환경 협약이 될 것으로 평가받고 있다. 따라서 법적 구속력이 있는 합의안이 도출되고 나면 당연히 폐플라스틱 재활용에 대한 관심이 보다 증폭될 수밖에 없다. 또한 글로벌 대형 소비자 기업들의 재활용 플라스틱 사용 비중 목표는 대부분 25년을 시작으로 30년까지 공격적인 수치가 제시되고 있기에 24년말로 갈수록 시장의 플라스틱 재활용에 대한 관심은 커져갈 수밖에 없다.

24년 국내외 기업들의 폐플라스틱 재활용 공장 가동이 본격적으로 시작될 예정이지만 모두 초기 양산 안정화 과정을 거칠 수밖에 없다. 반면 SK케미칼은 이미 r-BHET를 적용한 Copolyester 제품을 출시하고 있으며 동시에 Cr-PET 제품 판매 확대에 나설 것으로 기대된다. 현재 Copolyester/DMT/CHDM을 합쳐 45만톤의 생산능력을 갖춘 SK케미칼은 25년~26년 가동 목표로 울산 Copolyester 5공장에 대한 투자 의사결정을 추진하고 있으며 재활용 제품 판매 비중 상황과 함께 Copoly/유화 사업부의 이익 기여도가 커질 것으로 기대된다. 현재 1.1조원 내외의 시가총액은 다른 사업부가 전혀 없다고 가정하더라도 SK바이오사이언스 지분가치의 30% 수준에 불과하며 Copoly/유화 사업부의 성장 가능성을 고려할 때 저평가 영역으로 판단된다.

도표 75. SK케미칼 목표주가 산정내역

(단위: 십억원 배 천주 원)

구분	24E EBITDA	target EV/EBITDA	적정가치	비고
사업가치				
Green Chemicals	150.6	5.0	753	vs. 롯데케미칼 8.2배, 금호석유 4.8배 Eastman 7.6배
Pharma	46.7	7.0	327	언론보도, 6,500억원 내외 매각 검토 중
총 사업가치			1,080	
SK바이오사이언스			1,411	시가총액 5.2조원, 68.2% 지분가치의 60% 할인
순차입금			393	3Q23 별도 순차입금
비지배주주 지분			556	3Q23 기준
우선주 시가총액			61	
보통주 목표 시가총액			1,481	
발행주식수(천주)			17,254	
목표주가(원)			85,863	

자료: SK케미칼, DB금융투자

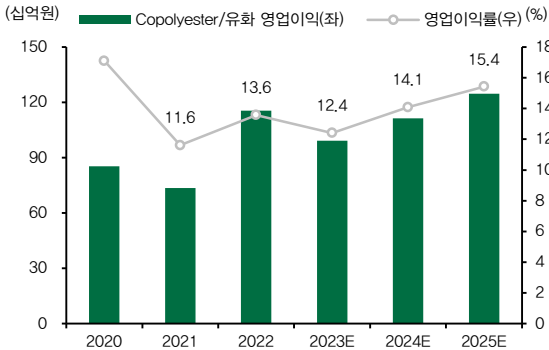
도표 76. SK케미칼 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	2022	2023E	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
연결 매출액	1,829.2	1,710.5	1,645.9	1,718.8	364.5	371.3	581.4	393.3	371.8	400.0	452.6	421.5
%YoY	-12.5	-6.5	-3.8	4.4	-12.8	-25.9	34.4	-17.6	2.0	7.7	-22.2	7.2
%QoQ					-23.6	1.9	56.6	-32.4	-5.5	7.6	13.1	-6.9
Copoly/유화	851.0	799.8	790.7	808.9	200.5	211.6	199.0	188.7	187.6	204.6	206.0	192.5
GC 기타	101.8	100.7	101.4	102.1	27.0	24.7	22.0	27.0	25.5	22.6	27.0	26.3
Pharma	313.6	366.2	397.4	417.3	86.2	86.3	97.8	95.9	99.1	94.9	102.7	100.7
SK바이오사이언스	456.7	335.6	256.5	290.5	20.6	26.5	231.8	56.7	34.5	52.9	92.0	77.1
연결 영업이익	230.5	90.0	64.0	85.7	8.6	-13.8	83.4	11.9	0.6	17.7	28.8	16.9
%YoY	-58.5	-60.9	-29.0	34.0	-82.2	적전	67.6	-73.5	-92.9	흑전	-65.5	41.9
%QoQ					-80.7	적전	흑전	-85.7	-94.9	27.9	0.6	-41.4
Copoly/유화	115.5	99.2	111.4	124.7	32.8	30.8	17.4	18.2	23.8	33.6	30.9	23.0
GC 기타	-39.7	-26.1	-20.3	-20.4	-7.6	-8.5	-4.5	-5.4	-5.1	-4.5	-5.4	-5.3
Pharma	33.6	33.1	39.7	41.7	7.0	5.0	11.5	9.6	9.9	9.5	10.3	10.1
SK바이오사이언스	115.0	-14.1	-66.9	-60.3	-29.2	-35.3	60.9	-10.5	-28.0	-20.9	-7.0	-11.0
바이오사이언스 제외 영업이익	115.5	104.1	130.9	146.0	37.8	21.5	22.4	22.4	28.6	38.6	35.8	27.9
%YoY	42.6	-9.8	25.7	11.6	51.6	-17.4	-21.0	-38.0	-24.4	79.8	59.6	24.3
%QoQ					4.7	-43.3	4.5	-0.1	27.7	34.8	-7.2	-22.2
연결 영업이익률	12.6	5.3	3.9	5.0	2.4	-3.7	14.3	3.0	0.2	4.4	6.4	4.0
Copoly/유화	13.6	12.4	14.1	15.4	16.4	14.5	8.7	9.7	12.7	16.4	15.0	12.0
GC 기타	-39.0	-25.9	-20.0	-20.0	-28.2	-34.4	-20.6	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0
Pharma	10.7	9.0	10.0	10.0	8.1	5.8	11.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
SK바이오사이언스	25.2	-4.2	-26.1	-20.8	-141.7	-133.4	26.3	-18.6	-81.2	-39.5	-7.6	-14.3

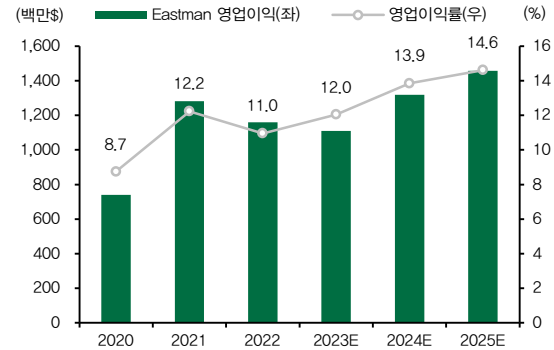
자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 77. 23년 화학 불황에도 Copoly 영업이익률 12.4%



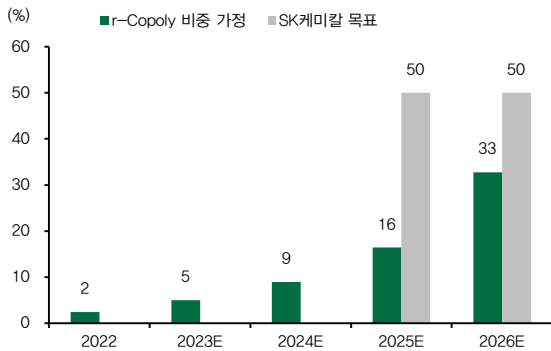
자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 78. Copoly 경쟁사 Eastman 영업이익/수익성 컨센서스



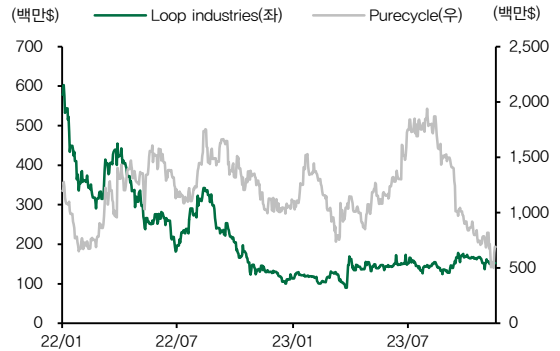
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 79. r-Copoly 판매 비중 상향될수록 수익성 상승 여력 ↑



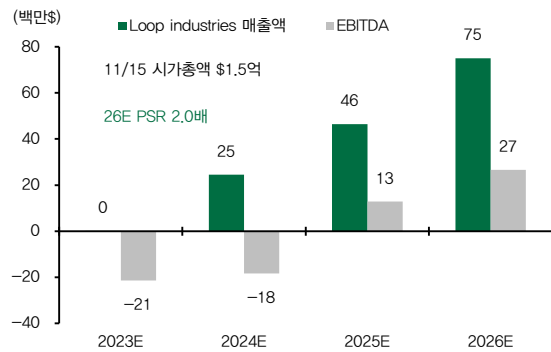
자료: SK케미칼, DB금융투자

도표 80. 미국 화학적 재활용 스타트업 시가총액 추이



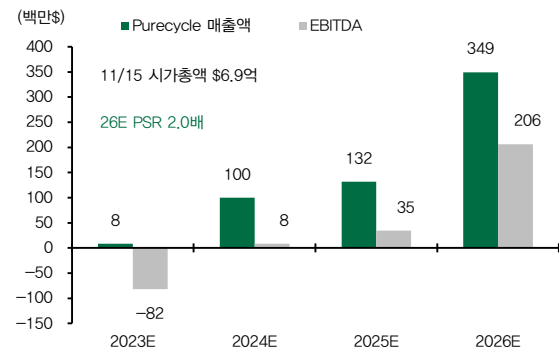
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 81. 루프인더스트리 26E PSR 2.0배, 시가총액 \$1.5억



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 82. 퓨어사이클 26E PSR 2.0배, 시가총액 \$6.9억



자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
12월 결산실역원					
유동자산	2,784	2,519	2,291	2,220	2,168
현금및현금성자산	256	400	407	371	289
매출채권및기타채권	365	250	268	250	259
재고자산	349	483	489	470	491
비유동자산	1,172	1,427	1,857	1,948	2,023
유형자산	999	1,193	1,462	1,553	1,627
무형자산	44	52	59	60	61
투자자산	75	54	54	54	54
자산총계	3,956	3,946	4,147	4,168	4,192
유동부채	1,087	1,059	805	821	815
매입채무및기타채무	509	237	213	229	223
단기차입금및단기차입금	12	436	286	286	286
유동성장기부채	211	116	96	96	96
비유동부채	302	178	598	598	598
사채및차입금	256	162	582	582	582
부채총계	1,389	1,237	1,403	1,419	1,413
자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	1,193	1,199	1,199	1,199	1,199
이익잉여금	781	869	897	901	929
비배주주지분	513	562	570	571	571
자본총계	2,567	2,709	2,745	2,750	2,779

현금흐름표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	509	-187	1,312	224	172
당기순이익	269	231	62	31	55
현금유출이없는비용및수익	352	136	128	145	160
유형및무형자산상각비	93	91	108	118	135
영업관련자산부채변동	5	-360	1,128	51	-37
매출채권및기타채권감소	-38	-30	-18	18	-9
재고자산감소	-129	-178	-6	18	-21
매입채무및기타채무의증가	86	-69	-24	16	-6
투자활동현금흐름	-1,567	231	-527	-200	-200
CAPEX	-140	-290	-370	-200	-200
투자자산의손증	-39	20	0	0	0
재무활동현금흐름	1,224	107	196	-60	-55
사채및차입금의증가	-228	239	250	0	0
자본금및자본잉여금의증가	961	6	0	0	0
배당금지급	-26	-67	-28	-26	-26
기타현금흐름	2	-7	-974	0	0
현금의증가	169	144	7	-36	-83
기초현금	87	256	400	407	371
기말현금	256	400	407	371	289

자료: SK케미칼, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
12월 결산실역원					
매출액	2,090	1,829	1,710	1,646	1,719
매출원가	1,208	1,214	1,172	1,151	1,183
매출총이익	881	615	538	495	536
판매비	326	385	448	431	450
영업이익	555	230	90	64	86
EBITDA	648	322	199	182	221
영업외손익	-16	6	-23	-29	-25
금융손익	-1	22	-13	22	-18
투자손익	2	-1	0	0	0
기타영업외손익	-17	-15	-10	-7	-7
세전이익	539	237	67	34	61
중단사업이익	-102	0	0	0	0
당기순이익	269	231	62	31	55
자배주주지분순이익	168	191	54	29	55
비배주주지분순이익	101	40	7	2	0
총포괄이익	268	246	62	31	55
증감률(%YoY)					
매출액	74.3	-12.5	-6.5	-3.8	4.4
영업이익	257.4	-58.5	-60.9	-29.0	34.0
EPS	-35.6	16.7	-70.8	-45.6	86.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당주자(원)					
EPS	9,204	10,737	3,138	1,707	3,174
BPS	104,049	110,830	112,292	112,478	113,972
DPS	3,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiple(배)					
P/E	16.2	6.8	19.8	36.4	19.6
P/B	1.4	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	2.7	2.8	6.5	7.2	6.4
수익성(%)					
영업이익률	26.6	12.6	5.3	3.9	5.0
EBITDA마진	31.0	17.6	11.6	11.1	12.8
순이익률	12.9	12.7	3.6	1.9	3.2
ROE	11.2	9.1	2.5	1.4	2.5
ROA	8.8	5.9	1.5	0.7	1.3
ROIC	18.0	8.0	3.2	2.6	3.3
안정성및기타					
부채비율(%)	54.1	45.7	51.1	51.6	50.9
이자보상배율(배)	52.4	14.9	3.5	1.9	2.9
배당성향(배)	19.6	11.2	42.0	83.3	47.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2023-10-04 기준) - 매수(92.11%) 중립(7.89%) 매도(0.0%)

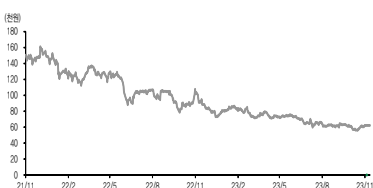
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK케미칼 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
23/11/20	Buy	85,000	-	-					