

SK 케미칼 (285130/KS)

Copolyester 이익체력 대비 저평가

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 66,000 원(신규)

현재주가: 48,200 원

상승여력: 36.9%



Analyst
김도현

do.kim@sks.co.kr
3773-9994

Company Data

발행주식수	1,725 만주
시가총액	832 십억원
주요주주	
SK디스커버리(외8)	42.66%
국민연금공단	6.27%

Stock Data

주가(24/07/02)	48,200 원
KOSPI	2,780.86 pt
52주 최고가	71,500 원
52주 최저가	48,200 원
60일 평균 거래대금	2 십억원

주가 및 상대수익률



튼튼한 Copolyester 체력과 저평가된 밸류에이션

SK 케미칼에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 66,000 원을 제시한다. 제약/바이오 및 본업 케미칼 사업부문의 특수성을 고려, SOTP 방식으로 산출했다. 24E EBITDA 에 Peer Group Multiple 을 적용해 산정했으며, 적정 영업가치는 2.0 조원이다. 과거 SK 케미칼의 18~23년도 Multiple 을 고려할 때, 목표주가 66,000 원은 부담없는 수준이며, Copolyester Peer 인 Eastman 의 밸류에이션과 비교해도 현재 수준은 매력적이다. SK 바이오사이언스 지분가치를 제외하고 본업가치만 보더라도 저평가 구간이다.

화장품 용기향 Copolyester 출하 확대: 기존수요 + 대체수요

SK 케미칼의 Copolyester 매출비중 중 30% 수준이 화장품 향으로 추정된다. 또한, 국내 화장품 Bottle 향 PETG 소재의 90%는 SK 케미칼이 공급하고 있는 상황이다. 1Q24 Copolyester 출하량은 +13% YoY 를 기록했는데, 2Q24 역시 화장품 수요 성장을 바탕으로 출하량 확대를 이어갈 수 있을 전망이다. 기존수요의 성장과 더불어 25년 1월부터 EU 지역의 Styrene/Acrylate 수지에 대한 화장품 용기 적용이 금지되며 대체수요 역시 발생할 전망이다. 현재 화장품 용기 소재 비중 중 20%가 ABS 이며, 향후 사용이 제한됨에 따라 PETG 수요로의 전환이 일부 발생할 것으로 예상된다. 특히, PET, PE 등 기존 화장품 용기 소재에 비해 높은 내화특성과 투명성을 갖는 PETG 특성상 대체수요는 지속적으로 발생할 전망이다.

아직 시간은 걸리겠지만, Recycling 시장 개화시 Re-rating 전망

SK 케미칼은 2Q24 기존 r-BHET 설비에 대한 수율 향상 작업을 진행했으며, 24년 설비안정화 작업을 진행 중이다. 중장기적 Capa 증설은 7 만톤을 계획 중이며, Feedstock 및 원료 확보를 위한 M&A, 중국법인(SK 케미칼 Shantou) 설립 등이 진행됐다. 고객사 확보를 위한 파트너십 역시 확대 중인 상황에서 플라스틱 Recycling 시장 개화시 Re-rating 요소로 작용할 전망이다. 단기적인 시장 성장은 어렵겠지만, 글로벌 규제는 지속되고 있고 브랜드의 소재 전환 계획 역시 지속되고 있는 상황에서 25년 이후 점진적인 시장 성장이 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	1,199	2,090	1,829	1,749	1,640	1,807
영업이익	십억원	155	555	230	83	14	33
순이익(지배주주)	십억원	254	168	191	40	2	12
EPS	원	4,518	13,681	9,875	2,058	79	634
PER	배	58.0	10.9	7.4	32.7	611.2	76.0
PBR	배	5.4	1.4	0.7	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	배	20.3	2.7	2.8	6.6	6.3	7.0
ROE	%	30.5	11.2	9.1	1.9	0.1	0.6

1. 밸류에이션 및 실적추정

(1) 밸류에이션: 투자이견 '매수', 목표주가 66,000 원 제시

SK 케미칼에 대해 투자이견 '매수'
목표주가 66,000 원으로 신규
커버리지 개시

SK 케미칼에 대해 투자이견 '매수', 목표주가 66,000 원을 제시한다. 제약/바이오 및 케미칼 사업부문을 고려해 SOTP 방식으로 산출했다. 24E EBITDA 에 Peer Group Multiple 을 적용해 산정했으며, 적정 영업가치는 2.0 조원이다. Green Chemical(본업) 사업가치의 경우 1.1 조원으로 24E EBITDA 1,550 억원에 Eastman 의 12MF EV/EBITDA 를 30%할인 적용했다. Pharma 사업부의 경우 국내 Peer 제약사의 Multiple 평균을 적용했으며, 1,400 억원 수준의 영업가치로 추정된다. SK 바이오사이언스 지분가치의 경우 1M 평균 시가총액에 70%할인했으며 지분율을 고려해 반영했다.

SK 바이오사이언스 지분가치를
제외한 본업가치만으로도
업사이드 유효

SK 케미칼의 12MF PBR 은 0.6 배로 예상된다. 한편, 18~23 년도 평균 PBR 이 1.4 배였으며, 대표적인 Copolyester Peer 인 Eastman 의 12MF PBR 이 2.0 배임을 고려할 때 목표주가는 부담없는 수준이다. 한편, 지속적인 본업 이익체력 성장에도 불구하고 주가는 여전히 저점 구간이다. SK 케미칼은 Green Chemical Capa 24 년기준 45 만톤이며, 증설을 지속했다. 이에 따라, 이익체력 역시 성장이 지속됐다. Pharma 사업 역시 19 년 매출규모 2,500 억원에서 24 년 3,500 억원의 체력을 확보했을 것으로 예상된다. SK 케미칼 본업(Green Chemical)의 24 년 예상되는 EBITDA 는 1,539 억원으로 Eastman 의 EV/EBITDA Multiple 을 고려하면 본업 가치만으로도 현재 시총 9,000 억원은 저평가 구간이다. 또한, SK 바이오사이언스의 지분가치(시가총액 4.2 조원, 지분 67.8%)와 자체 Pharma 사업의 영업가치를 고려하면 현재 주가는 저평가 상태다.

Peer Valuation Table

구분		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
PBR	Eastman	2.4	2.5	1.8	1.8	2.3	2.7	1.9	1.9	2.0	1.9
	SK Chemical	-	-	1.6	1.1	2.9	1.5	0.8	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	Eastman	8.7	8.9	9.4	9.4	11.4	10.9	10.3	7.9	10.0	8.9
	SK Chemical	-	-	13.9	11.0	11.4	3.8	5.0	6.8	7.4	2.8

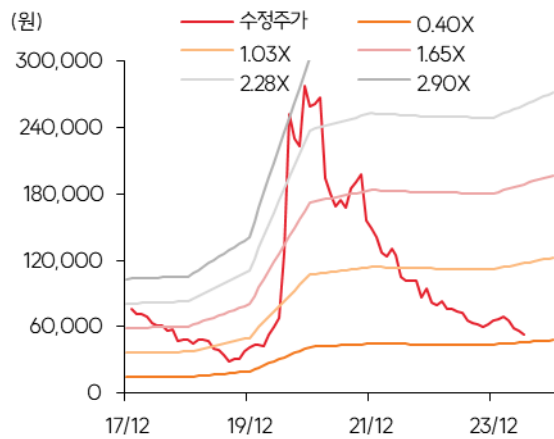
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 케미칼 Valuation Table

구분	24E EBITDA (십억원)	Target Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
Green Chemical	155.0	7.0	1,080.7	Eastman 12MF EV/EBITDA 30% 할인
Pharma	14.9	9.4	139.8	국내 제약 Peer 평균
SKBS			806.3	1M 평균 시가총액 / 지분을 고려 및 70% 할인
영업가치 (십억원)	2,026.8			
투자자산 (십억원)		81.2		24E 추정치 30% 할인
순차입금 (십억원)		355.0		24E 추정치 적용
우선주 시가총액 (십억원)		52.6		
비지배주주 지분 (십억원)		556.0		
적정 시가총액 (십억원)	1,144.4			
발행주식수 (천주)		17,254		
적정 주가 (원)		66,326		
T.P (원)	66,000			
Upside (%)		44.8		

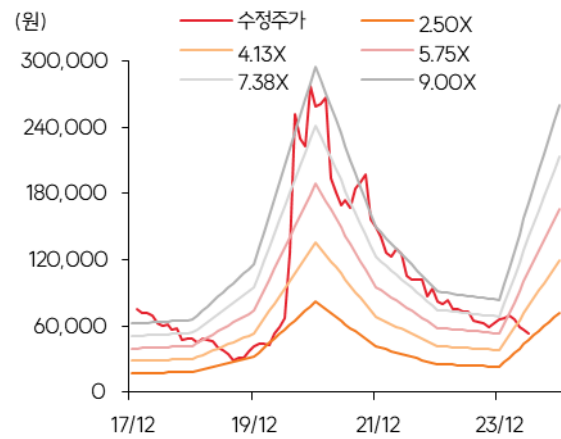
자료: SK 케미칼, SK 증권

SK 케미칼 PBR Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

SK 케미칼 EV/EBITDA Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권

(2) 실적추정: 단기 부진보다 성장성에 주목

본업의 성장은 지속, 다만,
SK 바이오사이언스 적자는 지속될
전망

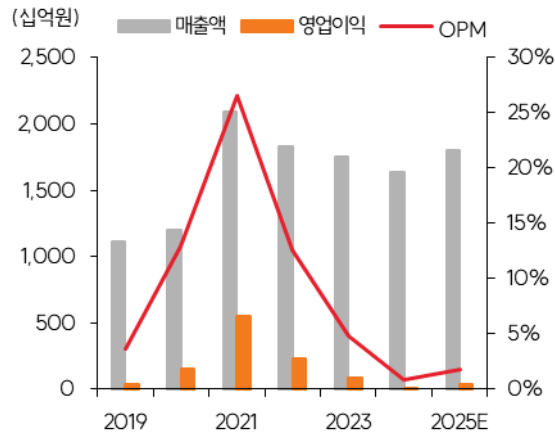
SK 케미칼의 24년 매출액은 1.6조원(-6.2% YoY), 영업이익 136억원(-83.6% YoY)을 기록할 전망이다. 영업이익의 급격한 감액은 자회사 SK 바이오사이언스 실적 부진(24년 영업적자 -694억원)이 가장 큰 요인으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다. SK 바이오사이언스를 제외한 본업(Green Chemical + 자체 Pharma) 영업이익은 1,109억원으로 예상된다.

부문별로 Green Chemical 908억원의 영업이익이 전망되며, 23년 989억원대비 감익할 것으로 예상된다. 글로벌 수요 둔화에 따른 고부가 제품 판매 축소와 3Q23부터 발생 중인 운임상승에 따른 마진 훼손이 지속되고 있기 때문이다. 하지만, 4Q23 대비 1Q24 Copolyester 판매량은 +5% QoQ를 기록했을 것으로 추정되며, 수요는 점진적으로 개선되고 있는 상황이다. 운임 역시 1Q24부터 판가에 일부 반영 중인 상황이며, 이에 따라 2H24 실적개선은 가능할 전망이다. Pharma 사업부의 경우 23년 발생했던 1회성 매출(Novavax 항 로열티 매출) 등 기저효과와 제품매출 축소로 감익(24년 201억원 전망)이 예상된다. Pharma 사업부의 이익률은 지속적으로 감소하고 있고, 기존 제품매출에서 상품매출로의 비즈니스 전환을 고려할 때 이익률의 하락(24년 5.9% 전망)은 부득이할 것으로 전망된다.

Copolyester 수요뿐 아니라
리사이클링 소재 수요도 중장기적
성장

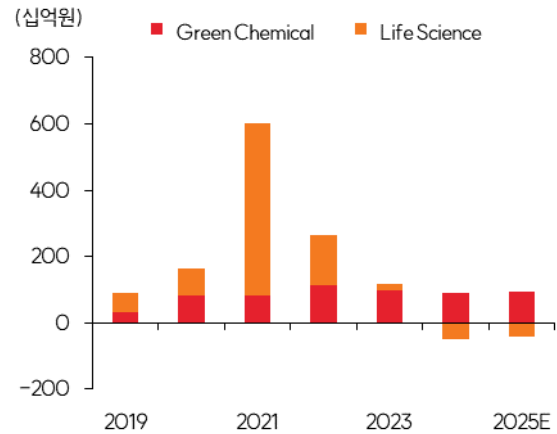
하지만, 핵심은 향후 본업 성장이 지속될 것이라는 점이다. 특히, Green Chemical 사업의 경우 Copolyester의 적용범위 확대와 증설(25년 이후 6만톤 증설)에 따른 판매량 성장이 예상되며, 페플라스틱 리사이클 의무 규정 등의 시행에 따라 cr-PET 등의 적용이 확대될 것으로 전망되기 때문이다. 리사이클 소재 전환이 단기간에 진행되기는 어렵겠지만, 여전히 규정 시행 등을 앞두고 수요는 점진적으로 증가하고 있는 상황이다. SK 케미칼은 이미 cr-BHET를 적용한 Copolyester를 생산과 cr-PET 양산을 준비는 완료된 상황이며, 향후 시장 개화시 선두주자로서 성장성을 보여줄 수 있을 전망이다. Pharma 사업부 역시 단기적으로 상품 매출로의 전환으로 이익률의 감소가 부각돼보일 수 있겠지만, 중장기적 관점에서 사업 안정화 과정이라는 판단이다. 파이프라인 개발 대비 이익률은 낮겠지만, 외형성장은 지속될 수 있다는 점에서 Cash-cow의 역할이 가능할 것으로 예상된다.

SK 케미칼 실적 추이 및 전망



자료: SK 케미칼, SK 증권

SK 케미칼 부문별 이익 추이 및 전망



자료: SK 케미칼, SK 증권

SK 케미칼 실적추정 Table

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액 (십억원)	364.5	371.3	581.4	431.6	381.0	394.6	429.2	435.0	1,748.8	1,639.8	1,806.5
Green Chemical	200.5	211.6	199.0	197.9	222.2	230.4	232.4	223.0	809.0	908.0	987.2
Life Science	106.8	112.8	329.6	196.4	108.7	114.3	157.8	174.5	745.6	555.3	623.8
Pharma	86.2	86.3	97.8	105.8	86.4	84.8	85.8	86.3	376.1	343.3	347.8
SKBS	20.6	26.5	231.8	90.6	22.3	29.5	72.0	88.2	369.5	212.0	276.0
YoY (%)	-12.8%	-25.9%	34.4%	-9.6%	4.5%	6.3%	-26.2%	0.8%	-4.4%	-6.2%	10.2%
QoQ (%)	-23.6%	1.9%	56.6%	-25.8%	-11.7%	3.6%	8.7%	1.4%	-	-	-
영업이익 (십억원)	8.7	-13.9	83.4	5.1	-12.7	-2.3	12.4	16.2	83.3	13.6	33.4
Green Chemical	32.8	30.8	17.4	17.9	20.5	23.3	24.1	22.9	98.9	90.8	95.0
Life Science	-22.2	-30.3	72.4	-0.4	-23.9	-17.9	-7.0	-0.5	19.5	-49.3	-40.7
Pharma	7.0	5.0	11.5	8.0	4.2	5.0	5.6	5.2	31.5	20.1	20.6
SKBS	-29.2	-35.3	60.9	-8.4	-28.1	-23.0	-12.6	-5.8	-12.0	-69.4	-61.3
YoY (%)	-82.2%	적전	67.6%	-88.5%	적전	적지	-85.1%	215.5%	-63.9%	-83.6%	144.7%
QoQ (%)	-80.7%	적전	흑전	-93.8%	적전	적지	흑전	30.9%	-	-	-
OPM (%)	2.4%	-3.7%	14.3%	1.2%	-3.3%	-0.6%	2.9%	3.7%	4.8%	0.8%	1.8%
Green Chemical	16.4%	14.6%	8.7%	9.0%	9.2%	10.1%	10.4%	10.3%	12.2%	10.0%	9.6%
Life Science	-20.8%	-26.9%	22.0%	-0.2%	-22.0%	-15.7%	-4.4%	-0.3%	2.6%	-8.9%	-6.5%
Pharma	8.1%	5.8%	11.8%	7.6%	4.9%	5.9%	6.6%	6.1%	8.4%	5.9%	5.9%
SKBS	-141.7%	-133.2%	26.3%	-9.3%	-126.0%	-77.8%	-17.5%	-6.5%	-3.2%	-32.7%	-22.2%
순이익 (십억원)	11.5	-15.5	62.5	-10.6	-8.4	-6.9	8.9	5.8	47.8	-0.7	16.8
지배주주	15.7	-10.6	46.9	-12.1	-4.1	-5.0	6.4	4.2	39.9	1.5	12.3
순이익률 (%)	3.1%	-4.2%	10.7%	-2.5%	-2.2%	-1.7%	2.1%	1.3%	2.7%	-0.0%	0.9%

자료: SK 케미칼, SK 증권

2. 기업개요

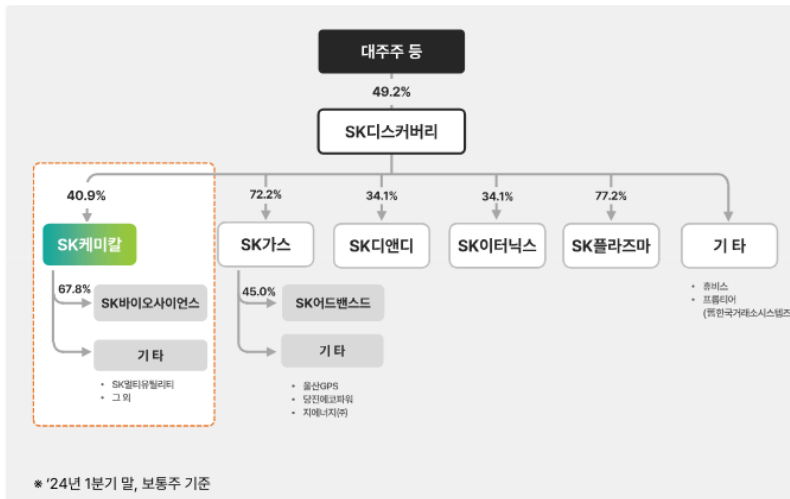
친환경 소재 및 의약품 사업 포트폴리오 보유 중

SK 케미칼은 친환경 소재 및 의약품 중심의 사업 포트폴리오를 가진 기업이다. 자회사 SK 바이오사이언스(지분율 67.8%)를 보유 중이며, 모회사는 SK 디스커버리(지분율 40.9%)다. 사업부문은 Green Chemical 과 Life Science 로 구분되며, Green Chemical 부문에서 화학사업을 담당하고, Life Science 부문은 자체 Pharma 사업 실적과 SK 바이오사이언스의 실적이 연결로 반영된다. 23 년 매출비중은 Green Chemical 사업부문이 46.3%를 차지하며, Life Science 가 42.6%, 기타 11.1%로 구성된다. 기타부문은 BON(접착제 및 도료 등에 사용되는 소재)과 바이오 소재 실적, 연결조정 등이 반영된다.

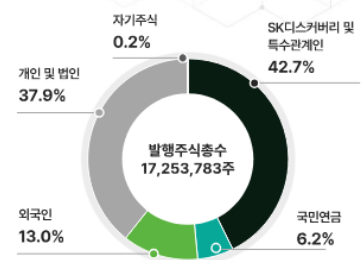
23 년 SK 바이오사이언스의 적자(-120 억원)와 사업 초기인 바이오 소재 특성상 단기적인 수익성 확보가 어려운 상황이다. 이에 따라, 전체 사업부문 중 Green Chemical 의 이익기여도가 가장 크며, 사실상 대부분의 이익이 발생하고 있다. 23 년 Green Chemical 부문의 영업이익은 989 억원으로 연결 영업이익 833 억원을 상회하며, 자체 Pharma 사업부문의 영업이익은 315 억원이다.

SK 케미칼 지배구조

지배구조



주주구성



주주구분	주식수(주)
SK디스커버리 및 특수관계인	7,361,072
국민연금	1,061,677
외국인	2,241,210
개인 및 법인	6,558,967
자기주식	30,857
발행주식총수	17,253,783

* '24년 1분기 말 기준, 보통주 기준

자료: SK 케미칼, SK 증권

(1) 사업부문: Green Chemical

PETG, PCTG = Copolyester
대표 경쟁사 Eastman Chemical

Green Chemical 사업의 주력 제품은 Copolyester 다. PETG(Polyethylene Terephthalate Glycol-modified), PCTG(Polycyclohexylenedimethylene Terephthalate) 계열이며, Skygreen, Ecozen 등의 제품명으로 판매 중이다.

PETG 란 PET 중합체의 단량체 구성을 변경한 소재로 기존 MEG(Ethylene Glycol)과 TPA(Terephthalate)의 중합반응을 통해 PET 를 생산한다면, MEG 와 TPA, CHDM(Cyclohexanedimethanol)의 중합반응을 통해 생산한다는 차이가 있다. PETG 의 경우 CHDM 단량체 함량이 50% 미만인 경우이고, PCTG 의 경우 50%이상의 함량을 가지고 있다.

기존 PET 와 PETG 의 가장 큰 차이점은 비결정 구조에서 나온다. 비결정 선형구조를 갖는 PETG 는 열가공 과정에서 불투명화가 발생하지 않는다. 또한, 비결정형 구조의 특성상 가공성이 우수해 다양한 형태로 변형, 활용할 수 있다. 이러한 특성에 따라 유리대체용기, PC, PVC 대체 소재로 활용될 수 있으며, 높은 내열성과 내화학성을 갖는 특성으로 식품, 전기전자, 의료기기 등 소재 안정성이 필요한 분야에 적용되는 특징이 있다. PCTG 의 경우 높은 CHDM 구성비로 인해 용융점 하락, 결정화도 감소 등의 특성을 갖으며, 적용 분야는 PETG 와 큰 차이가 없다. 한편, 비결정형 선형구조의 특징은 기존 활용되는 PET 고상중합 공정을 적용할 수 없다는 단점이 있다. 이에 따라, 용융중합 공정을 통해 최종 스펙을 유지해야하는 만큼 상대적으로 높은 기술장벽이 존재한다.

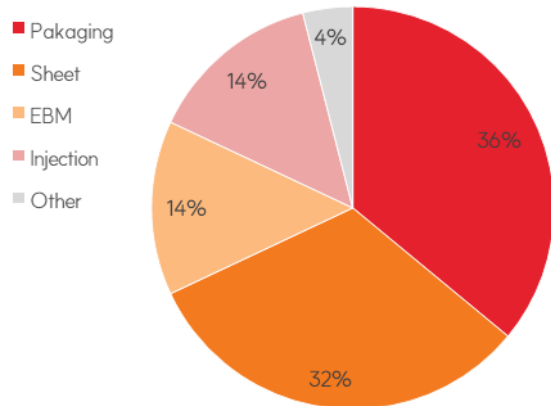
Copolyester 의 경쟁사로는 미국의 Eastman Chemical 이 대표적이다. Eastman Chemical 의 경우 PETG, PCTG 의 글로벌 M/S 60%를 점유하고 있다. SK 케미칼의 경우 상대적인 후발주자로 M/S 40%를 점유하고 있는 상황이다. 중국의 PETG 증설시도에도 불구하고 생산량은 1 만톤 미만인 것으로 추정된다. PET 대비 기술장벽이 높고, 스페셜티 제품인 만큼 요구 스펙을 조절하기 어렵기 때문이다. 여전히 글로벌 시장은 Eastman 과 SK 케미칼이 과점하고 있는 상황이며, 이에 따라 높은 수익성이 지속되고 있다.

Polymer 결정구조별 예시

구분	결정성(반결정성)	비결정성
고성능	PEK, LCP, PPS 등	PI, PES, PEI, PETG 등
엔지니어링	PET, PBT, PA, POM 등	PC, PS, MPPE, ABS 등
범용	PP, HDPE, LDPE, LLDPE 등	PS, SAN, PVC 등

자료: 학술자료, SK 증권

PETG 적용처별 비중



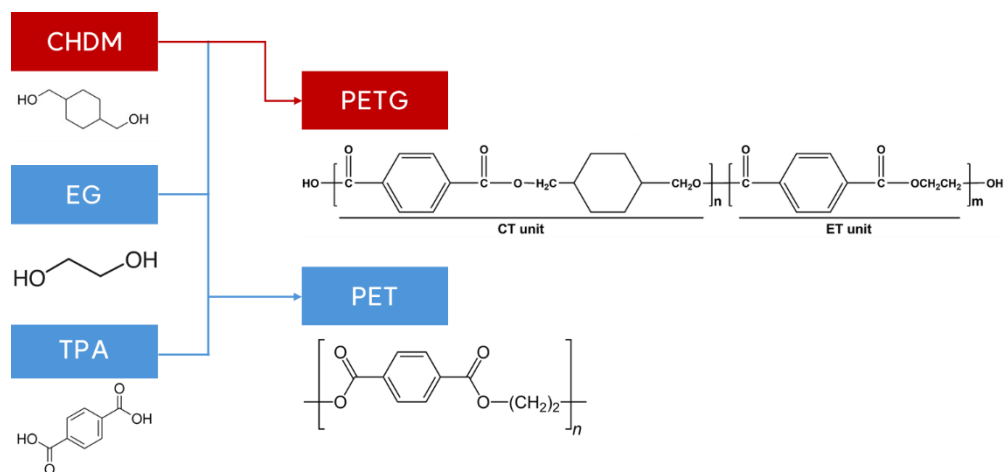
자료: 산업자료, SK 증권

PETG 적용처 예시

구분	예시
Sheet	건축용 보호 Sheet, Display 용, 산업용 부품 및 인테리어 소재
Packaging	전기 전자용 Packaging, 제약 및 의료용 Packaging, 식품용 용기
EBM	고급 화장품 용기, 유리대체용기,약품용기 등
Injection	Smart Card, 의료용 소재, 전지전자용 소재, 문구 및 완구 등

자료: 산업자료, SK 증권

PET 및 PETG 단량체 구성



자료: 학술자료, SK 증권

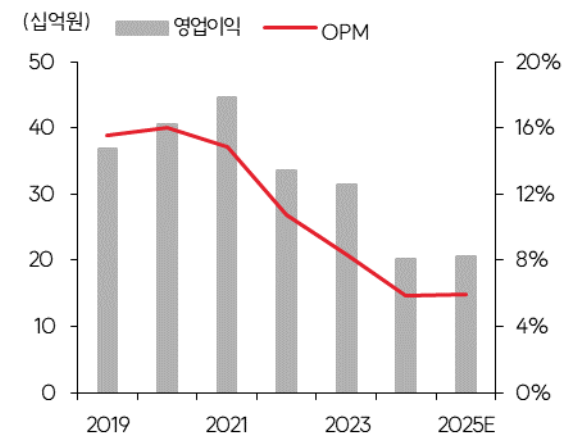
(2) 사업부문: Life Science

자체 Pharma 사업과 SKBS
연결실적, 자체 Pharma 사업은
상품 매출 중심 변화

SK 케미칼의 Life Science 사업부문은 자체 Pharma 사업과 SK 바이오사이언스 자회사 실적으로 구분된다. 자체 Pharma 사업은 자체 파이프라인을 통한 제품판매, 도입약품 상품판매로 구분되며 23년 매출비중 중 제품 매출이 64%를 차지한다. 21년 이전 Pharma 사업의 영업이익률은 15%에 달했다. 자체 파이프라인 확대와 제품 판매 성장에 따라 높은 이익률이 지속됐었는데, 23년 연간 OPM은 8.4%로 하락했으며, 24년 추가적인 하락이 예상된다. 핵심은 실적악화가 아닌 사업 포트폴리오 변화다. 기존 R&D를 통한 파이프라인 확대, 제품 판매 확대를 지속해왔다면, 라이선스 도입, 상품 판매 확대를 통한 안정적인 이익체력 확보로의 변화가 지속 중이다. 이에 따라, 향후 Pharma 부문의 OPM은 감소하는 것처럼 보일 수 있지만, 외형은 지속적으로 성장할 것으로 예상되며, 안정적인 이익 기반이 될 것으로 전망된다.

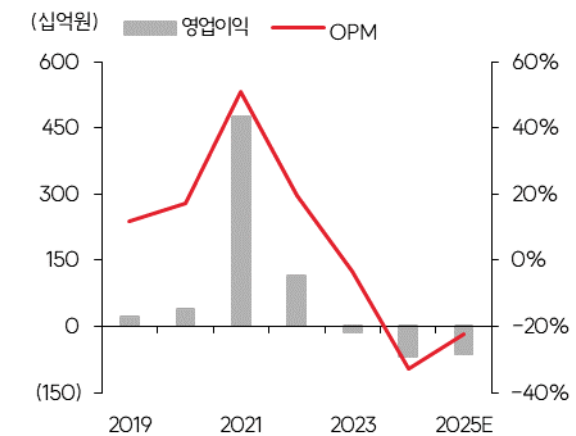
SK 바이오사이언스의 경우 백신 개발 및 판매를 주력 사업으로 지속 중이다. 코로나 19 이후 백신판매 축소로 인한 매출 감소, R&D 비용 상승에 따른 적자를 지속 중인 상황이며, 24년 적자 지속할 전망이다.

Pharma 사업부문 영업이익 추이 및 전망



자료: SK 케미칼, SK 증권

SK 바이오사이언스 영업이익 추이 및 전망



자료: FnGuide, SK 케미칼, SK 증권
주: 추정치는 컨센서스 기준

SK 케미칼 Pharma 사업 현황

Life Science - Pharma 사업 현황

주요 제품군



강점 및 성장 전략

국내 최고수준의 마케팅 및 파트너십



전략적 협업을 통한 신약개발

- Open Innovation
- CMO · CDMO



AI를 활용한 신약 탐색 플랫폼 구축

- 실패 비용 최소화 및 신규 파이프라인 확대
- 기존 AI 업체와 비슷한 수준의 분석 역량 확보



벤처 투자 및 외부 과제 도입

- 유망 벤처 투자 및 파이프라인 확보, 신규 사업영역 탐색
- 도입 파이프라인 개발 및 투자수익 창출

자료: SK 케미칼, SK 증권

SK 바이오사이언스 Pipeline 현황

		기초연구/전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	상업화
● Premium						
● 기초백신						
● 코로나/Pandemic 대응						
차세대 폐렴구균 백신 21가	sanofi	✓			✓ 글로벌	
RSV		✓				
재조합 대상포진		✓				
자궁경부암 백신 10가	Sunflower	✓				
차별화 독감 백신		✓				
폐렴구균 백신 13가						✓
SKYCellflut(3가 독감)						✓
SKYCellflut(4가 독감)						✓
SKYZoster(대상포진)						✓
SKYVaricella(수두)						✓
SKYTyphoid(장티푸스)	International Vaccine Institute, Bill & Melinda Gates Foundation					✓ WHO PQ 획득
자궁경부암 백신 4가	Sunflower		✓ 임상 1/2 상			
로타바이러스 백신			✓			
일본뇌염 백신 mRNA	CEPI	✓				
A형 간염, 기타 등		✓				
SKYCovione (코로나 19 백신)	CEPI, Bill & Melinda Gates Foundation					✓ 국내: 품목허가 획득 해외: MHRAMA/WHO EUL 획득
범용 코로나 백신 (Sarbecovirus)	CEPI, Protein Design	✓				
라싸열 백신 mRNA	CEPI	✓				
Nasal Spray	Protein Design, Bill & Melinda Gates Foundation, LVA	✓				

자료: SK 케미칼, SK 증권

3. 투자포인트

(1) 화장품용 Copolyester 출하 확대: 기존 수요 + 대체 수요

화장품 수요 개선에 따라
Copolyester 출하량은 2Q24 성장
지속할 것

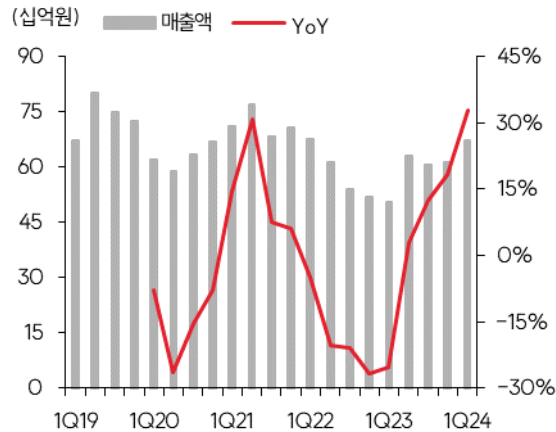
SK 케미칼의 Copolyester (PETG 등) 매출비중 중 30% 수준이 화장품용으로 추정된다. 또한, 국내 화장품 Bottle 용 PETG의 90%는 SK 케미칼이 공급하고 있는 상황이다. 높은 화학 저항성과 투명성, 가공성을 갖는 PETG 특성상 화장품 용기에 적합하며, 특히, 투명 화장품 용기에 가장 대표적으로 적용된다. SK 케미칼은 국내 화장품 용기업체 연우, 펌텍코리아, 우성플라텍 등에 PETG 소재를 납품 중인 상황이며, 최근 화장품 수요 급증에 따라 용기 수요도 함께 성장중인 상황이고, PETG 수요 역시 성장하고 있다.

SK 케미칼의 1Q24 Copolyester 출하량은 +13% YoY를 기록했을 것으로 추정된다. 한편, 대표적인 화장품 용기 업체인 연우와 펌텍코리아의 매출액은 1Q24 각각 +32.8%, +18.6% YoY를 기록했다. 화장품 용기 중 투명 화장품 용기에 선택적으로 사용되는 PETG 특성상 용기 업체 대비 출하량 증가폭은 상대적으로 적지만, 화장품 용기의 출하량 성장에 따라 SK 케미칼의 Copolyester 판매량은 23년대비 개선될 것으로 예상된다. 2Q24 SK 케미칼의 Green Chemical 매출액은 +6.3% QoQ를 기록할 것으로 예상되며, 출하량 성장은 지속될 전망이다.

EU의 화장품 용기 소재 규정
시행에 따라 대체수요 발생

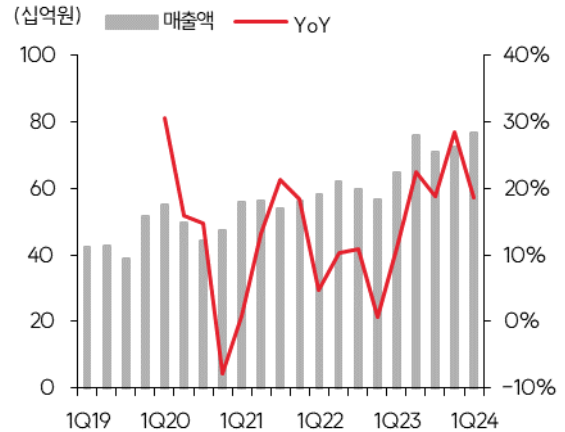
또한, EU는 25년 1월부터 Styrene/Acrylate 수지에 대한 화장품 용기 적용을 금지했다. 기존 Styrene 수지의 화장품 용기 사용시 독성학적 위험과 인체 안정성 저해 등을 근거로 적용을 금지한 것인데, 이에 따라 기존 ABS 수지의 화장품 용기 적용이 금지되며 대체 수요가 발생할 것으로 예상된다. ABS의 내화학적 특성, 강도, 가공성 등의 특징과 유사한 PETG 소재는 기존 용기에 사용되고 있는 ABS 소재를 대체할 수 있을 전망이다. 현재 화장품 용기 소재 비중 중 66%가 PP+PE, 20%가 ABS인 점과 유럽 지역의 화장품 용기 M/S가 21% 정도인 점을 고려하면 대체 수요는 3만톤이상 발생할 것으로 예상되는 상황이다.

연우 분기별 매출액 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

펄텍코리아 분기별 매출액 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

화장품 용기 PETG 적용 사례

Nature Curve Heavy Blow

Packaging Blow Bottle, Single Bottle, Family Series, Nature Curve

Market Toner, Emulsion

Volume 50ml

Dosage 0.20cc

Tag #Toner #Emulsion #Cosmeceutical

Part Material Cap: PETG / Actuator: PP/METAL / Pump Body: PP/PETG
Inner Bottle: PP / Outer Bottle: PETG / Base: PETG

Description • 일반적인 직선 디자인에서 벗어나, 자연의 곡선 형태를 따온 시리즈

Soft Body Blow

Packaging Blow Bottle, Single Bottle, Family Series, Soft Body

Market Toner, Emulsion

Volume 130, 200ml

Dosage 0.20cc

Tag #Toner #Emulsion #Cosmeceutical

Part Material Cap: PETG / Actuator: PP/METAL
Pump Body: PP / Outer Bottle: PETG

Description • 한국의 도자기 외형에서 착안한 소프트한 커브 디자인
• 심플하고 간결하지만 심미성을 갖춘 연우의 스테디셀러 시리즈

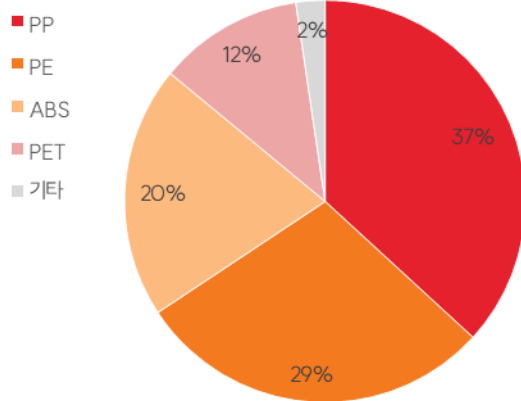
자료: 연우, SK 증권

ABS와 PETG 특성 비교

	ABS	PETG	PLA
강도	높음	높음	중간
내열성	높음	중간	낮음
내화학성	높음	높음	중간
가공성	낮음	중간	높음
가격	낮음	높음	높음
인체적합성	낮음	높음	높음

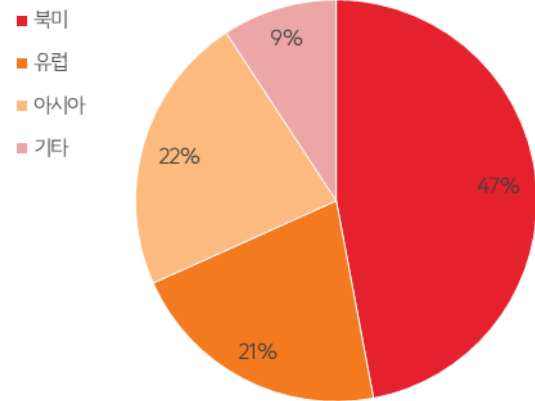
자료: 학술자료, SK 증권

화장품 용기 소재 비중



자료: 산업자료, SK 증권

화장품 용기 지역별 시장점유율



자료: 산업자료, SK 증권

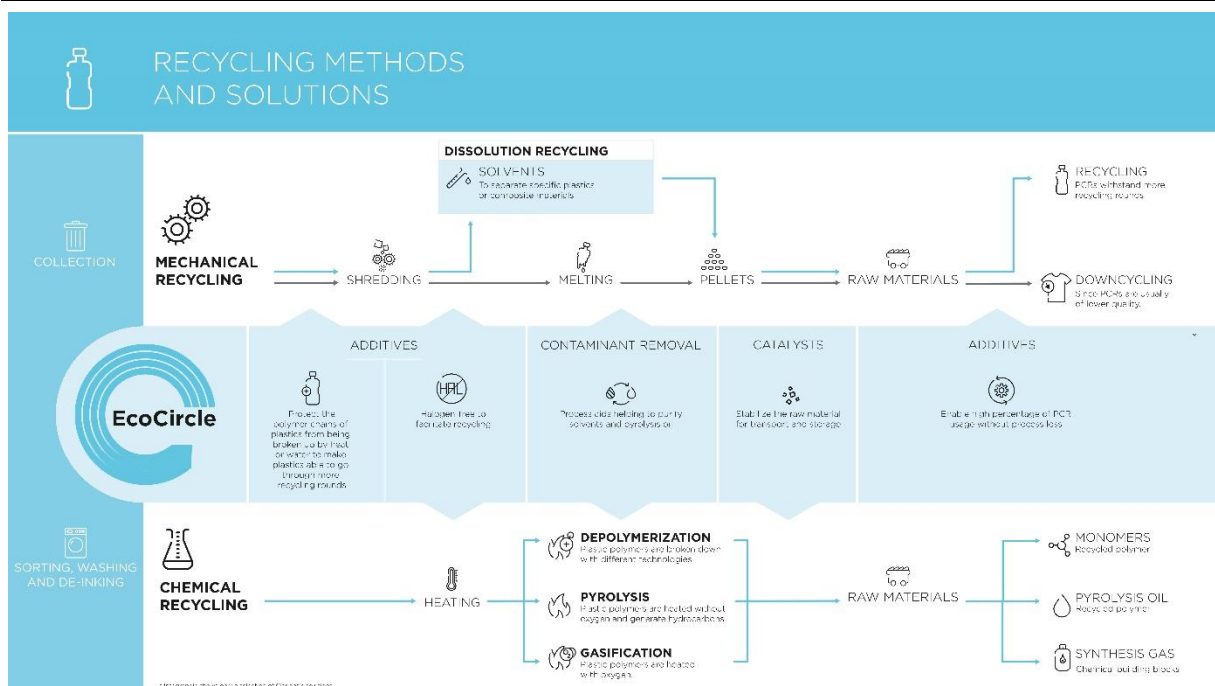
(2) PET 해중합의 선두주자

리사이클링 방식은 물리적/화학적
재활용으로 크게 구분

Polymer 리사이클링 방식은 소각 또는 연료로 활용해 에너지를 재활용하는 방식 이외에 크게 물리적, 화학적 방식으로 나뉜다. 물리적방식의 경우 기존 플라스틱을 분류, 파쇄 및 가공하여 재생 플라스틱 Pellet 상태로 전환해 재활용하는 방식을 뜻한다. 최초 생산된 원료와 재생 원료를 혼합해 재활용 Polymer 를 생산하는 방식이다. 물리적방식의 경우 Polymer 의 구성이 다양하고, 분류 과정이 까다로우며 경제성이 낮다는 특성으로 인해 제한적이다. 불순물 제거와 분류 과정 등이 까다롭다는 특성으로 인해 초기 원료대비 품질이 낮고, 생산된 제품의 스펙 또한 저하되기 때문에 건축 자재 등에 재활용된다. 하지만, 화학적 재활용에 비해 공정이 단순하고, 단순 소각/매립대비 자원순환이라는 이점은 명확하기 때문에 국내, 유럽 등 지역에서 가장 높은 비중을 차지하고 있다.

EU 지역의 경우 22 년 물리적 재활용 방식을 통해 생산된 재활용 PET 가 1.4 만톤으로 전체 회수된 5 만톤 중 28%에 달한다. 소각 등 열원으로 재활용하는 비중을 고려하면 여전히 리사이클링 방식 중 대부분을 차지한다. 국내의 경우에도 열회수 방식을 제외하면 27% 수준이 물리적 재활용방식이다.

플라스틱 Recycling 개요



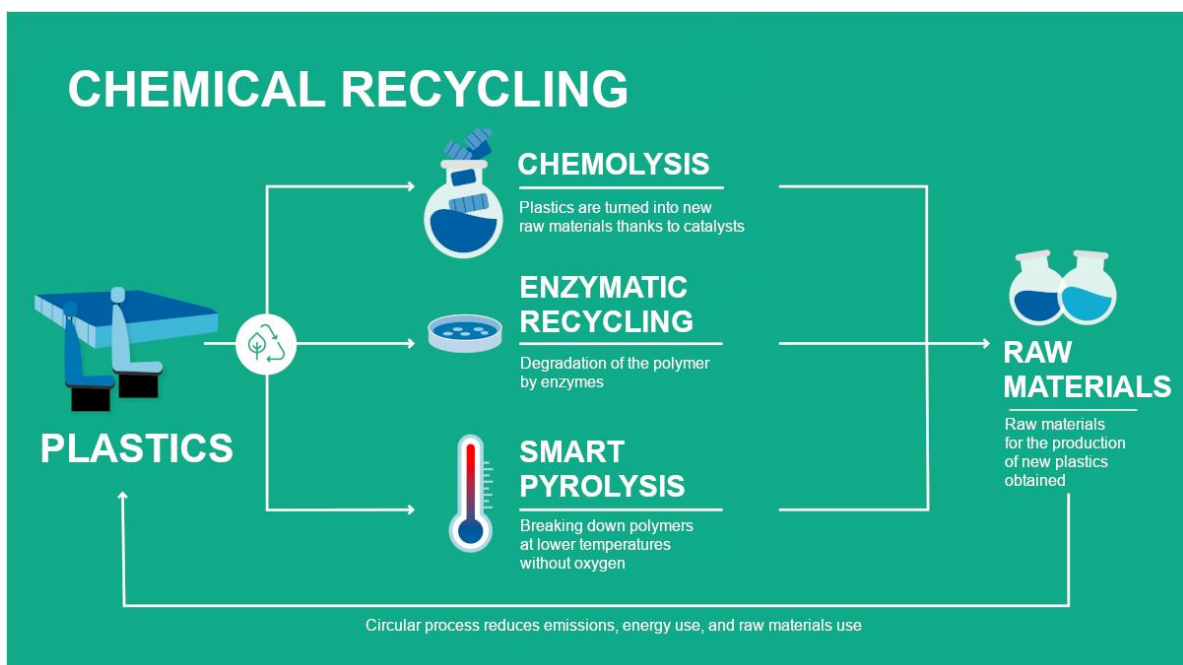
자료: Clariant, SK 증권

하지만, 물리적 재활용 방식은
한계가 명확. 결국 화학적
재활용으로 전환이 필요

글로벌 시장의 90%를 차지하고 있는 물리적 재활용 방식의 한계가 명확하고, 각국의 재활용 소재 의무화 정책의 발전에 따라 화학적 재활용(CR) 방식으로의 전환이 이루어지고 있다. 화학적 재활용 방식은 크게 열분해와 해중합(Depolymerization)으로 나뉜다.

열분해의 경우 단순히 말해 플라스틱을 녹여 액체상태의 연료를 만드는 것을 말한다. 기존 플라스틱이 석유에서 유래한 단량체 탄화수소의 중합반응을 통해 만들어진 소재인데, 이를 다시 열을 가해 분해하여 연료로 활용하는 것이다. 기존 열분해 방식으로 생산된 연료는 경유, 중유로 활용됐던 점과 대조적으로 최근에는 열분해유를 정제하여 등유, 납사 등 경질유분을 생산하는 기술 등이 도입되고 있다. 보다 친환경적이고 고부가 제품을 생산하는 방식으로의 전환인데, 석유 정제 과정과 마찬가지로 반복적인 증류, 정제 과정과 촉매반응을 적용해 납사 등을 생산한다. SK 지오센트릭, 롯데케미칼, SK 케미칼 등 국내 정유 및 석유화학 업체들이 열분해유 생산, 정제에 투자를 지속하고 있다.

화학적 재활용 개요



자료: 언론자료, SK 증권

SK 케미칼은 PET 해중합의
선두주자, Capa 증설 및 Feed
확보 계획 지속

해중합의 경우 Polymer 를 다시 단량체(Monomer)로 되돌리는 방식이다. 열화학반응을 통해 화학결합을 다시 분해해 원료로 재활용한다. 가장 탄소배출이 적지만, 공정 및 반응제어가 어렵고 선택적 해중합이 제한돼 PET, PA 등 일부 소재에만 적용 가능한 상황이다. 하지만, 플라스틱 재활용의 궁극적인 목적이 순환경제의 달성인 상황에서 해중합에 대한 기술개발은 지속적으로 진행 중이다.

SK 케미칼의 순환재활용 사업은 PET 해중합의 일종이다. PET 또는 Copolyester 를 화학적으로 분해(Glycolysis 방식)하여 Recycled BHET(Bis(2-Hydroxyethyl) terephthalate)를 생산해 r-PET, r-Copolyester 를 생산하는데 적용한다. SK 케미칼은 재활용 소재 생산역량 강화를 위해 Feedstock 확보와 고객사 확보를 진행 중이다. Feedstock 확보를 위해 SK 케미칼 Shantou(중국 법인)를 설립했으며, 원료 확보를 위한 Shuye(중국)사 인수를 완료했다. 고객사 확보를 위해 기존 Copolyester 고객사와의 MOU 체결 등을 진행 중이며, Copolyester 외 cr-PET 확대를 위한 소비자, 내구재 업체들과의 파트너십도 확대 중이다. SK 케미칼은 2Q24 r-BHET 설비에 대한 개선을 진행했으며, 24 년 안정화를 목표로 진행 중이다. 향후 r-BHET Capa7만톤을 목표로 증설을 추진할 계획이며, 본격적인 사업 진행은 27년 전후가 될 것으로 예상된다.

SK 케미칼 재활용소재 고객사 현황

구분	고객사	용도	시점(상용화 또는 개발)
Copolyester	우성플라텍	화장품 용기	21.06
	연우	화장품 용기	23.03
	코스맥스	화장품 용기	23.04
	KNK	칫솔 소재	23.04
	Estee Lauder	화장품 용기	23.10
	Pacur	의료용 패키징	24.02
PET	삼다수	생수병	22.01
	아트임팩트-프로젝트 1907	섬유/원단	23.03
	오투기	소스용기	23.06
	소노프레스	음반	23.10
	효성첨단소재 / 한국타이어	PET T/C, 타이어	24.03

자료: 학술자료, SK 증권

**선제적 투자는 향후 시장 개화시
Re-rating 요인으로 작용할 것**

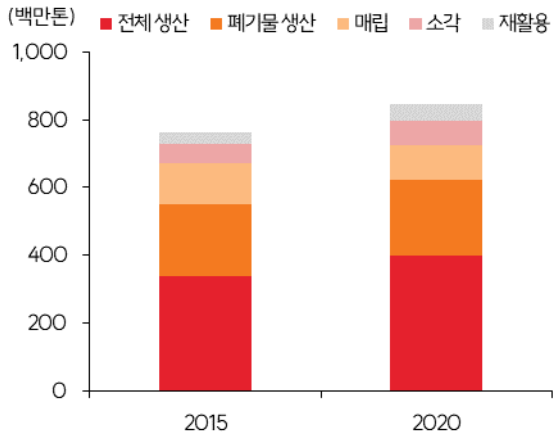
SK 케미칼의 선제적 리사이클링 투자는 향후 시장 개화에 따라 Re-rating 요소로 작용할 수 있을 전망이다. 단기적인 시장의 급성장은 어렵겠지만, 점진적인 성장은 지속될 것으로 예상된다. ESG 트렌드의 관심이 점차 낮아지고 있음에도 불구하고, 플라스틱 재활용에 대한 의무 규제는 지속되고 있다. 또한, 정책에 맞춰 브랜드 역시 재활용 플라스틱의 적용을 확대해 나갈 계획이다. 본격적인 시장의 성장은 25 년이 후가 될 전망이다.

규제에 가장 앞장서고 있는 지역은 유럽 지역이다. EU 는 25 년이후 PET Bottle 의 r-PET(Recycled PET) 함량을 최소 25%이상으로 규정했으며, 30 년까지 모든 음료병에 대해 30%이상의 재활용 플라스틱 함량을 규정하고 있다. 또한, EU 는 ChemPET 프로젝트 투자를 통해 cr-PET(Chemically Recycled PET) 기술 연구를 지속 중이다. 기존 물리적 재활용의 한계가 명확해짐에 따라 화학적 재활용을 통해 고품질의 PET 를 생산하기 위함이다. 미국지역의 경우 코로나 19 이후 재활용 플라스틱에 대한 의무규정을 주 별로 시행 중이다. 캘리포니아 주의 경우 25 년까지 플라스틱 병에 대한 재활용 플라스틱 함량 25%를 규정하고 있고, 30 년까지 50%로 확대할 계획이다. 워싱턴주의 경우 27 년까지 25%, 31년까지 50%로 점진적으로 의무 규정을 확대할 계획이며, 뉴저지주의 경우 플라스틱 음료병의 재활용 소재 함량 기준을 26 년까지 25%, 31년까지 50%로 확대할 계획이다. 오레곤주는 플라스틱 용기 제조자에게 재활용 의무를 규정하는 EPR(Extended Producer Responsibility) 규정을 시행 중이다. 국내의 경우 23 년 1만톤 이상 PET 생산업체에 대해 3%이상 재활용 소재 함량 의무규정을 적용했다. 또한, 글로벌 규제 트렌드에 맞춰 30 년 30%까지 확대해나갈 계획이다.

**단기적 성장은 어렵지만,
중장기적으로 규제와 소재전환
지속되며 M/S 확보 가능할 전망**

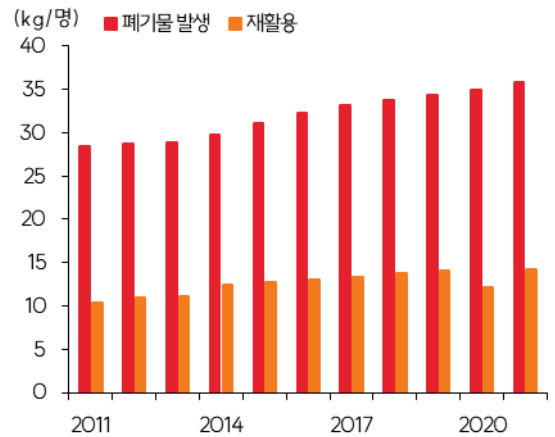
글로벌 규제에 따라 브랜드들의 재활용 소재 적용 확대 계획 역시 지속 중이다. 25~30 년을 목표로 재활용 소재 전환을 점진적으로 달성할 계획이다. Pepsi 의 경우 25 년까지 100% 재활용 소재 달성을 계획 중이며, 로레알, 에스티로더와 같은 화장품 업체 역시 자사 용기에 대한 재활용 소재 전환 계획 발표했다. 본격적인 시장 개화까지는 아직 시간이 더 걸릴 것으로 예상되나, 글로벌 규제의 지속, 브랜드들의 전환 계획이 지속됨에 따라 점진적인 수요 성장이 가능할 것으로 전망된다. 또한, 시장 개화시 SK 케미칼은 화학적 재활용 분야의 선두주자로서 M/S 를 확보할 것으로 전망된다.

플라스틱 폐기물 발생 및 처리 현황



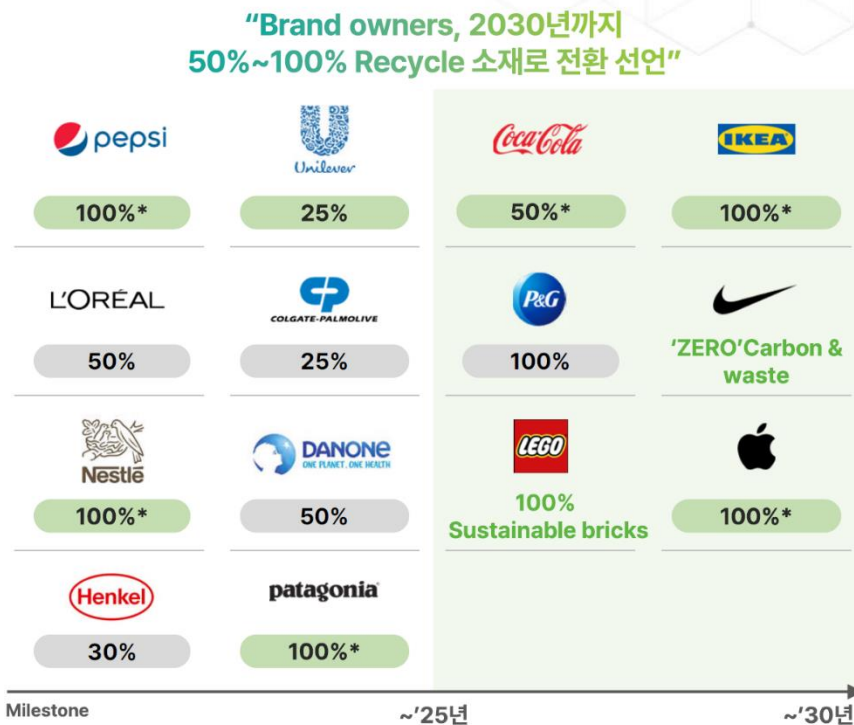
자료: 산업자료, SK 증권

EU 인구당 플라스틱 용기 폐기물 발생 및 재활용 현황



자료: 산업자료, SK 증권

브랜드별 재활용 소재 전환 계획



자료: SK 케미칼, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,784	2,519	2,204	2,233	1,883
현금및현금성자산	256	400	396	431	177
매출채권 및 기타채권	365	250	180	181	193
재고자산	349	483	377	380	404
비유동자산	1,172	1,427	1,954	2,092	2,506
장기금융자산	65	83	152	109	120
유형자산	999	1,193	1,602	1,808	2,198
무형자산	44	52	54	44	34
자산총계	3,956	3,946	4,159	4,325	4,389
유동부채	1,087	1,059	830	969	999
단기금융부채	224	552	464	607	614
매입채무 및 기타채무	381	146	188	259	276
단기충당부채	22	22	12	13	13
비유동부채	302	178	653	689	717
장기금융부채	264	175	646	682	710
장기매입채무 및 기타채무	2	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	6	6	6
부채총계	1,389	1,237	1,483	1,657	1,716
지배주주지분	2,054	2,147	2,119	2,113	2,114
자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	1,193	1,199	1,212	1,212	1,212
기타자본구성요소	-21	-22	-22	-22	-22
자기주식	-9	-9	-9	-9	-9
이익잉여금	781	869	867	856	857
비지배주주지분	513	562	557	555	559
자본총계	2,567	2,709	2,676	2,667	2,673
부채와자본총계	3,956	3,946	4,159	4,325	4,389

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동현금흐름	509	-187	146	149	192
당기순이익(손실)	269	231	48	-1	17
비현금성항목등	352	136	185	170	217
유형자산감가상각비	85	81	100	153	181
무형자산상각비	8	10	13	13	10
기타	259	44	72	4	26
운전자본감소(증가)	5	-360	-22	12	-13
매출채권및기타채권의감소(증가)	-38	-30	38	6	-12
재고자산의감소(증가)	-129	-178	53	11	-24
매입채무및기타채무의증가(감소)	86	-69	7	34	17
기타	-223	-380	-116	-44	-33
법인세납부	-107	-185	-51	-12	-4
투자활동현금흐름	-1,567	231	-510	-237	-471
금융자산의감소(증가)	-1,475	491	131	57	130
유형자산의감소(증가)	-139	-289	-389	-359	-571
무형자산의감소(증가)	-7	-11	-11	-3	0
기타	54	41	-242	67	-31
재무활동현금흐름	1,224	107	356	162	24
단기금융부채의증가(감소)	-196	260	-289	31	7
장기금융부채의증가(감소)	-32	-40	669	139	28
자본의증가(감소)	961	6	13	0	0
배당금지급	-26	-67	-30	-7	-11
기타	517	-52	-8	-0	0
현금의 증가(감소)	169	144	-11	35	-254
기초현금	87	256	407	396	431
기말현금	256	400	396	431	177
FCF	370	-475	-243	-209	-379

자료 : SK케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,090	1,829	1,749	1,640	1,807
매출원가	1,208	1,214	1,276	1,281	1,381
매출총이익	881	615	473	359	426
매출총이익률(%)	42.2	33.6	27.0	21.9	23.6
판매비와 관리비	326	385	390	345	392
영업이익	555	230	83	14	33
영업이익률(%)	26.6	12.6	4.8	0.8	1.8
비영업손익	-17	6	-31	-16	-12
순금융손익	-8	-8	-13	-22	-24
외환관련손익	-5	12	16	8	12
관계기업등 투자손익	2	-1	-3	-2	-2
세전계속사업이익	539	237	52	-2	21
세전계속사업이익률(%)	25.8	12.9	3.0	-0.1	1.2
계속사업법인세	168	5	5	-1	4
계속사업이익	371	231	48	-1	17
중단사업이익	-102	0	0	0	0
*법인세효과	-33	0	0	0	0
당기순이익	269	231	48	-1	17
순이익률(%)	12.9	12.7	2.7	-0.0	0.9
지배주주	168	191	40	2	12
지배주주귀속 순이익률(%)	8.0	10.5	2.3	0.1	0.7
비지배주주	101	40	8	-2	4
총포괄이익	268	246	-24	4	17
지배주주	169	203	-13	6	12
비지배주주	100	42	-11	-2	4
EBITDA	648	322	196	180	225

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	74.3	-12.5	-4.4	-6.2	10.2
영업이익	257.4	-58.5	-63.9	-83.6	144.7
세전계속사업이익	327.9	-56.1	-77.9	적전	확전
EBITDA	155.6	-50.3	-39.1	-8.3	24.8
EPS	202.8	-27.8	-79.2	-96.2	704.4
수익성 (%)					
ROA	8.8	5.9	1.2	-0.0	0.4
ROE	11.2	9.1	1.9	0.1	0.6
EBITDA마진	31.0	17.6	11.2	11.0	12.4
안정성 (%)					
유동비율	256.2	237.9	265.5	230.5	188.5
부채비율	54.1	45.7	55.4	62.1	64.2
순차입금/자기자본	-60.9	-37.0	-18.3	-12.7	3.3
EBITDA/이자비용(배)	61.1	20.8	6.1	5.2	6.5
배당성향	35.0	15.1	31.5	732.9	91.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,681	9,875	2,058	79	634
BPS	104,501	111,291	109,846	109,535	109,591
CFPS	13,225	14,597	7,886	8,667	10,511
주당 현금배당금	3,000	1,500	650	650	650
Valuation지표 (배)					
PER	10.9	7.4	32.7	611.2	76.0
PBR	1.4	0.7	0.6	0.4	0.4
PCR	11.3	5.0	8.5	5.6	4.6
EV/EBITDA	2.7	2.8	6.6	6.3	7.0
배당수익률	2.0	2.0	1.0	1.3	1.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.07.04	매수	66,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(김도현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 04일 기준)

매수	96.32%	중립	3.68%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------