SK케미칼 (285130)

BUY(Initiate)

목표주가 67,000원

주가(5/15) 53,700원

정유/화학 Analyst **김도현**
do.kim@kiwoom.com

SK케미칼에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 67,000원으로 신규분석을 개시합니다. 2025년 예상되는 본업(GC) 영업이익은 +42.1% YoY 성장이 가능할 전망입니다. 2024년 완료된 Monomer 증설효과와 2H25 설비개조 완료 이후 Mix 개선 효과 때문입니다. 관세 불확실성 확대에 따라 SK케미칼의 중국 M/S 확대가 예상되고, CR 전환 수요는 지속되고 있는 상황에서 실적 성장은 지속될 전망입니다.

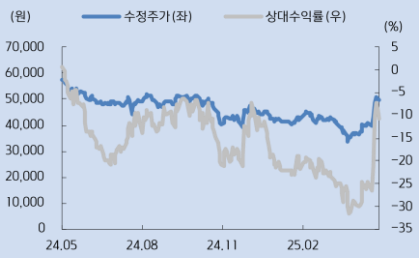
Stock Data

KOSPI (5/15)		2,621.36pt
시가총액		9,265억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	58,200원	33,800원
최고/최저가 대비 등락	-7.7%	58.9%
주가수익률	절대	상대
1M	47.5%	67.5%
6M	33.1%	49.2%
1Y	-7.4%	18.3%

Company Data

발행주식수		17,254천주
일평균 거래량(3M)		44천주
외국인 지분율		11.6%
배당수익률(25.E)		2.3%
BPS(25.E)		115,788원
주요 주주	SK디스커버리 외 8 인	42.7%

Price Trend



중국 M/S 확대와 GC 증익

>>> 견조한 본업, 업사이드 유효

SK케미칼에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 67,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. SOTP 방식으로 목표주가를 산출했으며, SK바이오사이언스는 1M 평균 시가총액에 70% 할인율을 적용했다. 2025E 예상되는 본업 GC(Green Chemical) EBITDA는 2,307억원이다. 또한, Eastman Chemical의 12MF EV/EBITDA는 7.7배가 예상되는 점을 고려할 때, 업사이드는 유효하다는 판단이다. 관세 불확실성 확대 이후 Eastman의 아시아 M/S는 축소되고 있고, 유럽 대체수요 유입으로 SK케미칼의 M/S는 확대될 수 있을 전망이다. Copolyester M/S확대는 Eastman Chemical 대비 할인 축소 요인으로 작용할 수 있을 전망이다.

>>> 중국 M/S 확대와 CR 전환 수요 성장

SK케미칼의 2025E 본업 GC 영업이익은 1,689억원(+42.1% YoY)이 예상된다. 2024년 Monomer 증설에 따른 판매확대 지속과 2H25 #2 설비의 고부가 제품 전용생산라인 개조가 완료되며 Mix 개선이 가능할 것으로 예상되기 때문이다. 또한, 관세 불확실성 확대에 따라 Eastman은 최근 중국 수출의 어려움에 대해 언급한 적 있으며, 중국내 Tritan 공급 감소는 SK케미칼의 M/S 확대가 가능한 요인이다. 2025년 Copolyester 전방시장인 가전/화장품 시장 수요 역시 회복이 지속되고 있는 점도 긍정적이다. 한편, CR-Copolyester 판매확대도 긍정적이다. 매출비중은 지속 상승 중인 상황이며, 브랜드의 소재전환 수요는 점진적으로 성장 중이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,829.2	1,748.8	1,736.8	2,203.1	2,281.1
영업이익	230.5	83.3	-45.2	52.4	104.4
EBITDA	321.9	196.2	90.4	287.7	340.1
세전이익	236.7	52.4	-27.4	76.5	180.9
순이익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
지배주주지분순이익	191.3	39.9	8.8	52.6	122.1
EPS(원)	9,736	2,058	456	2,715	6,306
증감률(%,YoY)	14.3	-78.9	-77.8	495.0	132.2
PER(배)	7.5	32.7	97.1	13.6	5.9
PBR(배)	0.66	0.62	0.39	0.32	0.30
EV/EBITDA(배)	2.8	6.6	21.1	6.2	5.1
영업이익률(%)	12.6	4.8	-2.6	2.4	4.6
ROE(%)	9.1	1.9	0.4	2.4	5.3
순차입금비율(%)	-36.6	-18.3	8.7	8.6	5.9

자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

>>> Valuation

SK케미칼에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 67,000원을 제시한다. SOTP 방식으로 적정주가를 산출했으며, 2025E EBITDA에 Peer Group Multiple을 적용했다. SK바이오사이언스의 경우 1M 평균 시가총액을 사용, 보유지분가치를 산정한 후 70%할인을 적용했다. 본업 GC의 Target Multiple로는 Eastman Chemical의 12MF EV/EBITDA를 30%할인해 적용했다.

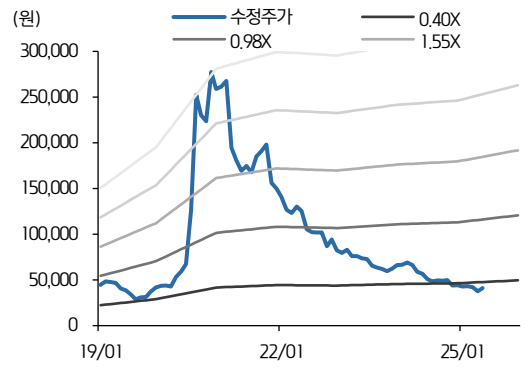
SK케미칼의 2025E Green Chemical EBITDA는 2,307억원이 예상된다. 2024년 완료된 Monomer 증설효과에 따른 판매량 증가와 #2 고부가설비 개조 완료에 따른 Mix 개선으로 +42.1% YoY의 연간 영업이익 성장이 예상되기 때문이다. 한편, 미-중 불확실성 확대에 따라 Eastman Chemical의 중국내 M/S는 축소, 반사적으로 SK케미칼의 M/S는 확대될 수 있는 상황이며, 중국내 고객사들 역시 대체수요처 확보를 지속 중이다. 이는, 향후 Eastman Chemical 대비 할인율 축소 요인으로 작용할 수 있다는 판단이다. CR 제품수요 역시 점진적으로 성장하고 있는 점이 확인되고 있고, SK케미칼은 이에 대응해 CR 설비 투자를 확대하고 있는 만큼 향후 판매량은 점진적 성장이 예상된다.

SK케미칼 목표주가 산정 Table

구분	25E EBITDA (십억원)	적용 Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
Green Chemical	230.7	5.5	1,275.6	Eastman 12MF Multiple 할인 적용
Pharma	31.3	8.9	279.9	국내 제약사 Peer Group 평균
SKBS	-	-	630.7	SKBS 1M 평균 시가총액 / 70% 할인
영업가치(십억원)		**2,186.2**		
투자자산(십억원)		76.1		
순차입금(십억원)		275.2		
비지배주주지분(십억원)		839.0		
적정가치(십억원)		1,148.1		
발행주식수(천주)		17,253.8		
적정주가(원)		66,542		
T.P(원)		**67,000**		
Upside(%)		24.8		

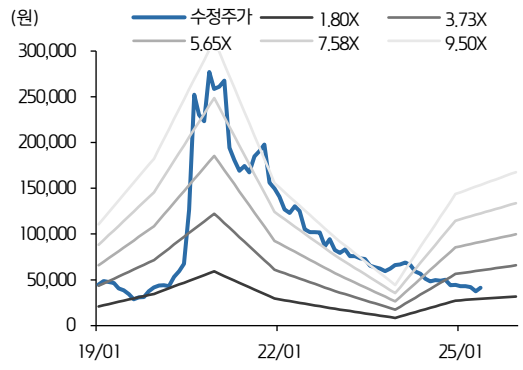
자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 P/B Band Chart



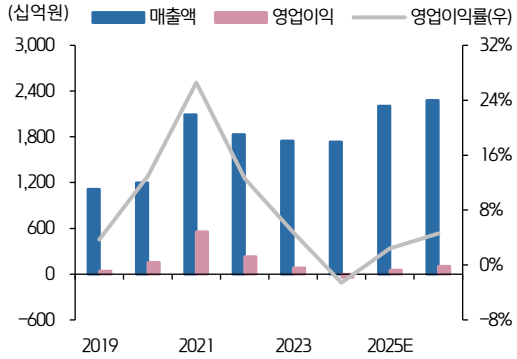
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 EV/EBITDA Band Chart



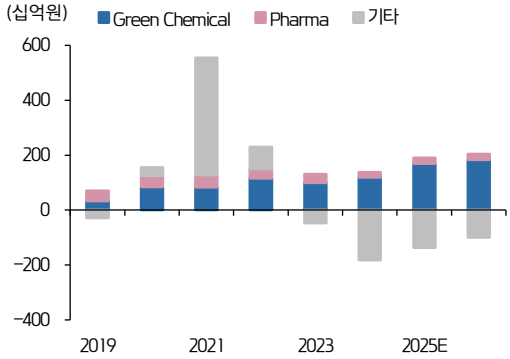
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 연간 실적 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 부문별 이익 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 실적추정 Table

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	**381.0**	**413.9**	**426.3**	**514.3**	**536.6**	**531.5**	**581.0**	**554.1**	**1,735.5**	**2,203.1**	**2,281.1**
Green Chemical	222.2	250.2	229.4	208.1	232.0	229.3	239.7	236.8	909.9	937.8	935.8
Pharma	86.4	80.5	84.3	106.1	97.3	103.0	113.8	111.4	357.3	425.6	442.5
기타	72.4	83.2	112.6	200.1	207.3	199.1	227.5	205.9	468.3	839.8	902.8
YoY(%)	4.5%	11.5%	-26.7%	19.2%	40.9%	28.4%	36.3%	7.7%	-0.8%	26.9%	3.5%
QoQ(%)	-11.7%	8.6%	3.0%	20.6%	4.3%	-1.0%	9.3%	-4.6%	-	-	-
영업이익(십억원)	**-12.7**	**8.9**	**-12.5**	**-28.5**	**24.3**	**5.8**	**12.2**	**10.1**	**-44.8**	**52.4**	**104.4**
Green Chemical	20.5	37.0	31.5	29.9	45.5	39.8	42.5	41.1	118.9	168.9	182.9
Pharma	4.2	3.8	5.3	5.9	5.5	5.1	5.2	5.2	19.2	21.0	21.3
기타	-37.4	-31.9	-49.3	-64.3	-26.7	-39.1	-35.6	-36.1	-182.9	-137.6	-99.8
YoY(%)	적전	흑전	적전	적전	흑전	-34.9%	흑전	흑전	적전	흑전	99.2%
QoQ(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전	-76.1%	110.1%	-16.8%	-	-	-
영업이익률(%)	**-3.3%**	**2.2%**	**-2.9%**	**-5.5%**	**4.5%**	**1.1%**	**2.1%**	**1.8%**	**-2.6%**	**2.4%**	**4.6%**
Green Chemical	9.2%	14.8%	13.7%	14.4%	19.6%	17.4%	17.7%	17.4%	13.1%	18.0%	19.5%
Pharma	4.9%	4.7%	6.3%	5.6%	5.7%	5.0%	4.6%	4.6%	5.4%	4.9%	4.8%
기타	-51.6%	-38.3%	-43.8%	-32.1%	-12.9%	-19.7%	-15.6%	-17.5%	-39.1%	-16.4%	-11.1%
순이익(십억원)	**-8.4**	**5.1**	**-11.0**	**9.9**	**15.2**	**-0.5**	**5.9**	**32.1**	**-4.4**	**52.7**	**140.5**
지배주주	-4.1	8.6	-3.9	8.2	20.0	-0.4	5.1	27.9	8.8	52.6	122.1
순이익률(%)	-2.2%	1.2%	-2.6%	1.9%	2.8%	-0.1%	1.0%	5.8%	-0.3%	2.4%	6.2%

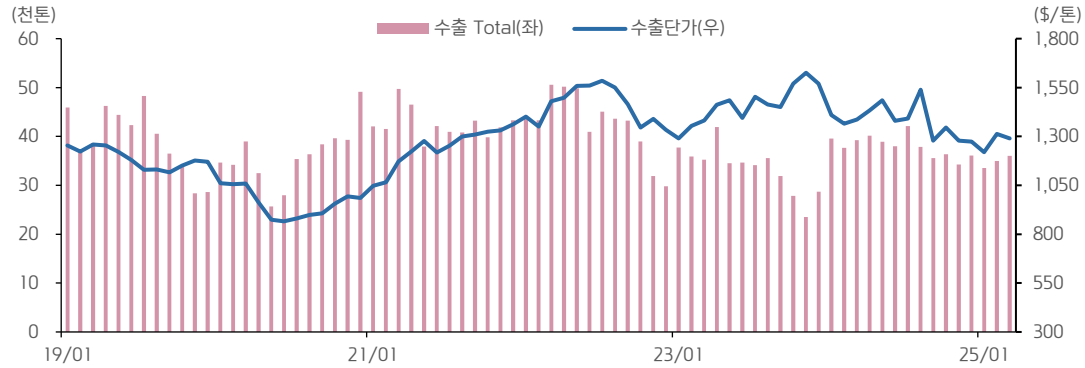
자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	신규	신규	2,203.1	2,281.1	2,106.8	2,228.4	+4.6%	+2.4%
영업이익(십억원)	신규	신규	52.4	104.4	16.6	74.4	+215.8%	+40.4%
순이익(지배, 십억원)	신규	신규	52.6	122.1	17.9	63.6	+193.8%	+92.2%

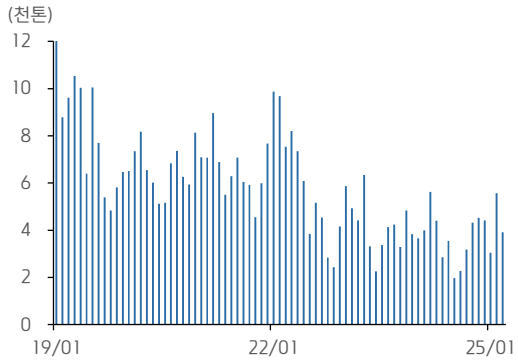
자료: SK케미칼, FnGuide, 키움증권 리서치센터

Copolyester 수출량 및 수출단가 추이



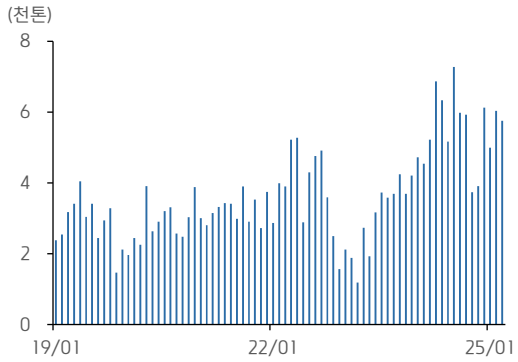
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

유럽향 Copolyester 수출 추이



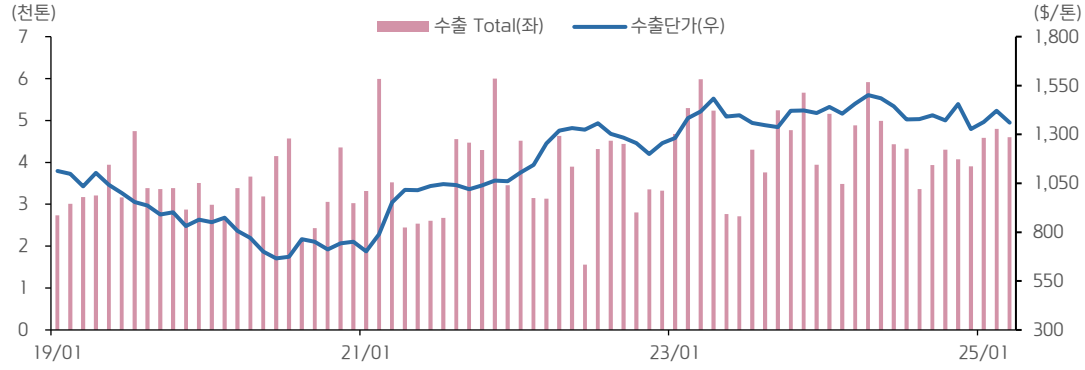
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

북미향 Copolyester 수출 추이



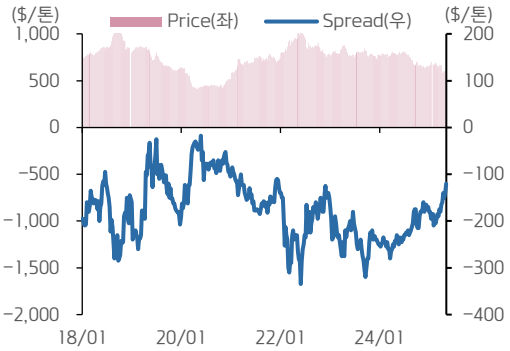
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

DMT 수출량 및 수출단가 추이



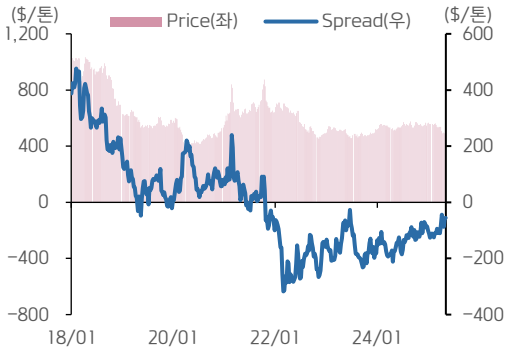
자료: 관세청, 키움증권 리서치센터
주: HsCode 분류 기준

PTA 가격 및 Spread 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치센터

MEG 가격 및 Spread 추이



자료: Cischem, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,829.2	1,748.8	1,736.8	2,203.1	2,281.1
매출원가	1,214.1	1,275.8	1,340.8	1,619.0	1,611.2
매출총이익	615.1	472.9	396.0	584.1	669.9
판관비	384.6	389.6	441.2	531.7	565.5
영업이익	230.5	83.3	-45.2	52.4	104.4
EBITDA	321.9	196.2	90.4	287.7	340.1
영업외손익	6.2	-30.9	17.7	24.1	76.5
이자수익	7.3	19.4	17.9	17.0	17.8
이자비용	15.5	32.0	41.4	43.8	41.4
외환관련이익	75.1	46.8	36.6	41.7	39.2
외환관련손실	62.8	31.3	24.5	27.9	26.2
종속 및 관계기업손익	-0.8	-2.9	-0.8	-1.7	-1.4
기타	2.9	-30.9	29.9	38.8	88.5
법인세차감전이익	236.7	52.4	-27.4	76.5	180.9
법인세비용	5.2	4.6	-23.1	17.2	40.4
계속사업순손익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
당기순이익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
지배주주순이익	191.3	39.9	8.8	52.6	122.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-12.5	-4.4	-0.7	26.8	3.5
영업이익 증감율	-58.5	-63.9	-154.3	-215.9	99.2
EBITDA 증감율	-50.3	-39.0	-53.9	218.3	18.2
지배주주순이익 증감율	13.8	-79.1	-77.9	497.7	132.1
EPS 증감율	14.3	-78.9	-77.8	495.0	132.2
매출총이익율(%)	33.6	27.0	22.8	26.5	29.4
영업이익률(%)	12.6	4.8	-2.6	2.4	4.6
EBITDA Margin(%)	17.6	11.2	5.2	13.1	14.9
지배주주순이익률(%)	10.5	2.3	0.5	2.4	5.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	2,518.7	2,204.4	2,385.8	2,293.2	2,404.2
현금 및 현금성자산	400.0	396.0	542.3	484.3	492.9
단기금융자산	1,319.7	1,204.4	851.6	877.1	912.2
매출채권 및 기타채권	249.9	180.0	368.5	304.5	336.3
재고자산	482.8	376.9	565.5	568.2	603.2
기타유동자산	66.3	47.1	57.9	59.1	59.6
비유동자산	1,427.0	1,954.3	2,981.3	3,004.6	3,101.7
투자자산	52.8	114.0	96.2	94.7	93.3
유형자산	1,193.1	1,601.6	2,459.2	2,533.8	2,636.7
무형자산	51.8	54.2	163.0	138.7	118.7
기타비유동자산	129.3	184.5	262.9	237.4	253.0
자산총계	3,945.7	4,158.8	5,367.0	5,297.9	5,506.0
유동부채	1,058.8	830.2	983.2	951.5	981.7
매입채무 및 기타채무	236.9	257.2	316.6	289.9	325.2
단기금융부채	551.8	463.8	438.3	430.9	423.6
기타유동부채	270.1	109.2	228.3	230.7	232.9
비유동부채	178.0	652.8	1,350.8	1,264.7	1,271.9
장기금융부채	175.1	646.1	1,219.9	1,195.7	1,171.9
기타비유동부채	2.9	6.7	130.9	69.0	100.0
부채총계	1,236.8	1,483.0	2,334.1	2,216.2	2,253.6
지배지분	2,146.7	2,118.7	2,200.7	2,242.7	2,395.0
자본금	98.8	98.8	98.8	98.8	98.8
자본잉여금	1,199.0	1,212.4	1,240.1	1,240.1	1,240.1
기타자본	-21.6	-21.6	-21.6	-21.6	-21.6
기타포괄손익누계액	1.9	-37.4	22.4	31.6	81.5
이익잉여금	868.6	866.5	861.0	893.8	996.1
비지배지분	562.2	557.1	832.3	839.0	857.4
자본총계	2,708.9	2,675.8	3,033.0	3,081.7	3,252.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-186.5	146.1	-89.3	101.0	208.3
당기순이익	231.5	47.8	-4.4	59.3	140.5
비현금항목의 가감	135.9	184.6	23.4	109.2	129.3
유형자산감가상각비	81.2	100.0	118.6	205.7	211.6
무형자산감가상각비	10.3	12.8	16.9	29.6	24.1
지분법평가손익	-1.3	-2.9	-1.0	0.9	0.6
기타	45.7	74.7	-111.1	-127.0	-107.0
영업활동자산부채증감	-359.7	-21.8	-70.4	-24.6	1.2
매출채권및기타채권의감소	-29.7	38.2	-59.4	63.9	-31.7
재고자산의감소	-178.2	53.2	84.5	-2.7	-35.0
매입채무및기타채무의증가	-68.8	6.9	-20.3	-26.7	35.2
기타	-83.0	-120.1	-75.2	-59.1	32.7
기타현금흐름	-194.2	-64.5	-37.9	-42.9	-62.7
투자활동 현금흐름	231.0	-510.4	-157.3	-385.7	-466.0
유형자산의 취득	-290.1	-389.1	-422.1	-280.3	-314.5
유형자산의 처분	1.3	0.0	17.5	2.8	3.1
무형자산의 순취득	-11.3	-10.7	-17.1	-5.3	-4.1
투자자산의감소(증가)	19.0	-64.0	17.0	-0.9	-0.9
단기금융자산의감소(증가)	474.4	115.3	352.8	-25.5	-35.1
기타	37.7	-161.9	-105.4	-76.5	-114.5
재무활동 현금흐름	107.2	355.5	380.0	-25.0	-13.9
차입금의 증가(감소)	220.0	379.5	321.9	-31.5	-30.9
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-50.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-67.2	-29.9	-17.6	-22.2	-19.8
기타	4.4	5.9	75.7	28.7	36.8
기타현금흐름	-7.2	-2.3	4.7	251.6	280.3
현금 및 현금성자산의 순증가	144.4	-11.1	138.0	-58.1	8.6
기초현금 및 현금성자산	255.6	407.1	404.3	542.3	484.2
기말현금 및 현금성자산	400.0	396.0	542.3	484.2	492.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,736	2,058	456	2,715	6,306
BPS	110,830	109,385	113,618	115,788	123,647
CFPS	18,701	12,003	982	8,699	13,933
DPS	1,500	650	1,150	1,150	1,150
주가배수(배)					
PER	7.5	32.7	97.1	13.6	5.9
PER(최고)	16.0	42.1	162.4		
PER(최저)	7.5	27.0	85.7		
PBR	0.66	0.62	0.39	0.32	0.30
PBR(최고)	1.40	0.79	0.65		
PBR(최저)	0.66	0.51	0.34		
PSR	0.79	0.75	0.49	0.32	0.31
PCFR	3.9	5.6	45.1	4.2	2.6
EV/EBITDA	2.8	6.6	21.1	6.2	5.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	11.2	23.4	-453.8	33.4	14.1
배당수익률(%,보통주,현금)	2.0	1.0	2.6	3.1	3.1
ROA	5.9	1.2	-0.1	1.1	2.6
ROE	9.1	1.9	0.4	2.4	5.3
ROIC	13.9	2.0	0.4	1.0	2.6
매출채권회전율	6.0	8.1	6.3	6.5	7.1
재고자산회전율	4.4	4.1	3.7	3.9	3.9
부채비율	45.7	55.4	77.0	71.9	69.3
순차입금비율	-36.6	-18.3	8.7	8.6	5.9
이자보상배율,현금	14.9	2.6	-1.1	1.2	2.5
총차입금	726.9	1,109.9	1,658.2	1,626.6	1,595.5
순차입금	-992.8	-490.5	264.3	265.2	190.4
EBITDA	321.9	196.2	90.4	287.7	340.1
FCF	-389.9	-273.6	-346.2	-40.3	6.9

자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터