

COMPANY INITIATION

2025. 10. 2

EV/모빌리티팀

조현렬 Senior Analyst

hyunryul.cho@samsung.com

김원영 Research Associate

wonyoung10.kim@samsung.com



리서치센터 리포트
바로가기

SK케미칼 (285130)

스페셜티 케미칼과 발전 사업의 콜라보

- BUY 투자의견과 함께 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시.
- 스페셜티 케미칼에서 견고한 수익성 지속되는 가운데, 발전 사업 및 자회사 지분에서 숨겨진 가치의 부각(Unlocking hidden value) 기대.

WHAT'S THE STORY?

View, Unlocking hidden value: SK케미칼에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 85,000원을 제시. 사업 복합성을 감안해 SOTP 방식을 적용하였으며, 국내외 동종업체 Peer multiple 적용. SK바이오사이언스 지분에 대한 NAV 할인율은 90% 적용. 향후 2가지 숨겨진 가치가 드러날 것으로 예상. 이는 발전 자회사의 신규 발전소 가동 개시(4Q25)와 SK바이오사이언스 지분 활용에 따른 NAV 할인율 축소가 될 것.

Point (1), 국내 최고 수준의 스페셜티 케미칼 수익성: Green Chemicals 부문 내 Copolyester/Monomer 사업은 글로벌 소수 업체만 존재하는 독과점적 구조. 특히 그 중에서도 고부가제품 비중 확대(화장품/가전)로 2025년 영업이익률 17.3% 전망. 경쟁사 Eastman의 중국향 판매 차질을 기회로 점유율 확대도 긍정적.

Point (2), 발전 사업 본격 확대: 동사의 발전 자회사인 SK멀티유틸리티는 기존 석탄 발전(스팀 490톤/시간, 전기 27MW)에서 LNG/LPG 열병합 발전소(스팀 240톤/시간, 전기 300MW)로 전환 추진. 올해 11월 상업 가동 시작될 계획이며, 전기 매출 비중은 3%에서 80% 이상으로 급증 예상. 2026년 매출 3,430억원(+155%YoY), 영업이익률 9.9%(+12.9%pYoY)로 이익 기여도 크게 개선 전망.

Point (3), 자회사 지분 활용 개시: SK바이오사이언스 지분 382만주(4.9%) 대상 2,200억원 규모 교환사채 발행. 교환가액이 현재 주가보다 높기에, 교환 여부는 추후 할인 필요하나 그간 소극적이던 자회사 지분 활용을 시작했다는 점에서 의미. NAV 할인율 90%를 적용 중이나, 향후 65%로 축소 시 목표주가 대비 추가 43% 상향 가능.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,737	2,280	2,559	2,603
영업이익 (십억원)	-45	35	110	181
순이익 (십억원)	-4	40	95	134
EPS (adj) (원)	456	2,813	5,518	7,455
EPS (adj) growth (%)	-77.8	516.5	96.1	35.1
EBITDA margin (%)	5.2	9.7	13.3	16.3
ROE (%)	0.4	2.5	4.7	6.1
P/E (adj) (배)	97.1	20.1	10.3	7.6
P/B (배)	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	21.1	11.3	7.7	6.4
Dividend yield (%)	2.6	1.9	3.1	4.4

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Valuation 및 목표주가 산정

Unlocking hidden value

BUY 투자의견 및 목표주가 85,000원으로 커버리지 개시

당사는 SK케미칼에 대해 BUY 투자의견과 함께 12개월 목표주가 85,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Sum-of-the-parts(SOTP) Valuation을 적용하였으며, 해당 방식에 대한 적용 배경은 Green Chemicals, Life Science 및 발전 사업의 복합성을 감안했기 때문이다.

목표주가 산정에 있어 12개월 forward EBITDA에 EV/EBITDA 배수를 적용하여 산출하였으며, 다각화된 사업 포트폴리오를 감안하여 사업별 영업 가치를 산정하였다. Green Chemicals 부문의 경우 글로벌 경쟁업체인 Eastman Chemical을, Life Science 부문 내 Pharma 사업의 경우 주요 제품 포트폴리오가 겹치는 대웅제약을, 발전 사업(SK멀티유틸리티)의 경우 울산에서 동일한 LPG/LNG 열병합 발전소를 가족하기 시작한 SK가스를 선정하였다.

한편 SK바이오사이언스의 경우 상장 자회사이기에 현재 주가 기준 지분가치에 NAV(순자산가치) 할인율 90%를 적용하였다. 일반 지주회사에게 부여하는 상장 자회사 지분에 대한 NAV 할인율 60~70% 대비 보다 큰 할인율 적용 배경은 동사는 지주회사가 아닌 사업회사로서 중복 상장되어 있기에 할인율이 보다 크게 반영하였다.

SK케미칼의 기업가치에 있어 그동안 드러나지 않았던 가치가 부각될 시점으로 판단한다(Unlocking hidden value). 크게 2가지인데, 그동안 SK바이오사이언스 지분 유동화에 소극적인 이유로 크게 할인된 (NAV 90%) SK바이오사이언스 지분 유동화가 최근 교환사채 발행을 통해 시작한 점과 SK멀티유틸리티의 신 공장 가동에 따른 매출 및 수익성 대폭 개선에 따라 그동안 시장에서 부여하지 않은 SK멀티유틸리티의 사업 가치가 부각될 전망이다. SK멀티유틸리티에 대한 당사 추정 EV(Enterprise value)는 4,950억 원으로 현재 동사 EV 추정치 대비 21%에 육박하는 수준이다.

KCC: 사업부별 Peer valuation

(배)	통화	Share Price	주가 성과 (%)				시가총액 (십억 달러)	P/E			P/B			EV/EBITDA		
			1W	1M	3M	YTD		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
Green Chemicals							8.3	10.7	9.0	1.29	1.22	1.16	6.6	7.5	6.7	
Eastman Chemical	USD	62.7	(3.7)	(8.0)	(17.7)	(31.3)	7.2	8.3	10.7	9.0	1.29	1.22	1.16	6.6	7.5	6.7
Pharma							27.6	11.2	9.8	1.83	1.66	1.43	10.8	9.3	8.5	
대웅제약	KRW	132,900	(6.1)	(3.3)	(7.3)	5.1	1.1	27.6	11.2	9.8	1.83	1.66	1.43	10.8	9.3	8.5
발전							12.9	8.0	7.2	0.82	0.74	0.68	10.9	6.3	6.3	
SK가스	KRW	227,000	(5.0)	(7.2)	(8.7)	9.7	1.5	12.9	8.0	7.2	0.82	0.74	0.68	10.9	6.3	6.3

참고: 9월 26일 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

SK케미칼: SOTP Valuation

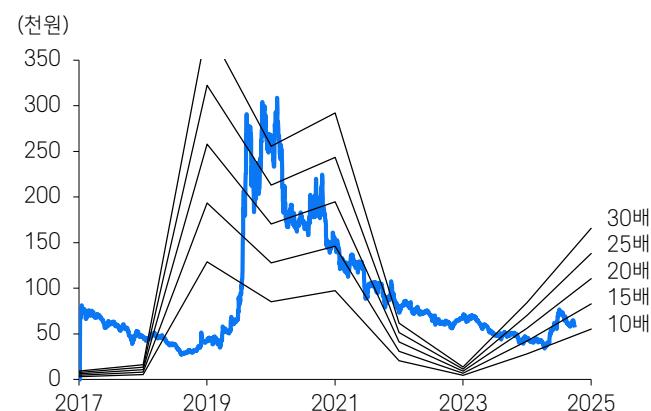
(십억원)	12MF EBITDA	Multiples (배)	EV	설명
영업 가치 (A)				
Green Chemicals	220	6.0	1,325	Peers (Eastman) 대비 10% 할인
Life Science - Pharma	39	8.5	330	Peers (대웅제약)
Life Science - SK바이오사이언스			256	보유 지분 66.4%에 대해선 90% 할인율* 적용
SK멀티유ти리티	80	6.2	495	Peers (SK가스)
합계	339	7.1	2,405	
자산 가치 (B)				
			50	투자자산 50% 할인
순차입금 (C)				
			938	2025년 말 당사 추정 기준; SK바이오사이언스 순차입금 제외**
우선주 시가총액 (D)				
			52	10/1일 종가 기준
적정 시가총액 (E = A + B - C - D)				
총 주식 수 (천주)			17,254	
적정 주가 (원)			84,921	
목표주가 (원)				
현재 주가 (원)			56,600	10/1일 종가 기준
상승 여력 (%)			50.2	
2025 implied P/E (배)			30.2	
2026 implied P/E (배)			15.4	
2025 implied P/B (배)			0.73	
2026 implied P/B (배)			0.70	

참고: * 상장 기업 주식에 대한 NAV 할인율 90% 적용

** 영업 가치에서 SK바이오사이언스의 자기자본 가치(시가총액) 기준으로 계산했기에 타인자본 추가 차감 불필요

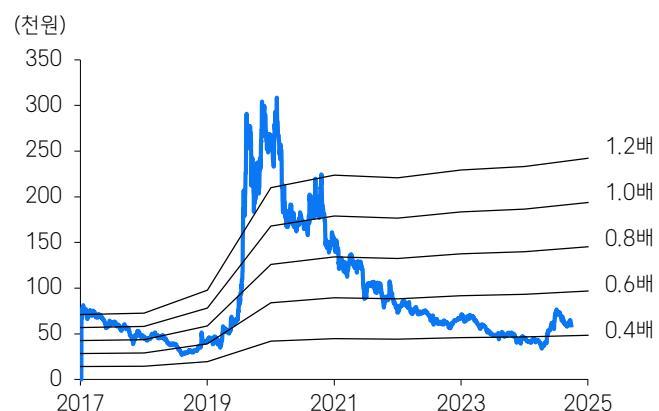
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

SK케미칼: 12개월 forward P/E 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

SK케미칼: 12개월 forward P/B 추이



자료: Quantwise, 삼성증권

SK케미칼: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
원/달러 (평균)	1,453	1,399	1,385	1,340	1,320	1,310	1,300	1,285	1,306	1,365	1,394	1,304
매출액	537	597	564	582	618	637	632	680	1,749	1,737	2,280	2,559
성장률 (% q-q)	4.1	11.2	-5.4	3.1	6.1	3.1	-0.7	7.7				
성장률 (% y-y)	40.9	44.2	32.4	12.9	15.1	6.7	12.0	16.9	-4.4	-0.7	31.3	12.2
1. Green Chemicals	257	270	265	281	276	270	269	266	904	995	1,074	1,081
1-1. Copolyester/Monomer	232	242	241	256	250	241	244	240	809	910	971	975
1-2. Others	25	28	24	25	26	29	25	26	95	85	102	107
2. Life Science	252	289	265	260	266	280	272	319	746	625	1,066	1,129
2-1. Pharma	97	127	107	101	101	113	105	122	376	357	433	433
2-2. SK바이오사이언스	155	162	157	159	165	167	167	197	370	268	633	696
3. SK멀티유틸리티	34	30	34	37	74	86	90	94	136	127	134	343
EBITDA	69	44	50	58	82	84	89	86	196	90	220	341
성장률 (% q-q)	348.0	-36.1	14.6	15.0	42.9	1.7	6.6	-3.9				
성장률 (% y-y)	204.7	11.7	273.9	277.1	20.3	91.6	78.2	48.8	-39.1	-53.9	143.5	55.1
1. Green Chemicals	52	43	46	49	57	53	56	54	137	163	191	220
1-1. Copolyester/Monomer	64	58	58	61	67	65	65	64	159	186	241	262
1-2. Others	-12	-15	-12	-12	-10	-11	-10	-10	-22	-24	-50	-41
2. Life Science	-10	-29	-22	-22	-14	-14	-14	-17	20	-119	-83	-58
2-1. Pharma	5	8	7	7	6	7	7	8	32	19	27	28
2-2. SK바이오사이언스	-15	-37	-28	-29	-20	-21	-21	-24	-12	-138	-110	-86
3. SK멀티유틸리티	-1	-3	-2	1	3	8	11	12	3	-3	-4	34
영업이익	24	-1	4	8	24	26	31	28	83	-45	35	110
성장률 (% q-q)	RB	BR	RB	128.1	191.9	9.0	19.7	-10.1				
성장률 (% y-y)	RB	BR	RB	RB	-0.7	RB	768.9	242.6	-63.9	BR	RB	213.0
1. Green Chemicals	32	23	27	28	33	30	33	32	70	89	110	128
1-1. Copolyester/Monomer	46	40	40	42	46	44	45	44	99	119	168	178
1-2. Others	-14	-17	-13	-14	-12	-14	-12	-12	-29	-30	-58	-50
2. Life Science	-10	-29	-22	-22	-14	-14	-14	-17	20	-119	-83	-58
2-1. Pharma	5	8	7	7	6	7	7	8	32	19	27	28
2-2. SK바이오사이언스	-15	-37	-28	-29	-20	-21	-21	-24	-12	-138	-110	-86
3. SK멀티유틸리티	-1	-3	-2	1	3	8	11	12	3	-3	-4	34
세전이익	20	-4	17	-2	21	27	35	21	52	-27	31	104
순이익	21	8	12	-2	19	25	32	19	48	-4	40	95
지배주주순이익	20	14	17	3	22	28	35	22	40	9	54	107
이익률 (%)												
EBITDA	12.8	7.3	8.9	9.9	13.3	13.2	14.1	12.6	11.2	5.2	9.7	13.3
영업이익	4.5	-0.2	0.6	1.4	3.9	4.1	5.0	4.2	4.8	-2.6	1.5	4.3
1. Green Chemicals	12.4	8.4	10.0	10.1	12.1	11.2	12.2	12.0	7.7	8.9	10.2	11.9
1-1. Copolyester/Monomer	19.6	16.5	16.5	16.5	18.3	18.3	18.3	18.3	12.2	13.1	17.3	18.3
1-2. Others	-54.6	-60.6	-55.6	-55.6	-46.7	-46.7	-46.7	-46.7	-31.1	-35.2	-56.7	-46.7
2. Life Science	-38.7	-10.1	-8.1	-8.6	-5.3	-4.9	-5.2	-5.2	2.6	-19.1	-7.8	-5.2
2-1. Pharma	5.6	6.5	6.5	6.5	6.3	6.3	6.3	6.3	8.4	5.4	6.3	6.4
2-2. SK바이오사이언스	-9.8	-23.1	-18.1	-18.1	-12.4	-12.4	-12.4	-12.4	-3.2	-51.7	-17.4	-12.4
3. SK멀티유틸리티	-2.2	-8.6	-4.6	2.4	4.4	9.4	12.4	12.4	2.4	-2.1	-3.0	9.9
세전이익	3.6	-0.7	3.1	-0.4	3.4	4.2	5.6	3.0	3.0	-1.6	1.3	4.0
순이익	3.9	1.4	2.1	-0.3	3.1	3.9	5.1	2.8	2.7	-0.3	1.7	3.7

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

투자 포인트

스페셜티 케미칼과 발전 사업의 콜라보

투자 포인트 (1), 국내 최고 수준의 수익성을 가진 스페셜티 케미칼 사업

SK케미칼은 국내 최고 수준의 수익성을 창출하는 스페셜티 케미칼 사업을 보유하고 있고, 최근 고부가 제품 판매 비중 확대로 수익성은 보다 개선되고 있다. 동사가 보유하고 있는 케미칼 사업은 Green Chemicals 부문인데, 이 중 핵심 제품은 Copolyester와 Copolyester의 원재료가 되는 Monomer이다.

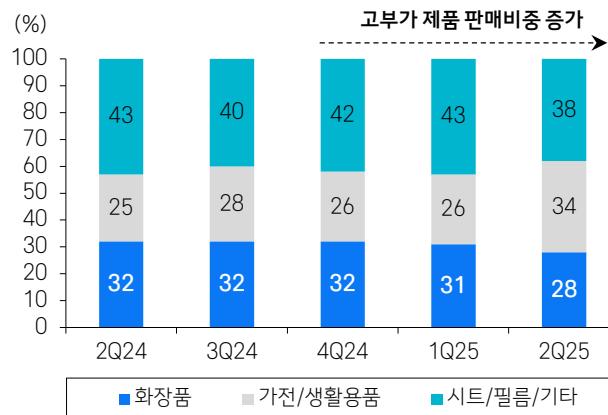
Copolyester는 에스터 결합을 기본 골격으로 하는 고분자인 Polyester의 대표격인 PET(Polyethylene Terephthalate) 제품 구조에 제3의 글리콜류를 공중합하여 만든 변성 Polyester이다. 대표적인 제품으로 PETG(Polyethylene Terephthalate Glycol-modified)가 있으며, PETG를 조금 더 산업별로 특화한 PCTG(Poly Cyclohexylenedimethylene Terephthalate Glycol-modified), PCT(Poly Cyclohexylene dimethylene Terephthalate) 및 PCTA(Poly Cyclohexylenedimethylene Terephthalate Acid) 등이 있다. 동사는 PETG를 주요 제품으로 제조하고 있으며, 과거 미국 Eastman Chemical이 세계적으로 독점하던 시장에 진입하여 글로벌 독과점 업체로 Copolyester 시장에 진입하였다. 그리고 PETG를 만드는데 투입되는 주요 원재료인 Monomer도 일부 외부 판매하고 있는데, 대표적으로 DMT와 CHDM(Cyclohexanedimethanol)을 판매하고 있다.

Copolyester의 생산업체가 전 세계적으로 소수에 불과한 만큼 독과점적 지위를 바탕으로 동사는 높은 수익성을 유지하고 있으며, 최근 고부가 제품 판매 확대로 수익성이 추가적으로 제고되고 있다. 동사의 Green Chemicals 부문 내 Copolyester/Monomer 사업은 2020년 이후 10% 이상의 영업이익률을 지속하고 있으며, 2023년 12.2% 영업이익률에서 2024년 13.1% 및 2025년 17.3%까지 추가 개선될 것으로 예상된다(1H25 기준 18.0%).

작년 대비 수익성 추가 개선은 2024년 Monomer 설비 증설에 따른 판매 확대 및 믹스 개선 영향과 친환경 및 인체 유해성 등 관련 규제 강화로 여타 소재를 대체하는 수요가 증가하고 있기 때문이다. 특히 동사와 경쟁관계에 있는 미국 스페셜티 케미칼 업체인 Eastman이 최근 미국-중국 관세 전쟁으로 인해 중국 고객사향 판매가 원활하지 못한 특징을 감안하여, 최근 중국 시장 내 경쟁제품 대체 기회를 활용하여 시장 점유율을 확대하고 있다.

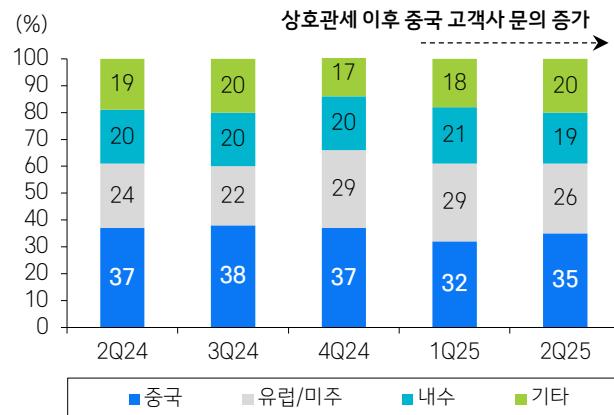
해당 사업의 수익성 개선은 사용처별 판매 비중을 통해 확인할 수 있다. 동사의 Copolyester 판매는 크게 화장품, 가전/생활용품 및 시트/필름/기타로 나눌 수 있다. 이 중 화장품과 가정/생활용품은 상대적으로 고부가제품으로 분류 가능하며, 시트/필름/기타는 저부가 제품으로 간주된다. 2Q24 기준 화장품 및 가전/생활용품 비중은 57%인 반면, 시트/필름/기타는 43% 수준이었다. 한편 1년이 지나 2Q25에는 화장품 및 가전/생활용품 비중은 62%까지 확대되었으며, 시트/필름/기타는 38%까지 감소하였다.

SK케미칼 Copolyester: 사용처별 판매 비중 추이



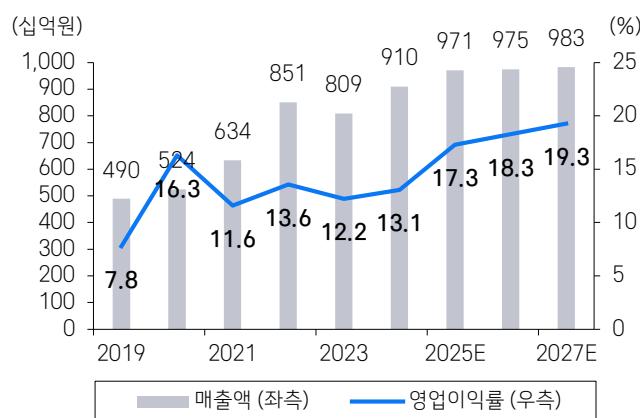
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Copolyester: 지역별 판매 비중 추이



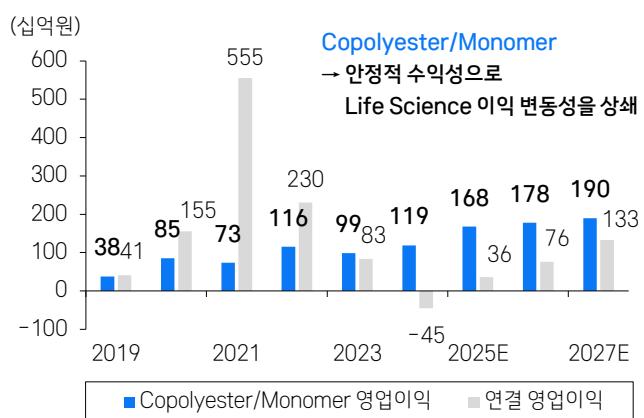
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Copolyester/Monomer: 실적 추이 및 전망



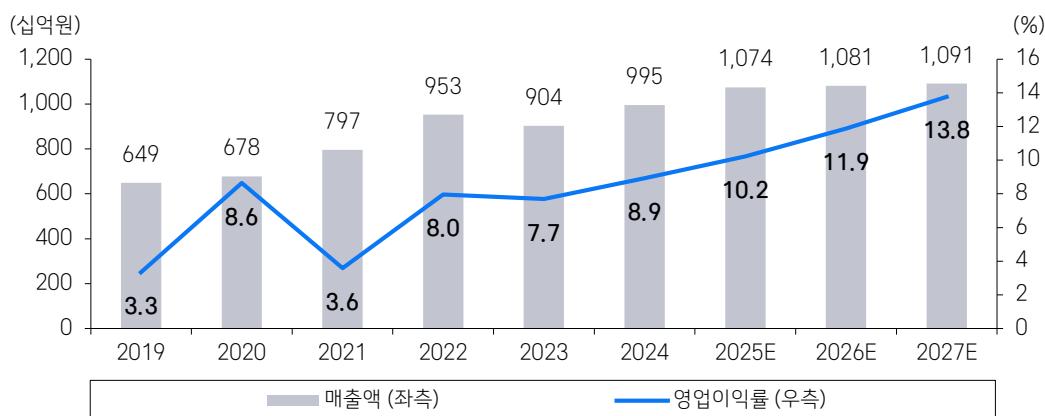
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Copolyester/Monomer: 영업이익 기여도



자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼 Green Chemicals 부문: 실적 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 삼성증권

투자 포인트 (2), 발전 사업 본격 확대

SK케미칼 대한 두 번째 투자 포인트는 신규 설비 가동에 따른 발전 사업의 확대이다. 동사 발전 사업의 이익기여도는 그동안 극히 미미했지만, 향후 신규 설비의 가동에 따라 실적이 비약적으로 증가할 것을 예상한다.

동사는 과거 울산 산업 단지 내 필요한 전력과 스팀을 위해 석탄 발전 설비를 운영해왔다(생산능력: 스팀 490톤/시간, 전기 27MW). 석탄 발전 설비를 투자했던 과거에는 석탄 가격이 여타 에너지원보다 저렴하면서 수급도 용이하였다. 더군다나 지금과 같은 환경 규제가 없었기 때문에 탄소 배출에 따른 직접 비용 부담도 크지 않았다. 즉, 과거엔 석탄 발전 설비를 운영하는 게 꽤 합리적인 선택이라 볼 수 있다.

하지만 2020년을 전후로 동사의 영업환경이 바뀌었으며, 이는 신규 설비를 투자할 수밖에 없는 계기가 되었다. 전 세계적인 탄소 중립 추진과 더불어 한국에서도 탄소 중립 목표를 발표하며, 탄소 배출량에 대한 비용 부담 증가 및 탈 석탄 기조에 동참하기 위해 2021년 발전 사업을 물적 분할하여 SK멀티유틸리티라는 신규 법인을 설립하였다. 그리고 기존 석탄 발전 보일러로 생산 및 판매하던 스팀과 전기를 LNG/LPG 열병합 발전소로 전환하는 투자를 결정하였다.

SK멀티유틸리티가 투자 결정한 LNG/LPG 열병합 발전소는 스팀 240톤/시간 및 전기 300MW의 생산 능력을 보유하고 있으며, 총 6,726억원의 투자비를 집행하였다. 발전 설비 전환 과정에서 기존 생산능력 대비 스팀(490톤/시간→240톤/시간)은 크게 감소하고, 전기(27MW→300MW)는 크게 급증한 것을 알 수 있다. 석탄 발전 설비는 열(스팀) 중심이기에 스팀 수요를 맞추고 남는 압력차로 소형 터빈에서 전기를 생산하지만, 가스 복합 발전 설비는 전기 중심으로 설계되었기 때문에 스팀 생산량이 줄어들고 전기 생산량이 급증하는 구조를 가진다.

SK멀티유틸리티의 실적은 신규 발전소 가동과 함께 급격한 성장이 기대된다. 2022년 이후 올해까지 연간 1,300억원 내외의 매출액과 -2~+2% 수준의 영업이익률에 불과하였으며, 매출 내 스팀 판매 비중은 97~100% 수준인 반면 전기 판매 비중은 0~3% 수준에 그쳤다. 하지만 올해 11월부터 LNG/LPG 발전소 가동과 함께 내년부턴 전기 판매 비중이 80%까지 급증하고 스팀 판매 비중은 20% 이하에 그칠 전망이다. 특히 전기 생산능력이 11배 이상 증가하는 만큼, 연간 매출액은 3,000억원 이상까지 성장할 전망이다. 이에 따라 2026년 및 2027년 SK멀티유틸리티 매출액은 각각 3,430억원(+155%YoY) 및 3,770억원(+10%YoY)까지 급증하고, 영업이익률도 각각 9.9%(+12.9%pYoY) 및 12.7%(+2.7%pYoY)까지 빠르게 개선될 전망이다.

동사의 관계사인 SK가스의 실적을 확인할 경우, SK멀티유틸리티의 수익성 개선 가능성 또한 높다고 판단된다. SK가스는 울산GPS라고 하는 LNG/LPG 열병합 발전소(생산능력 전기 1,227MW)를 2024년 하반기부터 본격 가동하기 시작했다. 규모는 SK멀티유틸리티 대비 약 4배 크지만, 발전 사업 모델은 동일하다. SK가스는 해당 설비 가동 이후 2H24 매출 1,773억원 및 영업이익 278억원(영업이익 15.7%)를 기록했으며, 1H25에도 매출 3,272억원 및 영업이익 543억원(영업이익률 16.6%)를 기록하였다. 이를 감안하면 SK멀티유틸리티의 영업이익률을 가정(2026년 9.9% 및 2027년 12.7%)은 충분히 달성 가능한 수준으로 판단된다.

SK멀티유ти리티: LNG/LPG 복합 열병합 발전소

(설명)	내용
사업개요	- 노후 석탄 발전 설비의 LNG/LPG 복합 발전 설비로의 전환 및 친환경 집단 에너지 시스템 구축 - 구역 내 안정적인 산업전력 및 스팀 공급 경쟁력 확보
총 투자비	672.6
기대 효과	- 탄소증립 정책 반영한 친환경 에너지 전환 - 구역형 집단 에너지 사업자로 수요처에 전기/스팀 직접 판매하여 안정적 수익 창출
생산능력 (기준)*	스팀 490톤/시간, 전기 27MW
생산능력 (신규)	스팀 240톤/시간, 전기 300MW
타임라인	
2021년 12월	SK케미칼로부터 물적분할된 SK멀티유ти리티 신설
2022년 6월	LNG 열병합 발전소 EPC 계약 체결
2024년 10월	시운전 개시
2025년 11월	본격 상업 가동 개시

참고: * 신규 설비 가동에 따라 기존 설비는 순차 가동 중단 예정

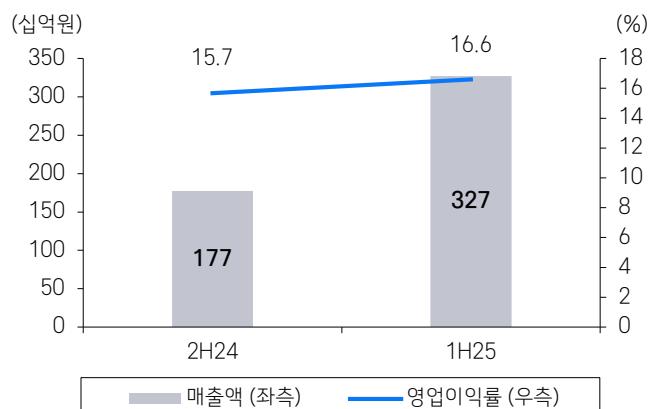
자료: SK케미칼, 삼성증권

SK멀티유ти리티: 집단에너지 사업 개요



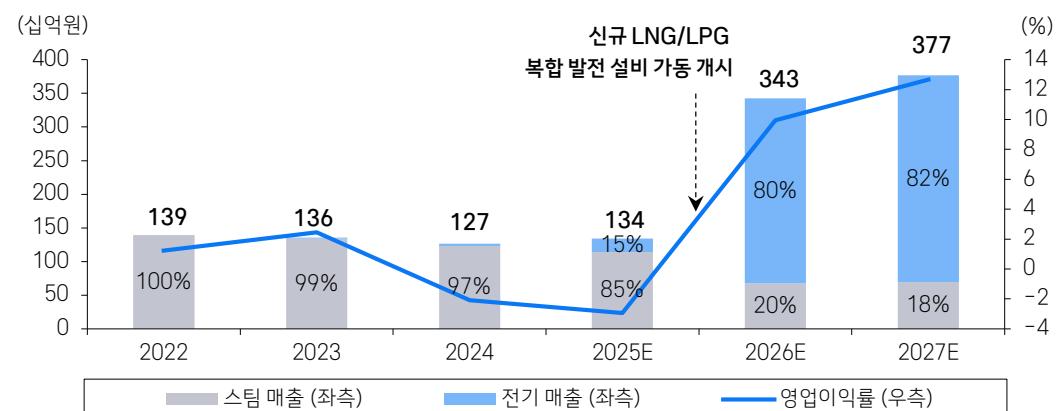
자료: SK멀티유ти리티, 삼성증권

SK가스 LNG/LPG 발전소 실적 추이 및 전망



자료: SK가스, 삼성증권

SK멀티유ти리티: 실적 추이 및 전망



자료: SK케미칼, 삼성증권

투자 포인트 (3), 자회사 지분 활용 개시

SK케미칼의 또 다른 변화 중 하나는 자회사 지분 활용을 시작했다는 점이다. 2018년 7월 동사는 백신 사업을 단순 물적분할 형태로 분사하였고, SK바이오사이언스를 신설하였다. 이후 2020년 코로나19가 발병되어 백신 사업에 대한 시장의 관심이 급증했고, SK바이오사이언스는 AstraZeneca 및 Novavax 등의 코로나19 백신을 위탁 생산하는 계약을 체결한 후 2021년 3월 코스피 시장에 상장되었다.

SK바이오사이언스의 공모 시가총액은 5.1조원(공모가 65,000원)으로 결정되었으며, 당시 SK케미칼은 약 765만주를 구매하여 4,973억원의 현금을 회수한 바 있다. 이후 국내외 행동주의 투자자들로부터 SK바이오사이언스 지분 매각을 통한 주주가치 제고에 대한 압박을 받아왔으나, SK케미칼은 무상증자 및 배당정책 제시 등을 통해 투자자 요구에 대응해왔다. 하지만 자회사 지분 매각은 없었으며, 이로 인해 자회사 지분에 대한 NAV 할인율은 보다 심화되었다.

한편 최근 동사는 이러한 기조에 변화를 가져왔는데, 대표적인 사례가 올해 9월 발표한 자회사 지분 대상 교환사채 발행이다. 동사는 SK바이오사이언스 지분 382만주(4.9%)를 대상으로 2,200억원 규모의 교환사채를 발행하였고, 올해 11월부터 교환청구가 시작된다. 다만, 교환가액은 57,555원으로 현재 주가(46,800원) 대비 23% 높기에 지금보다 SK바이오사이언스 주가가 더 상승해야 교환의 유인이 생길 것으로 예상된다. 따라서 현 시점에서 즉각적인 매각이 이뤄질 것을 기대하기 어렵지만, SK케미칼이 자회사 지분을 활용하기 시작했다는 점에서 의미가 있다. 당사는 SK케미칼의 기업가치 평가에 있어 SK바이오사이언스 지분가치에 NAV 할인율 90%를 부여하여 극히 보수적으로 평가하고 있지만, 향후 지분 매각 성공으로 NAV 할인율이 65%까지 축소된다면 현재 당사가 부여한 목표주가 대비 추가적으로 43%의 상향여력이 창출될 것으로 판단한다.

SK케미칼: SK바이오사이언스 주식 대상 교환사채 발행 내역

(십억원)	내용
교환사채 총액	220
이자율	0.0%
교환사채 만기일	2030-10-20
교환가액	57,555원
SK바이오사이언스 총 주식수(지분율)	78,369,145(100.0%)
SK케미칼의 SK바이오사이언스 기준 보유 주식수(지분율)	52,059,724(66.4%)
교환대상 주식수(지분율)	3,822,430(4.9%)
교환청구 시작일	2025-11-20
교환청구 종료일	2030-09-20

자료: SK케미칼, 삼성증권

SK케미칼: SK바이오사이언스 지분에 대한 NAV 할인율 변화가 기업가치에 미칠 영향

NAV 할인율	SK바이오사이언스 지분가치 (십억원)	적정 시가총액 (십억원)	적정 주가 (원)	당사 목표주가 대비
90%	256	1,479	85,723	0%
85%	385	1,608	93,173	8%
80%	514	1,736	100,642	17%
75%	643	1,865	108,115	26%
70%	772	1,995	115,620	34%
65%	903	2,125	123,170	43%

자료: SK케미칼, 삼성증권 추정

Appendix

Company overview

기업 개요

1969년 SK케미칼의 전신인 선경합섬으로 설립되며, 폴리에스터 섬유 사업을 시작하였다. 이후 1987년 삼신제약을 인수하며 제약 사업에 진출하였다. 1998년 SK케미칼로 사명을 변경하였으며, 2000년 중국발 공급 증가로 인한 수익성 악화로 폴리에스터 섬유부문을 분사하여 삼양사와의 합작법인으로 전환하였다.

주력 사업이던 섬유사업의 경쟁력이 악화되면서 추진하기 시작한 사업구조 재편의 핵심은 섬유사업의 구조조정과 정밀화학 및 생명과학 사업의 고도화였다. 그 중에서도 정밀화학은 기술경쟁력이 있는 새로운 사업의 창출이 필요했는데, CHDM(1,4-cyclohexanedimethanol)을 활용하여 미국의 Eastman이 독점하고 있는 PETG(Polyethylene Terephthalate Glycol) 시장에 주목하였다. 연간 시장 성장률이 10% 이상 높다는 점과 Eastman의 독점 생산으로 제2의 생산업체에 대한 시장 기대가 컸기 때문이다.

고기능성 플라스틱 소재인 코폴리에스터 계열의 PETG는 기존의 PET로는 제조하기 어려운 투명하고 두꺼운 시트나 용기에 적합하도록 공단량체로 CHDM을 첨가해 공중합한 비결정성 수지다. 결정화로 인한 백화(白化) 현상 없이 성형 가능한 모든 두께의 투명한 제품을 생산할 수 있고 뛰어난 투명성과 내화학성 덕분에 고급 화장품용기, 건축자재, 광고, 가전부품 등에 광범위하게 적용할 수 있다.

1999년 SK케미칼은 코폴리에스터 시장 진출 위해 울산에 PETG 1공장을 건설하기로 결정했으며, 2001년부터 가동을 시작하였다. 이후 2012년 2공장 및 2017년 3공장까지 가동하며 스페셜티 케미컬 입지를 보다 공고히 하였다.

SK케미칼: 주요 연혁

연도	내용	연도	내용
1969년	선경합섬 설립	2010년	SK끄리스(인니 PET 수지 공장) 및 SK유로켐(폴란드 PET 수지) 매각
1987년	삼신제약 인수	2012년	안동(L House) 준공, PETG 2공장 가동
1998년	SK케미칼로 사명 변경	2013년	이니즈(PPS 사업으로 일본 Teijin과 합작회사) 설립
1999년	선플라(3세대 백금착체항암제) 세계 최초 개발	2017년	지주회사 출범(존속: SK디스커버리, 신설: SK케미칼), PETG 3공장 가동
2000년	폴리에스터 섬유부문 분사 후 삼양사와 합작법인(휴비스) 설립	2018년	백신사업 분할(SK바이오사이언스)
2001년	PETG 1공장 가동	2019년	이니즈 합병
2002년	조인스(관절염 치료제) 출시	2020년	바이오에너지 사업 매각
2005년	유화사업 물적분할(SK유화: DMT 사업), SK제약 합병	2021년	PPS 사업 매각, PETG 3공장 가동
2006년	동신제약(백신, 혈액제) 합병, 바이오파제 생산기술 개발	2023년	Shuye-SK환경보재료(산터우) 설립
2009년	친환경 고내열 코폴리에스터(에코젠) 세계 최초 출시		

자료: SK케미칼, 삼성증권

동사의 사업은 크게 3가지, Green Chemicals 부문, Life Science 부문 및 발전 부문(SK멀티유틸리티)으로 구성된다. Green Chemicals 부문은 Copolyester/Monomer 사업과 기타(바이오플리올 및 화학적 재활용) 사업으로 나뉘어지고, Life Science 부문은 Pharma 사업과 SK바이오사이언스로 나뉘어진다. SK바이오사이언스와 SK멀티유틸리티는 별도의 자회사 형태로 운영되고 있으며, SK바이오사이언스는 상장 기업인 반면 SK멀티유틸리티는 비상장 기업이다.

Green Chemicals 부문 내 Copolyester/Monomer 사업과 기타 사업으로 나뉘어진다. Copolyester/Monomer 사업의 경우, 동사는 PTA, MEG 및 CHDM 등을 원재료로 사용하여 Copolyester 수지와 이를 만들기 위한 Monomer의 일부도 자가 소비 후 외부 판매를 진행한다. 대표적인 Copolyester 수지로는 PETG 및 PCTG(SKYGREEN; 이하 자체 제품명)가 있으며, 이중 일부 판매하는 원재료 Monomer로는 DMT(SKYDMT)와 CHDM(SKYCHDM)이 있다. 기타 사업의 경우, 기존 석유기반 폴리올을 100% 바이오 물질로 PO3G(ECOTRION), 해증합 기술 기반의 화학적 재활용 PET(SKYPET CR), 코팅 및 접착용 고분자 Polyester 수지(SKYBON), 고분자 Polyester 기반의 열가소성 엘라스토머(SKYPEL) 등으로 구성되어 있다.

Life Science 부문 내 Pharma 사업은 관절염 치료제, 혈액순환개선제 등 천연물 및 합성의약품을 양산 및 판매하고 있다. 2002년 출시한 관절염 치료제(조인스; 이하 제품명)는 국내 최초 생약 성분 관절염 치료제이며, 혈액순환개선제 및 인지기능개선제(기넥신에프)는 시장점유율 1위를 유지하고 있는 동사의 대표 제품으로 자체 개발한 특허 기술로 은행잎에서 징코라이드 등 유효성분을 추출해 제조한다. 그 외 패취형 관절염 치료제(트라스트), 패취형 치매 치료제(원드론 패취) 등이 있다. Life Science 부문 내 또 다른 사업은 상장 기업 SK바이오사이언스인데(SK케미칼 지분율 66.4%), 동사의 백신 사업이 2018년 물적 분할된 이후 2021년 상장된 바 있다. 코로나19로 인한 백신 위탁생산 물량 급증으로 외형 및 수익성의 급증세를 기록한 후 백신 수요 급감과 함께 실적이 크게 둔화되었다. 다만 2024년 10월 독일 바이오 위탁개발생산(CDMO) 전문 기업인 IDT Biologika(지분 60%에 3,564억원 투자)를 인수하여 외형은 확대되었으며, 위탁생산(CMO) 기업의 약점을 보완하기 위해 노력하고 있다.

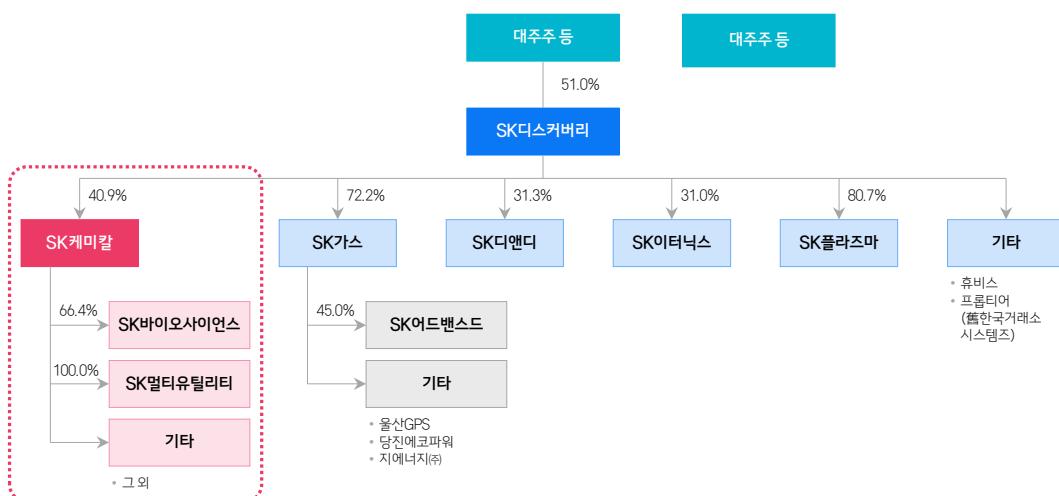
SK멀티유틸리티의 경우 2021년 12월 SK케미칼로부터 물적분할된 신설법인으로, SK케미칼의 전력/스팀 등 유틸리티 공급 사업을 진행하고 있다. 기존엔 석탄발전 보일러를 운영하여 스팀과 전기를 생산하여 판매해 왔으나(생산능력: 스팀 490톤/시간, 전기 27MW), 이를 총 6,727억원의 투자 집행을 통해 LNG/LPG 복합 열병합 발전소(생산능력: 스팀 240톤/시간, 전기 300MW)로 전환하여 곧 상업 가동에 들어갈 예정이다. 기존 설비 대비 스팀 판매량 대신 전기 판매량 급증이 예상된다. SK멀티유틸리티의 해당 발전소 가동은 SK디스커버리 그룹의 LNG 밸류체인 완성에도 일조할 전망이다. SK가스가 코리아에너지타미널(KET)을 준공해 LNG 하역/저장/송출 사업을 담당하고(총 405만 배럴 탱크 보유), SK가스 및 SK멀티유틸리티가 각각 1.2GW 및 0.3GW의 LPG/LNG 복합 발전소를 운영하여 LNG 발전/판매를 담당할 전망이다.

SK케미칼: 주요 사업별 매출 추이 및 전망

사업	제품	매출					매출비중 (%)				
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Green Chemicals		904	995	1,074	1,081	1,091	50.6	57.0	47.2	42.4	42.0
Copolyester/Monomer	PETG, PCTG, DMT, CHDM	809	910	971	975	983	45.3	52.1	42.7	38.2	37.9
기타	바이오 폴리올, 화학적 재활용 PET, 고분자 Polyester 수지, 열가소성 엘라스토머	95	85	102	107	107	5.3	4.9	4.5	4.2	4.1
Life Science		746	625	1,066	1,129	1,129	41.8	35.8	46.9	44.2	43.5
Pharma	관절염 치료제, 혈액순환개선제, 패취형 관절염 치료제, 패취형 치매 치료제	376	357	433	433	433	21.1	20.5	19.0	17.0	16.7
SK바이오사이언스 (상장: 지분율 66%)	백신사업, CMO, CDMO (IDT Biologika 지분율 60%)	370	268	633	696	696	20.7	15.3	27.8	27.3	26.8
발전		136	127	134	343	377	7.6	7.2	5.9	13.4	14.5
SK멀티유트리티 (비상장: 지분율 100%)	LPG/LNG 복합 발전소	136	127	134	343	377	7.6	7.2	5.9	13.4	14.5

자료: SK케미칼, 삼성증권

SK디스커버리: 지배 구조



자료: SK디스커버리, 삼성증권

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,749	1,737	2,280	2,559	2,603
매출원가	1,276	1,341	1,667	1,800	1,762
매출총이익	473	396	613	759	841
(매출총이익률, %)	27.0	22.8	26.9	29.7	32.3
판매 및 일반관리비	390	441	577	649	660
영업이익	83	-45	35	110	181
(영업이익률, %)	4.8	-2.6	1.5	4.3	7.0
영업외순익	-31	18	-4	-7	-10
금융수익	129	98	41	33	33
금융비용	125	92	54	40	43
지분법손익	-3	-1	-1	-1	-1
기타	-32	13	10	1	1
세전이익	52	-27	31	104	171
법인세	5	-23	-9	9	37
(법인세율, %)	8.7	84.1	-29.5	8.7	21.4
계속사업이익	48	-4	40	95	134
증단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	48	-4	40	95	134
(순이익률, %)	2.7	-0.3	1.7	3.7	5.2
지배주주순이익	40	9	54	107	144
비지배주주순이익	8	-13	-15	-12	-10
EBITDA	196	90	220	341	424
(EBITDA 이익률, %)	11.2	5.2	9.7	13.3	16.3
EPS (지배주주)	2,058	456	2,813	5,518	7,455
EPS (연결기준)	2,470	-225	2,052	4,881	6,935
수정 EPS (원)*	2,058	456	2,813	5,518	7,455

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,204	2,386	2,663	2,885	3,031
현금 및 현금등가물	396	542	243	169	269
매출채권	154	258	338	379	386
재고자산	377	565	742	833	847
기타	1,278	1,020	1,340	1,504	1,529
비유동자산	1,954	2,981	3,272	3,455	3,623
투자자산	119	105	111	114	115
유형자산	1,602	2,459	2,681	2,837	2,982
무형자산	54	163	186	209	232
기타	179	254	294	294	294
자산총계	4,159	5,367	5,935	6,340	6,654
유동부채	830	983	1,328	1,478	1,528
매입채무	113	118	155	174	177
단기차입금	264	303	453	483	513
기타 유동부채	454	562	721	821	838
비유동부채	653	1,351	1,552	1,733	1,896
사채 및 장기차입금	637	1,203	1,363	1,523	1,683
기타 비유동부채	16	148	189	210	213
부채총계	1,483	2,334	2,880	3,211	3,424
지배주주지분	2,119	2,201	2,237	2,324	2,435
자본금	99	99	99	99	99
자본잉여금	1,212	1,240	1,240	1,240	1,240
이익잉여금	867	861	893	980	1,091
기타	-59	1	5	5	5
비지배주주지분	557	832	818	805	795
자본총계	2,676	3,033	3,055	3,129	3,230
순부채	-491	270	640	799	875

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	146	-89	126	270	368
당기순이익	48	-4	40	95	134
현금유출입이없는 비용 및 수익	185	23	177	235	277
유형자산 감가상각비	100	119	168	214	226
무형자산 상각비	13	17	17	17	17
기타	72	-112	-8	4	35
영업활동 자산부채 변동	-22	-70	-101	-52	-8
투자활동에서의 현금흐름	-510	-157	-741	-544	-430
유형자산 증감	-389	-405	-390	-371	-371
장단기금융자산의 증감	-1,193	349	-269	-138	-22
기타	1,072	-102	-81	-35	-38
재무활동에서의 현금흐름	356	380	314	203	163
차입금의 증가(감소)	383	554	337	223	197
자본금의 증가(감소)	13	28	0	0	0
배당금	-30	-18	-22	-20	-34
기타	-11	-184	-0	-0	0
현금증감	-11	138	-300	-74	100
기초현금	407	404	542	243	169
기말현금	396	542	243	169	269
Gross cash flow	232	19	217	329	412
Free cash flow	-243	-511	-264	-101	-2

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 원전 흐석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

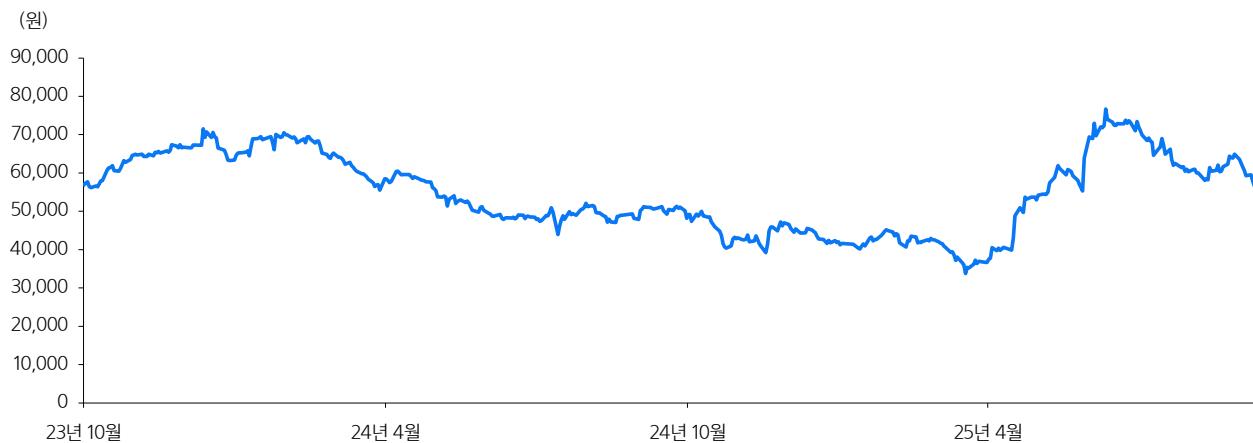
자료:SK케미칼, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-4.4	-0.7	31.3	12.2	1.7
영업이익	-63.9	적전	흑전	213.0	64.4
순이익	-79.3	적전	흑전	137.8	42.1
수정 EPS**	-78.9	-77.8	516.5	96.1	35.1
주당지표					
EPS (지배주주)	2,058	456	2,813	5,518	7,455
EPS (연결기준)	2,470	-225	2,052	4,881	6,935
수정 EPS**	2,058	456	2,813	5,518	7,455
BPS	110,405	114,678	116,588	121,103	126,873
DPS (보통주)	650	1,150	1,050	1,750	2,500
Valuations (배)					
P/E***	32.7	97.1	20.1	10.3	7.6
P/B***	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.6	21.1	11.3	7.7	6.4
비율					
ROE (%)	1.9	0.4	2.5	4.7	6.1
ROA (%)	1.2	-0.1	0.7	1.5	2.1
ROIC (%)	4.2	-0.3	1.3	2.7	3.6
배당성향 (%)	28.1	224.1	33.2	28.2	29.8
배당수익률 (보통주, %)	1.0	2.6	1.9	3.1	4.4
순부채비율 (%)	-18.3	8.9	20.9	25.5	27.1
이자보상배율 (배)	2.6	-1.1	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 10월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 10월 1일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 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 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경** (수정주가 기준)

일자	2025/10/2
투자의견	BUY
TP(원)	85000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업	산업
BUY (매수)	OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025. 9. 30 기준

매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](#)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA