



BUY(Maintain)

목표주가: 88,000원
주가(7/11): 72,800원
시가총액: 12,561억원



정유/화학 Analyst 김도현
do.kim@kiwoom.com

Stock Data

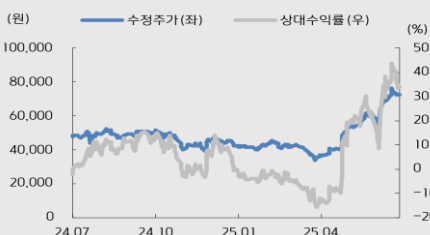
KOSPI(7/11)		3,175.77pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	76,700원	33,800원
등락률	-5.1%	115.4%
수익률	절대	상대
1M	22.8%	11.9%
6M	74.8%	37.4%
1Y	48.6%	33.8%

발행주식수	17,254천주
일평균 거래량(3M)	97천주
외국인 지분율	10.1%
배당수익률(2021E)	2.0%
BPS(2021E)	120,504원
주요 주주	SK디스커버리 외 9 인 42.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,748.8	1,736.8	2,295.7	2,555.3
영업이익	83.3	-45.2	36.7	100.4
EBITDA	196.2	90.4	284.7	371.5
세전이익	52.4	-27.4	148.6	151.0
순이익	47.8	-4.4	149.0	117.4
지배주주지분순이익	39.9	8.8	17.0	102.0
EPS(원)	2,058	456	879	5,265
증감률(%YoY)	-78.9	-77.8	92.6	499.0
PER(배)	32.7	97.1	82.8	13.8
PBR(배)	0.62	0.39	0.64	0.60
EV/EBITDA(배)	6.6	21.1	9.0	7.0
영업이익률(%)	4.8	-2.6	1.6	3.9
ROE(%)	1.9	0.4	0.8	4.5
순부채비율(%)	-18.3	8.7	8.6	9.0

Price Trend



기업브리프

SK케미칼 (285130)

일회성 제외하면 무난한 실적



2Q25 SK케미칼은 일회성 요인을 제외하면 무난한 실적을 기록했을 것으로 추정됩니다. 또한, Ecozen 판매량 확대, 중국 M/S 확대 등 설비 개조 이후 유의미한 지표의 개선이 발생 중인 상황입니다. 안정적인 본업에 더해 최근 MU사업의 불확실성 해소가 더해져 외형성장은 지속될 전망입니다. MU 사업부 가치를 반영 목표주가를 88,000원으로 상향했으며, 업종 선호주 의견 유지합니다.

>>> 2Q25 Preview: 일회성 반영 vs M/S 확대

SK케미칼의 2Q25 매출액은 5,419억원(+30.9% YoY, +0.9% QoQ), 영업이익은 29억원(-67.6% YoY, -88.1% QoQ)으로 추정된다. 본업 Green Chemical 매출액은 2,385억원(-4.7% YoY, +2.8% QoQ)으로 추정된다. 2Q25 설비개조 완료 후 초기 일회성 비용이 반영돼 감익이 예상되지만, 일회성 요인을 제거하면 무난한 실적을 기록했을 것으로 추정된다. 한편, 2Q25 에코젠 판매량은 +35% QoQ를 기록한 것으로 예상된다. 판매량 증가의 핵심 요인은 중국 M/S 확대와 고부가 설비개조 완료에 따른 영향이며, Eastman의 대체수요는 실제 발생 중인 것으로 확인된다. SKBS 적자 확대에 따라 연결 영업이익은 BEP 수준을 기록할 것으로 추정되며, Pharma 사업은 외형 성장 지속에 따라 증익을 기록했을 것으로 예상된다.

>>> 3Q25 Green Chemical 이익 회복

3Q25 본업 Green Chemical 영업이익은 402억원(+27.7% QoQ)이 예상된다. 2Q25 발생했던 일회성 요인의 축소와 중국 M/S 확대를 기반으로 한 견조한 판매량이 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 2Q25말 상승한 원재료 가격 역시 판가에 전가 가능할 것으로 예상되며, 영업이익률 16.3%의 안정적인 수익성을 지속할 수 있을 전망이다.

>>> 안정적인 본업에 MU까지 더해진다면

2025년 SK케미칼의 Green Chemical 영업이익은 1,595억원(+34.2% YoY)으로 예상된다. 2024년 완료된 Monomer 설비 증설과 Copolyester M/S 확대에 따라 전체 판매량은 전년대비 성장이 예상되기 때문이다. 안정적인 본업 수익률은 지속되는 한편 4Q25 멀티유틸리티 설비의 상업가동이 예정돼 있다. 4Q25 초기가동에 따른 비용발생으로 이익기여도는 제한적 이겠지만, 2026년 예상되는 멀티유틸리티 영업이익은 276억원이다. 이는 SK케미칼의 추가적인 외형 성장 요인으로 작용할 것이다. SK케미칼의 12MF P/B는 0.63배 수준이며, 지난 3개월간 주가는 2배 상승했다. 하지만, 현재 주가는 본업 가치만으로도 정당화 가능하다. SK그룹 데이터센터향 전력 공급이 확정됐고, 멀티유틸리티 수익성에 대한 불확실성은 해소되는 국면이다. 멀티유틸리티 밸류를 신규로 반영, 목표주가를 88,000원으로 상향했으며, 화학업종 선호주 의견 유지한다.

>>> 밸류에이션: MU가치 반영, 목표주가 상향

멀티유틸리티 사업의 불확실성 해소 국면을 고려, SK케미칼 목표주가 산정에 사업가치를 반영했다. 2026년도 예상되는 EBITDA 576억원에 민자발전업체 Peer 평균 5.8배를 적용했다. 이를 통해 산정된 멀티유틸리티 적정가치는 3,341억원이다. 발전소 가동률은 보수적으로 70%를 가정했으며, 외판비중은 50%를 적용했다. 이외 계통공급 전력량과 계절성을 고려했다. 계통 공급 외 외판비중이 확보된 상황에서 Peer 대비 경쟁력 있는 가동률이 예상된다. 또한, 계통 공급이 아닌 직접 공급의 특성상 계통단가대비 경쟁력 있는 전력단가를 유지할 수 있을 전망이다.

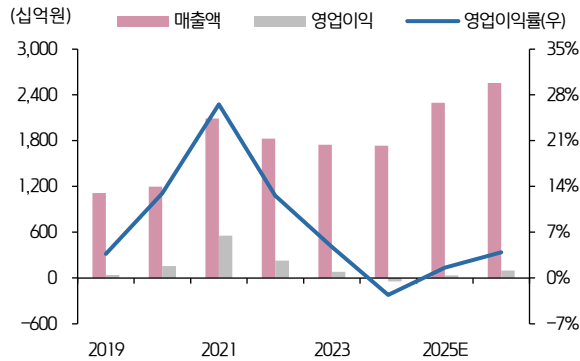
본업의 2025E EBITDA는 2,251억원이 예상된다. 본업가치 산정에는 Eastman Chemicals의 12MF EV/EBITDA를 30% 할인해 적용했으며, 이를 통해 산정된 본업가치는 1.3조원이다. 현재 SK케미칼의 본업 역시 M/S를 확대 중인 것으로 파악된다. 중국의 Tritan 대체 수요는 발생중인 것으로 파악되고, SK케미칼의 중국내 M/S 역시 2Q25 일부 확대됐을 것으로 추정된다. 경쟁사 Copolyester 제품인 Tritan대비 판가는 상대적 열위인 것으로 추정되지만, 지속적인 M/S 확대는 향후 할인을 축소 요인으로 작용할 수 있다. 현재 SK케미칼의 시장가치는 SKBS 지분가치를 제외하고 보더라도 설명할 수 있다고 판단되며, 지분가치 고려시 업사이드 역시 남아있다. 목표주가 88,000원으로 상향하며, 화학업종 선호주 의견 유지한다.

SK케미칼 목표주가 산정 Table

구분	2025E EBITDA (십억원)	Target Multiple (배)	적정가치 (십억원)	비고
Green Chemical	225.1	5.7	1,291.9	Eastman 12MF Multiple 30% 할인 적용
Pharma	36.3	9.1	332.2	국내 제약사 Peer Group 평균
MU	57.6	5.8	334.1	2026E EBITDA 기준 / 발전사 Peer 평균
SKBS	-	-	760.3	SKBS 1M 평균 시가총액 / 지분율 고려 및 70% 할인
영업가치(십억원)		2,718.5		
투자자산(십억원)		76.1		2025E 장부가치 30% 할인
순차입금(십억원)		435.2		2025E 추정치 적용 / 별도
비지배주주지분(십억원)		839.0		2025E 추정치 적용
적정가치(십억원)		1,520.4		
발행주식수(천주)		17,253.8		
적정주가(원)		88,119		
T.P(원)		88,000		
Upside(%)		20.9		

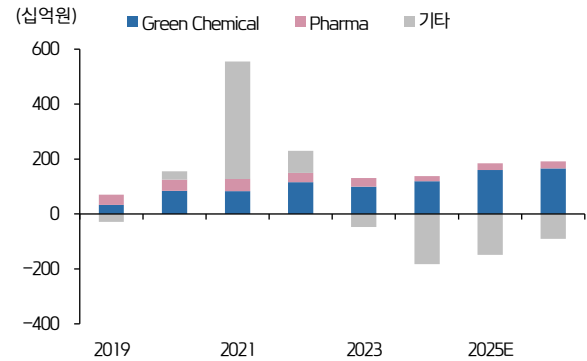
자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

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	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	381.0	413.9	426.3	514.3	536.6	541.7	610.1	607.3	1,735.5	2,295.7	2,555.3
Green Chemical	222.2	250.2	229.4	208.1	232.0	238.5	247.5	239.1	909.9	957.1	958.7
Pharma	86.4	80.5	84.3	106.1	97.3	128.8	133.2	131.6	357.3	490.9	539.7
기타	72.4	83.2	112.6	200.1	207.3	174.4	229.4	236.6	468.3	847.7	1,056.9
YoY(%)	4.5%	11.5%	-26.7%	19.2%	40.9%	30.9%	43.1%	18.1%	-0.8%	32.3%	11.3%
QoQ(%)	-11.7%	8.6%	3.0%	20.6%	4.3%	0.9%	12.6%	-0.5%	-	-	-
영업이익(십억원)	-12.7	8.9	-12.5	-28.5	24.3	4.4	7.9	0.1	-44.8	36.7	100.4
Green Chemical	20.5	37.0	31.5	29.9	45.5	35.6	40.2	38.2	118.9	159.5	165.7
Pharma	4.2	3.8	5.3	5.9	5.5	6.7	7.1	6.1	19.2	25.4	25.8
기타	-37.4	-31.9	-49.3	-64.3	-26.7	-37.8	-39.5	-44.3	-182.9	-148.3	-91.1
YoY(%)	적전	흑전	적전	적전	흑전	-50.2%	흑전	흑전	적전	흑전	173.8%
QoQ(%)	적전	흑전	적전	적지	흑전	-81.7%	77.5%	-99.3%	-	-	-
영업이익률(%)	-3.3%	2.2%	-2.9%	-5.5%	4.5%	0.8%	1.3%	0.0%	-2.6%	1.6%	3.9%
Green Chemical	9.2%	14.8%	13.7%	14.4%	19.6%	14.9%	16.3%	16.0%	13.1%	16.7%	17.3%
Pharma	4.9%	4.7%	6.3%	5.6%	5.7%	5.2%	5.3%	4.7%	5.4%	5.2%	4.8%
기타	-51.6%	-38.3%	-43.8%	-32.1%	-12.9%	-21.7%	-17.2%	-18.7%	-	-	-
순이익(십억원)	-8.4	5.1	-11.0	9.9	21.1	-2.1	2.4	-3.7	-4.4	17.7	117.4
지배주주	-4.1	8.6	-3.9	8.2	20.0	-1.8	2.1	-3.2	8.8	17.0	102.0
순이익률(%)	-2.2%	1.2%	-2.6%	1.9%	3.9%	-0.4%	0.4%	-0.6%	-0.3%	0.8%	4.6%

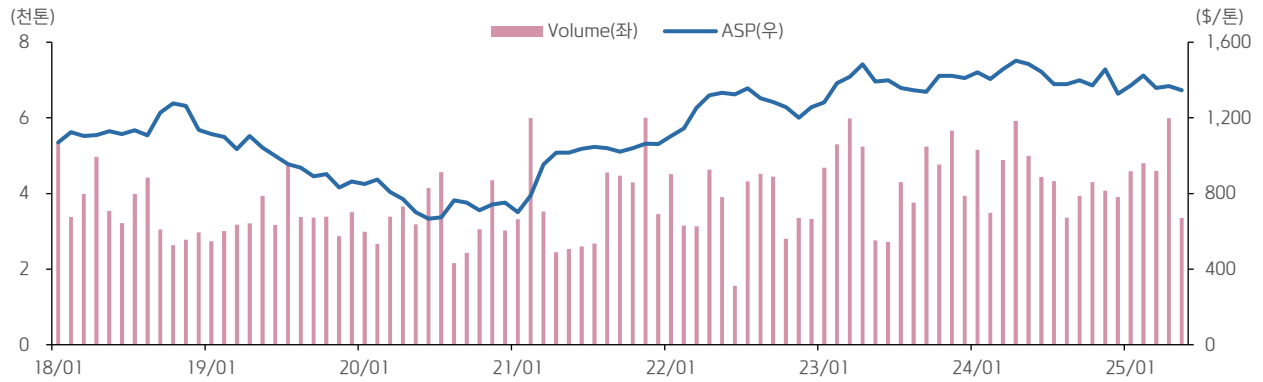
자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

SK케미칼 실적추정치 변경 및 컨센서스 비교 Table

구분	변경전		변경후		컨센서스		vs. 컨센서스	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액(십억원)	2,203.1	2,281.1	2,295.7	2,555.3	2,210.4	2,344.5	+3.9%	+9.0%
영업이익(십억원)	52.4	104.4	36.7	100.4	70.0	124.2	-47.6%	-19.2%
순이익(지배, 십억원)	52.6	122.1	17.0	102.0	62.8	127.1	-72.9%	-19.7%

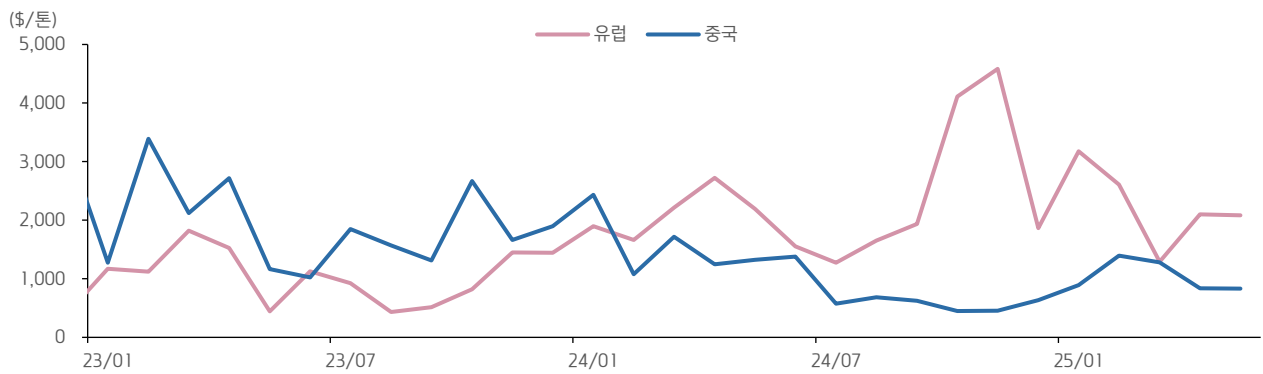
자료: SK케미칼, FnGuide, 키움증권 리서치센터

DMT 수출증량 및 단가 추이



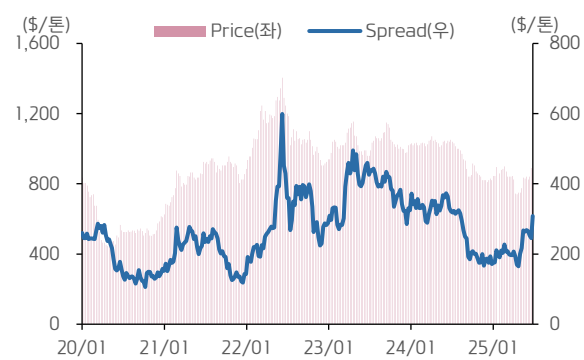
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

DMT 지역별 단가 추이



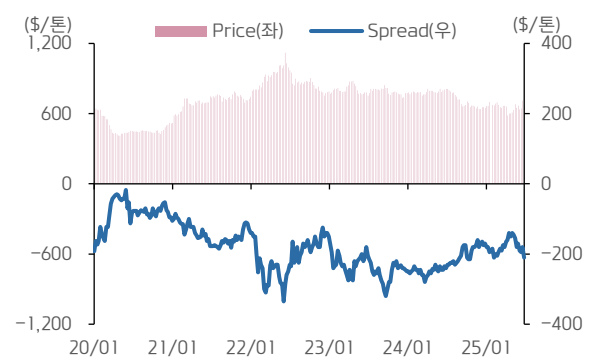
자료: Trass, 키움증권 리서치센터

PX 가격 및 Spread 추이



자료: Ciscem, 키움증권 리서치센터

TPA 가격 및 Spread 추이



자료: Ciscem, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,829.2	1,748.8	1,736.8	2,295.7	2,555.3
매출원가	1,214.1	1,275.8	1,340.8	1,749.9	1,836.5
매출총이익	615.1	472.9	396.0	545.8	718.8
판매비	384.6	389.6	441.2	509.1	618.4
영업이익	230.5	83.3	-45.2	36.7	100.4
EBITDA	321.9	196.2	90.4	284.7	371.5
영업외손익	6.2	-30.9	17.7	111.9	50.6
이자수익	7.3	19.4	17.9	16.9	16.5
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	-1.9	-1.6
기타	2.9	-30.9	29.9	126.9	64.1
법인세차감전이익	236.7	52.4	-27.4	148.6	151.0
법인세비용	5.2	4.6	-23.1	-0.4	33.6
계속사업순손익	231.5	47.8	-4.4	149.0	117.4
당기순이익	231.5	47.8	-4.4	149.0	117.4
지배주주순이익	191.3	39.9	8.8	17.0	102.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-12.5	-4.4	-0.7	32.2	11.3
영업이익 증감율	-58.5	-63.9	-154.3	-181.2	173.6
EBITDA 증감율	-50.3	-39.0	-53.9	214.9	30.5
지배주주순이익 증감율	13.8	-79.1	-77.9	93.2	500.0
EPS 증감율	14.3	-78.9	-77.8	92.6	499.0
매출총이익율(%)	33.6	27.0	22.8	23.8	28.1
영업이익률(%)	12.6	4.8	-2.6	1.6	3.9
EBITDA Margin(%)	17.6	11.2	5.2	12.4	14.5
지배주주순이익률(%)	10.5	2.3	0.5	0.7	4.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-186.5	146.1	-89.3	170.5	148.9
당기순이익	231.5	47.8	-4.4	149.0	117.4
비현금항목의 가감	135.9	184.6	23.4	104.7	159.6
유형자산감가상각비	81.2	100.0	118.6	218.5	247.1
무형자산감가상각비	10.3	12.8	16.9	29.6	24.1
지분법평가손익	-1.3	-2.9	-1.0	1.1	0.8
기타	45.7	74.7	-111.1	-144.5	-112.4
영업활동자산부채증감	-359.7	-21.8	-70.4	-57.9	-70.7
매출채권및기타채권의감소	-29.7	38.2	-59.4	51.1	-59.3
재고자산의감소	-178.2	53.2	84.5	-26.6	-83.6
매입채무및기타채무의증가	-68.8	6.9	-20.3	-23.2	44.8
기타	-83.0	-120.1	-75.2	-59.2	27.4
기타현금흐름	-194.2	-64.5	-37.9	-25.3	-57.4
투자활동 현금흐름	231.0	-510.4	-157.3	-463.4	-503.7
유형자산의 취득	-290.1	-389.1	-422.1	-358.8	-352.6
유형자산의 처분	1.3	0.0	17.5	3.6	3.5
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	250.9	279.9
현금 및 현금성자산의 순증가	144.4	-11.1	138.0	-67.0	-88.9
기초현금 및 현금성자산	255.6	407.1	404.3	542.3	475.3
기말현금 및 현금성자산	400.0	396.0	542.3	475.3	386.4

자료: SK케미칼, 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
유동자산	2,518.7	2,204.4	2,385.8	2,320.9	2,410.7
현금 및 현금성자산	400.0	396.0	542.3	475.3	386.4
단기금융자산	1,319.7	1,204.4	851.6	877.1	912.2
매출채권 및 기타채권	249.9	180.0	368.5	317.3	376.7
재고자산	482.8	376.9	565.5	592.1	675.7
기타유동자산	66.3	47.1	57.9	59.1	59.7
비유동자산	1,427.0	1,954.3	2,981.3	3,070.1	3,169.6
투자자산	52.8	114.0	96.2	94.4	92.9
유형자산	1,193.1	1,601.6	2,459.2	2,599.5	2,705.1
무형자산	51.8	54.2	163.0	138.7	118.7
기타비유동자산	129.3	184.5	262.9	237.5	252.9
자산총계	3,945.7	4,158.8	5,367.0	5,391.0	5,580.3
유동부채	1,058.8	830.2	983.2	954.9	994.7
매입채무 및 기타채무	236.9	257.2	316.6	293.4	338.2
단기금융부채	551.8	463.8	438.3	430.9	423.6
기타유동부채	270.1	109.2	228.3	230.6	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	2,219.6	2,266.6
지배지분	2,146.7	2,118.7	2,200.7	2,207.2	2,334.1
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	858.2	935.3
비지배지분	562.2	557.1	832.3	964.2	979.6
자본총계	2,708.9	2,675.8	3,033.0	3,171.4	3,313.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	9,736	2,058	456	879	5,265
BPS	110,830	109,385	113,618	113,952	120,504
CFPS	18,701	12,003	982	13,098	14,298
DPS	1,500	650	1,150	1,150	1,450
주가배수(배)					
PER	7.5	32.7	97.1	82.8	13.8
PER(최고)	16.0	42.1	162.4		
PER(최저)	7.5	27.0	85.7		
PBR	0.66	0.62	0.39	0.64	0.60
PBR(최고)	1.40	0.79	0.65		
PBR(최저)	0.66	0.51	0.34		
PSR	0.79	0.75	0.49	0.61	0.55
PCFR	3.9	5.6	45.1	5.6	5.1
EV/EBITDA	2.8	6.6	21.1	9.0	7.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	11.2	23.4	-453.8	13.3	21.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.0	1.0	2.6	1.6	2.0
ROA	5.9	1.2	-0.1	2.8	2.1
ROE	9.1	1.9	0.4	0.8	4.5
ROIC	13.9	2.0	0.4	0.9	2.4
매출채권회전율	6.0	8.1	6.3	6.7	7.4
재고자산회전율	4.4	4.1	3.7	4.0	4.0
부채비율	45.7	55.4	77.0	70.0	68.4
순차입금비율	-36.6	-18.3	8.7	8.6	9.0
이자보상배율	14.9	2.6	-1.1	0.8	2.4
총차입금	726.9	1,109.9	1,658.2	1,626.6	1,595.5
순차입금	-992.8	-490.5	264.3	274.2	297.0
NOPLAT	321.9	196.2	90.4	284.7	371.5
FCF	-389.9	-273.6	-346.2	-142.4	-70.3

Compliance Notice

- 당사는 07월 11일 현재 'SK케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

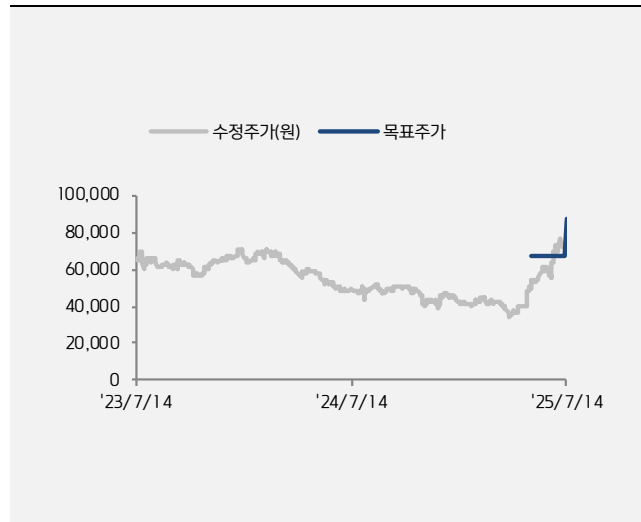
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
SK케미칼 (285130)	2025-05-15	BUY(Initiate)	67,000원	6개월	-6.55	14.48
	2025-07-14	BUY(Maintain)	88,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%