

2024. 8. 12



## ▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 145,000 원**현재주가 (8.9)** 121,500 원**상승여력** 19.3%

KOSPI 2,588.43pt

시가총액 46,010억원

발행주식수 3,787만주

유동주식비율 48.90%

외국인비중 16.59%

52주 최고/최저가 195,300원/68,500원

평균거래대금 1,056.2억원

**주요주주(%)**

SK 외 6 인 40.90

국민연금공단 5.00

**주가상승률(%)** 1개월 6개월 12개월

절대주가 -28.1 46.0 24.2

상대주가 -20.4 47.8 25.0

**주가그래프****SKC 011790****2Q24 NDR 후기: 동박, 유리기판**

- ✓ 전주 국내 투자자 대상 SKC는 2Q24 영업실적 관련 설명회를 진행  
유리기판 등 반도체부문, 동박 수익성 정상화 시점, 화학 시장 등이 주요 질의사항
- ✓ 유리기판의 모멘텀→ 2025년 상반기 중 초도매출 발생으로 초기 시장 선점 전략
- ✓ 수익성→ ISC 주도의 반도체부문 수익성 지속 개선, 화학/동박은 2025년 흑자전환
- ✓ 2024년 하반기 반도체부문(애플스, ISC, 유리기판)의 펀더멘털 및 모멘텀 강화 구간
- ✓ 투자 의견 Buy, 자회사 ISC 실적 추정 상향 반영하여 적정주가 14.5만원 상향

**2Q24 NDR 주요 내용: 반도체부문 컨센서스 상향 필요, 동박 부진 여전**

동사는 전주 실적 설명회를 통해 2Q24 영업실적(매출액 4,727억원/영업적자 -627억원)을 공시, 이후 국내 투자자 대상 NDR을 진행했다. 사업부문별 주요 내용은 다음과 같다. (1) 이차전지: 당분기 출하량 4,200톤(-8.7% QoQ)이다. 출하 고객사 및 생산Site별 실적 희비가 발생했다. 동사는 SK On과 LGES(폴란드)가 주력 고객이다. 이들의 출하 부진의 연쇄효과에 동사 역시 저조한 가동률을 기록했다(국내 정읍 40%, 말레이 20%). 24년 하반기 출하량 가이던스는 3Q24 +19% QoQ, 4Q24 +100% QoQ이다. 4Q 전후 SK On의 북미 현대/기아차량 생산라인 구축에 동박 구매 움직임이 재개될 가능성이 있다. 또한 국내 삼성SDI(소형, ESS)와 해외 중국(EV)/일본(원통형) 배터리 셀 제조사향 판매가 개시되겠다. 2~3Q24가 판매량 기준 저점 시점으로 판단한다. (2) 반도체부문: 자회사 ISC 주도의 수익성 정상화 중이다. 향후 동사의 연결 실적 및 주가 재평가 동인은 애플릭스(유리기판)/애플스(CMP패드)/ISC의 반도체부문에서 발생될 전망이다. 유리기판은 올 하반기 고객사 인증 마무리, 25년 상반기 중 초도 매출 발생을 예상한다. 고객사 물량 대응을 위한 추가 증설 필요성 또한 높다. (3) 화학: 당분기 EBITDA 기준 BEP를 달성했다. 단, 비용 증가(운임, 투입원가 등) 및 공급과잉의 경쟁력 약화 요인에 뚜렷한 시황 반등을 도출하기 어려운 상황이다.

**주력 사업에 변화: 이차전지(동박/실리콘 음극재)→ 반도체 소재**

애플릭스(유리기판) 사업 가시화(2H24 고객사 인증, 1H25 초도 매출 발생)에 반도체부문 주도의 단계별 주가 재평가가 이뤄질 전망이다. 당사 추정 25~26년 유리기판 사업가치는 4조원을 추정한다. 반도체부문 ISC 수익성 정상화 궤도, 유리기판 사업가치 반영으로 적정주가는 14.5만원으로 상향 제시한다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익   | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|--------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2022  | 2,386.7 | 186.2  | -68.4         | -1,805            | 적전         | 45,566     | -49.0      | 1.9        | 13.0             | -3.7       | 185.2       |
| 2023  | 1,570.8 | -216.3 | -275.5        | -7,276            | 적지         | 37,252     | -12.5      | 2.4        | -169.7           | -          | 178.6       |
| 2024E | 2,040.2 | -155.6 | -189.3        | -4,998            | 적지         | 33,985     | -24.3      | 3.6        | 1,054.7          | -          | 162.2       |
| 2025E | 3,124.4 | 141.8  | -37.1         | -979              | 적지         | 33,006     | -124.2     | 3.7        | 42.3             | -2.9       | 226.2       |
| 2026E | 4,376.9 | 443.5  | 83.5          | 2,204             | 흑전         | 35,210     | 55.1       | 3.5        | 25.0             | 6.5        | 246.5       |

| 표1 SKC 분기별 실적 추정 |        |        |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
|------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| (십억원)            | 1Q24   | 2Q24P  | 3Q24E | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| 매출액              | 415.2  | 472.7  | 530.1 | 622.1 | 707.8 | 759.1 | 800.3 | 857.2 | 2,040.1 | 3,124.4 | 4,376.9 |
| 화학사업             | 272.6  | 317.5  | 292.4 | 303.8 | 377.3 | 384.7 | 375.4 | 354.3 | 1,186.3 | 1,491.8 | 1,493.4 |
| 반도체소재            | 49.0   | 67.3   | 139.0 | 160.5 | 165.8 | 201.9 | 243.8 | 312.8 | 415.8   | 924.3   | 2,030.4 |
| 이차전지 소재          | 91.6   | 85.8   | 98.7  | 157.9 | 164.2 | 172.4 | 181.0 | 190.1 | 433.9   | 707.7   | 852.0   |
| 영업이익             | -76.2  | -62.7  | -15.4 | -1.3  | 7.1   | 23.3  | 38.8  | 72.6  | -155.6  | 141.7   | 443.4   |
| %OP              | -18.4% | -13.3% | -2.9% | -0.2% | 1.0%  | 3.1%  | 4.8%  | 8.5%  | -8.7%   | 4.3%    | 10.1%   |
| 화학사업             | -15.3  | -5.3   | -10.3 | -6.8  | -2.2  | 1.2   | 8.2   | 9.8   | -37.7   | 17.1    | 56.1    |
| 반도체 소재           | 7.9    | 15.8   | 29.5  | 37.1  | 35.3  | 44.4  | 48.7  | 57.9  | 90.3    | 186.3   | 347.5   |
| 이차전지 소재          | -39.9  | -37.4  | -34.5 | -31.6 | -26.3 | -22.4 | -18.1 | 4.9   | -143.4  | -61.8   | 39.5    |
| 세전이익             | -40.2  | -150.1 | -36.8 | -24.4 | -33.8 | -8.5  | -2.3  | 10.7  | -251.6  | -33.9   | 180.5   |
| 순이익(지배주주)        | -26.3  | -116.3 | -21.2 | -14.0 | -19.4 | -4.9  | -1.3  | 6.1   | -177.8  | -19.5   | 103.8   |
| %YoY             |        |        |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
| 매출액              | -13.4  | -25.1  | -3.7  | 139.5 | 70.5  | 60.6  | 51.0  | 37.8  | 29.9    | 53.1    | 40.1    |
| 영업이익             | 적자지속   | 적자지속   | 적자지속  | 적자지속  | 흑자전환  | 흑자전환  | 흑자전환  | 흑자전환  | 적자지속    | 흑자전환    | 212.8   |
| 세전이익             | 적자지속   | 적자지속   | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 흑자전환  | 적자지속    | 적자지속    | 흑자전환    |
| 순이익(지배주주)        | 적자지속   | 적자지속   | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 흑자전환  | 적자지속    | 적자지속    | 흑자전환    |
| %QoQ             |        |        |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
| 매출액              | 59.8   | 13.9   | 12.1  | 17.4  | 13.8  | 7.2   | 5.4   | 7.1   |         |         |         |
| 영업이익             | 적자지속   | 적자지속   | 적자지속  | 적자지속  | 흑자전환  | 228.0 | 66.8  | 87.3  |         |         |         |
| 세전이익             | 적자지속   | 적자지속   | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 흑자전환  |         |         |         |
| 순이익(지배주주)        | 적자지속   | 적자지속   | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 적자지속  | 흑자전환  |         |         |         |

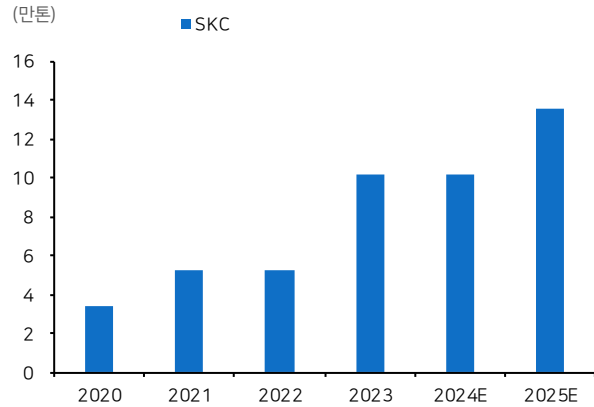
자료: SKC, 메리츠증권 리서치센터

표2 SKC 적정주가 14.5만원으로 상향

| 사업가치         | EBITDA('25E) | Fair Value | Multiple |
|--------------|--------------|------------|----------|
| - 화학부문       | 112.5        | 450.0      | 4.0      |
| - 반도체소재      | 297.4        | 11,286.5   | 24.5     |
| 애플릭스(유리기판)   |              | 4,000      |          |
| - 넥슬리스       | 104.8        | 1,886.8    | 18.0     |
| 합계(십억원)      | 514.7        | 13,623.3   |          |
| 총 기업가치(십억원)  |              | 13,745.9   |          |
| 순차입금         |              | 8,293.8    |          |
| 적정 시가총액(십억원) |              | 5,452.1    |          |
| 주당 적정주가(원)   |              | 145,000    |          |

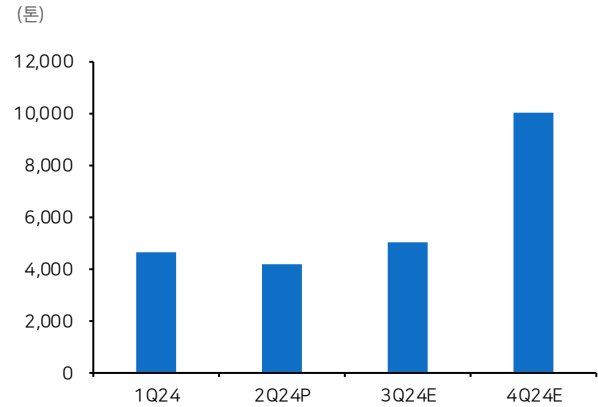
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SKC의 동박 생산Capa: 25년 폴란드 1기 가동



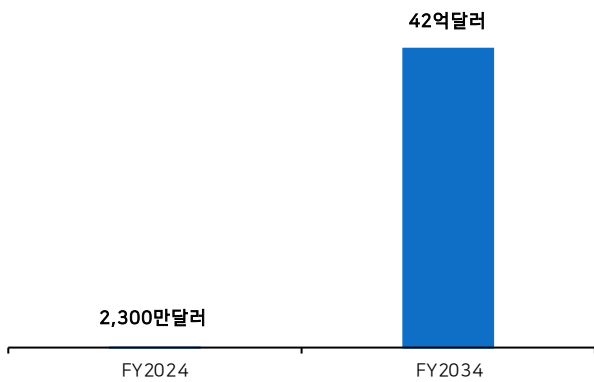
자료: SKC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2024년 분기별 SKC의 동박 출하량 전망



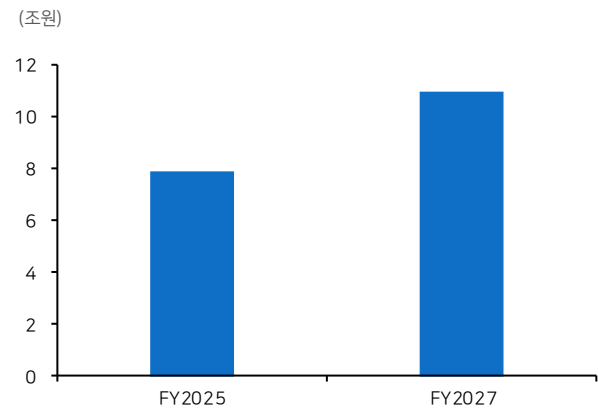
자료: SKC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 글로벌 유리기판의 시장 규모 전망



자료: 더인사이트파트너스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 SKC의 매출액 가이드스



자료: SKC, 메리츠증권 리서치센터

## SKC (011790)

## Income Statement

| (십억원)      | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 2,386.7 | 1,570.8 | 2,040.2 | 3,124.4 | 4,376.9 |
| 매출액증가율(%)  | 5.4     | -34.2   | 29.9    | 53.1    | 40.1    |
| 매출원가       | 2,010.3 | 1,549.1 | 1,176.2 | 2,836.8 | 3,597.7 |
| 매출총이익      | 376.3   | 21.7    | 864.0   | 287.6   | 779.2   |
| 판매관리비      | 190.1   | 238.0   | -51.3   | 145.8   | 335.8   |
| 영업이익       | 186.2   | -216.3  | -155.6  | 141.8   | 443.5   |
| 영업이익률(%)   | 7.8     | -13.8   | 44.9    | 4.5     | 10.1    |
| 금융손익       | -101.6  | -153.3  | -139.3  | -194.5  | -289.4  |
| 종속/관계기업손익  | -73.9   | -21.3   | -70.3   | -22.0   | 129.2   |
| 기타영업외손익    | 178.9   | -11.2   | 0.8     | 10.2    | -138.1  |
| 세전계속사업이익   | 189.6   | -402.0  | -364.4  | -64.4   | 145.1   |
| 법인세비용      | -9.8    | -119.2  | -62.4   | -12.2   | 27.6    |
| 당기순이익      | -24.6   | -326.4  | -207.8  | -52.2   | 117.5   |
| 지배주주지분 손이익 | -68.4   | -275.5  | -189.3  | -37.1   | 83.5    |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 2,526.2 | 2,081.3 | 985.0   | 1,791.2 | 2,136.7 |
| 현금및현금성자산  | 1,098.4 | 531.1   | 30.2    | 575.6   | 474.9   |
| 매출채권      | 388.1   | 162.5   | 322.1   | 443.7   | 652.0   |
| 재고자산      | 553.3   | 332.9   | 455.9   | 628.1   | 922.8   |
| 비유동자산     | 3,867.0 | 4,951.1 | 5,297.7 | 5,855.5 | 6,393.4 |
| 유형자산      | 1,978.8 | 2,738.9 | 3,306.5 | 3,894.0 | 4,470.3 |
| 무형자산      | 1,523.6 | 1,670.9 | 1,657.2 | 1,640.5 | 1,624.2 |
| 투자자산      | 260.4   | 309.1   | 12.3    | -0.6    | -22.7   |
| 자산총계      | 6,393.1 | 7,032.3 | 6,282.7 | 7,646.7 | 8,530.1 |
| 유동부채      | 1,870.9 | 1,845.6 | 1,701.2 | 2,733.2 | 3,561.0 |
| 매입채무      | 240.5   | 87.8    | -211.0  | -290.6  | -427.1  |
| 단기차입금     | 1,065.2 | 1,155.8 | 1,399.5 | 1,999.5 | 2,599.5 |
| 유동성장기부채   | 227.9   | 64.3    | 1,185.0 | 1,585.0 | 2,185.0 |
| 비유동부채     | 2,280.4 | 2,662.3 | 2,185.0 | 2,569.1 | 2,507.2 |
| 사채        | 154.7   | 194.7   | 644.8   | 1,044.8 | 1,364.8 |
| 장기차입금     | 1,800.3 | 1,983.8 | 2,616.5 | 3,016.5 | 3,346.5 |
| 부채총계      | 4,151.2 | 4,507.9 | 3,886.1 | 5,302.3 | 6,068.2 |
| 자본금       | 189.3   | 189.3   | 189.3   | 189.3   | 189.3   |
| 자본잉여금     | 364.5   | 284.8   | 285.2   | 285.2   | 285.2   |
| 기타포괄이익누계액 | 5.5     | 84.5    | 149.6   | 149.6   | 149.6   |
| 이익잉여금     | 1,451.0 | 1,135.5 | 946.2   | 909.2   | 992.6   |
| 비지배주주지분   | 516.4   | 1,113.8 | 1,109.6 | 1,094.5 | 1,128.6 |
| 자본총계      | 2,241.9 | 2,524.4 | 2,396.6 | 2,344.4 | 2,461.9 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2022    | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|----------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름      | -147.2  | -234.7   | -3,795.7 | -959.5   | -1,784.6 |
| 당기순이익(손실)      | -24.6   | -326.4   | -207.8   | -52.2    | 117.5    |
| 유형자산상각비        | 209.4   | 134.2    | 141.4    | 172.6    | 203.7    |
| 무형자산상각비        | 43.3    | 38.4     | 25.8     | 16.7     | 16.3     |
| 운전자본의 증감       | -370.8  | -65.8    | -3,677.0 | -1,244.4 | -2,130.1 |
| 투자활동 현금흐름      | -249.0  | -987.5   | 352.3    | -861.8   | -709.2   |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -749.3  | -1,031.4 | -748.6   | -760.0   | -780.0   |
| 투자자산의감소(증가)    | 160.6   | -70.0    | 273.6    | -134.9   | 14.1     |
| 재무활동 현금흐름      | 875.5   | 661.9    | 2,902.1  | 2,366.7  | 2,393.0  |
| 차입금의 증감        | 419.2   | 147.1    | 2,941.1  | 2,366.7  | 2,393.0  |
| 자본의 증가         | 15.9    | -79.7    | 0.5      | 0.0      | 0.0      |
| 현금의 증가(감소)     | 376.3   | -567.4   | -500.9   | 545.4    | -100.7   |
| 기초현금           | 722.2   | 1,098.4  | 531.1    | 30.2     | 575.6    |
| 기말현금           | 1,098.4 | 531.1    | 30.2     | 575.6    | 474.9    |

## Key Financial Data

|                        | 2022   | 2023   | 2024E   | 2025E  | 2026E   |
|------------------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 주당데이터(원)               |        |        |         |        |         |
| SPS                    | 63,025 | 41,479 | 53,875  | 82,507 | 115,581 |
| EPS(지배주주)              | -1,805 | -7,276 | -4,998  | -979   | 2,204   |
| CFPS                   | 12,838 | -938   | 1,088   | 15,138 | 19,876  |
| EBITDAPS               | 11,590 | -1,154 | 304     | 8,741  | 17,520  |
| BPS                    | 45,566 | 37,252 | 33,985  | 33,006 | 35,210  |
| DPS                    | 1,100  | 0      | 0       | 0      | 0       |
| 배당수익률(%)               | 1.2    | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| Valuation(Multiple)    |        |        |         |        |         |
| PER                    | -49.0  | -12.5  | -24.3   | -124.2 | 55.1    |
| PCR                    | 6.9    | -96.6  | 111.6   | 8.0    | 6.1     |
| PSR                    | 1.4    | 2.2    | 2.3     | 1.5    | 1.1     |
| PBR                    | 1.9    | 2.4    | 3.6     | 3.7    | 3.5     |
| EBITDA(십억원)            | 438.9  | -43.7  | 11.5    | 331.0  | 663.5   |
| EV/EBITDA              | 13.0   | -169.7 | 1,054.7 | 42.3   | 25.0    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |         |        |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | -3.7   | -17.6  | -14.0   | -2.9   | 6.5     |
| EBITDA 이익률             | 18.4   | -2.8   | 0.6     | 10.6   | 15.2    |
| 부채비율                   | 185.2  | 178.6  | 162.2   | 226.2  | 246.5   |
| 금융비용부담률                | 4.4    | 9.8    | 12.3    | 13.3   | 12.5    |
| 이자보상배율(x)              | 1.8    | -1.4   | -0.6    | 0.3    | 0.8     |
| 매출채권회전율(x)             | 5.6    | 5.7    | 8.4     | 8.2    | 8.0     |
| 재고자산회전율(x)             | 4.5    | 3.5    | 5.2     | 5.8    | 5.6     |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| 기업                     | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                                |
|------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급 | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상           |
|                        | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
|                        | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만           |
| 산업                     | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                                |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | Overweight (비중확대)                                |                                                |
|                        | Neutral (중립)                                     |                                                |
|                        | Underweight (비중축소)                               |                                                |

## 투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율    |
|-------|-------|
| 매수    | 83.3% |
| 중립    | 16.7% |
| 매도    | 0.0%  |

2024년 6월 30일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## SKC (011790) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식    | 투자 의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|---------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |         |       |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2022.08.09 | 기업브리프   | Buy   | 220,000     | 노우호 | -50.8   | -37.3  |                |
| 2022.11.04 | Indepth | Buy   | 180,000     | 노우호 | -44.2   | -35.8  |                |
| 2023.02.07 | 기업브리프   | Buy   | 150,000     | 노우호 | -36.1   | -22.5  |                |
| 2023.11.01 | 기업브리프   | Buy   | 122,000     | 노우호 | -6.9    | 60.1   |                |
| 2024.08.12 | 기업브리프   | Buy   | 145,000     | 노우호 | -       | -      |                |