롯데정밀화학 (004000)

셀룰로스 에테르, 시장 지배력 강화

BUY(Initiate)

목표주가: 73,000원

주가(11/26): 56,000원

시가총액: 14,448억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkdud1222@kiwoom.com

롯데정밀화학은 마진율이 견고한 셀룰로스부문 증설을 지속적으로 추진하고 있습니다. 내년/내후년 총 1.8만톤의 증설이 순차적으로 완료될 전망입니다. 특히 애니코트는 매출액 비중이 미미하나, 순이익 측면의 기여도는 큰 고마진 제품입니다. 증설을 통하여 추가적인 실적 개선 및 밸류에이션 상향이 가능할 것으로 판단됩니다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원을 제시합니다.

>>> 내년/내후년, 셀룰로스부문 증설 추진

롯데정밀화학의 셀룰로스부문은 실적 개선세가 이어질 전망이다. 1) 국내 최초 상업화 이후 공격적 증설을 통한 규모의 경제 달성 및 세계 시장 점유율 확대를 지속하고 있고, 2) 애니코트/애니애디 증설과 에틸렌계 셀룰로스 제품(헤셀로스) 생산을 통한 제품믹스 개선으로 글로벌 선도 업체들과의 ASP 괴리율이 감소하고 있기 때문이다.

한편 동사는 내년/내후년 셀룰로스부문 증설을 추진하고 있다. 내년 상반기에 메셀로스 1.38만톤, 애니코트 1.9천톤 플랜트가 완공되고, 내후년 상반기에는 식의약용 생산 라인 2천톤을 가동할 계획이다. 참고로 국내 수출입 판가를 적용하면, 작년 애니코트 매출액은 전사 매출액의 7%에 불과하나 순이익 비중은 약 20%에 육박한 것으로 추정된다. 고마진율을 기록하고 있는 애니코트의 증설을 통하여, 동사는 추가적인 실적 개선 및 Top Tier 셀룰로스 업체 수준의 밸류에이션 상향도 가능할 것으로 보인다.

>>> 부진하였던 염소 계열 및 롯데비피화학의 판가 반등세

케미칼 사업 중 염소 계열의 경우 가성소다 가격 약세 지속 및 프로필렌 강세에 따른 ECH 스프레드 축소로 최근 실적이 둔화세에 있다. 다만 주요 전방인 에폭시 수지가 수요 개선 및 공급 차질로 가격이 급등하며, BPA뿐만 아니라 ECH까지 가격 상승을 이끌고 있다. 또한 스팟 가격 기준 $200/톤으로 하락하였던 가성소다 역시 최근 가격이 소폭 반등세에 있다.

한편 한덕화학이 지분법에서 제외되었으나, 롯데비피화학의 내년 VAM 증설(20만톤→41만톤)로 지분법이익의 훼손은 제한될 것으로 보인다. 특히 VAM은 최근 초산/에틸렌 가격이 상승하는 가운데, 접착제/EVA 업체들의 수요 급증으로 가격이 반등하고 있다. 또한 초산(롯데비피화학 생산능력 65만톤)도 중국 TPA 증설 확대로 최근 마진이 급등세에 있다.

>>> 롯데그룹, 배터리 양극박/음극박 모두 보유

동사는 사모투자 합자회사에 유한책임사원으로 투자(2,900억원)를 하며, 두산솔루스의 지분 약 22%를 보유하게 되었다. 이에 롯데그룹은 배터리 소재 중 양극박(롯데알미늄)과 음극박 시장에 모두 진출하게 되었다. 향후 동사의 추가적인 스페셜티 화학부문의 투자 확대도 전망된다.

Stock Data

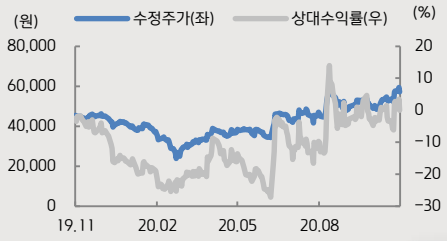
KOSPI(11/26)		2,625.91pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	59,600원	23,900원
등락률	-6.0%	134.3%
수익률	절대	상대
1M	14.3%	2.0%
6M	49.7%	15.7%
1Y	20.3%	-2.8%

발행주식수		25,800천주
일평균 거래량(3M)		188천주
외국인 지분율		23.5%
배당수익률(2020E)		3.0%
BPS(2020E)		61,878원
주요 주주	롯데케미칼 외 1인	31.1%

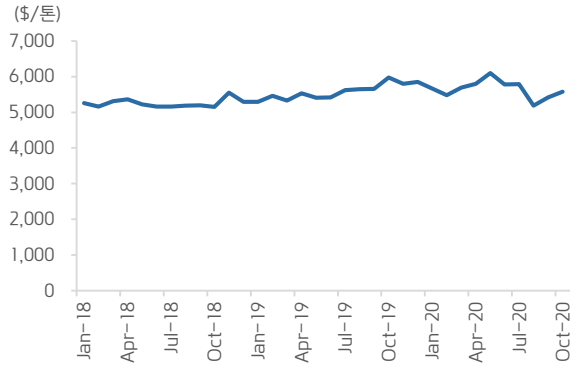
투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,372	1,311	1,274	1,481
영업이익	211	190	140	158
EBITDA	292	282	233	267
세전이익	275	225	201	220
순이익	215	168	157	172
지배주주지분순이익	215	168	157	172
EPS(원)	8,330	6,526	6,066	6,666
증감률(%YoY)	140.9	-21.7	-7.0	9.9
PER(배)	4.9	6.9	9.4	8.6
PBR(배)	0.8	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	2.8	2.8	4.7	4.1
영업이익률(%)	15.4	14.5	11.0	10.6
ROE(%)	16.7	11.7	10.1	10.4
순부채비율(%)	-17.2	-24.8	-23.5	-22.4

Price Trend

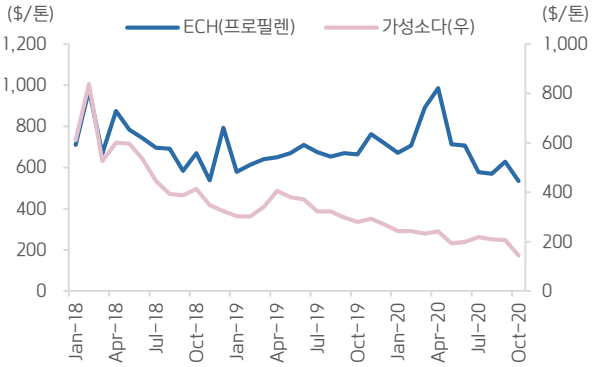


국내 셀룰로스 에테르 가격 추이



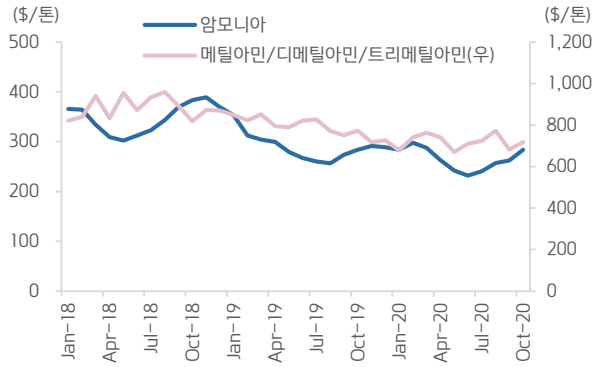
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 ECH 스프레드 및 가성소다 가격 추이



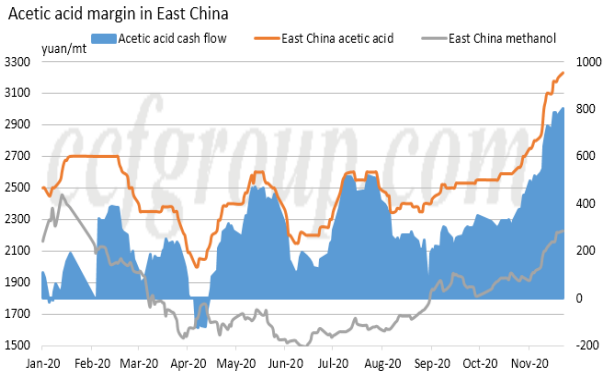
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 암모니아/메틸아민 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

중국 초산 가격 및 마진 추이



자료: CCFG, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 실적 전망

(단위: 십억원)	2019				2020				2018	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	327	330	325	330	350	293	317	314	1,372	1,311	1,274	1,481
염소/셀룰로스	194	217	216	207	212	191	199	202	802	833	804	970
전자재료*	13	11	10	11	11	12	9	7	96	45	39	50
암모니아	121	103	98	112	127	91	109	105	474	434	431	461
영업이익	38	52	51	48	51	34	26	29	211	190	140	158
영업이익률	11.5%	15.8%	15.8%	14.7%	14.6%	11.6%	8.2%	9.3%	15.4%	14.5%	11.0%	10.6%

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	1,372	1,311	1,274	1,481	1,679
매출원가	1,071	1,028	1,042	1,218	1,366
매출총이익	300	283	231	264	313
판관비	89	94	91	106	119
영업이익	211	190	140	158	194
EBITDA	292	282	233	267	312
영업외손익	64	35	61	63	65
이자수익	6	7	10	12	15
이자비용	5	2	6	9	12
외환관련이익	10	12	11	11	11
외환관련손실	10	12	10	10	10
종속 및 관계기업손익	79	31	55	58	60
기타	-16	-2	0	0	0
법인세차감전이익	275	225	201	220	258
법인세비용	60	57	44	49	57
계속사업순손익	215	168	157	172	202
당기순이익	215	168	157	172	202
지배주주순이익	215	168	157	172	202
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	18.3	-4.4	-2.9	16.3	13.4
영업이익 증감율	89.6	-10.0	-26.2	12.6	23.0
EBITDA 증감율	56.2	-3.4	-17.3	14.4	17.0
지배주주순이익 증감율	140.9	-21.7	-7.0	9.9	17.2
EPS 증감율	140.9	-21.7	-7.0	9.9	17.2
매출총이익율(%)	21.9	21.6	18.2	17.8	18.7
영업이익률(%)	15.4	14.5	11.0	10.6	11.5
EBITDA Margin(%)	21.3	21.5	18.3	18.0	18.6
지배주주순이익률(%)	15.7	12.8	12.3	11.6	12.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	716	861	1,016	1,223	1,469
현금 및 현금성자산	7	11	154	275	436
단기금융자산	311	448	471	494	519
매출채권 및 기타채권	220	214	208	242	274
재고자산	172	178	173	201	228
기타유동자산	317	458	481	505	530
비유동자산	984	932	1,039	1,100	1,151
투자자산	256	220	220	220	220
유형자산	702	671	780	843	897
무형자산	26	24	22	19	17
기타비유동자산	0	17	17	17	17
자산총계	1,700	1,793	2,054	2,323	2,620
유동부채	229	283	281	294	307
매입채무 및 기타채무	147	140	138	152	165
단기금융부채	1	86	86	86	86
기타유동부채	81	57	57	57	57
비유동부채	94	17	177	313	449
장기금융부채	94	17	177	313	449
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	322	300	458	607	756
지배지분	1,378	1,493	1,596	1,715	1,864
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	-9	-9	-9	-9	-9
기타포괄손익누계액	-19	-21	-31	-40	-50
이익잉여금	946	1,063	1,176	1,305	1,463
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,378	1,493	1,596	1,715	1,864

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	273	258	321	294	335
당기순이익	215	168	157	172	202
비현금항목의 가감	85	125	130	152	169
유형자산감가상각비	77	90	91	107	116
무형자산감가상각비	4	3	2	2	2
지분법평가손익	-79	-31	0	0	0
기타	83	64	37	42	51
영업활동자산부채증감	-53	-30	9	-49	-47
매출채권및기타채권의감소	-25	3	6	-34	-32
재고자산의감소	-32	-8	5	-28	-27
매입채무및기타채무의증가	10	-7	-2	13	13
기타	-6	-19	0	-1	-1
기타현금흐름	26	-5	24	19	11
투자활동 현금흐름	-178	-204	-254	-226	-227
유형자산의 취득	-96	-71	-200	-170	-170
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	2	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-37	36	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-85	-137	-22	-24	-25
기타	39	-32	-32	-32	-32
재무활동 현금흐름	-220	-50	110	86	86
차입금의 증가(감소)	-200	0	160	136	136
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-20	-43	-43	-43	-43
기타	0	-7	-7	-7	-7
기타현금흐름	0	0	-32	-32	-32
현금 및 현금성자산의 순증가	-125	4	143	121	161
기초현금 및 현금성자산	132	7	11	154	275
기말현금 및 현금성자산	7	11	154	275	436

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	8,330	6,526	6,066	6,666	7,815
BPS	53,407	57,873	61,878	66,484	72,238
CFPS	11,639	11,374	11,124	12,544	14,379
DPS	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
주가배수(배)					
PER	4.9	6.9	9.4	8.6	7.3
PER(최고)	9.4	8.5	11.0		
PER(최저)	4.5	5.9	3.9		
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
PBR(최고)	1.5	1.0	1.1		
PBR(최저)	0.7	0.7	0.4		
PSR	0.8	0.9	1.2	1.0	0.9
PCFR	3.5	4.0	5.1	4.6	4.0
EV/EBITDA	2.8	2.8	4.7	4.1	3.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	20.1	25.7	27.7	25.2	21.5
배당수익률(%,보통주,현금)	4.1	3.8	3.0	3.0	3.0
ROA	12.9	9.6	8.1	7.9	8.2
ROE	16.7	11.7	10.1	10.4	11.3
ROIC	18.5	15.9	11.4	11.6	13.0
매출채권회전율	6.7	6.0	6.0	6.6	6.5
재고자산회전율	8.8	7.5	7.3	7.9	7.8
부채비율	23.4	20.1	28.7	35.4	40.6
순차입금비율	-17.2	-24.8	-23.5	-22.4	-23.3
이자보상배율	46.4	90.2	23.8	17.3	15.7
총차입금	81	89	249	385	521
순차입금	-236	-370	-376	-384	-434
NOPLAT	292	282	233	267	312
FCF	101	136	12	13	53

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 11월 26일 현재 '롯데정밀화학' 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

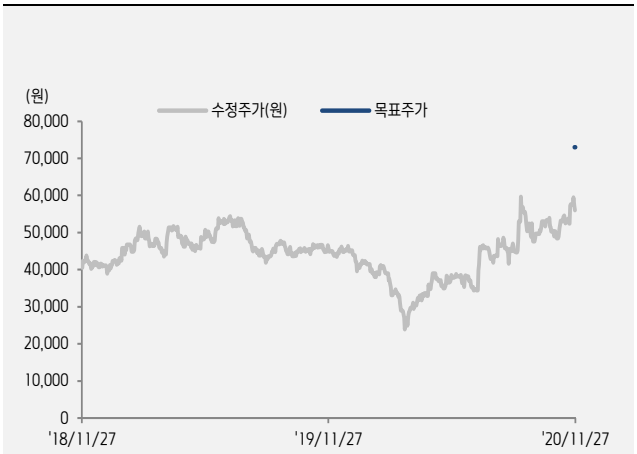
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
롯데정밀화학 (006650)	2020-11-27	BUY(Initiate)	73,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%