

SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.com

02-3773-8477

Company Data

자본금	129 십억원
발행주식수	2,580 만주
자사주	33 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,489 십억원
주요주주	
롯데케미칼(외2)	31.13%
국민연금공단	12.66%
외국인지분률	22.90%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(21/04/04)	57,700 원
KOSPI	3112.8 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	60,700 원
52주 최저가	30,350 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.9%	7.5%
6개월	16.2%	-13.1%
12개월	89.2%	4.8%

롯데정밀화학 (004000/KS | 매수(유지) | T.P 77,000 원(상향))

Green 으로 맞추어지는 퍼즐

4Q 영업이익은 331 억원이 예상돼 컨센서스를 소폭 상회하는 실적 기대. ECH, 가성소다 가격 모두 턴어라운드. 암모니아도 물동량 확대에 매출 개선 예상. 또한 글로벌 건설 경기 회복에 그린소재 제품 내 페인트 첨가제 용 해셀로스 수요 개선 예상. 하반기 셀룰로스 생산능력 확대 + 암모니아의 수소 사업기회라는 'Green' 중심 확장이 투자 매력 포인트. PBR-ROE 적용 Target PBR 1.11 부여해 목표주가 77,000 원, 투자 의견 매수 제시함

점진적인 우상향을 바라보는 1분기

1분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 3,356 억원, 331 억원이 예상돼 4/4 일 기준 컨센서스(3,066 억원 / 301 억원)을 소폭 상회할 것으로 예상된다. 염소 계통은 ECH와 가성소다 가격 모두 우상향을 그리고 있다. ECH 가격은 4Q 평균 \$1,473.8/t → 1Q 3/29 누적 \$1,708.8/t 까지 상승했다. 가성소다는 연초 부진했으나 미국 한파에 턴어라운드했다. 내수 가격 반영에는 통상 2달 남짓 시간 소요돼 정도의 아쉬움 있으나 저점을 찍고 올라오는 중이다. 암모니아도 물동량 확대에 매출 개선 예상된다. 셀룰로스는 4분기 환율여파 제거되며 해셀로스를 중심으로 한 건조한 실적 예상된다.

하반기 Green 으로 맞출 퍼즐 조각

그린소재 셀룰로스는 올해 상반기 증설을 앞뒤 총 6.4 만톤에서 → 하반기 8.0 만톤으로 +25% 생산능력 확대될 예정이다. 나무 펄프를 기반으로 하기에 친환경 트렌드에 부합하고, 의약품/대체육이라는 신 시장 진입을 바라보고 있다. 고마진 이익 기여는 점차 확대될 전망이다. 또한, 동사가 보유한 50% M/S의 암모니아 Trading 비즈니스는 그린수소라는 Green 방향성에 퍼즐 조각을 맞출 수 있어 사업 확장 측면의 기회요인이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 74,000 → 77,000 원 상향

ECH의 가격 개선 그리고 가성소다 가격의 턴어라운드가 케미칼 사업부 회복을 기대하게 한다. 동시에 환율 안정화 및 해셀로스(셀룰로스 내) 판매호조 기대에 실적 추정치 소폭 상향했다. Valuation은 PBR-ROE 기준 Target PBR 1.11를 부여했다. 이에 목표주가 77,000 원 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	1,372	1,311	1,264	1,441	1,496	1,502
yoy	%	18.3	-4.4	-3.6	14.0	3.8	0.4
영업이익	십억원	211	190	139	184	220	244
yoy	%	89.6	-10.0	-26.6	31.8	19.6	11.0
EBITDA	십억원	292	282	246	299	378	401
세전이익	십억원	275	225	260	228	265	291
순이익(지배주주)	십억원	215	168	199	173	201	220
영업이익률%	%	15.4	14.5	11.0	12.7	14.7	16.2
EBITDA%	%	21.3	21.5	19.5	20.8	25.3	26.7
순이익률	%	15.7	12.8	15.7	12.0	13.4	14.7
EPS(계속사업)	원	8,330	6,526	7,705	6,709	7,784	8,537
PER	배	4.9	6.9	7.2	8.6	7.4	6.8
PBR	배	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	2.8	2.8	5.3	4.6	3.4	2.8
ROE	%	16.7	11.7	12.7	10.1	10.8	10.8
순차입금	십억원	-236	-370	-118	-104	-215	-352
부채비율	%	23.4	20.1	13.6	16.5	15.9	14.6

1. Highlight View 3

(1) 바닥을 찍고 반등하는 염소 케미칼

염소 계열의 마이너스로 작용을 했던 ECH 가격은 4Q 평균 \$1,473.8/t → 1Q 3/29 누적 \$1,708.8/t 까지 상승해 spread 회복 중이다. 국내 에폭시 수출 물량이 4 분기 월 평균 3.0 만톤에서 2 월 3.4 만톤까지 증가해 수요도 우호적이었다. 가성소다는 연초 부진했으나 미국 한파에 턴어라운드해 저점을 넘어선 모습이다. 통상 국제 가격 상승효과 내수에 반영되기까지 2 달 남짓 시간 필요하나 반등의 기세에 올라와 있다.

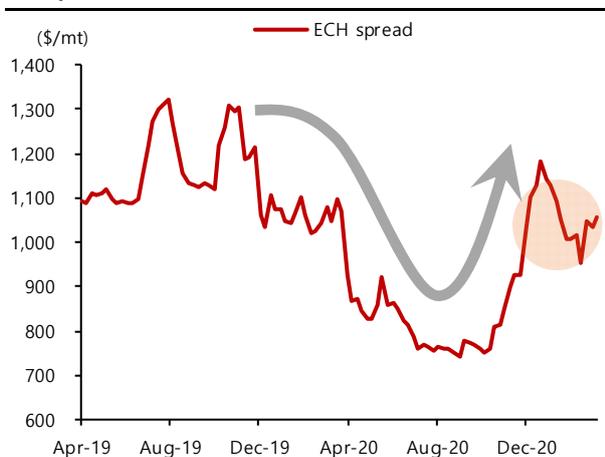
(2) 암모니아 인프라가 열어주는 Green 수소 그림

암모니아 수입량은 4 분기 월평균 9.7 만톤에서 2 월 11.8 만톤까지 올라왔다. 전분기 대비 상향된 실적 예상한다. 또한, 암모니아로 그릴 수 있는 수소 사업 진출을 기대해 본다. 당사는 저장시설/파이프를 기반으로 국내 암모니아 Trading 의 50%를 차지해 암모니아를 활용한 그린 수소 저장/추출 상업화 시 수혜 및 사업확장 가능하다.

(3) 훈풍을 타는 Green 소재

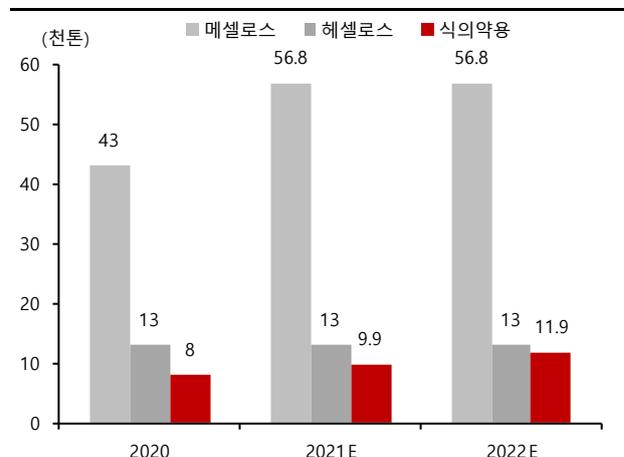
셀룰로스 제품은 수출비중이 90% 이상을 차지하고 있는데, 1/1 1,085.73 원/달러에서 최근 1,130 원/달러 대로 상향되었기에 환율 자체는 우호적이다. 또한, 미국 인프라 투자 등 글로벌 건설 경기 회복에 수요 동반될 것으로 판단한다. 게다가 나무 펄프를 기초로 한 제품이기때 최근 Green 테마에도 부합할 전망이다. 올해 상반기 증설을 앞뒀 총 6.4 만톤에서 → 8.0 만톤으로 25% 가량 생산능력 확대 예정이다.

ECH Spread 빠르게 복구 중



자료 : Cischem, SK 증권
주: 원단위 고려 프로필렌과의 Spread

셀룰로스 증설 계획



자료 : 롯데정밀화학, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	349.9	293.2	316.7	304.1	335.6	-4.1%	10.4%	1,263.9	1,440.7	1,495.5
영업이익	51.0	33.9	25.9	28.5	33.1	-35.1%	16.3%	139.2	183.6	219.5
영업이익률	14.6%	11.6%	8.2%	9.4%	9.9%	-4.7%	0.5%	11.0%	12.7%	14.7%
세전이익	64.6	86.4	28.6	79.9	49.6	-23.2%	-38.0%	259.5	228.3	264.9
세전이익률	18.4%	29.5%	9.0%	26.3%	14.8%	-3.7%	-11.5%	20.5%	15.9%	17.7%
지배주주순이익	43.1	65.0	24.1	66.6	37.6	-12.8%	-43.6%	198.8	173.1	200.8
지배주주순이익률	12.3%	22.2%	7.6%	21.9%	11.2%	-1.1%	-10.7%	15.7%	12.0%	13.4%
사업부별 매출액										
암모니아	127	91	109	100	111	-12.2%	11.6%	426	466	496
염소(ECH,가성소다)	123	107	111	107	119	-3.1%	10.9%	448	472	421
셀룰로스/메셀로스	89	84	88	88	96	7.6%	9.1%	349	461	538
기타	11	12	9	9	10	-16.6%	2.2%	41	41	40
사업부별 매출 비중										
암모니아	36.2%	30.9%	34.4%	32.8%	33.1%	-3.1%	0.4%	33.7%	32.4%	33.2%
염소(ECH,가성소다)	35.0%	36.6%	35.1%	35.2%	35.4%	0.4%	0.2%	35.5%	32.8%	28.2%
셀룰로스/메셀로스	25.5%	28.5%	27.7%	29.0%	28.6%	3.1%	-0.3%	27.6%	32.0%	36.0%
기타	3.3%	4.0%	2.8%	3.1%	2.8%	-0.4%	-0.2%	3.3%	2.8%	2.6%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.6%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	9.6%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.5
Target P/B	1.11
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	69,213
적정주가 (단위: 원)	77,081
Target Price (단위: 원)	77,000
현재주가(2021-04-02) (단위: 원)	57,700
상승여력	33.4%

자료: SK 증권 추정

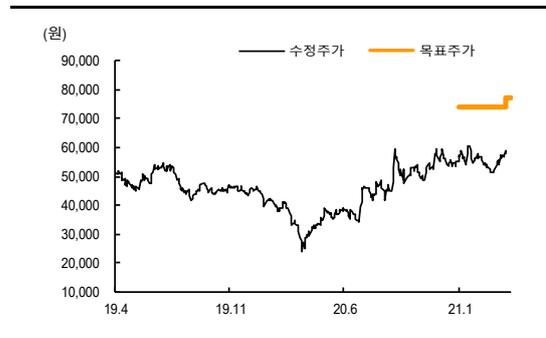
주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

Target ROE

	2020	1Q22E	1Q23E	1Q24E
ROE(지배주주지분)	12.7%	10.3%	10.9%	10.8%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	10.6%			

자료: SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.04.05	매수	77,000원	6개월		
2021.01.05	매수	74,000원	6개월	-24.75%	-17.97%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 4월 5일 기준)

매수	89.92%	중립	10.08%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	861	517	607	740	879
현금및현금성자산	11	9	13	130	266
매출채권및기타채권	214	195	242	251	252
재고자산	178	152	189	196	197
비유동자산	932	1,358	1,474	1,512	1,550
장기금융자산	10	361	361	361	361
유형자산	671	757	832	825	820
무형자산	24	23	20	17	15
자산총계	1,793	1,875	2,081	2,253	2,429
유동부채	283	170	208	216	216
단기금융부채	86	14	15	15	15
매입채무 및 기타채무	120	115	143	149	149
단기충당부채	28	0	0	0	0
비유동부채	17	55	87	93	93
장기금융부채	3	28	45	50	50
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	7	8	9	9
부채총계	300	225	295	308	309
지배주주지분	1,493	1,650	1,786	1,944	2,120
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본구성요소	-9	-9	-9	-9	-9
자기주식	-9	-9	-9	-9	-9
이익잉여금	1,063	1,219	1,354	1,511	1,686
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,493	1,650	1,786	1,944	2,120
부채외자본총계	1,793	1,875	2,081	2,253	2,429

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	185	221	206	303	329
당기순이익(손실)	168	199	173	201	220
비현금성항목등	125	57	126	178	181
유형자산감가상각비	90	104	113	157	156
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
기타	12	-30	-3	-4	-4
운전자본감소(증가)	-33	18	-55	-11	-1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	21	-47	-9	-1
재고자산감소(증가)	-8	25	-37	-7	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-16	28	5	1
기타	-22	-12	1	0	0
법인세납부	-75	-53	-39	-64	-70
투자활동현금흐름	-131	-100	-180	-147	-146
금융자산감소(증가)	-135	2	0	0	0
유형자산감소(증가)	-71	-177	-188	-150	-150
무형자산감소(증가)	2	0	0	0	0
기타	74	74	8	2	4
재무활동현금흐름	-51	-122	-21	-40	-47
단기금융부채증가(감소)	1	10	1	0	0
장기금융부채증가(감소)	-7	-97	17	5	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	-38	-43	-46
기타	-2	9	-1	-2	-2
현금의 증가(감소)	4	-1	4	116	136
기초현금	7	11	9	13	130
기말현금	11	9	13	130	266
FCF	125	29	15	165	191

자료 : 롯데정밀화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,311	1,264	1,441	1,496	1,502
매출원가	1,028	1,030	1,154	1,169	1,151
매출총이익	283	234	287	326	351
매출총이익률 (%)	21.6	18.5	19.9	21.8	23.4
판매비와관리비	94	95	103	107	107
영업이익	190	139	184	220	244
영업이익률 (%)	14.5	11.0	12.7	14.7	16.2
비영업손익	35	120	45	45	47
순금융비용	-5	-5	-1	-1	-2
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	31	76	40	40	40
세전계속사업이익	225	260	228	265	291
세전계속사업이익률 (%)	17.2	20.5	15.9	17.7	19.4
계속사업법인세	57	61	55	64	70
계속사업이익	168	199	173	201	220
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	168	199	173	201	220
순이익률 (%)	12.8	15.7	12.0	13.4	14.7
지배주주	168	199	173	201	220
지배주주귀속 순이익률(%)	12.84	15.73	12.01	13.43	14.66
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	159	200	174	202	221
지배주주	159	200	174	202	221
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	282	246	299	378	401

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-4.4	-3.6	14.0	3.8	0.4
영업이익	-10.0	-26.6	31.8	19.6	11.0
세전계속사업이익	-18.3	15.4	-12.0	16.0	9.7
EBITDA	-3.4	-12.8	21.8	26.4	6.0
EPS(계속사업)	-21.7	18.1	-12.9	16.0	9.7
수익성 (%)					
ROE	11.7	12.7	10.1	10.8	10.8
ROA	9.6	10.8	8.8	9.3	9.4
EBITDA마진	21.5	19.5	20.8	25.3	26.7
안정성 (%)					
유동비율	304.6	304.5	291.6	343.4	406.0
부채비율	20.1	13.6	16.5	15.9	14.6
순차입금/자기자본	-24.8	-7.1	-5.8	-11.1	-16.6
EBITDA/이자비용(배)	134.0	248.9	284.7	251.5	245.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,526	7,705	6,709	7,784	8,537
BPS	57,873	63,942	69,212	75,360	82,163
CFPS	10,101	11,836	11,195	13,942	14,634
주당 현금배당금	1,700	1,500	1,700	1,800	1,800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.3	7.7	9.1	7.8	7.1
PER(최저)	6.0	3.1	7.6	6.6	6.0
PBR(최고)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR(최저)	0.7	0.4	0.7	0.7	0.6
PCR	4.5	4.7	5.2	4.1	3.9
EV/EBITDA(최고)	3.7	5.8	4.9	3.6	3.0
EV/EBITDA(최저)	2.3	2.0	4.1	2.9	2.4