



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원
주가(4/15): 60,500원
시가총액: 15,609억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkudud1222@kiwoom.com

Stock Data

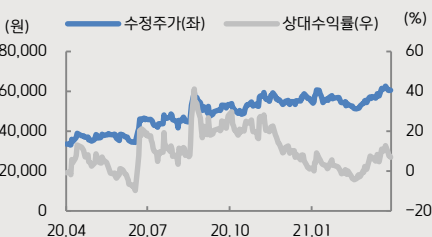
KOSPI(4/15)	3,194.33pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	62,600원	32,900원
등락률	-3.4%	83.9%
수익률	절대	상대
1M	12.0%	6.8%
6M	13.3%	-16.3%
1Y	81.7%	5.6%

발행주식수	25,800천주
일평균 거래량(3M)	170천주
외국인 지분율	23.1%
배당수익률(2020A)	2.7%
BPS(2020A)	63,942원
주요 주주	롯데케미칼 외 1인 31.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	1,372	1,311	1,264	1,465
영업이익	211	190	139	168
EBITDA	292	282	246	270
세전이익	275	225	260	227
순이익	215	168	199	177
지배주주지분순이익	215	168	199	177
EPS(원)	8,330	6,526	7,705	6,859
증감률(%YoY)	140.9	-21.7	18.1	-11.0
PER(배)	4.9	6.9	7.2	8.8
PBR(배)	0.8	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	2.8	2.8	5.3	5.2
영업이익률(%)	15.4	14.5	11.0	11.5
ROE(%)	16.7	11.7	12.7	10.3
순부채비율(%)	-17.2	-24.8	-7.2	-9.3

Price Trend



기업브리프

롯데정밀화학 (004000)

막혀있던 3곳의 혈도를 뚫다



3개의 의문에 답을 하고, 목표주가를 올립니다. ECH/가성소다 등 일부 케미칼부문의 실적 둔화 및 신규 성장 동력 부재로 동사는 타 화학 업체 대비 상대적으로 저평가를 받고 있습니다. 하지만 ECH/가성소다의 업황 반등이 전망되는 가운데, 동사는 전지박 업체인 솔루스첨단소재의 최대주주인 사모투자 합자회사 지분을 96.63% 취득하며 연결대상 종속기업으로 귀속하였습니다. 이제는 동사를 좀 다르게 볼 시기가 도래하였다고 판단됩니다.

>>> 동박사업, 연결대상 종속기업으로 귀속

롯데정밀화학은 그린소재 등 우수한 스페셜티 화학 제품 보유, 주요 제품들의 높은 시장 점유율 기록, 탄탄한 재무구조, 안정적인 배당 정책 등에도 불구하고, 상대적으로 저평가를 받고 있다. 이는 1) 가성소다 가격 약세로 인한 클로르알카리 사업의 수익성 악화, 2) 프로필렌 가격 상승에 따른 ECH부문 적자 지속, 3) 신규 성장 동력 부재에 기인한다. 다만 올해 3개의 핵심 의문들이 대부분 해소될 것으로 보인다. 우리의 논리는 다음과 같다.

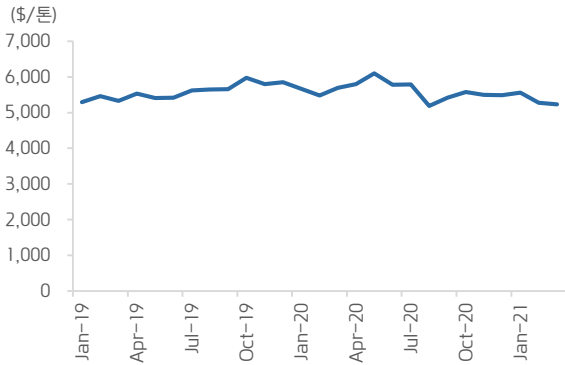
1) 가성소다 가격은 추가적인 반등이 예상된다. PVC 업황 호조로 염소의 부산물인 가성소다 생산량 증가 압박이 존재하나, 올해 2~3분기에는 크래커/PVC 설비들의 정기보수 확대로 공급 과잉 이슈가 다소 해소될 전망이다. 또한 가성소다는 다양한 용도의 기초 무기산이나, 일루미나 제련에 가장 많이 사용된다. 최근 Alcoa의 주가 급등 및 IMF 등의 경제 전망치 상향 등을 고려하면 가성소다 수요도 동반 증가할 가능성이 크다.

2) ECH 스프레드 개선이 예상된다. 최근 C3 모노머 가격 급등으로 ECH 스프레드/마진은 약세를 기록하였다. 다만 최근 글리세린 가격 상승으로 경쟁 공법들의 수익성이 하락한 가운데, 전방 예폭시 수지/도료의 수요 급증 및 하반기 국내/외 크래커/PDH 증설 증가로 2분기 이후 탄력적인 스프레드 개선이 예상된다. 참고로 스프레드가 \$100/톤 상승하면, 동사 ECH 부문은 연간 150억원의 영업이익이 증가하는 것으로 추정된다.

3) 동박 사업을 동사 기업 가치에 반영할 필요가 있다. 동사는 2,900억원을 추가 투자하여 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사의 지분을 96.63% 보유하게 되었다. 이에 동 사모투자 합자회사가 보유한 솔루스첨단소재가 동사 연결 실적에 귀속될 전망이다. 솔루스첨단소재는 유럽 지역에 공장 보유 강점 등을 바탕으로 한 장기공급계약 확대로 중기적으로 실적 개선세가 완연할 전망이다. 솔루스첨단소재는 작년 9억원에 불과하였던 전지박 매출액을 2025년에는 1조원으로 확대할 계획이다. 한편 동사와 동사의 최대주주 롯데케미칼은 마음만 먹는다면 전지박에 대한 압도적인 Capex를 투자할 수 있는 체력이 있다는 점도 인지할 필요가 있다.

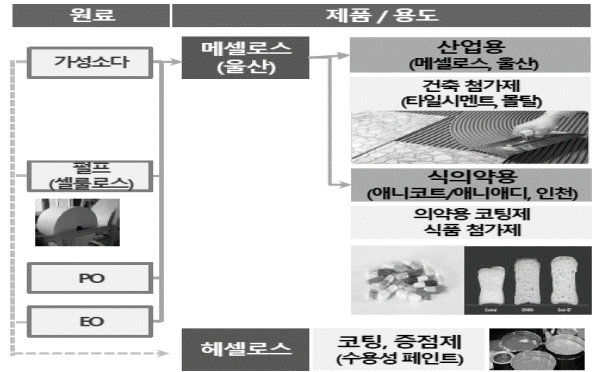
솔루스첨단소재/롯데이네오스화학의 가치를 고려하여 목표주가를 상향 조정한다. 참고로 롯데이네오스화학은 최근 VAM/초산 가격 급등으로 2018년(영업이익률 28.7%)보다 현재 영업환경이 좋은 것으로 추정된다.

국내 셀룰로즈 에테르 가격 추이



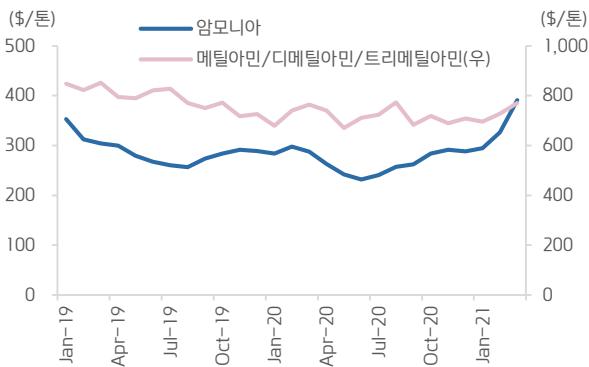
자료: KITA, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 그린소재 사업부문 계통도



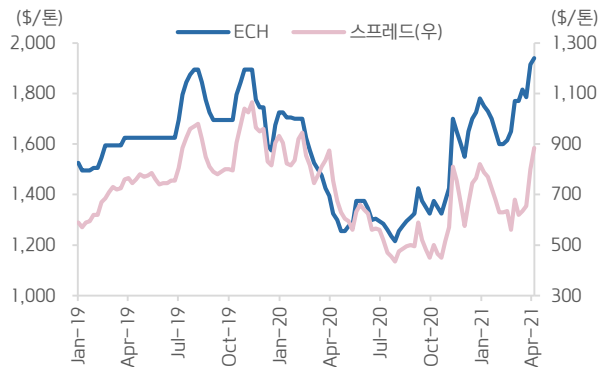
자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

국내 암모니아/메틸아민 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

역내 ECH 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

역내 가성소다 가격 추이



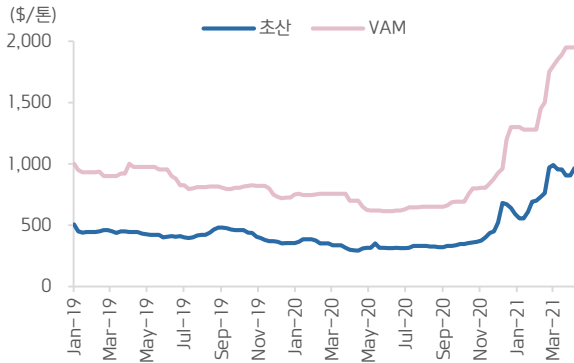
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

Alcoa 주가 추이



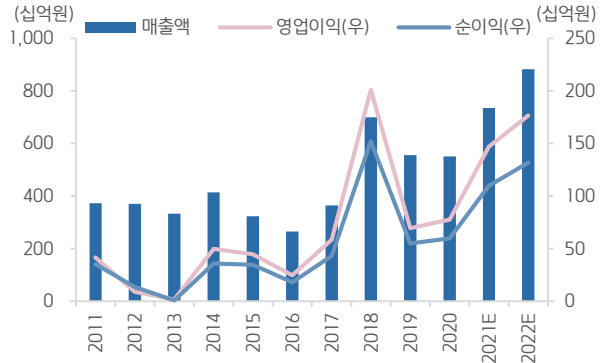
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

국내 초산/VAM 가격 추이



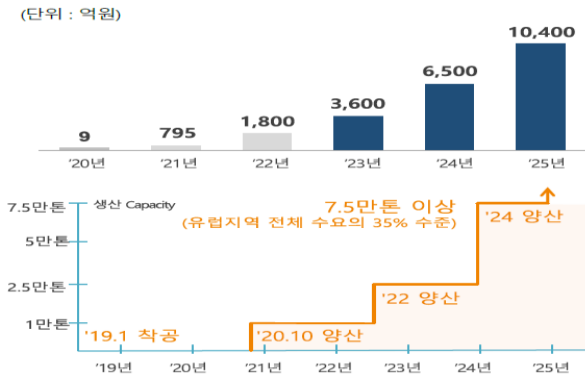
자료: 씨스کم, 키움증권 리서치

롯데이네오스화학 실적 추이/전망



자료: 롯데이네오스화학, 키움증권 리서치

솔루스첨단소재 전지박 매출액 전망



자료: 솔루스첨단소재, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 Valuation

(억원, 배, 천주)

사업부	EBITDA	Multiple	비고	
케미칼/그린소재	2,698	5.4	14,572	과거 5년 평균
영업가치 합(A)			14,572	2021년 추정 기준
솔루스첨단소재(B)			5,643	4/15일 시장가치, 지분율 고려
롯데이네오스화학(C)			3,809	2021년 순이익, 배수 7배, 지분율 고려
기타 투자자산가치(D)			105	2020년 장부가
순차입금(E)			-1,658	2021년 추정 기준
시가총액(F=A+B+C+D-E)			25,786	
주식수(G)			25,470	자사주 제외
적정주가(F/G)			101,242	
목표주가			100,000	천원 단위 절하
현재주가			60,500	4/15일 종가 기준
상승여력			65.3%	현재주가 대비

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 실적 전망

(단위: 십억원)	2020				2021				2018	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	350	293	317	304	325	356	393	391	1,372	1,311	1,264	1,465
케미칼(염소계열)	123	107	111	107	111	124	126	126	503	513	448	487
케미칼(암모니아계열)	127	91	109	100	100	113	119	119	474	434	426	451
그린소재	89	84	88	88	102	104	133	133	299	320	349	473
영업이익	51	34	26	28	32	38	49	49	211	190	139	168
영업이익률	14.6%	11.6%	8.2%	9.4%	9.9%	10.8%	12.5%	12.4%	15.4%	14.5%	11.0%	11.5%

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	1,372	1,311	1,264	1,465	1,637
매출원가	1,071	1,028	1,030	1,189	1,309
매출총이익	300	283	234	276	328
판매비	89	94	95	108	120
영업이익	211	190	139	168	208
EBITDA	292	282	246	270	321
영업외손익	64	35	120	59	74
이자수익	6	7	6	12	20
이자비용	5	2	1	4	7
외환관련이익	10	12	16	14	14
외환관련손실	10	12	16	14	14
종속 및 관계기업손익	79	31	32	50	60
기타	-16	-2	84	1	1
법인세차감전이익	275	225	260	227	282
법인세비용	60	57	61	50	62
계속사업순이익	215	168	199	177	220
당기순이익	215	168	199	177	220
지배주주순이익	215	168	199	177	220
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	18.3	-4.4	-3.6	15.9	11.8
영업이익 증감율	89.6	-10.0	-26.6	20.7	23.7
EBITDA 증감율	56.2	-3.4	-12.8	9.8	19.1
지배주주순이익 증감율	140.9	-21.7	18.1	-11.0	24.1
EPS 증감율	140.9	-21.7	18.1	-11.0	24.1
매출총이익률(%)	21.9	21.6	18.5	18.8	20.1
영업이익률(%)	15.4	14.5	11.0	11.5	12.7
EBITDA Margin(%)	21.3	21.5	19.5	18.4	19.6
지배주주순이익률(%)	15.7	12.8	15.7	12.1	13.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	716	861	517	754	1,035
현금 및 현금성자산	7	11	9	189	420
단기금융자산	448	152	155	158	161
매출채권 및 기타채권	220	214	195	226	252
재고자산	172	178	152	177	197
기타유동자산	317	458	161	163	165
비유동자산	984	932	1,358	1,408	1,456
투자자산	220	552	533	525	520
유형자산	702	671	757	828	887
무형자산	26	24	23	20	18
기타비유동자산	36	-314	44	34	31
자산총계	1,700	1,793	1,875	2,162	2,491
유동부채	229	283	170	181	191
매입채무 및 기타채무	147	140	134	146	156
단기금융부채	86	14	14	14	14
기타유동부채	-4	129	21	21	21
비유동부채	94	17	55	191	327
장기금융부채	17	55	191	327	407
기타비유동부채	77	-38	-136	-136	-80
부채총계	322	300	225	372	519
자본지분	1,378	1,493	1,650	1,790	1,972
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	-9	-9	-9	-9	-9
기타포괄손익누계액	-19	-21	-20	-19	-18
이익잉여금	946	1,063	1,219	1,358	1,539
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,378	1,493	1,650	1,790	1,972

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	273	258	253	168	219
당기순이익	215	168	199	177	220
비현금항목의 가감	85	125	57	53	62
유형자산감가상각비	77	90	104	99	111
무형자산감가상각비	4	3	3	3	2
지분법평가손익	-79	-31	-76	-50	-60
기타	83	64	26	1	8
영업활동자산부채증감	-53	-30	22	-43	-37
매출채권및기타채권의감소	-25	3	21	-31	-27
재고자산의감소	-32	-8	25	-24	-21
매입채무및기타채무의증가	10	-7	-16	12	10
기타	-6	-19	-8	1	1
기타현금흐름	26	-5	-25	-19	-26
투자활동 현금흐름	-178	-204	-125	-19	-19
유형자산의 취득	-96	-71	-177	-170	-170
유형자산의 처분	1	0	1	0	0
무형자산의 순취득	0	2	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-37	36	-331	68	68
단기금융자산의감소(증가)	-85	-137	297	-3	-3
기타	39	-32	86	86	86
재무활동 현금흐름	-220	-50	-130	91	91
차입금의 증가(감소)	-200	0	-79	136	136
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-20	-43	-43	-38	-38
기타	0	-7	-7	-7	-7
기타현금흐름	0	0	0	-60	-60
현금 및 현금성자산의 순증가	-125	4	-1	180	231
기초현금 및 현금성자산	132	7	11	9	189
기말현금 및 현금성자산	7	11	9	189	420

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	8,330	6,526	7,705	6,859	8,512
BPS	53,407	57,873	63,942	69,362	76,436
CFPS	11,639	11,374	9,918	8,912	10,913
DPS	1,700	1,700	1,500	1,500	1,500
주당배수(배)					
PER	4.9	6.9	7.2	8.8	7.1
PER(최고)	9.4	8.5	8.6		
PER(최저)	4.5	5.9	3.1		
PBR	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
PBR(최고)	1.5	1.0	1.0		
PBR(최저)	0.7	0.7	0.4		
PSR	0.8	0.9	1.1	1.1	1.0
PCFR	3.5	4.0	5.6	6.8	5.5
EV/EBITDA	2.8	2.8	5.3	5.2	4.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	20.1	25.7	19.2	21.6	17.4
배당수익률(%·보통주·현금)	4.1	3.8	2.7	2.5	2.5
ROA	12.9	9.6	10.8	8.8	9.4
ROE	16.7	11.7	12.7	10.3	11.7
ROIC	18.5	15.9	12.8	12.4	14.0
매출채권회전율	6.7	6.0	6.2	7.0	6.9
재고자산회전율	8.8	7.5	7.7	8.9	8.7
부채비율	23.4	20.1	13.6	20.8	26.3
순차입금비율	-17.2	-24.8	-7.2	-9.3	-13.4
이자보상배율	46.4	90.2	141.0	40.0	28.0
총차입금	81	89	42	178	314
순차입금	-236	-370	-119	-166	-264
NOPLAT	292	282	246	270	321
FCF	101	136	75	20	69

Compliance Notice

- 당사는 4월 15일 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

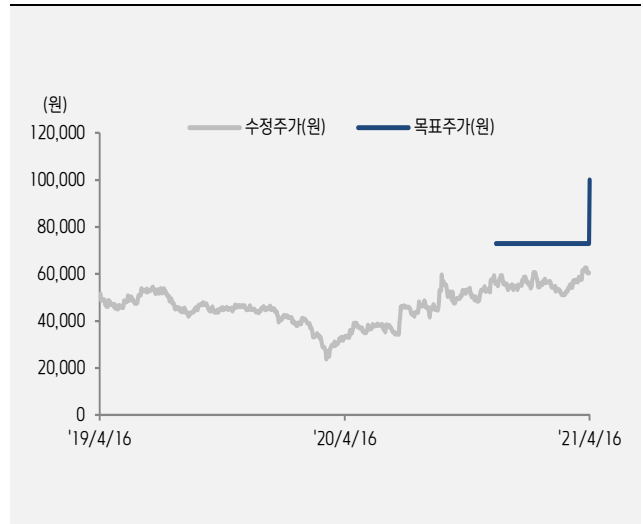
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
롯데정밀화학	2020-11-27	BUY(Initiate)	73,000원	6개월	-24.00	-16.85
	2021-03-17	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-23.14	-14.25
(004000)	2021-04-16	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%