



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원
주가(4/16): 67,400원
시가총액: 17,389억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

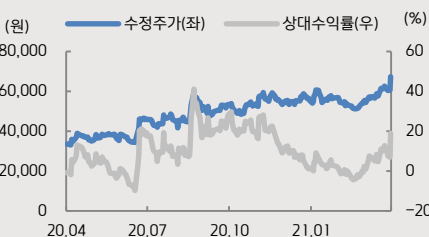
Stock Data

KOSPI(4/16)	3,198.62pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	62,600원	32,900원
등락률	0.0%	104.9%
수익률	절대	상대
1M	24.8%	19.7%
6M	26.7%	-7.3%
1Y	104.9%	18.9%
발행주식수	25,800천주	
일평균 거래량(3M)	190천주	
외국인 자본율	23.7%	
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	1,529
영업이익	211	190	139	168
EBITDA	292	282	246	269
세전이익	275	225	260	226
순이익	215	168	199	176
지배주주지분순이익	215	168	199	176
EPS(원)	8,330	6,526	7,705	6,827
증감률(%)YoY	140.9	-21.7	18.1	-11.4
PER(배)	4.9	6.9	7.2	9.9
PBR(배)	0.8	0.8	0.9	1.0
EV/EBITDA(배)	2.8	2.8	5.3	5.9
영업이익률(%)	15.4	14.5	11.0	11.0
ROE(%)	16.7	11.7	12.7	10.2
순부채비율(%)	-17.2	-24.8	-7.2	-8.4

Price Trend



기업브리프

롯데정밀화학 (004000)

셀룰로스 에테르만으로 현재 시총을 설명 가능하다



롯데정밀화학의 셀룰로스 에테르 사업은 과도하게 저평가 받고 있습니다. 중국 1위 셀룰로스 에테르 업체인 Shandong Head의 시가총액은 2.2조원을 상회하고, 셀룰로스 에테르 생산능력 천톤 당 EV가 406억원입니다. 반면 동사의 천톤 당 EV는 116억원으로 Shandong Head 대비 약 70% 할인 거래되고 있습니다. 한편 메셀로스/헤셀로스/ECH/초산/VAM 등은 건축용/페인트의 원재료로 사용됩니다. 최근 건축/페인트주 랠리에 소외될 필요는 없어 보입니다.

>>> 셀룰로스 에테르 기업가치, 경쟁사 대비 과도한 저평가

롯데정밀화학의 그린소재부문(셀룰로스 에테르) 사업가치를 좀 더 공격적으로 볼 필요가 있다. 작년 코로나19로 인한 물량 둔화, 물류 대란에 따른 운송비 상승, 수출주에 비우호적인 환율 효과 및 건축 경기 둔화로 인한 메셀로스/헤셀로스 수요 감소에도 불구하고, 동사의 작년 그린소재부문 영업이익률은 약 18%를 기록하였다. 애니코트, 애니애디 등 식의약품이 차별화된 마진율을 기록하고 있기 때문이다.

올해 2분기는 메셀로스/식의약품 증설로 인한 초기 비용 발생과 증설 물량 판촉 등에 따른 그린소재부문의 일시적 수익성 둔화가 예상된다. 다만 증설 이후 규모의 경제 강화 및 수익성이 높은 애니코트 판매량 증가로 고수익성을 유지할 전망이다. 참고로 셀룰로스 에테르 시장은 Dow, Shin-Etsu, Ashland 등이 다각화 사업을 진행하고 있고, 니치 마켓이라 시장의 정보가 많지는 않다. 하지만 국내 수출 가격과 수입 가격이 2배 가량 차이는 점을 고려하면, 식의약품 셀룰로스 에테르 제품이 산업용 대비 높은 프리미엄에 거래되는 점은 분명해 보인다.

한편 시장이 효성티앤씨/LG화학 등에 사용했던 중국 업체와의 밸류에이션 갭 축소 투자 컨셉을 동사에도 적용해보겠다. 중국 셀룰로스 에테르 시장 1위인 Shandong Head라는 업체가 있다. 셀룰로스 에테르 제품의 생산능력은 4.7만톤이고, 대부분 셀룰로스 에테르부문에서 이익이 발생하고 있다. Shandong Head의 작년 영업이익은 531억원으로 동사 그린소재부문의 80% 수준이나, 시가총액은 2.2조원을 상회한다. Shandong Head의 셀룰로스 에테르 생산능력(천톤) 당 EV는 약 406억원으로 평가되는데, 동사의 작년 셀룰로스 에테르 합산 생산능력은 약 6.7만톤으로 Shandong Head 대비 약 43% 크다. 생산능력 당 EV를 50% 할인 적용하더라도 동사 그린소재부문의 가치가 현재 전사 시가총액을 80% 설명한다. 국가간 차이를 적용하더라도 이런 밸류에이션 갭은 축소되어야 한다고 본다. 한편 동사가 올해/내년에 증설하는 1.77만톤의 셀룰로스 에테르 생산능력을 고려할 경우, 셀룰로스 에테르부문만으로 현재 시가총액을 대부분 설명 가능해진다. 또한 일반적인 기계장치/구축물의 내용연수 및 셀룰로스 에테르 자산의 높

은 수익성으로 인한 빠른 자금 회수 등을 고려할 경우 톤당 투자비 대비 최소 2배 이상의 가치를 부여하는 것이 무리한 의견은 절대 아닐 것이다.

>>> 셀룰로스 에테르의 기본적 시장/사업 구조

동사의 주요 Cash Cow 제품군은 셀룰로스 에테르이다. 동사는 셀룰로스 에테르부문의 마진율을 공식적으로 공표하지 않지만, 경쟁사 Dow, Shin-Etsu, Ashland, Shandong Head 등의 셀룰로스 에테르 관련 사업부문의 마진율을 고려하면, 타 범용 화학 제품 대비 차별화된 마진율을 유지하고 있는 것으로 판단된다.

이를 이해하기 위해서는 우선 셀룰로스 에테르의 기본적 시장 및 사업 구조를 알 필요가 있다. 일반적으로 셀룰로스 에테르 시장은 큰 투자 비용 소요, 제조에 높은 기술적 수준 필요, 건축용 제품군의 성장률 제한 등으로 세계 시장의 과점 상태가 유지되고 있다. 또한 NCC의 원재료 비용은 통상 매출액의 70~80% 수준이나, 셀룰로스 에테르의 주요 원재료는 화학 펄프나 무명 린터(Cotton Linter)로 원재료 비용이 매출액의 약 10~15% 수준에 불과하다.

이런 과점적 시장 성격에 원재료가 석유계가 아닌 셀룰로스라 제품 가격이 유가에 대해 민감도가 크지 않다. 참고로 유가와 셀룰로스 에테르 제품 가격의 결정계수는 0.2~0.3으로 매우 낮은 상관관계를 보이고 있으며, 셀룰로스 에테르 가격은 지난 26년 동안 변동이 크지 않았다.

>>> 암모니아계열, 인프라 보유로 높은 수익성 유지

동사 케미칼부문 암모니아계열의 가치를 고려할 필요가 있다. 동사는 2003년 이후 적자를 지속하였던 나프타 기반 암모니아/요소/DMF/개미산 플랜트들의 생산을 2011년 4월에 중단하고, 현재는 관련 제품을 트레이딩하고 있다.

일반적인 트레이딩 사업은 낮은 마진율을 기록하고 있으나, 동사의 암모니아계열은 상대적으로 높은 수익성을 보여주고 있다. 암모니아 가격에 따라 매출액의 변동성이 크나, 동사는 탱크/파이프라인 등 인프라 보유로 인한 경쟁력이 발생하고 있고, 비료/카프로락탐 등 안정적인 고정 거래처를 보유하고 있기 때문이다. 한편 동사의 요소수도 탁월한 브랜드 파워를 바탕으로 국내/외 자동차 업체 등에 독점 공급을 하고 있다. 참고로 내신 등에 따르면 동사는 벤츠, 볼보, 스카니아, MAN, 푸조/시트로엥, 닛산, FCA, 현대차, 기아, 타타대우 등에 순정 부품으로 요소수를 납품하고 있다. 또한 동사는 요소수 국제품질 표준인 AdBlue의 영구 상표권을 가지고 있다.

동사는 향후 수소 산업의 개화 등을 고려하여, 수소 관련 사업 등을 적극적으로 검토 중에 있는 것으로 보인다. 동사의 공식적인 발표가 나오면 이를 투자 포인트 및 중장기 실적 등에 반영하겠다.

>>> 등잔 밑이 어둡다

아래 내용은 지극히 개인적인 외부인의 생각이다. 참고만 하길 바란다. 동사의 최대주주인 롯데케미칼의 동사에 대한 지분율은 31.13%이다. 이에 동사의 실적은 롯데케미칼의 지분법손익에 계상된다. 지분율 31%와 50% 이상은 소유라는 관점에서 상당한 차이가 발생한다. 롯데케미칼의 타 신규 사업 M&A, 환경 사업 진출 확대도 좋은 선택이나, 동사의 지분을 매입하여 동사를 연결 영업이익으로 잡히게 하는게 더 합리적인 선택이 아닌가 싶다.

만약 롯데케미칼이 동사의 지분을 매입한다면 스페셜티부문(첨단소재와 한산 가정)의 올해 매출액/영업이익은 각각 5.5조원, 0.6조원으로 증가하며, 스페셜티 케미칼 사업 확장에 따른 프리미엄을 좀 더 받을 수 있을 것으로 판단된다. 성장성이 큰 배터리/반도체 등에서 대규모 M&A를 진행하면 인수 후 일반적인 무형자산 및 영업권 상각 비용이 큰 점과 아직은 불확실한 환경 사업의 수익성을 고려하면, 이미 가지고 있는 것에 대한 확신이 필요해 보인다. 한편 계열사들에 여기저기 뿌려져 있는 수소 사업의 일원화도 검토할 필요도 있어 보인다. 수소 관련 모멘텀이 발생하고, 시장이 셀룰로스 에테르 자산의 가치를 인식하기 시작하면, 최대주주가 동사 지분율을 쉽게 올리기 힘들 수도 있어 보인다. 투자자들이 가장 크게 반응하는 것이 영업이익과 영업이익률이라는 점을 인식하길 바란다. 또한 롯데케미칼이 최근 가장 중요하게 생각하는 ESG 경영에도 부합하는 행위가 될 수도 있다. 투자자를 가장 우선하나, 롯데케미칼과 동고동락하는 화학 애널리스트라는 입장에서 주제넘게 의견을 제시하였다. 참고로 롯데케미칼은 동사의 지분 31.13%를 1.5조원(실 투자금액 4,650억원) 밸류에이션에 인수했다.

>>> 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사, 연결대상 종속기업 귀속

지난 보고서는 요지를 압축시켜 작성하여, 곱해할 만한 내용이 있어서 이를 바로 잡겠다. 동사는 작년 2,900억원을 투자(추가 투자 X)하여 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사를 연결대상 종속기업으로 귀속하였다. 다만 솔루션첨단소재의 매출액/영업이익이 동사 연결 실적으로 잡히는 것은 아니고, 솔루션첨단소재의 주가 변화가 공정가치로 평가되며 동사의 금융수익에 잡히는 구조이다. 아래에 동사 연결재무제표 주석 사항에 있는 내용과 우리의 질의에 대한 동사의 답변을 적시한다.

동사 연결재무제표 특수관계자 공시 내용이다. 스카이에이치 롱텀 스트래티직 인베스트먼트 주식회사의 경우, 동사가 작년 신규 취득한 종속기업인 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사가 동 회사의 지분 취득을 통하여 유의적인 영향력을 행사함에 따라 관계기업으로 분류되었다. 또한 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사는 벤처 캐피탈 투자기구나 뮤추얼펀드, 단위신탁 및 이와 유사한 기업에 해당함에 따라 보유하고 있는 관계기업 투자자산을 당기손익-공정가치측정 항목으로 선택하였고, 이에 따라 연결재무제표상 당기손익-공정가치측정 금융자산으로 표시되었다. 또한 스카이에이치 에쿼티 파트너스 유한회사의 경우, 스카이스

크라퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사의 업무집행사원으로 관계기업 등으로 분류되었다. 또한 솔루션첨단소재의 경우 스카이레이크 롱텀 스트래티직 인베스트먼트 주식회사가 솔루션첨단소재의 지분 취득을 통해 지배력을 획득함에 따라 관계기업 '등'으로 분류되었다.

다음은 우리의 질의에 대한 동사의 답변이다. 연결 기준으로는 스카이레이크 롱텀 스트래티직 인베스트먼트 주식회사가 관계기업으로 분류된다. 동사의 종속기업인 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사가 약 41%의 지분을 보유하고 있기 때문이다. 회계 기준 상 관계기업의 종속기업도 특수관계자에 해당한다. 따라서 연결 실체 입장에서는 스카이레이크 롱텀 스트래티직 인베스트먼트의 종속기업인 솔루션첨단소재도 특수관계자에 해당한다. 기타의 특수관계자로 공시하려고 했으나, 기존에 기타의 특수관계자는 동사와 거래가 있는 회사에 대해 공시한 관계로 관계기업인 스카이레이크 롱텀 스트래티직 인베스트먼트와 같은 범주에 솔루션첨단소재를 넣되 관계기업 뒤에 '등'을 붙이자고 회계법인에서 의견을 제시하였다.

우리의 분석 대상은 연결재무제표이고, 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사의 스카이레이크 롱텀 스트래티직 인베스트먼트 주식회사 미보유 지분율, Skylake Equity Investment II S.a.r.l의 Volta Energy Solutions S.a.r.l 보유 지분율 및 LP의 한계 등을 고려하면, 솔루션첨단소재는 기존 GP가 보유하고, 동사는 특수관계자 및 투자회사의 지위로 평가하는 것이 합당하다. 이에 동사 SOTP Valuation에는 동사가 작년 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티직 사모투자 합자회사에 투자한 2,900억원만 반영하겠다.

한편 솔루션첨단소재는 기존 주주인 두산의 지분 매각으로 수급 측면의 부담 요인이 제거된 가운데, 올해 전지박 본격 양산, 하이엔드 동박 비중 확대, 전자소재/바이오 판매 증가로 올해 매출액이 작년 대비 30% 이상 증가할 전망이다. 국내/중국/유럽 배터리 업체들의 유럽향 공격적 증설이 예상되는 점을 감안하면, 유럽 유일의 전지박 생산거점 보유 등의 강점이 더욱 부각될 전망이다. 참고로 솔루션첨단소재는 유럽 유일의 동박 제조 업체로서 60년의 오랜 제조 경험과 노하우를 보유하고 있다.

올해부터 LG에너지솔루션향 전지박 판매가 크게 증가할 것으로 추정된다. 언론 보도 등에 따르면 솔루션첨단소재는 올해 1월부터 2025년 12월까지 약 4,200억원 규모의 전지박 중장기 공급 계약을 체결하였다. LG에너지솔루션은 전지박 공급처 다각화 및 안정적 원재료 확보를 위하여 솔루션첨단소재의 유럽법인 유상증자에 자금(약 575억원)을 투자하며 새로운 주주가 되었다. 한편 솔루션첨단소재는 LG에너지솔루션의 보유 지분을 취득 원가(배당금 등 일체의 회수액 공제)로 매수 요청할 수 있는 권리(Put-option) 등이 있다. 또한 솔루션첨단소재는 두번째 장기공급계약을 체결한 것으로 보인다. 계약기간은 2021~2024년이며, 금액은 1,000억원대로 추정된다. 한편 전지박 Phase I~III Capex 투자에 대한 헝가리 및 EU의 인센티브도 반영되며, 전체 프로젝트들의 수익성을 개선시킬 것으로 보인다.

>>> 롯데이네오스화학, 롯데 그룹 편입 효과 발생

롯데이네오스화학(구 롯데비피화학)의 올해 이익 창출 체력을 고려할 필요가 있다. 롯데그룹으로 편입된 효과가 긍정적으로 작용하고 있는 것으로 판단된다.

역내 초산 가격과 스프레드가 급등세에 있다. 다운스트림 수요가 급증하는 가운데, 추가 생산능력 확대가 더디고 있기 때문이다. 초산은 자연 발효로 생산되는 식초 성분과 화학적 성질이 같으며, 신맛을 가진 액체로 VAM, TPA, 잉크, 페인트 등에 사용되는 기초 화학제품이다. 최근 포장용/태양광용 EVA/LDPE 수급이 타이트해지고 있어 VAM향 수요가 최근 증가하고 있고, 동남아/인도 등의 아세테이트 부틸향 수요도 개선세를 보이고 있다.

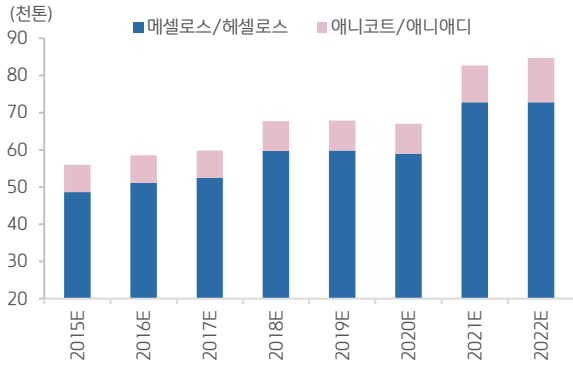
특히 중국 TPA 증설 확대로 최근 TPA향 초산 수요가 증가하며, 전체 초산 소비량 비중의 약 25%까지 증가한 것으로 추정된다. 참고로 2021~2023년 중국의 계획된 TPA 증설 물량은 약 3,000만톤에 육박하는데, 이를 초산 수요(원단위 0.06~0.1)로 환산하면 180~300만톤이다. 한편 중국 카바이드 베이스 VAM 생산업체들의 마진 손실로 인한 감축 조업도 타 공법 초산 업체들에게 긍정적으로 작용하는 것으로 보인다.

국내에서는 롯데이네오스화학(동사 지분율 49.06%)이 독점적으로 초산을 생산하고 있다. 롯데이네오스화학은 2019~2020년 증설(A/B 프로젝트)을 통하여 초산 65만톤, VAM 41만톤의 생산능력을 확보하고 있다. 이는 아세틸스 산업에서 단일 공장 기준 세계 3위에 해당하는 수치이다.

한편 롯데이네오스화학은 초산/VAM 수급 타이트 현상 발생으로 2018년 영업이익 2,010억원, 영업이익률 28.7%의 차별화된 실적을 기록하였었다. 하지만 올해 누적 초산(메탄올)과 VAM(초산 통합/에틸렌) 스프레드는 2018년 평균 대비 각각 18.0%, 139.0% 높은 상황이다. 특히 VAM 증설로 초산 외부 판매량이 감소할 것으로 전망되나, VAM의 증설 효과로 오히려 수익성은 더욱 좋아질 가능성이 크다. 만약 현재의 높은 초산/VAM 가격이 올해 지속된다는 가정(Bull case)을 하면, 롯데이네오스화학의 올해 실적은 매출액 약 1.3조원, 영업이익 약 4천억원, 순이익 약 3천억원이 예상된다. 참고로 롯데이네오스화학은 2014~2020년 동안 연평균 83% 이상의 배당 성향을 기록하는 등 동사의 알짜 자산으로서의 역할을 지속하고 있다.

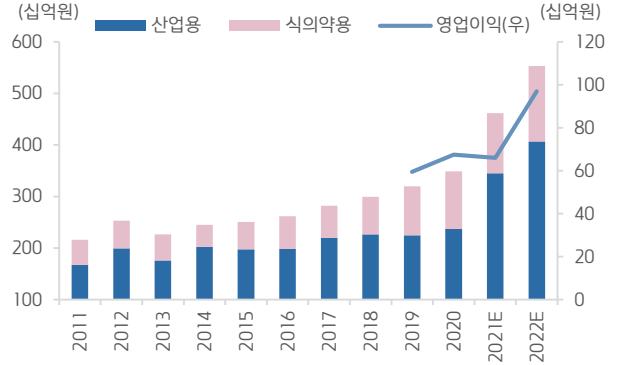
또한 롯데이네오스화학은 초산 제조에 필요한 일산화탄소 제조공정에서 발생하는 부생수소(생산능력 23,500Nm³/hr)를 외부에 판매하고 있고, 자체 부생수소를 활용한 연료전지 사업도 내부적으로 검토하는 것으로 추정된다. 다만 이는 CO 제조 원료인 LSFO를 LNG로 전환(C 프로젝트)한 후에 가능할 것으로 전망된다. 한편 롯데이네오스화학은 시장 성장성이 큰 CCU 사업 등도 일부 기술 이전/실험 진행 단계인 것으로 보인다.

롯데정밀화학 그린소재부문 생산능력 추이/전망(추정치)



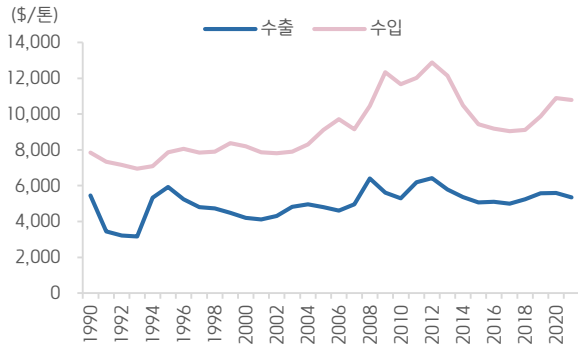
자료: 롯데정밀화학, 언론보도 종합, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 그린소재부문 실적 추이/전망



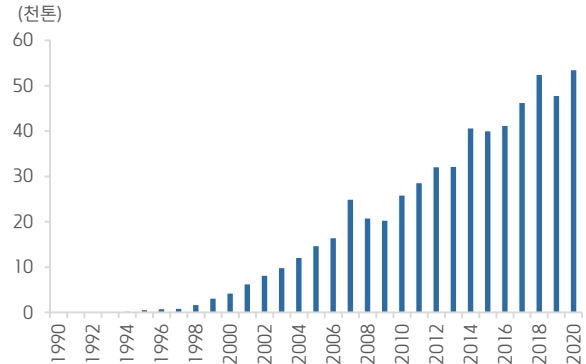
자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

국내 셀룰로스 에테르 장기 가격(수출입) 추이



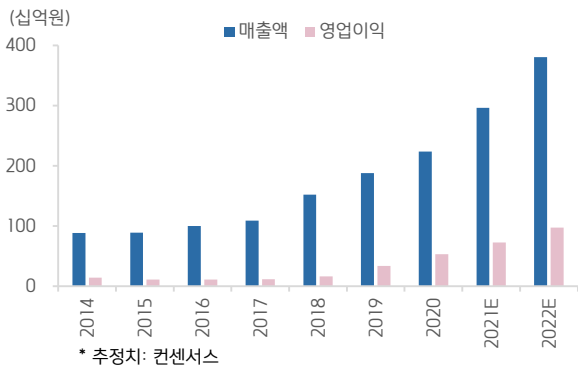
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 셀룰로스 에테르 수출량 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

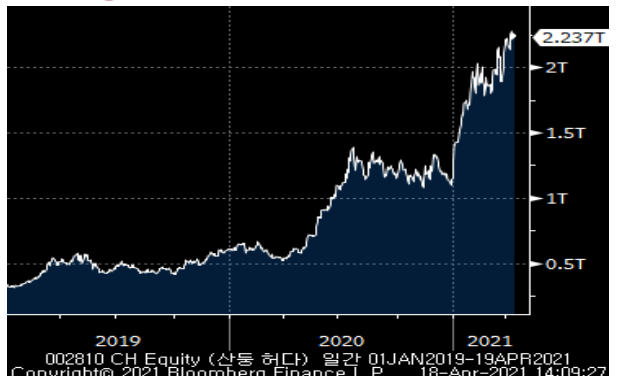
Shandong Head 실적 추이(원화 환산)



* 추정치: 컨센서스

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Shandong Head 시가총액 추이(원화 환산)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 목표 시가총액 시나리오

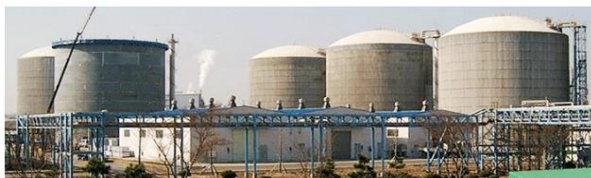
(십억원)	Shandong Head	롯데정밀화학(현재)	Case 1	Case 2	Case 3	Case 4	Case 5	Case 6	Case 7
시가총액	2,237	1,739	2,100	2,660	3,220	3,780	4,340	4,900	5,460
순차입금 등	6	-141	-141	-141	-141	-141	-141	-141	-141
기업가치(EV)	2,243	1,598	2,240	2,800	3,360	3,920	4,480	5,040	5,601
셀룰로스 에테르 이익 비중	85%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
셀룰로스 에테르의 EV	1,906	776	1,087	1,359	1,631	1,902	2,174	2,446	2,718
셀룰로스 에테르 생산능력(천톤)*	47	67	67	67	67	67	67	67	67
셀룰로스 에테르 천톤 당 EV(십억원)	41	12	16	20	24	28	32	37	41
Shandong Head 대비 할인율		70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%	0%

* Shandong Head의 생산능력은 동사 홈페이지에 고시된 총 제품 생산능력이며, 동사의 생산능력은 2020년 기준 생산능력임.

* 참고로 동사의 2021~2022년 셀룰로스 에테르 천톤 당 증설 투자비용은 약 100억원임.

자료: 각사, 블룸버그, 키움증권 리서치

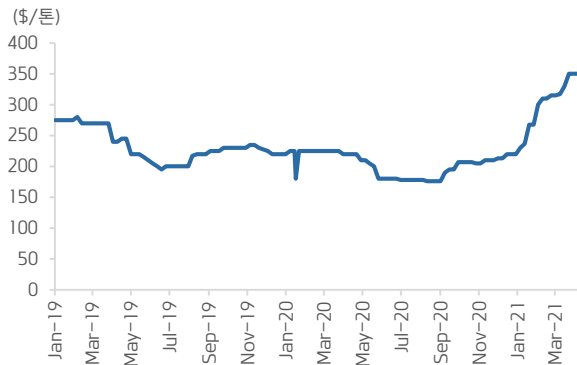
롯데정밀화학 암모니아 탱크 사진



Project	SM
Client	Samsung Fine Chemical / Korea (2005)
Matl	A537 CL.1
Volume	14,100 m3
Design Temperature	-38°C
Pressure	0.1 Kg/cm2 G.

자료: Foosung, 키움증권 리서치

암모니아 가격(FSU) 추이



자료: 씨스کم, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 특수관계자 내역(연결 기준)

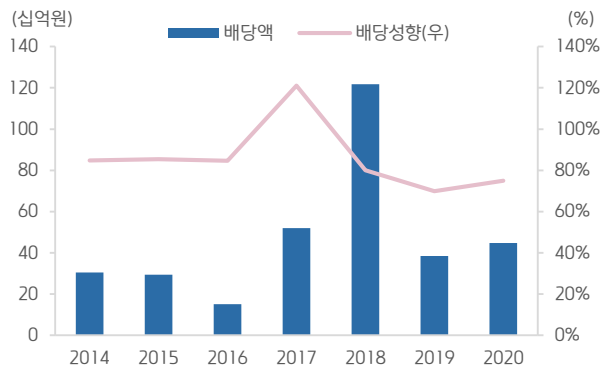
구분	회사명
유의적인 영향력을 행사하는 기업	롯데케미칼 주식회사
공통기업	롯데비화학주식회사
관계기업 중(주1.2)	스카이레이크 롱텀 스트래티지 인베스트먼트 주식회사, 스카이레이크에쿼티파트너스 유한회사, 솔루스첨단소재(주)
기타의 특수관계자(주3.4)	한덕화학주식회사, 롯데엔시스(주), 롯데미쓰이화학(주), 롯데베르살리스 엘라스토폴머스(주), LOTTE Chemical USA Corporation
기타(주5)	롯데기업집단 계열회사

(주1) 스카이레이크 롱텀 스트래티지 인베스트먼트 주식회사의 경우, 당기 중 신규 취득한 종속기업인 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티지 사모투자 합자회사가 동 회사의 거분 취득을 통해 유의적인 영향력을 행사함에 따라 관계기업으로 분류되었습니다. 또한, 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티지 사모투자 합자회사는 벤처 캐피탈 투자기구나 유수일펀드, 단위신탁 및 이와 유사한 기업에 해당함에 따라 보유하고 있는 관계기업 투자자산을 당기순익-공정가치측정 항목으로 선택하였고, 이에 따라 연결재무제표상 당기순익-공정가치측정 금융자산으로 표시하였습니다.

(주2) 스카이레이크에쿼티파트너스 유한회사의 경우, 스카이스크래퍼 롱텀 스트래티지 사모투자 합자회사의 업무집행자원으로 관계기업 등으로 분류되었습니다. 또한, 솔루스첨단소재(주)의 경우 스카이레이크 롱텀 스트래티지 인베스트먼트 주식회사가 솔루스첨단소재(주)의 거분 취득을 통해 지배력을 획득함에 따라 관계기업 등으로 분류되었습니다.

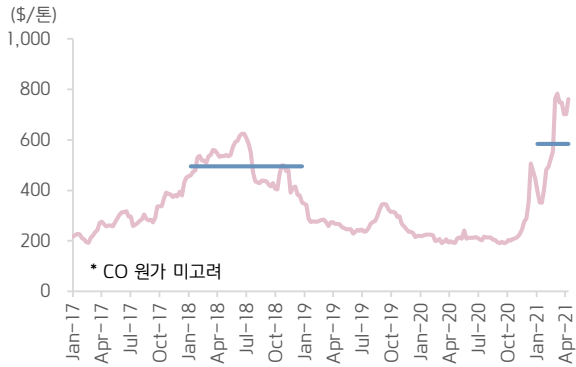
자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

롯데이네오스화학 배당액/배당성향 추이



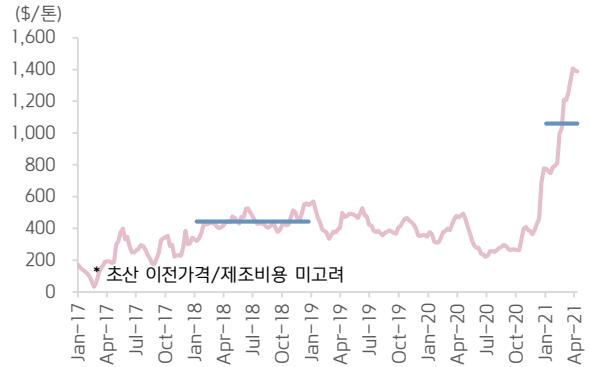
자료: 롯데이네오스화학, 키움증권 리서치

국내 초산 스프레드(메탄올) 추이



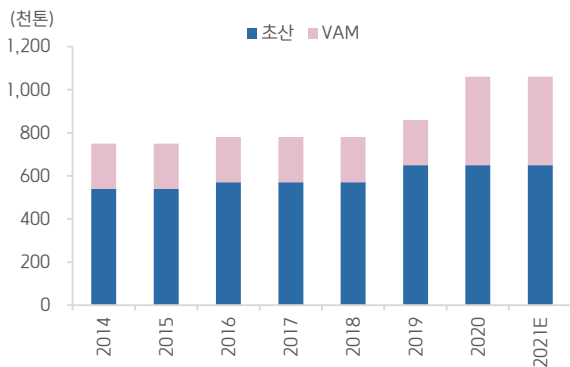
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내 VAM 스프레드(초산 통합/에틸렌) 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

롯데이네오스화학 초산/VAM 생산능력 추이/전망



자료: 롯데이네오스화학, KPIA, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 Valuation

(억원, 배, 천주)

사업부	EBITDA	Multiple	비고	
케미칼/그린소재	2,693	6.8	18,313	과거 6년 평균
영업가치 합(A)			18,313	2021년 추정 기준
스카이스크래퍼 토템 스트래티직 사모투자 합자회사(B)			2,900	2020년 장부가치
롯데이네오스화학(C)			4,018	2021년 순이익, 배수 7배, 지분율 고려
기타 투자자산가치(D)			84	2020년 장부가치 20% 할인
순차입금(E)			-1,505	2021년 추정 기준
시가총액(F=A+B+C+D-E)			26,820	
주식수(G)			25,470	자사주 제외
적정주가(F/G)			105,300	
목표주가			100,000	천원 단위 절하
현재주가			67,400	4/16일 종가 기준
상승여력			48.4%	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				
매출액	350	293	317	304	342	376	415	397	1,372	1,311	1,264	1,529
케미칼(염소계열)	123	107	111	107	113	126	128	122	503	513	448	489
케미칼(암모니아계열)	127	91	109	100	116	132	141	136	474	434	426	525
그린소재	89	84	88	88	101	103	131	126	299	320	349	462
영업이익	51	34	26	28	32	34	52	50	211	190	139	168
영업이익률	14.6%	11.6%	8.2%	9.4%	9.4%	9.1%	12.5%	12.5%	15.4%	14.5%	11.0%	11.0%

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	1,372	1,311	1,264	1,529	1,700
매출원가	1,071	1,028	1,030	1,250	1,360
매출총이익	300	283	234	280	340
판매비	89	94	95	112	124
영업이익	211	190	139	168	216
EBITDA	292	282	246	269	329
영업외손익	64	35	120	58	73
이자수익	6	7	6	11	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	226	289
법인세비용	60	57	61	50	64
계속사업순이익	215	168	199	176	225
당기순이익	215	168	199	176	225
지배주주순이익	215	168	199	176	225
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	18.3	-4.4	-3.6	21.0	11.1
영업이익 증감율	89.6	-10.0	-26.6	20.3	28.8
EBITDA 증감율	56.2	-3.4	-12.8	9.6	22.3
지배주주순이익 증감율	140.9	-21.7	18.1	-11.4	28.0
EPS 증감율	140.9	-21.7	18.1	-11.4	28.0
매출총이익률(%)	21.9	21.6	18.5	18.3	20.0
영업이익률(%)	15.4	14.5	11.0	11.0	12.7
EBITDA Margin(%)	21.3	21.5	19.5	17.6	19.4
지배주주순이익률(%)	15.7	12.8	15.7	11.5	13.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	716	861	517	757	1,043
현금 및 현금성자산	7	11	9	174	411
단기금융자산	448	152	155	158	161
매출채권 및 기타채권	220	214	195	236	262
재고자산	172	178	152	185	205
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	2,164	2,499
유동부채	229	283	170	185	195
매입채무 및 기타채무	147	140	134	149	159
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	376	522
자본지분	1,378	1,493	1,650	1,789	1,977
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	1,357	1,544
비지배자본	0	0	0	0	0
자본총계	1,378	1,493	1,650	1,789	1,977

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	273	258	253	153	225
당기순이익	215	168	199	176	225
비현금항목의 가감	85	125	57	53	64
유형자산감가상각비	77	90	104	99	111
무형자산감가상각비	4	3	3	3	2
지분법평가손익	-79	-31	-76	-50	-60
기타	83	64	26	2	10
영업활동자산부채증감	-53	-30	22	-57	-36
매출채권및기타채권의감소	-25	3	21	-41	-26
재고자산의감소	-32	-8	25	-32	-21
매입채무및기타채무의증가	10	-7	-16	15	10
기타	-6	-19	-8	1	1
기타현금흐름	26	-5	-25	-19	-28
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	165	237
기초현금 및 현금성자산	132	7	11	9	174
기말현금 및 현금성자산	7	11	9	174	411

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	6,827	8,740
BPS	53,407	57,873	63,942	69,330	76,632
CFPS	11,639	11,374	9,918	8,891	11,217
DPS	1,700	1,700	1,500	1,500	1,500
주당배수(배)					
PER	4.9	6.9	7.2	9.9	7.7
PER(최고)	9.4	8.5	8.6		
PER(최저)	4.5	5.9	3.1		
PBR	0.8	0.8	0.9	1.0	0.9
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	7.6	6.0
EV/EBITDA	2.8	2.8	5.3	5.9	4.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	20.1	25.7	19.2	21.7	16.9
배당수익률(%·보통주·현금)	4.1	3.8	2.7	2.2	2.2
ROA	12.9	9.6	10.8	8.7	9.7
ROE	16.7	11.7	12.7	10.2	12.0
ROIC	18.5	15.9	12.8	12.3	14.3
매출채권회전율	6.7	6.0	6.2	7.1	6.8
재고자산회전율	8.8	7.5	7.7	9.1	8.7
부채비율	23.4	20.1	13.6	21.0	26.4
순차입금비율	-17.2	-24.8	-7.2	-8.4	-12.9
이자보상배율	46.4	90.2	141.0	39.9	29.1
총차입금	81	89	42	178	314
순차입금	-236	-370	-119	-151	-255
NOPLAT	292	282	246	269	329
FCF	101	136	75	5	76

Compliance Notice

- 당사는 4월 16일 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

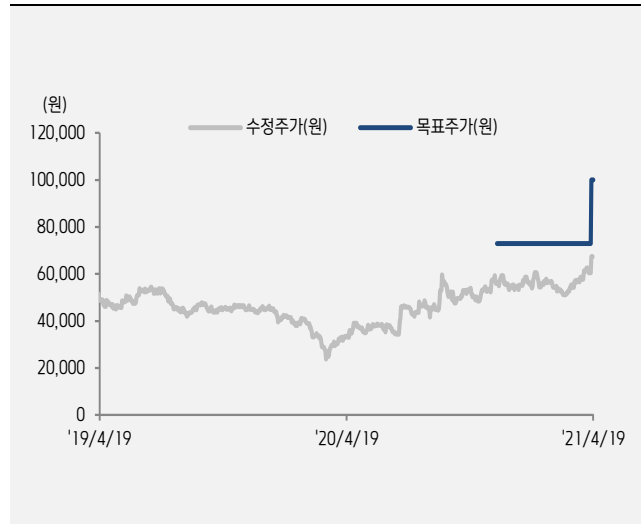
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
롯데정밀화학 (004000)	2020-11-27	BUY(Initiate)	73,000원	6개월	-24.00	-16.85
	2021-03-17	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-23.14	-14.25
	2021-04-16	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-32.60	-32.60
	2021-04-19	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%