



BUY(Maintain)

목표주가: 110,000원
주가(4/23): 70,400원
시가총액: 18,163억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

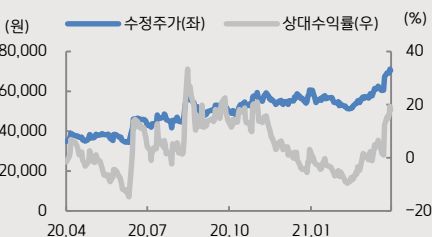
KOSPI(4/23)		3,186.10pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	71,100원	34,400원
등락률	-1.0%	104.7%
수익률	절대	상대
1M	23.1%	16.1%
6M	39.7%	3.5%
1Y	96.1%	17.8%

발행주식수	25,800천주
일평균 거래량(3M)	185천주
외국인 지분율	23.1%
배당수익률(2020A)	2.7%
BPS(2020A)	63,942원
주요 주주	롯데케미칼 외 2인 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	255
순이익	215	168	199	199
지배주주지분순이익	215	168	199	199
EPS(원)	8,330	6,526	7,705	7,717
증감률(%YoY)	140.9	-21.7	18.1	0.2
PER(배)	4.9	6.9	7.2	9.1
PBR(배)	0.8	0.8	0.9	1.0
EV/EBITDA(배)	2.8	2.8	5.3	6.2
영업이익률(%)	15.4	14.5	11.0	11.0
ROE(%)	16.7	11.7	12.7	11.5
순부채비율(%)	-17.2	-24.8	-7.2	-7.9

Price Trend



기업브리프

롯데정밀화학 (004000)

초산/VAM, 역대급 가격/스프레드 기록 중



초산/VAM 가격/스프레드의 역대급 수치 기록으로 롯데정밀화학의 순이익/배당 수익이 증가할 전망입니다. 상반기 공급 쏠티지가 지속되는 가운데, 하반기에도 TPA/건축용/태양광용 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문입니다. 또한 동사의 셀룰로스 에테르 경쟁사인 Shandong Head는 작년 말 대비 시가총액이 115% 이상 증가하였습니다. 생산능력/제품 품질 등이 더 좋은 동사가 저평가 받아야 할 요인은 크지 않다고 판단됩니다. 시총 괴리가 점진적으로 축소될 전망입니다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 110,000원(상향)

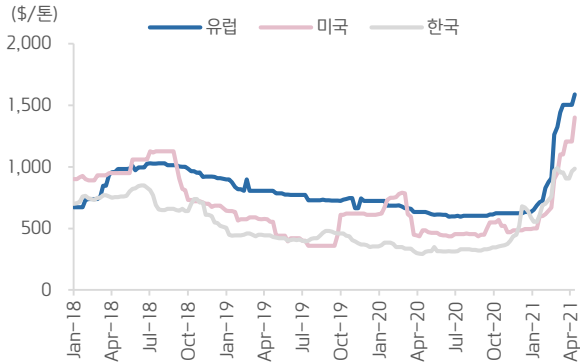
롯데정밀화학에 대한 목표주가를 기존 100,000원에서 110,000원으로 10% 올린다. 관계사인 롯데이네오스화학의 실적 추정치를 상향 조정하였기 때문이다. 롯데이네오스화학은 초산/VAM을 국내 독점 공급하고 있는 정밀화학 업체이다. 최근 역내/외 공급 차질 및 건축/페인트/태양광/화학체인 업황 개선으로 롯데이네오스화학의 주요 제품 가격 및 스프레드가 급격히 개선되고 있는 상황이다. 올해 상반기 실적은 역대 최대치를 기록할 것으로 추정된다. 한편 최근 셋다운이 되었던 역내/외 경쟁사들의 재가동이 나타나면서, 최근 급등한 초산/VAM 가격의 상승세가 하반기에 주춤할 가능성이 있다. 하지만 국내 가격 대비 40~60% 높은 유럽/미국 등 역외 스팟 가격, 중국의 공격적 TPA 증설, 건축용 수요 증가 및 하반기 태양광 성수기 도래로 초산/VAM 스프레드는 연간 높은 수준을 유지할 전망이다.

롯데이네오스화학은 기존 대비 약 100%의 VAM(아세아아세틸스 합병) 증설 효과가 발생하는 가운데, 판가/스프레드의 급등으로 2018년을 상회하는 실적을 기록할 전망이다. 이에 동사의 올해 지분법이익/순이익 증가가 예상되고, 내년에는 배당금 수치가 확대되며 기존에도 좋은 영업현금흐름의 추가적인 개선이 예상된다. 참고로 롯데이네오스화학의 과거 배당성향을 고려할 경우 동사는 내년에 작년 영업이익의 50% 수준의 배당금 수치가 전망된다.

>>> 셀룰로스 에테르, 경쟁사 대비 과도한 저평가

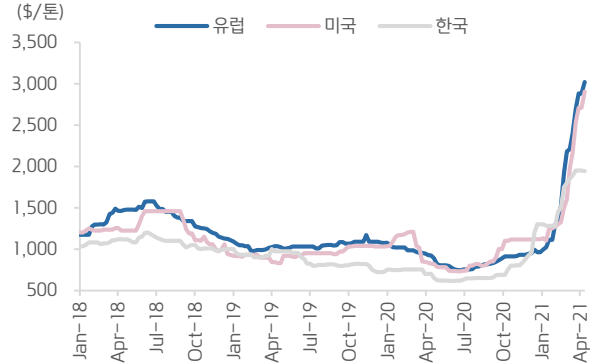
우리가 동사의 셀룰로스 에테르 사업의 비교 대상으로 삼았던 Shandong Head의 시가총액은 작년 말 이후 115.5% 증가하며 약 2.6조원을 기록하고 있다. 이는 올해 1분기 영업이익이 건축용 수요 증가로 160억원을 기록하며 작년 동기 대비 95.1% 증가하였고, 셀룰로스 에테르/캡슐 증설 등을 발표하였기 때문이다. 참고로 Shandong Head의 현재 셀룰로스 에테르 생산능력은 3.4만톤으로 동사의 50%에 불과하다. 또한 Shandong Head의 2020년 이익 비중(셀룰로스 에테르 60%), 생산능력 천톤 당 EV(452억원)를 고려할 경우 동사의 셀룰로스 에테르 사업 가치는 Shandong Head 대비 약 27% 수준으로 과도하게 저평가 받고 있는 것으로 보인다.

국내/외 초산 가격 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내/외 VAM 가격 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

초산의 다양한 용도



자료: 롯데이네오스화학, 키움증권 리서치

롯데정밀화학/Shandong Head 셀룰로스 에테르부문 EV 비교

(십억원)	Shandong Head	롯데정밀화학
시가총액(4/23 일)	2,558	1,816
순차입금 등	3	-140
기업가치(EV)	2,560	1,676
셀룰로스 에테르 이익 비중(2020년)	60%	49%
셀룰로스 에테르의 EV	1,536	813
셀룰로스 에테르 생산능력(천톤, 2020년)	34	67
셀룰로스 에테르 천톤 당 EV(십억원)	45	12
Shandong Head 대비 할인율		73%

자료: 각사, Bloomberg, 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	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
판관비	89	94	95	112	124
영업이익	211	190	139	168	216
EBITDA	292	282	246	269	329
영업외손익	64	35	120	88	96
이자수익	6	7	6	11	19
이자비용	5	2	1	4	7
외환관련이익	10	12	16	14	14
외환관련손실	10	12	16	14	14
종속 및 관계기업손익	79	31	32	80	84
기타	-16	-2	84	1	1
법인세차감전이익	275	225	260	255	312
법인세비용	60	57	61	56	69
계속사업순이익	215	168	199	199	243
당기순이익	215	168	199	199	243
지배주주순이익	215	168	199	199	243
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	0.2	22.3
EPS 증감율	140.9	-21.7	18.1	0.2	22.3
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	13.0	14.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	716	861	517	750	1,031
현금 및 현금성자산	7	11	9	167	399
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	1,437	1,509
투자자산	220	552	563	578	577
유형자산	702	671	757	828	887
무형자산	26	24	23	20	18
기타비유동자산	36	-314	15	11	27
자산총계	1,700	1,793	1,875	2,187	2,540
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	1,812	2,018
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	1,380	1,585
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,378	1,493	1,650	1,812	2,018

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	273	258	253	146	220
당기순이익	215	168	199	199	243
비현금항목의 가감	85	125	57	30	46
유형자산감가상각비	77	90	104	99	111
무형자산감가상각비	4	3	3	3	2
지분법평가손익	-79	-31	-76	-80	-84
기타	83	64	26	8	16
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	-26	-34
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	158	232
기초현금 및 현금성자산	132	7	11	9	167
기말현금 및 현금성자산	7	11	9	167	399

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	7,717	9,438
BPS	53,407	57,873	63,942	70,221	78,220
CFPS	11,639	11,374	9,918	8,891	11,217
DPS	1,700	1,700	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	4.9	6.9	7.2	9.1	7.5
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	1.2	1.1
PCFR	3.5	4.0	5.6	7.9	6.3
EV/EBITDA	2.8	2.8	5.3	6.2	4.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	20.1	25.7	19.2	19.2	15.7
배당수익률(%·보통주·현금)	4.1	3.8	2.7	2.1	2.1
ROA	12.9	9.6	10.8	9.8	10.3
ROE	16.7	11.7	12.7	11.5	12.7
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	20.7	25.9
순차입금비율	-17.2	-24.8	-7.2	-7.9	-12.0
이자보상배율	46.4	90.2	141.0	39.9	29.1
총차입금	81	89	42	178	314
순차입금	-236	-370	-119	-144	-242
NOPLAT	292	282	246	269	329
FCF	101	136	75	5	76

Compliance Notice

- 당사는 4월 23일 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

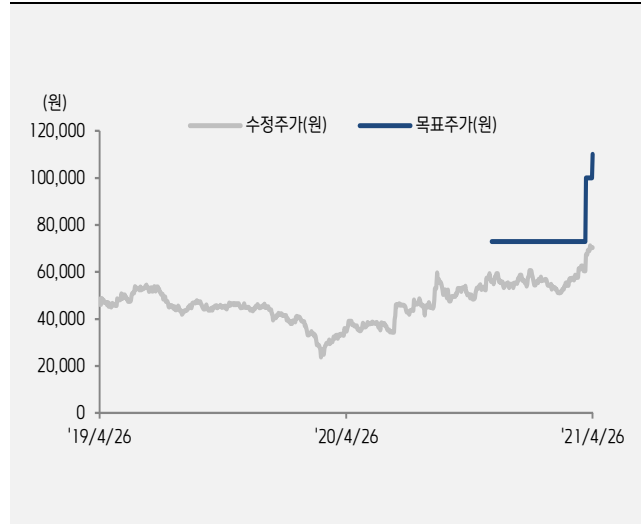
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-31.10	-28.90
	2021-04-26	BUY(Maintain)	110,000원	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%