

# 롯데정밀화학 (004000)

## The Greener, The Greater

### 염소 부문 2018년 초 호황 재현 전망

ECH/가성소다를 중심으로 한 염소 부문이 2018년 호황기를 상회하는 호실적을 시현할 것으로 전망한다. 최근 ECH/가성소다 강세에 구조적인 요인이 존재한다고 판단하기 때문이다. ECH의 전방 에폭시는 글로벌 인프라 투자 확대, 주택시장 호황, 선박발주 증가 등으로 유례없는 호조를 보이고 있으며, 가성소다는 중국 제조업 경기 확장에 따른 최대 전방 알루미늄 수요 호조 영향으로 강한 성장이 기대된다. 반면, 높은 이익 변동성의 배후인 중국발 공급과잉은 점진적으로 해소될 것이다. 중국 정부가 탄소 중립 목표 달성을 위해 탈석탄 정책을 강화하며 지난해 말부터 ECH/가성소다 업체의 가동률을 제한하고 신규 플랜트 건설을 불허하기 때문이다. 중국의 환경규제로 자회사 주력 제품 AA/VAM 또한 강세가 예상된다.

### 숨은 병기 암모니아로 완성할 Green 그림

동사는 암모니아 트레이딩 노하우/인프라/핸들링 기술 등을 통해 국내 그린 암모니아 기반 수소 생태계에서 중추적인 역할을 할 것으로 기대된다. 실제, 동사는 5/25일 포스코/HMM 등과 그린 암모니아 해상운송 및 병커링 관련 MOU를 체결한 바 있다. 최근 UNIST 연구진의 암모니아 기반 그린 수소 대량 생산 성공으로 암모니아 기반 수소 생태계 구축 속도는 더욱 빨라질 것이다. 또한 모회사 롯데케미칼의 수소사업 진출 등 그룹 차원의 수직계열화도 본격화 중이다. 동사를 중심으로 한 롯데그룹 수소 사업의 거대한 수레바퀴가 돌아가고 있다.

### 주가 Re-rating 예상. Upside +58% 제시

투자의견 BUY, TP 10만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 총 영업 가치 1.4조원(화학 6.2천억원+그린소재 7.7천억원)에 투자자산가치 9.3천억원, 순현금 2.2천억원을 더한 2.5조원을 적정시총으로 제시하며, 현 주가 기준 상승여력은 58%다. 안정적인 화학사업을 바탕으로 친환경 신성장동력을 확보하여 주가 Re-rating이 가능할 전망이다. 근거는 1) 글로벌 주택/건설 경기호조로 인한 페인트/시멘트 체인 강세(ECH, VAM/AA, 헤셀/메셀로스) 2) 애니애디(대체육)의 급격한 시장 성장과 공격적인 M/S확보 3) 암모니아 관련 자원/역량을 활용한 수소 생태계에서의 중추적인 역할 기대이다.

### Initiation

**BUY(신규)**

| TP(12M): 100,000원(신규) | CP(5월27일): 63,200원

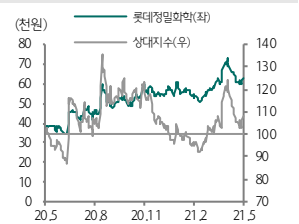
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,165.51		
52주 최고/최저(원)	73,500/34,400		
시가총액(십억원)	1,630.6		
시가총액비중(%)	0.07		
발행주식수(천주)	25,800.0		
60일 평균 거래량(천주)	221.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	14.0		
21년 배당금(예상,원)	1,500		
21년 배당수익률(예상,%)	2.38		
외국인지분율(%)	21.10		
주요주주 지분율(%)			
롯데케미칼 외 2인	31.13		
국민연금공단	12.08		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(14.0)	12.1	64.2
상대	(12.7)	(6.8)	5.3

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,486.7	1,581.8
영업이익(십억원)	184.2	208.5
순이익(십억원)	221.7	219.2
EPS(원)	8,597	8,496
BPS(원)	71,779	78,775

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,311.3	1,263.6	1,501.5	1,656.0	1,662.9
영업이익	십억원	189.7	139.2	205.3	234.1	220.3
세전이익	십억원	224.9	259.5	314.2	286.2	262.3
순이익	십억원	168.4	198.8	240.4	217.5	200.3
EPS	원	6,526	7,705	9,319	8,432	7,764
증감율	%	(21.66)	18.07	20.95	(9.52)	(7.92)
PER	배	6.92	7.16	6.78	7.50	8.14
PBR	배	0.78	0.86	0.88	0.80	0.74
EV/EBITDA	배	2.82	5.31	4.09	3.09	2.38
ROE	%	11.73	12.65	13.73	11.20	9.48
BPS	원	58,236	64,305	72,143	79,093	85,377
DPS	원	1,700	1,500	1,500	1,500	1,500



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafin.com

RA 이재선

02-3771-3869

jaeseon.ha@hanafin.com

# CONTENTS

<b>1. 염소부문 2018년 초 호황 재현 전망</b>	<b>3</b>
1) 2018년 염소부문 전사 이익의 64%를 견인	
2) ECH/가성소다 가격의 구조적 상승	
<b>2. 그린소재 편만한 중익 구간 진입</b>	<b>5</b>
1) 글로벌 주택/건설 경기 호조 수혜	
2) 대체육 시장의 급격한 성장과 공격적인 M/S 확보	
<b>3. 롯데이네오스 사상 최대 실적 시현 전망</b>	<b>8</b>
1) 2021년 롯데이네오스 사상 최대 실적 시현 전망. 지분법 이익 YoY +260%	
<b>4. 숨은 병기 암모니아로 완성할 Green 그림</b>	<b>10</b>
1) 국내 최대 규모 설비(저장탱크/파이프라인) 보유	
2) 암모니아 기반 수소 생태계 구축이 유력	
3) 암모니아 기반 수소 생태계에서의 중추적인 역할 기대	
<b>5. 롯데정밀화학 Valuation 및 실적 추정</b>	<b>13</b>
1) 롯데정밀화학 SOTP Valuation	
2) 롯데정밀화학 부문별 실적 추정	

# 1. 염소부문 2018년 초 호황 재현 전망

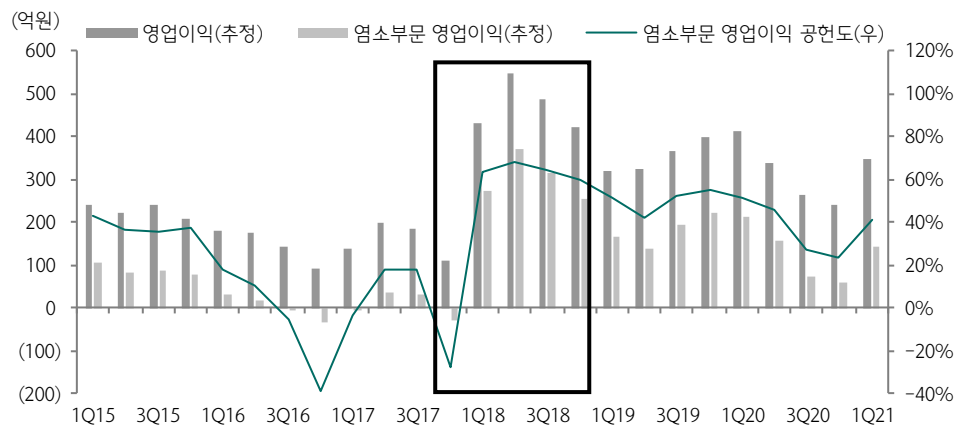
## 1) 2018년 염소부문 전사 이익의 64%를 견인

2018년 염소부문  
추정 영업이익은 1,217억원으로  
전사 이익의 64%를 견인

2018년 염소부문 추정 영업이익은 1,217억원(OPM 24%)으로 전사 이익의 64%를 견인한 바 있다. 당시 ECH/가성소다 가격은 각각 1,900\$/톤, 500\$/톤을 기록하며 사상 최고치를 경신했다. 가격 강세의 배경은 중국의 환경규제로 인한 ECH 공급 부족 및 전방 알루미늄 수요 강세에 따른 가성소다의 수급 타이트였다. 참고로, 당시 염소부문 영업이익은 전년 대비 370% 증가한 것으로 추정한다.

그림 1. 염소 부문(ECH/가성소다) 영업이익 공헌도 추정

2018년 염소 부문 호조



자료: 하나금융투자

## 2) ECH/가성소다 가격 구조적 상승세

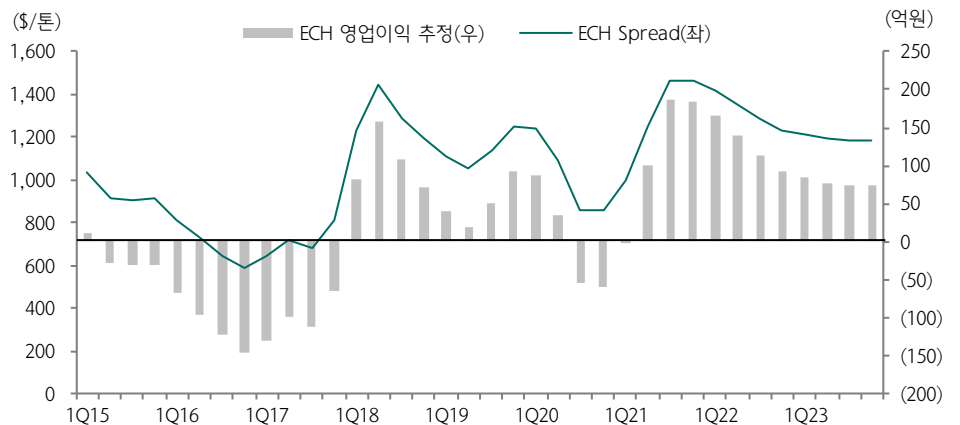
중국 환경규제 강화로  
ECH 가격의 구조적 상승세 전망

5월 ECH 가격은 2,000\$/톤 수준으로 2018년과 유사한 초강세 국면이다. 글로벌 인프라 투자 확대, 주택시장 호조, 선박 발주 증가 등을 감안하면 ECH는 연간 강세 가능성이 높다. 수요 호조 하에서 중국발 물량 부담이 점진적으로 해소되며 글로벌 수급 상황은 더욱 개선될 전망이다. 중국은 2060년 탄소중립 목표 달성을 위해 탈탄소/석탄 정책을 강화하고 있으며, 그 강도와 속도는 예년과는 확실히 다른 모습이다. 중국 정부는 지난해 말부터 ECH 플랜트의 가동률을 50% 수준에서 제한하고 신규 플랜트 건설을 불허하고 있다.

그림 3. ECH Spread와 영업이익 추정

ECH BEP 1,000\$/톤

ECH의 구조적 강세로  
영업이익 역시 상향 안정화 전망



자료: Cischem, 하나금융투자

가성소다 수요 강세 전망  
영업이익 레버리지도 높아

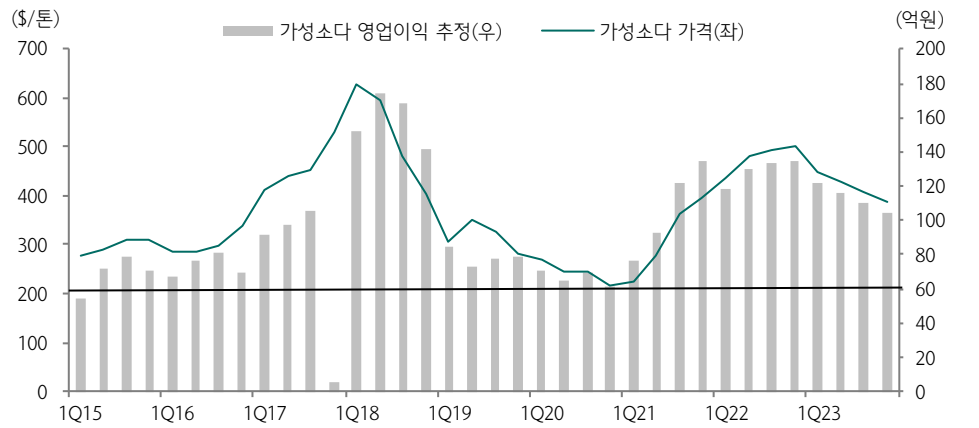
가성소다 가격은 1Q21 저점 대비 60% 이상 급등하며 가파른 상승세다. 가성소다의 전망은 알루미늄, 섬유처리, 펄프 표백제, 세제 등으로 화학제품 전반에 사용되는 만큼 글로벌 경기 회복에 따른 수혜가 가능하다. 최대 전방인 알루미늄(비중 20%)은 수요 강세로 4Q20 97\$/톤에서 1Q21 227\$/kg으로 급등했다. 알루미늄은 중국 제조업 경기 확장과 신재생 관련 적용처 확대에 향후 견조한 수요 성장이 예상된다. 특히, 가성소다 생산 원가는 전기료 정도에 불과해 판가 상승에 따른 영업 레버리지가 매우 높다.

높은 내수가격 프리미엄  
중국의 생산량 감소 가능성

롯데정밀화학은 가성소다 판매 시, 내수물량(비중 90%)에 국제가 대비 높은 수준의 프리미엄을 적용하고 있다. 이는 가성소다 시장의 특수성에 기인한다. 가성소다는 장거리 운송이 어려워 로컬 업체 위주의 내수시장이 형성되기 때문이다. 내수 가격 결정에 영향을 미치는 중국의 구조적인 가격 강세 가능성도 동사 입장에서는 긍정적이다. 가성소다는 PVC 생산과정에서 부산물로 발생하는데, 중국은 환경규제로 카바이드 공법 PVC업체의 가동률이 낮은 수준에 머무르고 있기 때문이다. 최근 석탄가격 급등으로 인한 수익성 악화는 PVC/가성소다 생산량의 추가 감소에 영향으로 줄 것으로 예상된다.

가성소다의 구조적 강세로  
영업이익 높은 수준에서 유지될 것

그림 2. 가성소다 가격과 영업이익 추정



자료: Cischem, 하나금융투자

## 2. 그린소재 편안한 증익 구간 진입

### 1) VAM/AA, 헤셀로스, 메셀로스 글로벌 주택/건설 경기 호조 수혜 전망

글로벌 주택/건설 경기 호조로 페인트/시멘트 체인 강세 전망

주요 제품의 용도 및 이익 증가 요인

글로벌 주택/건설 경기 호조로 관련 제품군인 롯데이네오스화학의 VAM/AA, 그린소재사업부의 헤셀로스/메셀로스의 수혜를 전망한다. 작년 말을 기점으로 글로벌 주택/건설 활동이 본격적으로 재개됐다. 경기 부양을 위한 각국의 공격적인 인프라 투자 집행, 교외 이주 및 리모델링 수요 등이 더해지며 주택/건설, 페인트 체인의 강세를 예상한다.

헤셀로스는 수용성 페인트 첨가제로 페인트가 굳지 않도록 하는 역할을, 메셀로스는 시멘트 혼화제로 물성을 향상하는 역할을 한다. 산업용 셀룰로스인 헤셀로스와 메셀로스는 매출 비중 20%로 low-teen의 안정적인 영업이익을 시현하는 것으로 추정한다. 메셀로스는 현재 3.4만톤/년에서 올해 상반기 1.38만톤 증설(+40%)이 예정되어 있어 물량 효과에 따른 추가 실적 개선이 기대된다. 헤셀로스 역시 페인트 체인 호조로 고객/지역 다변화가 진행 중이다. 현재 국내를 비롯한 아시아 지역의 채택율은 낮은 수준이지만, 코로나가 촉발한 DIY 페인팅 시장의 급격한 성장에 따른 추가적인 매출 성장 모멘텀이 기대된다. VAM/AA의 전방은 태양광용 EVA시트와 접착제/페인트/코팅 등이다. 페인트 체인 강세뿐 아니라 글로벌 태양광 발전 신규 설치 수요 급증에 따른 수혜를 전망한다.

그림 4. 2021~22 전세계 건설 활동 견조한 흐름을 나타낼 것으로 전망



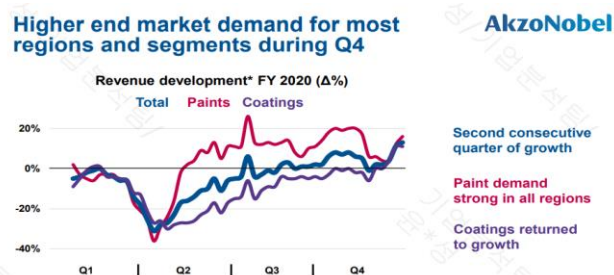
자료: Oxford Economics, 하나금융투자

그림 5. 아시아 에폭시(ECH 전방) 가격 사상 최고치 경신



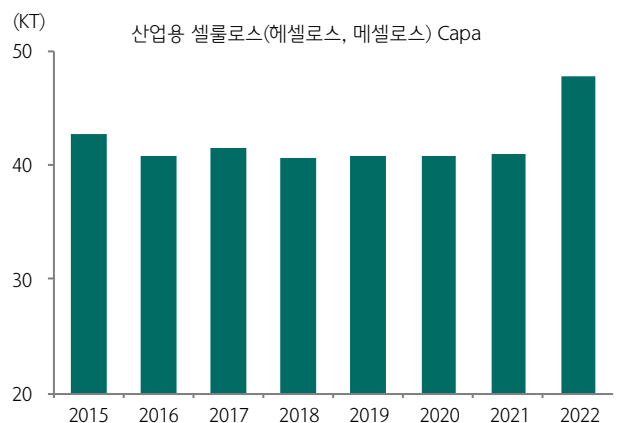
자료: ICS, 하나금융투자

그림 6. 글로벌 Top 페인트/코팅 업체 AkzoNobel, 수요 강세 언급



자료: AkzoNobel, 하나금융투자

그림 7. 산업용 셀룰로스(헤셀로스, 메셀로스) Capa



주: 20년 상반기 정기보수, 2~3년 주기의 정기보수 진행  
자료: 롯데정밀화학, 하나금융투자

## 2) 대체육 시장의 급격한 성장과 공격적인 M/S 확대 기대

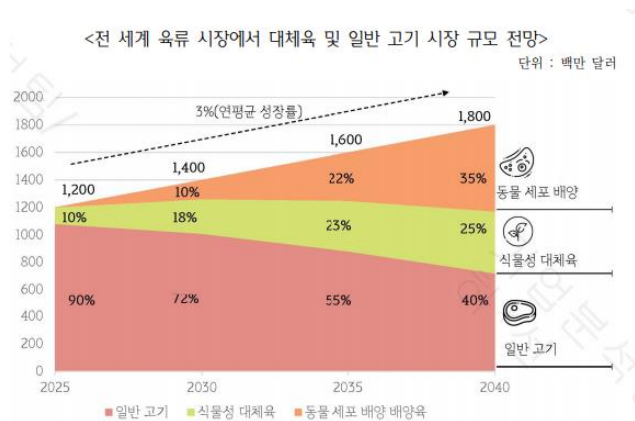
대체육 첨가제 기술 확보해 성장하는 시장에서 공격적인 M/S 확대 전망

롯데정밀화학은 비교적 빠르게 대체육 첨가제 시장에 뛰어들어 아시아/유럽향 판매 레퍼런스를 구축하였다. 이를 바탕으로 급속히 성장하는 대체육 첨가제 시장에서 공격적인 증설을 통한 시장 점유율 확대가 가능할 것으로 판단한다. 한국무역협회는 최근 발간 보고서를 통해 2030년 대체육시장이 전 세계 육류 시장의 30% 규모로 성장하고 2040년에는 60% 이상을 차지해 기존 육류 시장 규모를 추월할 것으로 전망했다. 환경, 건강 등 지속 가능성에 대한 관심이 높아지며 대체육에 대한 수요가 대폭 확대되기 때문이다. 대체육 첨가제 및 기타 식품 첨가제인 애니애디는 의약품 코팅제인 애니코트와 호환 생산된다. 애니애디/애니코트의 현재 Capa는 8천톤/년이며, 2021년 상반기 +1.9천톤/년, 2022년 상반기 +2천톤/년으로 2020~21년 총 50%의 물량 증가가 가능하다.

고객사의 원가 개선 움직임으로 신규 진입자에 긍정적 환경 조성 그룹사 간 시너지도 가능

대체육 첨가제는 매우 높은 수준의 기술이 요구되는 제품으로 Beyond Meat, Impossible Food 등의 상위 업체들은 실제 육류와 가장 비슷한 식감을 내는 Dow의 첨가제를 채택하고 있다. 최근 상위 업체들의 수익성 악화로 인한 원가 개선 움직임은 롯데정밀화학과 같은 신규 진입자에 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다. 그룹사간 시너지 효과 역시 기대 가능하다. 롯데GRS(롯데리아)는 국내 프랜차이즈 최초로 식물성 패티가 들어간 미라클 버거를 출시한 바 있다. 롯데푸드는 롯데중앙연구소와 협력해 2019년 식물성 대체육 브랜드 '엔네이처 제로미트'를 선보였다. 롯데그룹은 롯데푸드테크펀드를 조성, 대체식품 스타트업인 더플랜잇 등에 투자했다.

그림 8. 전 세계 육류 시장에서 대체육 및 일반 고기 시장 규모 전망



자료: AT Kearney, KITA

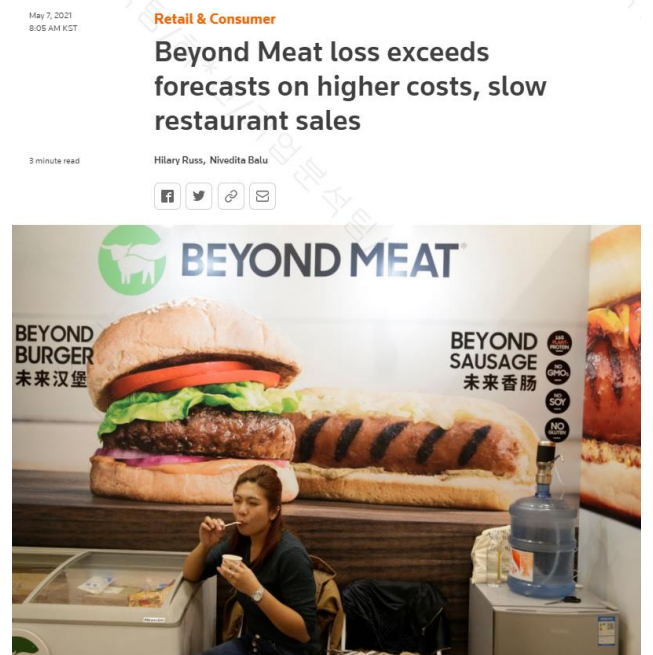
그림 9. 롯데정밀화학 주요 투자계획(그린소재)

프로젝트	투자비용(억원)	설비생산능력 (KT)	기계적 준공 일정(예정)
해셀로스 증설	473	9	2018.2H (완료)
매셀로스 증설	336	7	2019.1H (완료)
매셀로스 증설	1,150	13.8	2021.1H (완료)
애니코트 증설	239	1.9	2021.1H (완료)
식약청 생산라인 증설* (식약청 원료 증산 개조 포함)	370	2	2022.1H

\* 식약청 생산라인 증설은 당시 안전공급, 원료 증산 개조는 울산공정 내 진행 예정

자료: 롯데정밀화학, 하나금융투자

그림 10. 글로벌 Top 대체육 업체 수익성 악화 직면



자료: Reuters, 하나금융투자

그림 11. 롯데리아 국내 프랜차이즈 업체 중 최초로 대체육 버거 출시



자료: 롯데GRS, 하나금융투자

그림 12. 롯데푸드 식물성 대체육 브랜드 '엔네이처 제로미트' 출시



자료: 롯데푸드, 하나금융투자

그림 13. 롯데액셀러레이터 순식물성 대체식품 업체 '더플랜잇' 투자



자료: Platum, 하나금융투자

### 3. 롯데이네오스 사상 최대 실적 시현 전망

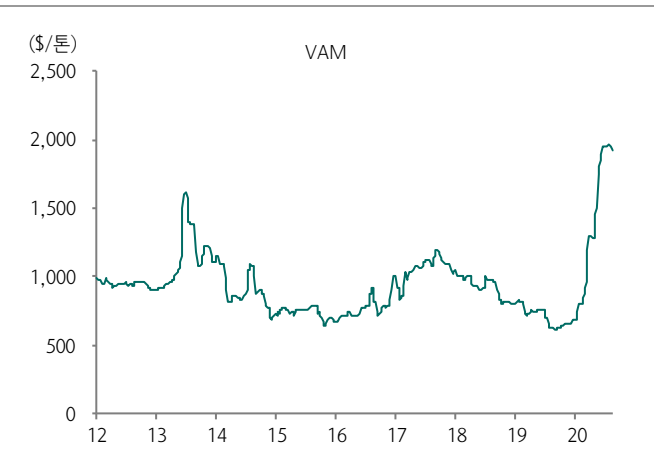
#### 1) 2021년 롯데이네오스 사상 최대 실적 시현 전망. 지분법 이익 YoY +260%

VAM/AA의 강세 예상

AA의 전방은 VAM이며 VAM 전방은 태양광용 EVA시트와 접착제/페인트/코팅 등이다. 최근 AA/VAM 가격은 2018년 전고점을 경신했다. 가격 강세의 배경은 중국의 AA/VAM 수급 타이트이다. 견조한 태양광 설치 수요에 힘입어 VAM의 전방인 EVA 수요가 급증하고 있으나, 환경규제 강화로 설비 폐쇄가 연속적으로 일어나며 공급은 매우 부족하기 때문이다. AA의 또 다른 전방인 PTA는 증설 랠리가 예상되며, 전방 의류 수요 역시 개선이 전망된다. 글로벌 Top-Tier VAM/AA 업체 Celanese는 VAM/AA의 수요가 공급을 높은 수준으로 상회하는 구조적인 강세를 전망했다. 1Q21 롯데이네오스 지분법 이익은 328억원으로 2018, 19년 연간 지분법 이익인 270억, 293억을 대폭 상회했다. 하나금융투자는 2021년 지분법 이익이 1,000억을 상회할 것으로 예상한다.

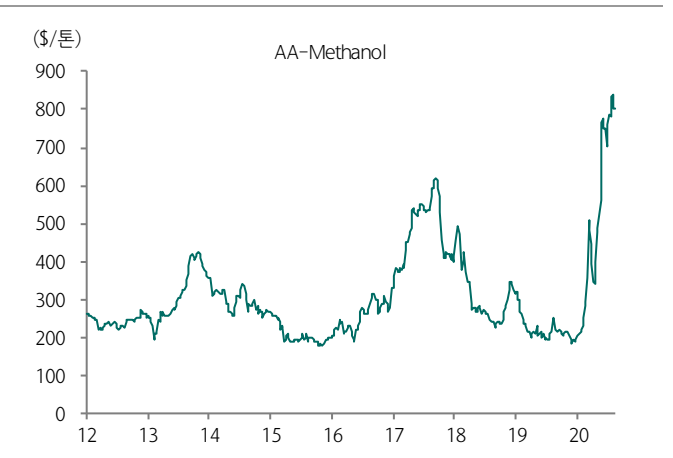
롯데이네오스 지분법 이익  
2021년 1천억원 상회 전망

그림 14. VAM 가격 추이



자료: Cischem, 하나금융투자

그림 15. 0.55 원단위 AA-Methanol 스프레드 추이



자료: Cischem, 하나금융투자

그림 16. Celanese는 VAM/AA의 수요가 공급을 높은 수준으로 상회하며 구조적인 강세를 전망

AA의 전방인 PTA 수요는 연간  
5~7% 증가 전망  
VAM의 전방인 EVA 수요는 연간  
2~3% 증가 전망

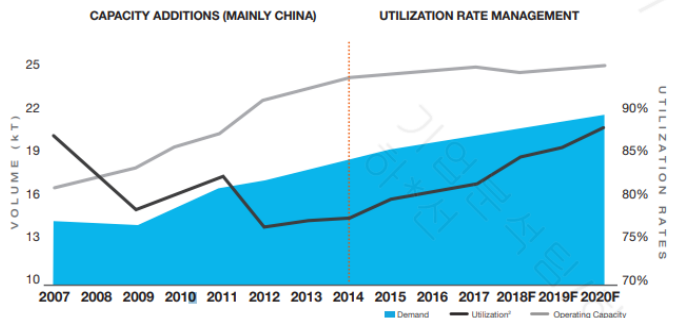
### Demand growth is outpacing supply



3-4% DEMAND GROWTH\*

STRUCTURAL IMPROVEMENTS  
(Acetic Acid + VAM)

END USES	
Esters	2-3%
Anhydride	2-3%
PTA	5-7%
PVOH	4-6%
EVOH	4-6%
Emulsions	2-3%
EVA	2-3%
Emulsion Powders	6-8%

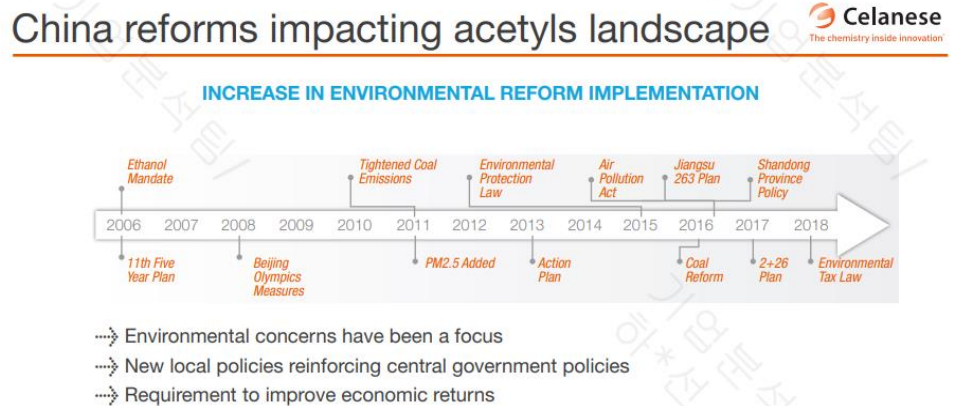


자료: Celanese, 하나금융투자



중국은 환경규제를 지속 강화  
 시진핑 주석이 지난해  
 유엔총회에서 2060년까지  
 탄소중립 선언 후 규제의  
 강도와 속도는 예년과는  
 확실히 다른 모습

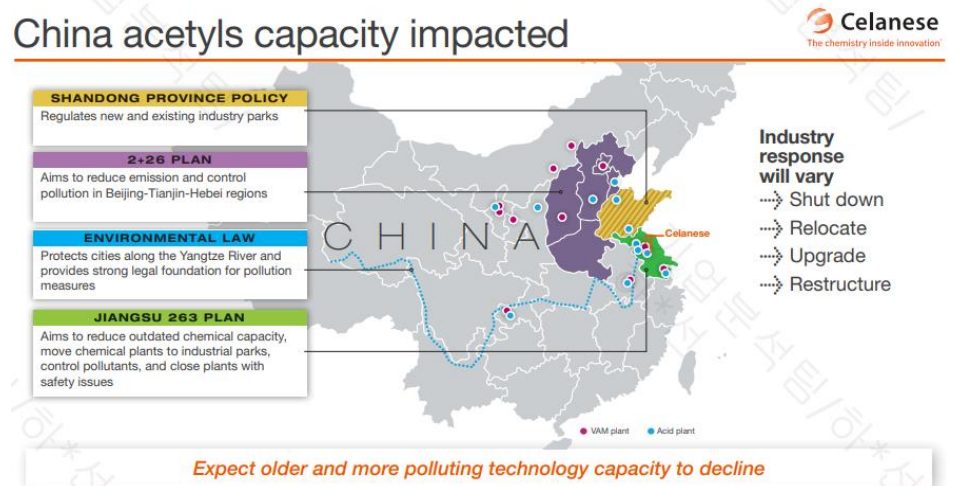
그림 17. Celanese는 중국 환경 규제가 아세틸스 산업의 지형을 바꾸고 있다고 언급



자료: Celanese, 하나금융투자

환경 규제 강화로 노후 설비  
 대거 폐쇄 전망

그림 18. Celanese는 중국 환경 규제로 설비 폐쇄가 일어나며 생산량 감축이 일어나고 있다고 언급



자료: Celanese, 하나금융투자

## 4. 숨은 병기 암모니아로 완성할 Green 그림

### 1) 국내 최대 규모 설비(저장탱크/파이프라인) 보유

롯데정밀화학은 국내 암모니아 트레이딩 M/S 1위 업체로 국내 최대 규모의 설비 보유

동사는 국내 암모니아 트레이딩 M/S 1위 업체로 국내 최대 규모의 암모니아 설비를 보유했다. 또한 유독할 뿐 아니라 폭발과 화재의 위험성이 높아 고난이도의 기술이 요구되는 암모니아 핸들링 영역에서 높은 기술력 및 노하우를 보유했다. 직접 생산이 아닌 트레이딩 비즈니스임에도 Mid-Single의 이익률을 시현하고 있는 점이 이를 증명한다. 동사는 2011년에 암모니아 생산을 중단했지만, 수소 생산 관련 특허를 출원한 바 있다.

### 2) 암모니아 기반 수소 생태계 구축이 유력

수소 저장/운송/활용 방안 중 액상 암모니아가 가장 유력

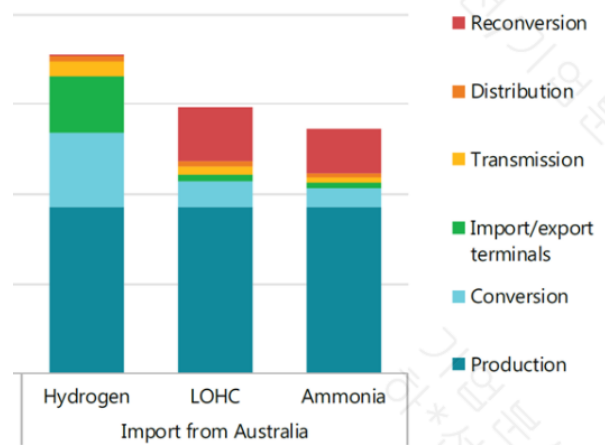
액상 암모니아는 가격 경쟁력이 높고 가장 현실적인 수소 저장/운송/활용 방안이다. 에너지 밀도가 높아 더 많은 양의 수소를 저장할 수 있고, 운송 효율과 안정성을 높일 수 있기 때문이다. 최근 UNIST 연구진이 전기 분해로 액상 암모니아에서 그린 수소를 대량 생산하는 것에 성공했다. 이번 연구로 암모니아를 기반으로 하는 국내수소 생태계 구축에 더 박차가 가해질 전망이다. 특히 이번 연구에는 롯데케미칼 기초소재연구소 소속 연구원이 공동저자로 참여했다.

그림 19. 정부는 안정적인 수급을 위해 해외 수소생산/수입 방안 제시

구분	2018년	2022년	2040년	
합용	수소차	1.8천대 (0.9천대)	8.1만대 (6.7만대)	620만대 (290만대)
	승용차	1.8천대 (0.9천대)	7.9만대 (6.5만대)	590만대 (275만대)
	버스	2대	2천대	6만대 (4천대)
	택시	-	-	12만대 (8천대)
	트럭	-	10천 트럭	12만대 (8천대)
수소충전소 (1,000만원/개)	14개소	310개소	1,200개소	
연구원차	-	-	-	
에너지	발전용	307MW	1.5GW (1.6GW)	15GW (8GW)
	가정건물용	7MW	50MW	2.1GW
	수소가스터빈	-	-	-
수소공급	수소공급량	13만톤/부	47만톤/부	526만톤/부
	생산방식	희석연료 기반 부생수소, 중유수소	수소저장 탱크 대량 생산	수전해 수소, 대용량 용기 기술개발
수소가격	-	6,000원/kg (중 화일유료 50%)	4,000원/kg	3,000원/kg

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 20. 해외수입 가정 하 암모니아 수소 캐리어의 경제성이 가장 높음



자료: IEA, 하나금융투자

### 3) 암모니아 기반 수소 생태계에서의 중추적인 역할 기대

롯데정밀화학은 국내 수소 유통 밸류체인에서 중추적인 역할을 할 수 있을 것

롯데정밀화학은 향후 국내 수소 유통 밸류체인에서 중추적인 역할을 할 수 있을 것으로 기대된다. 해외 산지의 그린 암모니아 매입, 이송 및 국내 유통 과정에서 동사의 트레이딩 노하우, 설비(파이프라인/저장탱크) 및 암모니아 핸들링 기술이 적용될 여지가 많기 때문이다. 참고로, 정부는 2019년 수소경제 활성화 로드맵을 통해 국내 수소 수요의 10~50%를 해외로부터 조달해야 할 것으로 예측한 바 있다.

롯데정밀화학은 최근 포스코, 한국조선해양, HMM과 함께 그린 암모니아 해상운송 및 병커링 컨소시엄 MOU 체결

롯데정밀화학은 최근 포스코, 한국조선해양, HMM과 함께 그린 암모니아 해상운송 및 병커링 컨소시엄 업무협약(MOU)을 체결했다. 동사는 그린 암모니아 운송/저장 및 병커링(선박 연료 주입)의 중추적인 역할을 맡을 것으로 알려진다. 단일 국가에서 그린 암모니아 밸류체인을 포괄하는 컨소시엄이 구축되는 것은 전 세계 최초로, 컨소시엄의 성과와 확장성에 대한 기대감이 매우 높은 상황이다.

그림 차원에서의 시너지 기대

또한 모회사 롯데케미칼은 최근 에어리퀴드코리아와 수소 모빌리티 사업에 진출했다. 수소 생태계 구축을 위한 그룹 차원의 수직계열화가 빠르게 진행되고 있는 것이다. 동사와 롯데케미칼을 필두로 한 롯데그룹 수소 사업의 거대한 수레바퀴가 돌아가고 있다.

롯데정밀화학은 그린 암모니아 운송/저장 및 병커링 (선박 연료 주입)의 역할 담당

그림 21. 그린 암모니아 해상운송 및 병커링 컨소시엄 사업 협력안(가안)



자료: 하나금융투자

그림 22. 연구결과 국제학술지 표지논문 선정. 롯데케미칼 연구진 참여

Issue 19, 2021

From the Journal: **Journal of Materials Chemistry A**

**A rigorous electrochemical ammonia electrolysis protocol with *in operando* quantitative analysis†**

Yejin Yang,<sup>†a</sup> Jeongwon Kim,<sup>†a</sup> Hyoi Jo,<sup>a</sup> Arim Seong,<sup>a</sup> Minzae Lee,<sup>b</sup> Hyung-Ki Min,<sup>b</sup> Myung-gi Seo,<sup>b</sup> Younghoon Choi<sup>b</sup> and Guntae Kim<sup>†a</sup>

Check for updates

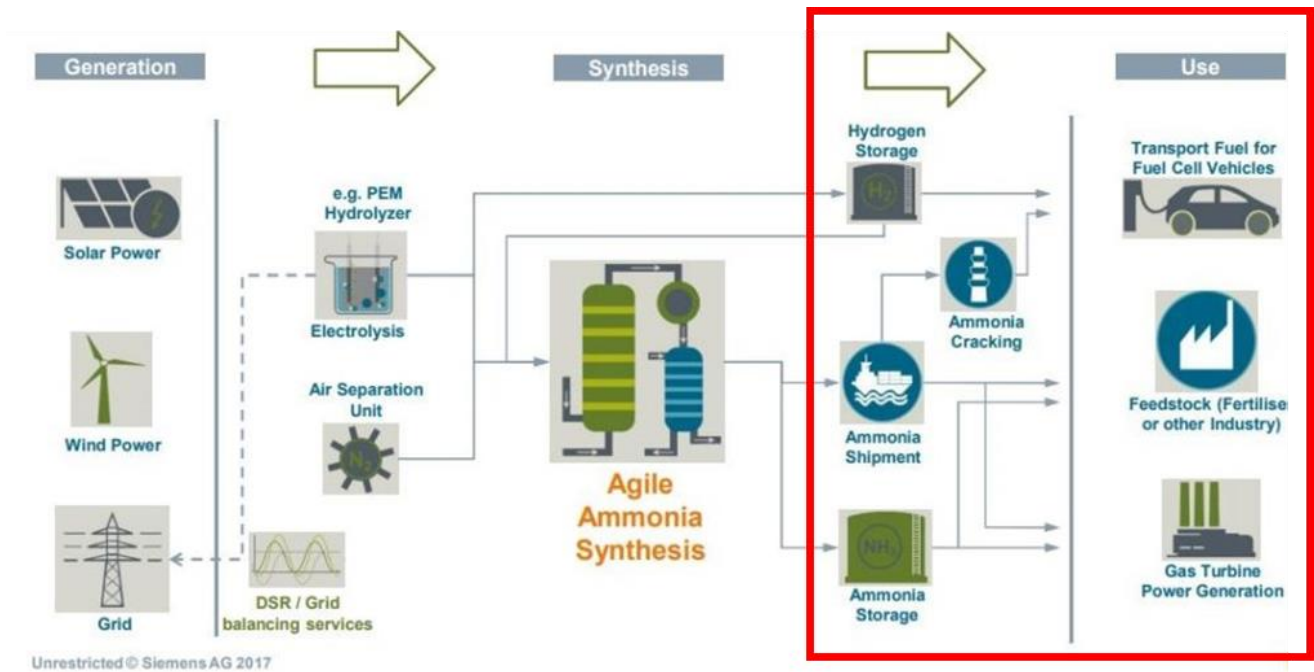
자료: Journal of Materials Chemistry A, 하나금융투자

그림 23. 그린 암모니아 해상운송 및 병커링 컨소시엄 MOU 체결



자료: 롯데정밀화학, 하나금융투자

그림 24. 그린 암모니아 기반 수소 밸류체인



자료: Cleantech, 하나금융투자

그림 25. UNIST 연구진 액상 암모니아에서 수소 추출 성공

### UNIST 김건태 교수팀, 그린수소 시대 앞당길 암모니아 수소 추출 기술 개발

물 전기분해 방식보다 전력 소모 3배 적어

2021-05-06 임지연 기자



자료: DH News, 하나금융투자

그림 26. 롯데케미칼 에어리퀴드와 수소 사업 진출을 위한 MOU 체결



자료: 롯데케미칼, 하나금융투자

## 5. 롯데정밀화학 Valuation 및 실적 추정

### 1) 롯데정밀화학 SOTP Valuation

그림 27. 롯데정밀화학 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	사업부	21F EBITDA	목표 EV/EBITDA	가치
영업가치	화학	230.1	2.7	621.4 국내 Pure 화학업체 2021년 EV/EBITDA Multiple 적용
	그린소재	109.8	7.0	768.9 Ashland, Dow, Shinetsu EV/EBITDA Multiple 30% 할인
	합계			<b>1,390.3</b>
공동기업	롯데이네오스	105.7	6.0	634.2 2021년 당기순이익(215.4), 지분율 고려(105.7) Celanese(글로벌 Top VAM, AA 업체) PER(12배) 50% 할인
관계기업	스카이레이크			290.0 스카이스크래퍼 LP 투자금액, 장부가치
기타 투자자산				10.0 장부가치
순차입금				-220.8 2021년 말 기준
기업가치				<b>2,545.3</b>
주식수				25.8 백만주
주당NAV				98,654
목표주가				<b>100,000</b>
현재주가				63,200 5/27일
Upside				58%

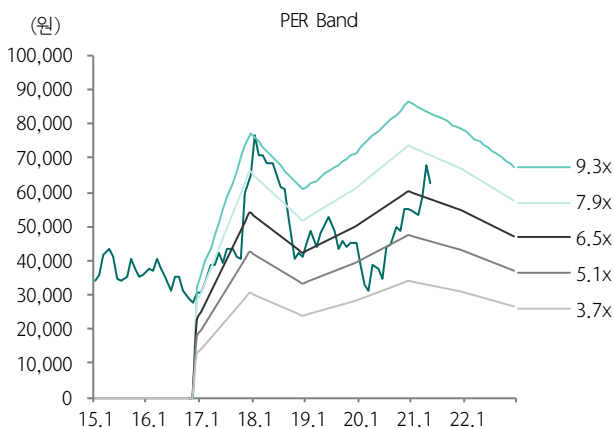
자료: 하나금융투자

표 1. 글로벌 Peer과의 밸류에이션 비교

	Olin(염소)	Celanese(VAM/AA)	Dow(셀룰로스)	Shin-Etsu(셀룰로스)	Ashland(셀룰로스)	Peer 평균	롯데정밀화학
PER	9.1	12.3	11.6	22.3	18.7	14.8	6.8
PBR	3.6	4.8	3.4	2.5	1.8	3.2	0.9
EV/EBITDA	5.8	9.5	6.7	10.6	11.7	8.9	4.4

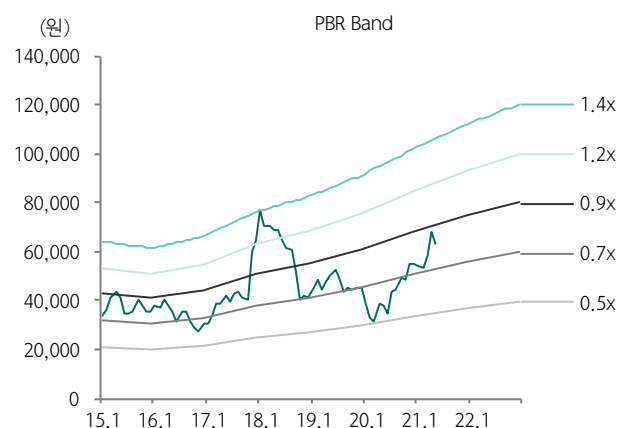
자료: 하나금융투자

그림 28. 롯데정밀화학 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 하나금융투자

그림 29. 롯데정밀화학 12M Fwd PBR 밴드 차트



자료: 하나금융투자

## 2) 롯데정밀화학 부문별 실적 추정

표 2. 롯데정밀화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F		FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
<b>매출액</b>	<b>349.9</b>	<b>293.2</b>	<b>316.7</b>	<b>303.7</b>	<b>343.9</b>	<b>360.0</b>	<b>391.7</b>	<b>405.9</b>		<b>1,311.30</b>	<b>1,263.60</b>	<b>1,501.5</b>	<b>1,656.0</b>
QoQ(%)	6%	-16%	8%	-4%	13%	5%	9%	4%					
YoY(%)	7%	-11%	-2%	-8%	-2%	23%	24%	34%		-4%	-4%	19%	10%
케미칼	245.2	197.9	220.2	206.7	252.9	253.3	271.1	282.1		992.6	915.4	1059.4	1134.2
그린소재	104.7	95.3	96.5	97.0	91.1	106.7	120.6	123.8		344.9	376.9	442.2	521.8
<b>영업이익</b>	<b>51.0</b>	<b>33.9</b>	<b>25.9</b>	<b>28.5</b>	<b>35.5</b>	<b>46.4</b>	<b>60.6</b>	<b>62.5</b>		<b>189.7</b>	<b>139.2</b>	<b>205.1</b>	<b>232.1</b>
영업이익률(%)	15%	12%	8%	9%	10%	13%	15%	15%		14%	11%	0.1	14%
QoQ(%)	5%	-34%	-24%	10%	25%	31%	31%	3%					
YoY(%)	35%	-35%	-50%	-41%	-30%	37%	134%	119%		-25%	-11%	0.6	14%
케미칼	27.0	19.8	12.4	10.3	21.3	32.0	41.9	43.2		91.7	69.5	138.4	147.6
그린소재	16.6	15.8	15.3	15.3	14.2	14.4	18.7	19.3		59.6	67.6	66.7	86.4
<b>당기순이익</b>	<b>43.1</b>	<b>65.0</b>	<b>24.1</b>	<b>66.6</b>	<b>40.5</b>	<b>56.6</b>	<b>76.9</b>	<b>66.4</b>		<b>168.4</b>	<b>198.8</b>	<b>240.4</b>	<b>217.5</b>
당기순이익률(%)	12%	22%	8%	22%	12%	16%	20%	16%		13%	16%	16%	13%
QoQ(%)	11%	51%	-63%	176%	-39%	40%	36%	-14%					
YoY(%)	5%	63%	-50%	71%	-6%	-13%	219%	0%		-22%	18%	21%	-10%
지배순이익	43.1	65.0	24.1	66.6	40.5	56.6	76.9	66.4		168.4	198.8	239.5	217.7

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,311.3	1,263.6	1,501.5	1,656.0	1,662.9
매출원가	1,027.8	1,029.6	1,201.2	1,324.8	1,330.4
매출총이익	283.5	234.0	300.3	331.2	332.5
판매비	93.8	94.8	95.0	97.1	112.3
영업이익	189.7	139.2	205.3	234.1	220.3
금융손익	5.3	48.6	3.1	5.3	8.8
종속/관계기업손익	31.4	32.0	105.7	46.9	33.2
기타영업외손익	(1.5)	39.7	0.0	0.0	0.0
세전이익	224.9	259.5	314.2	286.2	262.3
법인세	56.5	60.7	73.8	68.7	62.0
계속사업이익	168.4	198.8	240.4	217.5	200.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	168.4	198.8	240.4	217.5	200.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	168.4	198.8	240.4	217.5	200.3
지배주주지분포괄이익	158.5	199.9	240.4	217.5	200.3
NOPAT	142.0	106.7	157.1	177.9	168.2
EBITDA	281.9	245.8	342.6	408.8	421.5
성장성(%)					
매출액증가율	(4.40)	(3.64)	18.83	10.29	0.42
NOPAT증가율	(13.73)	(24.86)	47.24	13.24	(5.45)
EBITDA증가율	(3.36)	(12.81)	39.38	19.32	3.11
영업이익증가율	(9.97)	(26.62)	47.49	14.03	(5.89)
(지배주주)순이익증가율	(21.64)	18.05	20.93	(9.53)	(7.91)
EPS증가율	(21.66)	18.07	20.95	(9.52)	(7.92)
수익성(%)					
매출총이익률	21.62	18.52	20.00	20.00	20.00
EBITDA이익률	21.50	19.45	22.82	24.69	25.35
영업이익률	14.47	11.02	13.67	14.14	13.25
계속사업이익률	12.84	15.73	16.01	13.13	12.05

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	6,526	7,705	9,319	8,432	7,764
BPS	58,236	64,305	72,143	79,093	85,377
CFPS	11,374	9,918	16,473	16,758	16,721
EBITDAPS	10,926	9,528	13,280	15,845	16,338
SPS	50,824	48,978	58,198	64,185	64,455
DPS	1,700	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	6.92	7.16	6.78	7.50	8.14
PBR	0.78	0.86	0.88	0.80	0.74
PCFR	3.97	5.57	3.84	3.77	3.78
EV/EBITDA	2.82	5.31	4.09	3.09	2.38
PSR	0.89	1.13	1.09	0.98	0.98
재무비율(%)					
ROE	11.73	12.65	13.73	11.20	9.48
ROA	9.64	10.84	12.07	9.84	8.37
ROIC	16.88	12.33	17.06	18.78	18.68
부채비율	20.06	13.63	13.94	13.77	12.80
순부채비율	(24.77)	(7.20)	(11.92)	(17.62)	(28.22)
이자보상배율(배)	90.15	140.95	316.64	345.82	319.92

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	860.5	516.8	688.1	870.1	1,133.4
금융자산	458.7	160.6	264.9	403.3	664.7
현금성자산	10.6	9.1	113.1	251.4	512.7
매출채권	210.5	187.4	222.7	245.6	246.7
재고자산	177.8	152.5	181.2	199.8	200.6
기타유동자산	13.5	16.3	19.3	21.4	21.4
비유동자산	932.2	1,357.8	1,421.9	1,440.8	1,340.6
투자자산	220.3	551.6	588.0	611.7	612.7
금융자산	11.5	358.8	358.9	359.0	359.0
유형자산	670.9	757.4	787.5	784.9	685.5
무형자산	24.1	22.9	20.5	18.4	16.5
기타비유동자산	16.9	25.9	25.9	25.8	25.9
자산총계	1,792.7	1,874.6	2,110.0	2,311.0	2,474.0
유동부채	282.5	169.7	197.8	216.0	216.8
금융부채	86.1	14.1	16.4	17.8	17.9
매입채무	80.1	63.7	75.7	83.5	83.9
기타유동부채	116.3	91.9	105.7	114.7	115.0
비유동부채	17.0	55.2	60.4	63.7	63.9
금융부채	2.9	27.7	27.7	27.7	27.7
기타비유동부채	14.1	27.5	32.7	36.0	36.2
부채총계	299.6	224.9	258.1	279.7	280.7
지배주주지분	1,493.1	1,649.7	1,851.9	2,031.2	2,193.4
자본금	129.0	129.0	129.0	129.0	129.0
자본잉여금	331.1	331.1	331.1	331.1	331.1
자본조정	(9.4)	(9.4)	(9.4)	(9.4)	(9.4)
기타포괄이익누계액	(20.7)	(20.1)	(20.1)	(20.1)	(20.1)
이익잉여금	1,063.1	1,219.1	1,421.3	1,600.6	1,762.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,493.1	1,649.7	1,851.9	2,031.2	2,193.4
순금융부채	(369.8)	(118.8)	(220.8)	(357.8)	(619.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	257.5	253.1	364.9	384.0	401.2
당기순이익	168.4	198.8	240.4	217.5	200.3
조정	12	3	14	17	20
감가상각비	92.2	106.6	137.3	174.7	201.3
외환거래손익	0.9	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(31.4)	(75.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(49.7)	(28.0)	(123.3)	(157.7)	(181.3)
영업활동 자산부채변동	(30.5)	22.4	(12.8)	(8.3)	(0.4)
투자활동 현금흐름	(203.6)	(125.1)	(201.7)	(193.8)	(101.1)
투자자산감소(증가)	35.6	(331.3)	(36.4)	(23.7)	(1.1)
자본증가(감소)	(71.3)	(176.7)	(165.0)	(170.0)	(100.0)
기타	(167.9)	382.9	(0.3)	(0.1)	0.0
재무활동 현금흐름	(50.3)	(129.6)	(35.9)	(36.7)	(38.1)
금융부채증가(감소)	7.8	(47.2)	2.3	1.5	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(14.8)	(39.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(43.3)	(43.3)	(38.2)	(38.2)	(38.2)
현금의 증감	3.7	(1.5)	104.0	138.3	261.3
Unlevered CFO	293.4	255.9	425.0	432.4	431.4
Free Cash Flow	186.1	75.7	199.9	214.0	301.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데정밀화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.27	BUY	100,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.55%	5.45%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 05월 24일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 5월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 5월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.