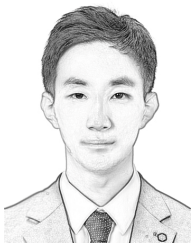


SK COMPANY Analysis



Analyst

박한샘

sam4.park@sk.co.kr

02-3773-8477

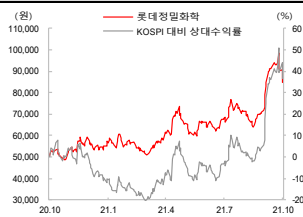
Company Data

자본금	129 십억원
발행주식수	2,580 만주
자사주	33 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,183 십억원
주요주주	
롯데케미칼(외1)	31.13%
국민연금공단	13.13%
외국인지분률	21.50%
배당수익률	1.80%

Stock Data

주가(21/10/07)	86,600 원
KOSPI	2959.46 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	98,500 원
52주 최저가	48,500 원
60일 평균 거래대금	28 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.7%	29.6%
6개월	38.2%	48.6%
12개월	67.9%	36.5%

롯데정밀화학 (004000/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(상향))

본업의 강세와 남아있는 총알

3Q 영업이익은 700 억원이 예상돼 컨센서스를 상회한 실적 기대. ECH, 가성소다 국제가격은 상승세가 2 분기에 이어 3 분기에도 지속. 점진적 내수 가격 반영에 따른 케미칼 강세 기대. 셀룰로스 증설 효과는 물류비 상승에 일부 상쇄되나 견조한 실적 기대. 물류비 부담의 완화 시 케미칼과 별도로 실적을 이끄는 포인트로 작용할 것. PBR-ROE 적용 Target PBR 1.46 배를 부여해 목표주가 120,000 원, 투자 의견 매수를 제시함

케미칼로 채워가는 실적

3 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 4,751 억원, 700 억원이 예상돼 10/7 일 기준 컨센서스(4,795 억원 / 688 억원)를 상회한 실적을 예상한다. 3 분기는 케미칼의 강세가 실적을 견인할 것으로 기대한다. 주요 제품인 ECH 가격은 6 월 말 기준 \$2,000/t 부근에서 최근 기준 \$3,125/t 까지 상승해 두배 가까이 올랐다. 점진적인 내수 가격 반영이 예상된다. 가성소다도 최근 기준 \$400/t 이상을 기록하며 6 월 말 대비 +18% 상승했다. 견조한 수요 속 중국의 가동률 조정이 긍정적으로 작용 중이며, 가성소다는 중국 PVC 업체 가동률 하락에 타이트한 수급이 지속될 것으로 기대한다.

남아있는 총알, 셀룰로스

셀룰로스의 메셀로스(+13.8 천톤), 애니코트(+1.9 천톤) 증설 효과가 개시됐다. 컨테이너 물류비 상승(20 평균 대비 +44% 상승) 이 수익성을 일부 감소 시켰음에도 하반기 절대적인 수익성은 양호할 것으로 기대된다. 케미칼의 상승과 별도로 셀룰로스 매출 증대와 컨테이너 운임료 하락 시 발생할 이익 개선은 또 한번의 기회 요인일 전망이다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 90,000 → 120,000 원 상향

케미칼 중심으로 한 강세가 눈에 띈다. 가성소다의 상승여력은 열려있다고 판단하며 셀룰로스의 기회 요인 감안 매수 유지한다. Valuation 은 케미칼 강세 환경 및 실적 추정치 상향을 반영해 PBR-ROE 기준 Target PBR 을 1.46 배(이전 1.24 배)로 상향했고, 12M fwd BPS 는 +12% 증가해 목표주가를 9 만원에서 12 만원으로 상향 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	1,372	1,311	1,264	1,723	1,753	1,699
yoy	%	18.3	-4.4	-3.6	36.3	1.7	-3.1
영업이익	십억원	211	190	139	235	265	263
yoy	%	89.6	-10.0	-26.6	68.9	12.7	-0.7
EBITDA	십억원	292	282	246	360	445	431
세전이익	십억원	275	225	260	465	334	323
순이익(지배주주)	십억원	215	168	199	360	253	245
영업이익률%	%	15.4	14.5	11.0	13.7	15.1	15.5
EBITDA%	%	21.3	21.5	19.5	20.9	25.4	25.3
순이익률	%	15.7	12.8	15.7	20.9	14.4	14.4
EPS(계속사업)	원	8,330	6,526	7,705	13,965	9,808	9,501
PER	배	4.9	6.9	7.2	6.1	8.6	8.9
PBR	배	0.8	0.8	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	2.8	2.8	5.3	5.8	4.4	4.1
ROE	%	16.7	11.7	12.7	19.9	12.2	10.8
순차입금	십억원	-236	-370	-118	-85	-243	-433
부채비율	%	23.4	20.1	13.6	19.4	18.1	16.3

1. Highlight View 3

(1) ECH 가격의 오름세

염소 계통의 제품가격 상승세가 매우 가파르다. 대표적으로 ECH 가격은 6월 말 기준 \$2,000/t 부근에서 최근 기준 \$3,125/t 까지 상승해 두배 가까이 올랐다. 기본적인 수요 개선 속 타이트한 수급과 환경 이슈에 따른 중국 장수 지역 업체들의 가동률 하락이 가격을 한층 부양시켰다. 당분간 높은 가격대가 유지될 수 있을 것으로 기대한다. 다만, 주요 Epoxy 원료인 BPA 와의 간극이 줄어든 만큼 상승 여지는 낮게 평가한다.

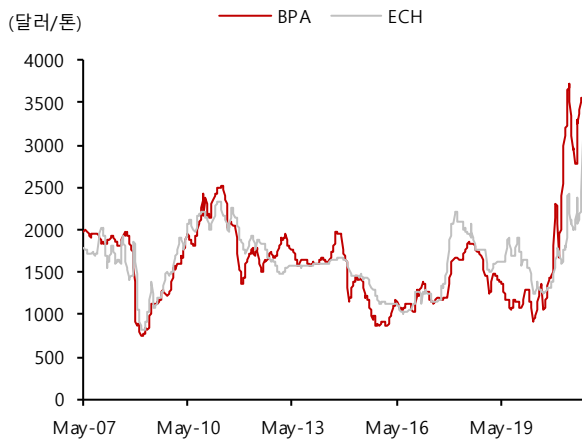
(2) 가성소다 상승의 ROOM

또 하나 강세를 보이는 제품은 가성소다이다. 최근 기준 \$400/t 이상을 기록하며 6월 말 대비 +18% 상승했다. 알루미늄 제련 향 수요가 우호적이고 최근 환경 이슈 등에 중국 PVC 생산 및 가동이 압박을 받는 만큼 부산물인 가성소다의 수급 측면에서 긍정적이라 평가한다. 과거 레벨이 절대치로 보긴 어렵지만, 2017~2018 수준을 감안하면 우호적 가격 흐름이 추가로 나올 Room 이 남아 있다는 평가다.

(3) 남아있는 총알, 셀룰로스

셀룰로스 사업부의 메셀로스(+13.8 천톤), 에니코트(+1.9 천톤) 증설 효과가 하반기 접어들며 시작되고 있다. 다만, 컨테이너 물류비 상승(20 평균 대비 +44% 상승) 이 셀룰로스 수익성을 일부 감소 시켰다. 그럼에도 하반기 절대적인 수익성은 양호한 편이며 외부(물류비) 효과 소멸 시 증설효과가 더욱 크게 반영될 것으로 기대된다. 케미칼 제품 가격의 상승 부담 도래에도 셀룰로스가 실적 모멘텀을 제시할 전망이다.

BPA vs. ECH 가격 동향



자료 : Cischem, SK 증권

가성소다 가격 추이



자료 : Cischem, SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	316.7	303.7	343.9	421.7	475.1	50.0%	12.7%	1,263.6	1,722.7	1,752.7
영업이익	25.9	28.5	35.5	53.9	70.0	170.2%	29.9%	139.2	235.1	264.9
영업이익률	8.2%	9.4%	10.3%	12.8%	14.7%	6.6%	2.0%	11.0%	13.6%	15.1%
세전이익	28.6	79.9	49.4	144.3	162.0	465.7%	12.3%	259.5	479.2	386.5
세전이익률	9.0%	26.3%	14.4%	34.2%	34.1%	25.1%	-0.1%	20.5%	27.8%	22.1%
지배순이익	24.1	66.6	40.5	114.0	122.8	408.8%	7.7%	198.8	370.9	293.0
지배주주순이익률	7.6%	21.9%	11.8%	27.0%	25.8%	18.2%	-1.2%	15.7%	21.5%	16.7%
사업부별 매출액										
암모니아	109	100	119	176	197	80.5%	12.1%	426	671	597
염소(ECH,가성소다)	111	107	125	140	156	40.4%	11.7%	448	593	590
셀룰로스/메셀로스	88	88	91	96	113	28.6%	17.7%	349	421	526
기타	9	9	10	11	10	9.0%	-10.3%	41	38	40
사업부별 매출 비중										
암모니아	34.4%	32.8%	34.5%	41.6%	41.4%	7.0%	-0.2%	33.7%	38.9%	34.1%
염소(ECH,가성소다)	35.1%	35.3%	36.2%	33.1%	32.8%	-2.3%	-0.3%	35.5%	34.4%	33.6%
셀룰로스/메셀로스	27.7%	29.0%	26.5%	22.7%	23.7%	-4.0%	1.0%	27.6%	24.4%	30.0%
기타	2.8%	2.9%	2.8%	2.5%	2.0%	-0.8%	-0.5%	3.2%	2.2%	2.3%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,557.0	1,609.4	1,722.7	1,752.7	10.6%	8.9%
영업이익	203.6	241.8	235.1	264.9	15.5%	9.5%
영업이익률	13.1%	15.0%	13.6%	15.1%	0.5%	0.1%
세전이익	302.4	290.9	465.2	383.8	53.8%	31.9%
세전이익률	19.4%	18.1%	27.0%	21.9%	7.6%	3.8%
지배순이익	232.2	220.5	360.3	253.1	55.2%	14.8%
지배주주순이익률	14.9%	13.7%	20.9%	14.4%	6.0%	0.7%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	13.5%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	9.6%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.5
Target P/B	1.46
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	82,912
적정주가 (단위: 원)	120,777
Target Price (단위: 원)	120,000
현재주가(2021-10-07) (단위: 원)	86,600
상승여력	37.9%

자료 SK 증권 추정

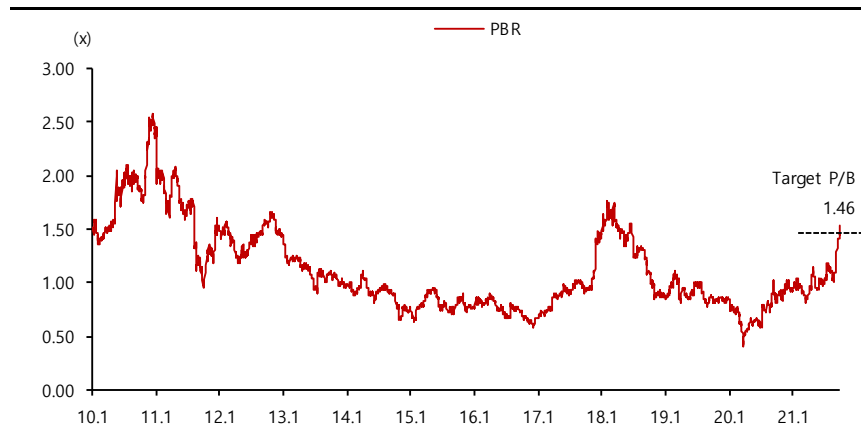
주 Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

Target ROE

	2020	3Q22E	3Q23E	3Q24E
ROE(지배주주지분)	12.7%	14.7%	12.7%	11.9%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	13.5%			

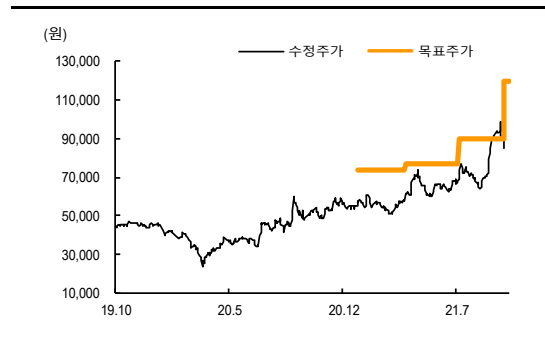
자료 SK 증권 추정

Historical PBR



자료 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.08	매수	120,000원	6개월		
2021.07.13	매수	90,000원	6개월	-15.21%	9.44%
2021.04.05	매수	77,000원	6개월	-15.55%	-4.55%
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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 10 월 8 일 기준)

매수	87.8%	중립	12.2%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	861	517	730	903	1,076
현금및현금성자산	11	9	3	165	356
매출채권및기타채권	214	195	309	314	305
재고자산	178	152	242	246	239
비유동자산	932	1,358	1,625	1,667	1,676
장기금융자산	10	361	369	369	369
유형자산	671	757	815	787	741
무형자산	24	23	19	16	12
자산총계	1,793	1,875	2,355	2,569	2,751
유동부채	283	170	263	267	259
단기금융부채	86	14	16	16	16
매입채무 및 기타채무	120	115	183	186	180
단기충당부채	28	0	0	0	0
비유동부채	17	55	120	126	126
장기금융부채	3	28	62	67	67
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	7	11	12	12
부채총계	300	225	382	393	385
지배주주지분	1,493	1,650	1,973	2,176	2,366
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	1,541	1,743	1,932
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,493	1,650	1,973	2,176	2,366
부채외자본총계	1,793	1,875	2,355	2,569	2,751

현금흐름표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	185	221	149	356	363
당기순이익(손실)	168	199	360	253	245
비현금성항목등	125	57	4	192	185
유형자산감가상각비	90	104	123	178	166
무형자산감가상각비	3	3	2	2	2
기타	12	-30	-69	-18	-18
운전자본감소(증가)	-33	18	-149	-8	11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	21	-117	-5	10
재고자산감소(증가)	-8	25	-89	-4	8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-16	60	3	-6
기타	-22	-12	-4	-2	-1
법인세납부	-75	-53	-67	-81	-78
투자활동현금흐름	-131	-100	-153	-147	-115
금융자산감소(증가)	-135	2	-7	0	0
유형자산감소(증가)	-71	-177	-176	-150	-120
무형자산감소(증가)	2	0	2	2	2
기타	74	74	28	2	3
재무활동현금흐름	-51	-122	-3	-47	-57
단기금융부채증가(감소)	1	10	10	0	0
장기금융부채증가(감소)	-7	-97	26	5	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	-38	-51	-56
기타	-2	9	-1	-1	-1
현금의 증가(감소)	4	-1	-6	162	191
기초현금	7	11	9	3	165
기말현금	11	9	3	165	356
FCF	125	29	4	224	260

자료 : 롯데정밀화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,311	1,264	1,723	1,753	1,699
매출원가	1,028	1,030	1,370	1,363	1,315
매출총이익	283	234	353	390	384
매출총이익률 (%)	21.6	18.5	20.5	22.3	22.6
판매비와관리비	94	95	118	125	121
영업이익	190	139	235	265	263
영업이익률 (%)	14.5	11.0	13.7	15.1	15.5
비영업손익	35	120	230	69	60
순금융비용	-5	-5	-1	-1	-2
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	31	76	157	50	40
세전계속사업이익	225	260	465	334	323
세전계속사업이익률 (%)	17.2	20.5	27.0	19.1	19.0
계속사업법인세	57	61	105	81	78
계속사업이익	168	199	360	253	245
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	168	199	360	253	245
순이익률 (%)	12.8	15.7	20.9	14.4	14.4
지배주주	168	199	360	253	245
지배주주귀속 순이익률(%)	12.84	15.73	20.91	14.44	14.43
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	159	200	361	254	246
지배주주	159	200	361	254	246
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	282	246	360	445	431

주요투자지표

월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-4.4	-3.6	36.3	1.7	-3.1
영업이익	-10.0	-26.6	68.9	12.7	-0.7
세전계속사업이익	-18.3	15.4	79.3	-28.2	-3.1
EBITDA	-3.4	-12.8	46.7	23.5	-3.3
EPS(계속사업)	-21.7	18.1	81.2	-29.8	-3.1
수익성 (%)					
ROE	11.7	12.7	19.9	12.2	10.8
ROA	9.6	10.8	17.0	10.3	9.2
EBITDA마진	21.5	19.5	20.9	25.4	25.3
안정성 (%)					
유동비율	304.6	304.5	278.0	338.0	414.8
부채비율	20.1	13.6	19.4	18.1	16.3
순차입금/자기자본	-24.8	-7.1	-4.3	-11.1	-18.3
EBITDA/이자비용(배)	134.0	248.9	680.9	449.8	408.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,526	7,705	13,965	9,808	9,501
BPS	57,873	63,942	76,469	84,345	91,716
CFPS	10,101	11,836	18,825	16,794	15,996
주당 현금배당금	1,700	1,500	2,000	2,200	2,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.3	7.7	7.1	10.0	10.4
PER(최저)	6.0	3.1	3.7	5.2	5.4
PBR(최고)	0.9	0.9	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.7	0.4	0.7	0.6	0.6
PCR	4.5	4.7	4.5	5.0	5.3
EV/EBITDA(최고)	3.7	5.8	6.8	5.2	4.9
EV/EBITDA(최저)	2.3	2.0	3.4	2.4	2.0