SK COMPANY Analysis

SK securities

롯데정밀화학 (004000/KS | 매수(유지) | T.P 97,000 원(하향))

셀룰로스에 바톤 터치

4Q 영업이익은 835 억원이 예상돼 컨센서스와 유사한 실적을 기대. 케미칼 ECH, 가성소다의 강세가 4 분기에도 지속. 최근 가격 안정화가 부담이나 셀룰로스의 비중 확대가 기회 요인. 올해에도 식의약용 증설 2 천톤을 앞 둠. 향후 헤셀로스 1 만톤을 위탁 생산으로 추가 확보할 예정. 동사의 셀룰로스 스페셜티 제품의 비중은 더욱 커질 전망. PBR-ROE 적용 Target PBR 1.07 배를 부여해 목표주가 97,000 원, 투자의견 매수를 제시함

케미칼로 달려온 실적

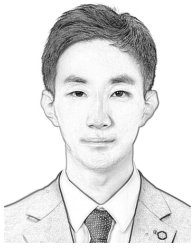
4 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 5,535 억원, 835 억원이 예상돼 1/12 일 기준 컨센서스(5,276 억원 / 826 억원)와 유사한 실적을 예상한다. 4 분기 역시 케미칼의 강세가 예상된다. ECH 가격은 3Q 평균 $2,354/t 에서 4Q 평균 $2,875/t 까지 추가 상승했다. 가성소다도 국제가격 기준 $372/t → $ 613/t 까지 상승했다. 내수가격 전가와 함께 케미칼 강세가 기대된다. 다만, 최근 재차 가격이 하락 중이다. ECH 는 $2,430/t, 가성소다는 $485/t 까지 하락했다. 공급 완화에 따른 케미칼 조정이 단기 부담일 전망이다.

셀룰로스에 바톤 터치

케미칼의 안정화에도 동사의 성장동력은 셀룰로스로 풀이될 것으로 기대한다. 셀룰로스는 증설이 지속적으로 진행 중이다. 메셀로스(+13.8 천톤), 에니코트(+1.9 천톤)가 작년 완공된 후 물량 확대로 이어지고 있으며, 올해 식의약용으로 약 2 천톤 증설을 앞두고 있다. 또한, 롯데케미칼과 위탁 생산 계약을 체결해 헤셀로스 CAPA 연 1 만톤('23 년 4 분기 준공)을 추가로 확보할 예정이다. 동사의 매출/이익에서 비중 확대가 기대된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 120,000 → 97,000 원 하향

케미칼의 안정화가 부담이나, 셀룰로스의 지속적인 투자가 동사의 성장동력일 전망이다. Valuation 은 케미칼 가격 하락 전환 및 실적 추정치 하향을 반영해 PBR-ROE 기준 Target PBR 을 1.07 배(이전 1.46 배)로 하향해 목표주가를 12 만원에서 9.7 만원으로 하향 제시한다.

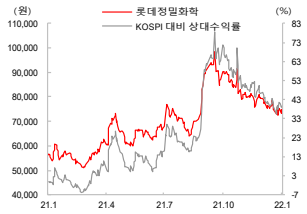


Analyst
박한샘
sam4.park@sks.co.kr
02-3773-8477

Company Data	
자본금	129 십억원
발행주식수	2,580 만주
자사주	33 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,930 십억원
주요주주	
롯데케미칼(외1)	31.13%
국민연금공단	13.13%
외국인지분률	22.20%
배당수익률	2.00%

Stock Data	
주가(22/01/13)	74,300 원
KOSPI	2962.09 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	98,500 원
52주 최저가	51,100 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-4.7%
6개월	10.2%	20.3%
12개월	32.6%	39.5%

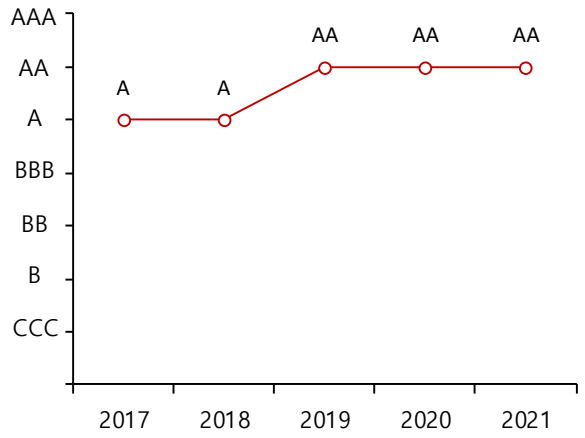
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	1,372	1,311	1,264	1,811	1,732	1,631
yoy	%	18.3	-4.4	-3.6	43.3	-4.4	-5.8
영업이익	십억원	211	190	139	243	246	238
yoy	%	89.6	-10.0	-26.6	74.6	1.0	-3.2
EBITDA	십억원	292	282	246	367	424	410
세전이익	십억원	275	225	260	684	350	301
순이익(지배주주)	십억원	215	168	199	531	249	228
영업이익률%	%	15.4	14.5	11.0	13.4	14.2	14.6
EBITDA%	%	21.3	21.5	19.5	20.3	24.5	25.1
순이익률	%	15.7	12.8	15.7	29.3	14.4	14.0
EPS(계속사업)	원	8,330	6,526	7,705	20,571	9,668	8,853
PER	배	4.9	6.9	7.2	3.7	7.7	8.5
PBR	배	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	2.8	2.8	5.3	5.0	4.0	3.8
ROE	%	16.7	11.7	12.7	28.0	11.2	9.5
순차입금	십억원	-236	-370	-118	-112	-234	-390
부채비율	%	23.4	20.1	13.6	21.0	17.8	15.7

Analyst **박한샘** sam4.park@sks.co.kr / 02-3773-8477

ESG 하이라이트

롯데정밀화학의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
롯데정밀화학 종합 등급	**AA**	**C+**	**62.4**
환경(Environment)	39.0	C+	55.8
사회(Social)	65.1	C+	77.2
지배구조(Governance)	62.0	C+	62.5
<비교업체 종합 등급>			
롯데케미칼	A	C+	32.2
대한유화	A	N.A	31.4
금호석유	BBB	C-	34.7
SKC	AA	C-	39.7

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 롯데정밀화학 ESG 평가

동사는 환경 측면에서 유기물 소각로 신설, 폐열 회수 열교환기 신설 등을 통해 개선 활동을 지속. 또한 폐기물에 대한 재활용 비율을 지속적으로 확대 중에 있음. `18 년 71%, `19 년 84% `20 년에는 90%까지 도달했음

친환경 투자에 속하는 그린소재에 대한 시장 점유율도 `18 년 9.3%에서 `20 년 10.1%로 확대되었음. 친환경 소재에 대한 투자와 함께 M/S 확대 및 실적 기여가 동시에 가능하다는 점에서 긍정적

자료: SK 증권

롯데정밀화학의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N.A	N.A	N.A	N.A

자료: KRX, SK 증권

롯데정밀화학의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.07.06	환경 (Environment)	친환경 그린소재(식물성 펄프를 원료로 사용)에 대한 투자 확대
2017.11.16	지배구조 (Governance)	롯데정밀화학 "SMP 회생절차 폐지...파산절차 진행"
2016.06.13	지배구조 (Governance)	위기의 롯데, 연고점 대비 그룹株 평균 26% 추락
2015.11.02	지배구조 (Governance)	삼성-롯데, 패키지 딜의 함정
2015.09.15	사회 (Social)	공정위, 가성소다 가격담합 의혹 조사

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 케미칼 가격의 가파른 안정

염소 계통의 제품가격이 큰 상승을 보인 이후 재차 빠르게 안정화 중이다. ECH 가격은 4 분기 평균 $2,874/t 을 기록해 QoQ +22% 상승했다. 다만, 가격은 안정화 추세에 접어들었다. $3,000/t 이상을 찍고 내려와 $2,400/t 대를 기록 중이다. 가성소다의 경우도 12 월 초 $600/t 이상에서 최근 $485/t 까지 안정화 됐다. 절대적인 가격 레벨 자체는 높으나 강세 흐름은 다소 완화되었다.

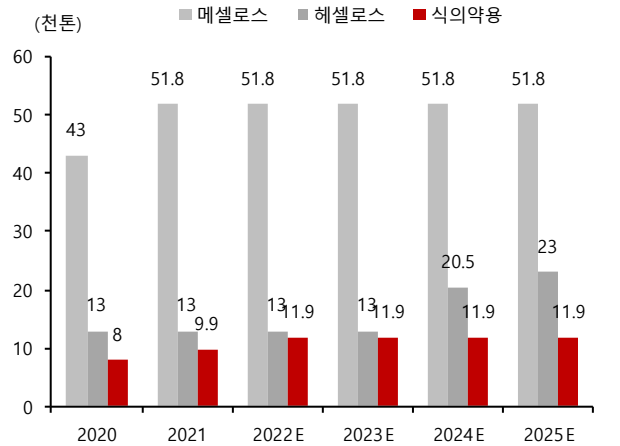
(2) 셀룰로스의 증설

셀룰로스는 증설이 지속적으로 진행 중이다. 메셀로스(+13.8 천톤), 애니코트(+1.9 천톤)가 작년 완공된 후 물량 확대로 이어지고 있으며, 올해에도 식의약용 생산라인의 약 2 천톤 증설을 앞두고 있다. 앞으로도 셀룰로스의 생산능력 확대는 지속될 전망인데, 동사는 롯데케미칼과 위탁 생산 계약을 체결해 헤셀로스 CAPA 연 1 만톤('23 년 4 분기 준공)을 추가로 확보할 예정이다. 이익 증대가 투자로 이어지고 있다.

(3) 셀룰로스로 넘어가는 체질

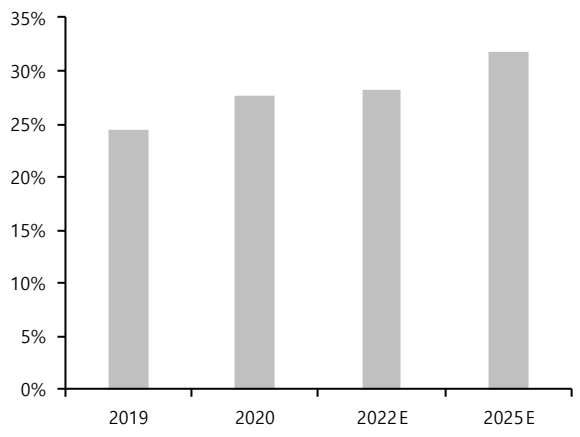
셀룰로스 증설에 따라 동사의 매출 및 이익 체질도 변화 중이다. 전체 매출을 '19~'21 근 3 년 매출로 산정 후 CAPA 증대('19~'20 가격으로 FIX/보수적)에 따른 셀룰로스 매출 비중 확인 시 추세적으로 확대될 것으로 기대된다. '19 년 24% 남짓이었던 셀룰로스 매출 비중은 '25 년에 30% 초중반까지 확대될 전망이다. 여기에 셀룰로스 자체의 가격 상승 및 높은 수익성을 감안하면 이익에 대한 기여도는 더욱 커질 전망이다.

셀룰로스 생산능력



자료 : 롯데정밀화학, SK 증권
주: 노후화설비 차감 메셀로스 CAPA 에 반영

셀룰로스 매출 비중 확대 예상



자료 : 롯데정밀화학, SK 증권
주: 가격 반영 없이 단순 CAPA 중심. 22E/25E 전체 매출은 최근 3 년 평균

Analyst **박한샘** sam4.park@sks.co.kr / 02-3773-8477

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망 (단위 : 십억원 %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	303.7	343.9	421.7	492.1	553.5	82.2%	12.5%	1,263.6	1,811.2	1,731.5
영업이익	28.5	35.5	53.9	70.2	83.5	193.3%	19.0%	139.2	243.1	245.6
영업이익률	9.4%	10.3%	12.8%	14.3%	15.1%	5.7%	0.8%	11.0%	13.4%	14.2%
세전이익	79.9	49.4	144.3	264.7	225.9	182.6%	-14.7%	259.5	684.3	350.2
세전이익률	26.3%	14.4%	34.2%	53.8%	40.8%	14.5%	-13.0%	20.5%	37.8%	20.2%
지배순이익	66.6	40.5	114.0	205.0	171.2	157.1%	-16.5%	198.8	530.7	249.4
지배주주순이익률	21.9%	11.8%	27.0%	41.7%	30.9%	9.0%	-10.7%	15.7%	29.3%	14.4%
사업부별 매출액										
암모니아	100	119	176	222	228	129.3%	2.7%	426	745	606
염소(ECH,가성소다)	107	125	140	157	198	84.6%	26.1%	448	619	565
셀룰로스/메셀로스	88	91	96	102	119	35.6%	17.5%	349	408	521
기타	9	10	11	10	8	-11.4%	-17.8%	41	38	40
사업부별 매출 비중										
암모니아	32.8%	34.5%	41.6%	45.2%	41.3%	8.5%	-3.9%	33.7%	41.1%	35.0%
염소(ECH,가성소다)	35.3%	36.2%	33.1%	31.9%	35.7%	0.5%	3.9%	35.5%	34.2%	32.6%
셀룰로스/메셀로스	29.0%	26.5%	22.7%	20.7%	21.6%	-7.4%	0.9%	27.6%	22.5%	30.1%
기타	2.9%	2.8%	2.5%	1.9%	1.4%	-1.5%	-0.5%	3.2%	2.1%	2.3%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권 추정

추정치 변경 (단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,722.7	1,752.7	1,811.2	1,731.5	5.1%	-1.2%
영업이익	235.1	264.9	243.1	245.6	3.4%	-7.3%
영업이익률	13.6%	15.1%	13.4%	14.2%	-0.2%	-0.9%
세전이익	465.2	383.8	684.3	350.2	47.1%	-8.8%
세전이익률	27.0%	21.9%	37.8%	20.2%	10.8%	-1.7%
지배순이익	360.3	253.1	530.7	249.4	47.3%	-1.4%
지배주주순이익률	20.9%	14.4%	29.3%	14.4%	8.4%	0.0%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.2%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	9.6%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.5
Target P/B	1.07
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	90,322
적정주가 (단위: 원)	96,968
Target Price (단위: 원)	**97,000**
현재주가(2022-01-13) (단위: 원)	74,300
상승여력	30.6%

자료: SK 증권 추정

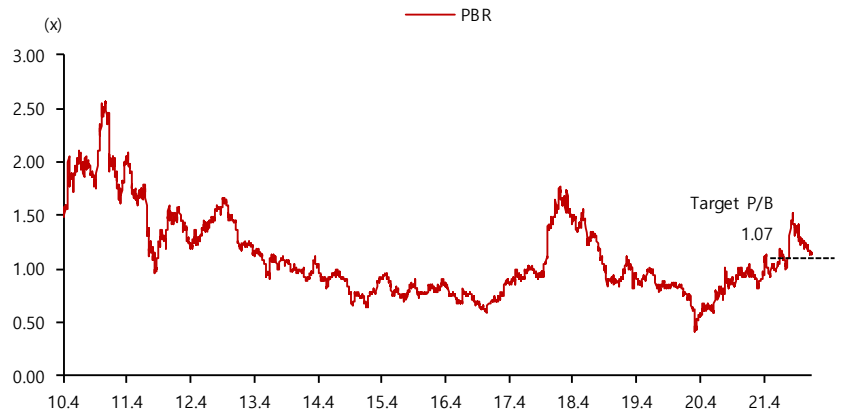
주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	12.7%	11.2%	9.4%	9.2%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	10.2%			

자료: SK 증권 추정

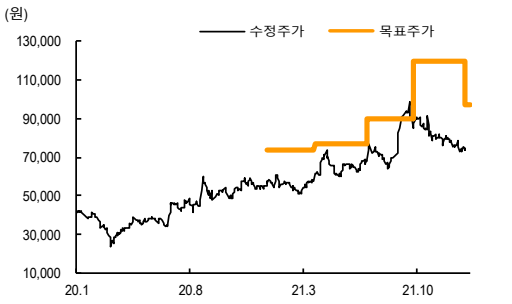
Historical PBR



자료: SK 증권 추정

Analyst 박한샘 sam4.park@sks.co.kr / 02-3773-8477

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.01.13	매수	97,000원	6개월		
2021.10.08	매수	120,000원	6개월	-32.67%	-23.83%
2021.07.13	매수	90,000원	6개월	-15.01%	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 (2022 년 1 월 13 일 기준)

매수	91.41%	중립	8.59%	매도	0%

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	861	517	802	871	988
현금및현금성자산	11	9	170	267	418
매출채권및기타채권	214	195	323	309	291
재고자산	178	152	278	266	250
비유동자산	932	1,358	1,792	1,874	1,909
장기금융자산	10	361	544	544	544
유형자산	671	757	793	767	745
무형자산	24	23	20	17	13
자산총계	1,793	1,875	2,593	2,745	2,897
유동부채	283	170	286	284	273
단기금융부채	86	14	3	13	18
매입채무 및 기타채무	120	115	210	201	189
단기충당부채	28	0	0	0	0
비유동부채	17	55	164	131	120
장기금융부채	3	28	67	32	22
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	7	12	14	13
부채총계	300	225	450	414	393
지배주주지분	1,493	1,650	2,143	2,330	2,504
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	1,712	1,897	2,070
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,493	1,650	2,143	2,330	2,504
부채와자본총계	1,793	1,875	2,593	2,745	2,897

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,311	1,264	1,811	1,732	1,631
매출원가	1,028	1,030	1,453	1,362	1,277
매출총이익	283	234	358	369	354
매출총이익률 (%)	21.6	18.5	19.8	21.3	21.7
판매비와관리비	94	95	115	124	117
영업이익	190	139	243	246	238
영업이익률 (%)	14.5	11.0	13.4	14.2	14.6
비영업손익	35	120	441	105	64
순금융비용	-5	-5	-1	0	-1
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	31	76	237	102	50
세전계속사업이익	225	260	684	350	301
세전계속사업이익률 (%)	17.2	20.5	37.8	20.2	18.5
계속사업법인세	57	61	154	101	73
계속사업이익	168	199	531	249	228
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	168	199	531	249	228
순이익률 (%)	12.8	15.7	29.3	14.4	14.0
지배주주	168	199	531	249	228
지배주주귀속 순이익률(%)	12.84	15.73	29.3	14.41	14
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	159	200	532	251	230
지배주주	159	200	532	251	230
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	282	246	367	424	410

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	185	221	205	334	357
당기순이익(손실)	168	199	531	249	228
비현금성항목등	125	57	-161	174	181
유형자산감가상각비	90	104	121	176	170
무형자산상각비	3	3	3	2	2
기타	12	-30	-199	-2	-12
운전자본감소(증가)	-33	18	-91	11	20
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	21	-63	14	18
재고자산감소(증가)	-8	25	-123	12	15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-16	92	-9	-12
기타	-22	-12	4	-6	-1
법인세납부	-75	-53	-74	-101	-73
투자활동현금흐름	-131	-100	26	-147	-145
금융자산감소(증가)	-135	2	144	0	0
유형자산감소(증가)	-71	-177	-147	-150	-148
무형자산감소(증가)	2	0	1	1	1
기타	74	74	27	1	2
재무활동현금흐름	-51	-122	-70	-89	-62
단기금융부채증가(감소)	1	10	-14	10	5
장기금융부채증가(감소)	-7	-97	-17	-35	-10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	-38	-64	-56
기타	-2	9	0	-1	-1
현금의 증가(감소)	4	-1	161	97	151
기초현금	7	11	9	170	267
기말현금	11	9	170	267	418
FCF	125	29	18	226	226

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-4.4	-3.6	43.3	-4.4	-5.8
영업이익	-10.0	-26.6	74.6	1.0	-3.2
세전계속사업이익	-18.3	15.4	163.7	-48.8	-14.0
EBITDA	-3.4	-12.8	49.3	15.5	-3.3
EPS(계속사업)	-21.7	18.1	167.0	-53.0	-8.4
수익성 (%)					
ROE	11.7	12.7	28.0	11.2	9.5
ROA	9.6	10.8	23.8	9.4	8.1
EBITDA마진	21.5	19.5	20.3	24.5	25.1
안정성 (%)					
유동비율	304.6	304.5	280.2	307.1	361.8
부채비율	20.1	13.6	21.0	17.8	15.7
순차입금/자기자본	-24.8	-7.1	-5.2	-10.1	-15.6
EBITDA/이자비용(배)	134.0	248.9	756.3	523.1	788.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,526	7,705	20,571	9,668	8,853
BPS	57,873	63,942	83,077	90,322	97,048
CFPS	10,101	11,836	25,371	16,567	15,513
주당 현금배당금	1,700	1,500	2,500	2,200	2,200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.3	7.7	4.8	7.8	8.5
PER(최저)	6.0	3.1	2.5	7.5	8.2
PBR(최고)	0.9	0.9	1.2	0.8	0.8
PBR(최저)	0.7	0.4	0.6	0.8	0.8
PCR	4.5	4.7	3.0	4.5	4.8
EV/EBITDA(최고)	3.7	5.8	6.6	4.1	3.8
EV/EBITDA(최저)	2.3	2.0	3.3	3.9	3.6

자료 : 롯데정밀화학, SK증권 추정