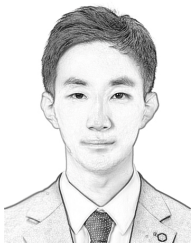


SK COMPANY Analysis



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	2,069 십억원
주요주주	
롯데케미칼(외1)	31.13%
국민연금공단	13.13%
외국인지분률	20.60%
배당수익률	2.90%

Stock Data

주가(22/03/25)	80,200 원
KOSPI	2729.98 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	98,500 원
52주 최저가	56,500 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.3%	-0.7%
6개월	-13.8%	-1.3%
12개월	40.7%	55.0%

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

멈춘 가격 하락, 본업 성장에 눈길

1Q 영업이익은 909 억원이 예상돼 컨센서스를 소폭 상회한 실적을 기대. 케미칼 제품의 가격 반등이 긍정적. 중국 ECH 의 가동률 조정과 견조한 수요 환경이 우호적으로 작용. 이번 분기 솔루스첨단소재의 가치 하락에 평가손실 예상되나 일시적. 투자 성과는 여전히 긍정적. 현 시점 케미칼 지지와 셀룰로스 확대에 본업 자체의 성장 주목 필요. PBR-ROE 적용 Target PBR 1.06 배를 부여해 목표주가 97,000 원, 투자 의견 매수를 제시함

케미칼의 반등과 우호적 환경

1 분기 매출액과 영업이익 추정치는 각각 6,193 억원, 909 억원이 예상돼 3/25 기준 컨센서스(5,671 억원 / 844 억원)을 상회한 실적을 예상한다. 올해 1 월초까지 이어졌던 케미칼 약세 흐름이 축소되고 가격이 반등하는 양상을 띄고 있다. ECH 의 경우 1 월초 \$2,460/t 부근에서 현재 \$3,000/t 이상으로 상승했다. 중국 ECH 가동률 조정 효과 및タイト한 페인트 시장 환경이 우호적이다. 가성소다는 알루미늄 강세 환경이 긍정적이다. 3 월에 진입하며 국제 가격은 \$600/t 이상을 기록해 4 분기 평균을 넘어섰다.

세전의 스윙 보단 본업의 성장에 주목

이번 분기에는 솔루스첨단소재의 추가 하락에 따라 투자자산 평가손실이 예상된다. 12 월 말 약 2.8 조에 가깝던 시총은 2 조원까지 위축됐다. 다만, 현재 가치는 '20/9(공시) 보다 50% 이상 높다. 앞으로도 평가손익의 등락으로 세전의 변동성은 확대 가능하나 현재 주목할 것은 본업 자체의 강세로 판단한다. 케미칼의 견조한 환경에 더해 셀룰로스의 양적 성장+물류비 완화의 흐름이 동사의 성장을 입증할 것으로 기대한다.

투자 의견 매수 유지, 목표주가 97,000 원 유지

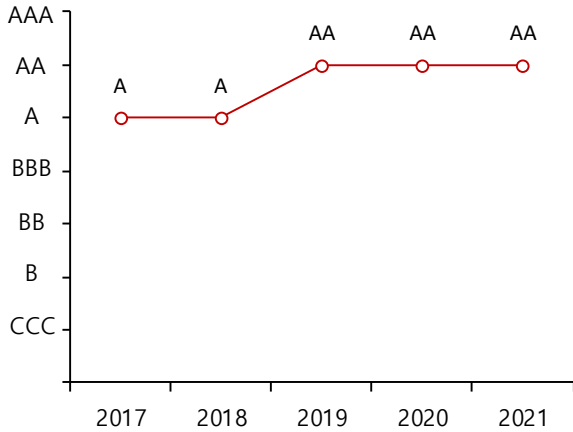
케미칼의 지지 속 셀룰로스의 성장이 긍정적이다. 셀룰로스의 확대로 이익의 기초체력은 향상될 전망이다. 투자 의견은 매수를 유지한다. Valuation 은 PBR-ROE 기준 Target PBR 을 1.06 배를 적용해 목표주가를 9.7 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	1,311	1,264	1,780	2,230	1,887	1,835
yoy	%	-4.4	-3.6	40.9	25.3	-15.4	-2.8
영업이익	십억원	190	139	245	291	241	262
yoy	%	-10.0	-26.6	75.6	19.0	-17.2	8.9
EBITDA	십억원	282	246	365	456	403	421
세전이익	십억원	225	260	747	341	326	324
순이익(지배주주)	십억원	168	199	585	242	247	246
영업이익률%	%	14.5	11.0	13.7	13.1	12.8	14.3
EBITDA%	%	21.5	19.5	20.5	20.5	21.4	23.0
순이익률	%	12.8	15.7	32.9	10.9	13.1	13.4
EPS(계속사업)	원	6,526	7,705	22,692	9,386	9,575	9,528
PER	배	6.9	7.2	3.3	8.5	8.4	8.4
PBR	배	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	2.8	5.3	4.8	4.0	4.1	3.5
ROE	%	11.7	12.7	30.4	10.6	10.0	9.2
순차입금	십억원	-370	-118	-183	-266	-434	-584
부채비율	%	20.1	13.6	23.9	29.6	23.7	21.4

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	NA	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 통합 인허가를 추진. 지난 '20년부터 총 9.5 억원을 투자해 환경오염물질 관리에 투자 중. '22년 인허가 완료 예정.

'21년에는 대기/수질 등의 환경 투자 비용이 소폭 위축되었으나 '19년 대비 4배 높으며 '22년에는 폐수 재이용 관련 투자를 진행할 예정임. 추세적인 환경 관련 투자가 지속되는 점은 긍정적. 또한, 동사의 주된 사업부인 암모니아, 셀룰로스는 수소 운송에 활용 가능성이 높다는 점, 그린소재 확장을 제시한다는 점에서 환경 측면의 경쟁력을 제고할 전망

자료: SK 증권

롯데정밀화학의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

롯데정밀화학의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.03.07	사회 (Social)	화물창업아카데미에서 불량 요소수 피해 방지 교육을 실시
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
2015.09.15	사회 (Social)	공정위 가성소다 가격담합 의혹 조사

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) ECH 반등과 가성소다 지지

올해 1 월초까지 이어졌던 케미칼 약세 흐름이 축소되고 가격이 지지 되거나 반등하는 양상을 띄고 있다. ECH의 경우 1 월초 \$2,460/t 부근에서 현재 \$3,000/t 이상으로 상승했다. 글리세린 등 원료 가격의 상승 + 중국의 올림픽/물류 압박에 따른 가동률 조정이 있었다. 2 월 중국 ECH 업체들의 평균 가동률은 70%대로 파악된다. 단기적인 가동률 효과 및 타이트한 페인트 시장 환경이 현재 우호적이다. 다만, Epoxy 가격이 안정화된다는 점에서 강한 반등보다는 원재료 가격 상승에 따른 가격 지지를 기대한다. 가성소다는 알루미늄 강세 환경이 긍정적이다.

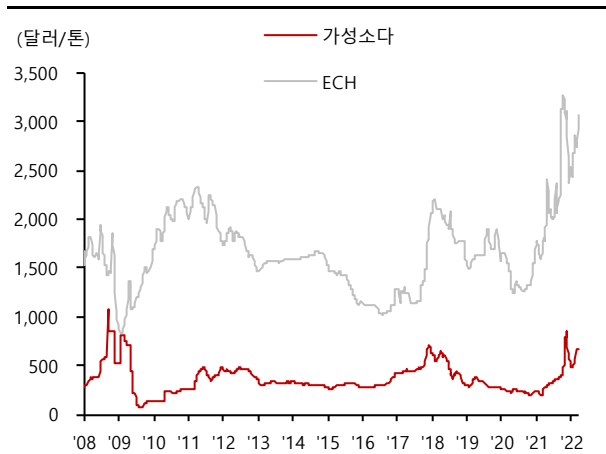
(2) 셀룰로스 물량은 ↑, 물류비는 ↓

동사의 지속적인 투자 확대가 진행 중인 부분은 셀룰로스 사업부로 지난 해 매출 YoY 약 +15%를 기록하며 성장세를 유지하고 있다. 또한 지난 해 분기 매출액 1 조원을 넘어섰다. 작년에 이어 올해에도 판매량 확대가 계속되며, 하반기에는 식의약용 증설(1H22 +2 천톤)을 통해 현 흐름을 이어나갈 전망이다. 또한, 향후 컨테이너 운임료의 조정은 수출 중심의 셀룰로스 이익을 개선시키는 효과를 낼 것으로 판단한다.

(3) 솔루스첨단소재의 등락

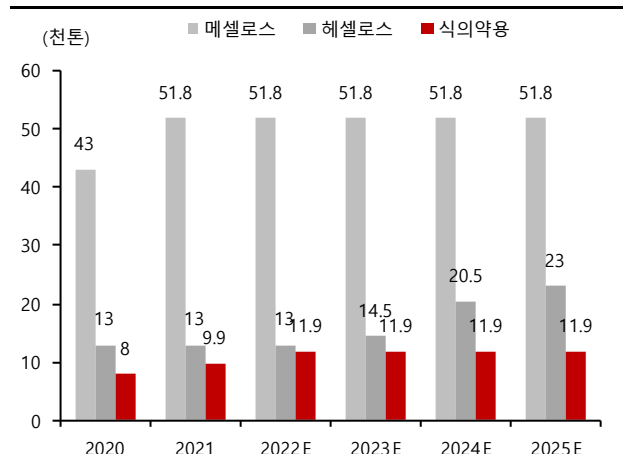
이번 분기에는 솔루스첨단소재의 주가 하락에 따라 투자자산 평가손실이 예상된다. 12 월 말 약 2.8 조에 가깝던 시총은 2 조원까지 위축됐다. 다만, 현 가치는 '20/9(공시)보다 50% 이상 높다. 세전의 단기 움직임보다 본업의 성장에 눈길을 돌려야 할 시기다.

주요 케미칼 가격 추이



자료 : Cischem, SK 증권

셀룰로스 증설 추이



자료 : 롯데정밀화학, SK 증권. 헤셀로스는 상업가동 추세 반영

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	YoY	QoQ	2021	2022E	2023E
매출액	343.9	421.7	492.1	522.6	619.3	80.1%	18.5%	1,780.3	2,230.1	1,887.2
영업이익	35.5	53.9	70.2	84.9	90.9	155.9%	7.0%	244.5	290.9	240.8
영업이익률	10.3%	12.8%	14.3%	16.3%	14.7%	4.3%	-1.6%	13.7%	13.0%	12.8%
세전이익	49.4	144.3	264.7	288.4	23.0	-53.4%	-92.0%	746.9	340.6	325.9
세전이익률	14.4%	34.2%	53.8%	55.2%	3.7%	-10.6%	-51.5%	42.0%	15.3%	17.3%
지배주주순이익	40.5	114.0	205.0	225.9	17.5	-56.9%	-92.3%	585.5	242.2	247.0
지배주주순이익률	11.8%	27.0%	41.7%	43.2%	2.8%	-9.0%	-40.4%	32.9%	10.9%	13.1%
사업부별 매출액										
암모니아	119	176	223	252	297	150.8%	18.1%	768	970	678
염소(ECH,가성소다)	125	140	157	189	196	57.2%	3.4%	610	701	578
셀룰로스/메셀로스	91	96	102	111	118	29.6%	6.0%	400	519	593
기타	10	11	11	10	8	-14.8%	-17.4%	42	40	38
사업부별 매출 비중										
암모니아	34.5%	41.6%	45.2%	44.7%	48.0%	13.5%	3.3%	43.1%	43.5%	35.9%
염소(ECH,가성소다)	36.2%	33.1%	31.9%	33.7%	31.6%	-4.6%	-2.1%	34.3%	31.4%	30.6%
셀룰로스/메셀로스	26.5%	22.7%	20.7%	19.8%	19.1%	-7.4%	-0.7%	22.5%	23.3%	31.4%
기타	2.8%	2.5%	2.3%	1.8%	1.3%	-1.5%	-0.4%	2.3%	1.8%	2.0%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.1%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	9.6%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.5
Target P/B	1.06
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	92,309
적정주가 (단위: 원)	97,522
Target Price (단위: 원)	97,000
현재주가(2022-03-25) (단위: 원)	80,200
상승여력	21%

자료 SK 증권 추정

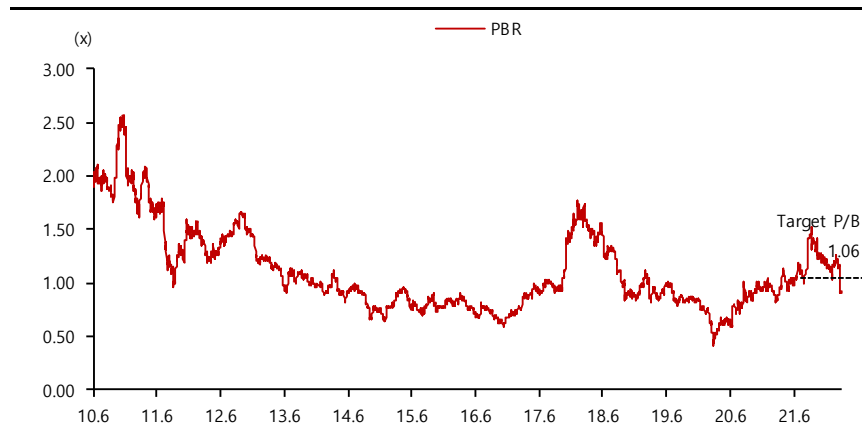
주 Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	12.7%	10.6%	10.0%	9.2%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	10.1%			

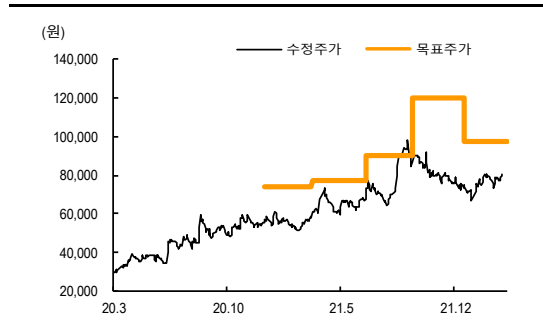
자료 SK 증권 추정

Historical PBR



자료 SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.03.26	매수	97,000원	6개월		
2022.01.13	매수	97,000원	6개월	-21.89%	-16.91%
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 기관투자자 또는 제 3자에게 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 3 월 26 일 기준)

매수	94.21%	중립	5.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	517	867	1,068	1,121	1,254
현금및현금성자산	9	229	286	449	599
매출채권및기타채권	195	309	387	327	318
재고자산	152	245	306	259	252
비유동자산	1,358	1,857	2,022	2,056	2,092
장기금융자산	361	707	707	707	707
유형자산	757	766	753	740	730
무형자산	23	20	17	13	10
자산총계	1,875	2,723	3,089	3,177	3,347
유동부채	170	309	394	342	333
단기금융부채	14	12	22	27	27
매입채무 및 기타채무	115	203	255	215	209
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	55	216	311	266	256
장기금융부채	28	105	70	60	60
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7	7	8	8	8
부채총계	225	525	705	608	589
지배주주지분	1,650	2,199	2,384	2,569	2,758
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	1,219	1,768	1,952	2,135	2,323
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,650	2,199	2,384	2,569	2,758
부채외자본총계	1,875	2,723	3,089	3,177	3,347

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	221	195	289	376	351
당기순이익(손실)	199	585	242	247	246
비현금성항목등	57	-214	214	156	175
유형자산감가상각비	104	118	163	160	158
무형자산감가상각비	3	3	2	2	1
기타	-30	-264	130	-35	-10
운전자본감소(증가)	18	-140	-70	52	8
매출채권및기타채권의 감소(증가)	21	-119	-78	59	9
재고자산감소(증가)	25	-90	-62	47	7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-16	80	51	-39	-6
기타	-12	-11	19	-15	-2
법인세납부	-53	-37	-98	-79	-78
투자활동현금흐름	-100	64	-147	-144	-142
금융자산감소(증가)	2	84	0	0	0
유형자산감소(증가)	-177	-112	-150	-148	-147
무형자산감소(증가)	0	1	1	1	1
기타	74	90	2	2	3
재무활동현금흐름	-122	-39	-84	-69	-59
단기금융부채증가(감소)	10	16	10	5	0
장기금융부채증가(감소)	-97	-16	-35	-10	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-38	-59	-64	-59
기타	9	0	-1	0	0
현금의 증가(감소)	-1	220	58	163	150
기초현금	11	9	229	286	449
기말현금	9	229	286	449	599
FCF	29	125	168	250	221

자료 : 롯데정밀화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,264	1,780	2,230	1,887	1,835
매출원가	1,030	1,431	1,780	1,512	1,442
매출총이익	234	349	450	376	393
매출총이익률 (%)	18.5	19.6	20.2	19.9	21.4
판매비와관리비	95	105	159	135	131
영업이익	139	245	291	241	262
영업이익률 (%)	11.0	13.7	13.1	12.8	14.3
비영업손익	120	502	50	85	62
순금융비용	-5	-1	-1	-2	-3
외환관련손익	0	-2	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	76	232	180	50	51
세전계속사업이익	260	747	341	326	324
세전계속사업이익률 (%)	20.5	42.0	15.3	17.3	17.7
계속사업법인세	61	161	98	79	78
계속사업이익	199	585	242	247	246
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	199	585	242	247	246
순이익률 (%)	15.7	32.9	10.9	13.1	13.4
지배주주	199	585	242	247	246
지배주주귀속 순이익률(%)	15.73	32.89	10.86	13.09	13.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	200	587	244	249	247
지배주주	200	587	244	249	247
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	246	365	456	403	421

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-3.6	40.9	25.3	-15.4	-2.8
영업이익	-26.6	75.6	19.0	-17.2	8.9
세전계속사업이익	15.4	187.8	-54.4	-4.3	-0.5
EBITDA	-12.8	48.6	24.9	-11.8	4.6
EPS(계속사업)	18.1	194.5	-58.6	2.0	-0.5
수익성 (%)					
ROE	12.7	30.4	10.6	10.0	9.2
ROA	10.8	25.5	8.3	7.9	7.5
EBITDA마진	19.5	20.5	20.5	21.4	23.0
안정성 (%)					
유동비율	304.5	280.5	271.0	328.0	376.6
부채비율	13.6	23.9	29.6	23.7	21.4
순차입금/자기자본	-7.1	-8.3	-11.2	-16.9	-21.2
EBITDA/이자비용(배)	248.9	1,016.7	860.6	964.5	1,066.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,705	22,692	9,386	9,575	9,528
BPS	63,942	85,218	92,399	99,571	106,893
CFPS	11,836	27,376	15,802	15,855	15,689
주당 현금배당금	1,500	2,300	2,500	2,300	2,300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.7	4.3	8.6	8.4	8.5
PER(최저)	3.1	2.3	7.1	7.0	7.0
PBR(최고)	0.9	1.2	0.9	0.8	0.8
PBR(최저)	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6
PCR	4.7	2.7	5.1	5.1	5.1
EV/EBITDA(최고)	5.8	6.5	4.0	4.1	3.6
EV/EBITDA(최저)	2.0	3.1	3.2	3.2	2.7