

SK COMPANY Analysis



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	2,134 십억원
주요주주	
롯데케미칼(외1)	31.13%
국민연금공단	13.13%
외국인지분율	20.10%
배당수익률	2.80%

Stock Data

주가(22/04/27)	82,700 원
KOSPI	2639.06 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	98,500 원
52주 최저가	59,800 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.1%	6.7%
6개월	-2.3%	12.1%
12개월	12.5%	37.1%

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

실적으로 보이는 펀더멘털

1Q 영업이익은 1,103 억원을 기록해 컨센서스를 상회한 실적을 시현. 케미칼의 강세가 긍정적. ECH 및 가성소다의 가격 반등이 우호적으로 작용. 염소 매출은 QoQ + 10% 신장. 수요 강세 감안 가성소다의 추가적인 강세도 열려있다는 판단. 반면, 셀룰로스는 매출 QoQ 보합. 향후 증설+컨테이너 운임료 조정에 따른 개선을 기대. PBR-ROE 적용 Target PBR 1.04 배를 부여해 목표주가 97,000 원, 투자의견 매수를 제시함

또다시 케미칼 강세

1분기 매출액과 영업이익은 각각 6,523 억원, 1,103 억원을 기록해 컨센서스(6,065 억원 / 941 억원)를 상회한 실적을 기록했다. 케미칼 강세가 뚜렷했다. 가성소다 국제가격의 상승에 내수가격의 점진적인 전가가 진행중이다. 현재의 국제 가격 레벨 및 수급을 감안하면 추가적인 상승여력도 열려있다는 판단이다. 동시에 ECH도 강세다. 국제 ECH 가격은 작년 말부터 올해 초에 걸쳐 하락하는 양상의 띄었으나 재차 상승을 했다. 최근 ECH 가격은 \$2,875/t을 기록 중이다. 1분기 염소 매출은 QoQ +10% 신장했다. 암모니아도 가격 상승에 따라 매출이 QoQ +50% 이상 개선됐다.

셀룰로스는 순항

셀룰로스의 성장은 진행 중이다. 다만, 1분기는 산업용 중심 매출 증대로 매출 QoQ는 보합세를 기록했다. 상반기엔 식의약용 라인이 2 천톤 추가된다. 그리고 진행 되는 판가 인상에 더해 컨테이너 운임료의 조정으로 수익성 개선이 기대된다. 케미칼의 강세와 별도로 셀룰로스는 지속 성장할 전망이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 97,000 원 유지

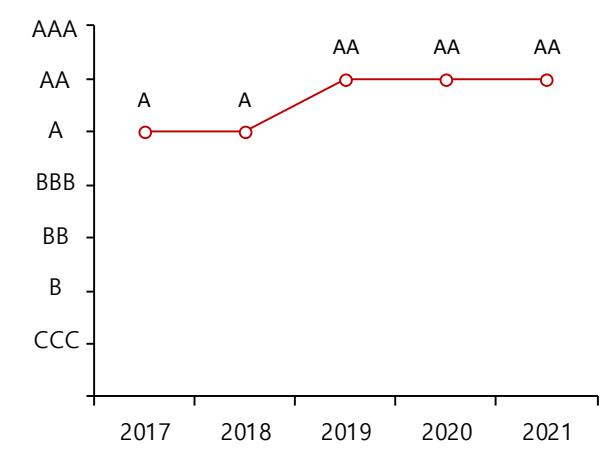
견조한 케미칼 가격과 셀룰로스의 성장세가 우호적이다. 투자의견은 매수를 유지한다. Valuation은 PBR-ROE 기준 Target PBR을 1.04 배를 적용해 목표주가를 9.7 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	1,311	1,264	1,780	2,451	2,028	1,926
yoY	%	-4.4	-3.6	40.9	37.7	-17.3	-5.0
영업이익	십억원	190	139	245	356	243	263
yoY	%	-10.0	-26.6	75.6	45.6	-31.6	8.2
EBITDA	십억원	282	246	365	521	405	422
세전이익	십억원	225	260	747	401	319	306
순이익(자배주주)	십억원	168	199	585	291	242	232
영업이익률%	%	14.5	11.0	13.7	14.5	12.0	13.7
EBITDA%	%	21.5	19.5	20.5	21.3	20.0	21.9
순이익률	%	12.8	15.7	32.9	11.9	11.9	12.0
EPS(계속사업)	원	6,526	7,705	22,692	11,264	9,361	8,981
PER	배	6.9	7.2	3.3	7.3	8.8	9.2
PBR	배	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	2.8	5.3	4.8	3.6	4.1	3.6
ROE	%	11.7	12.7	30.4	12.6	9.6	8.6
순차입금	십억원	-370	-118	-183	-284	-469	-633
부채비율	%	20.1	13.6	23.9	30.8	24.8	23.0

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 4 배 높으며 '22년에는 폐수 재이용 관련 투자를 진행할 예정임. 추세적인 환경 관련 투자가 지속되는 점은 긍정적. 모회사인 롯데케미칼의 수소에너지 방향성에는 암모니아 인프라 구축이 핵심. 동사의 암모니아 유통 역량이 친환경 에너지인 수소 확장에 중축을 할 것으로 기대

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) 가성소다의 열려있는 상단

가성소다의 국제 가격 자체는 4분기 평균 \$614/t에서 1분기 평균 \$589/t으로 소폭 빠졌다. 다만, 이는 지난 4분기 \$800/t을 상회하던 특정 시기가 포함된 차이로 추세적으로는 크게 빠졌다라고 평가하기 어려우며 현재 가격도 \$665/t을 기록 중이다. 결과적으로 가성소다의 강세가 동사의 실적에 우호적으로 작용 중이다. 그리고 아직 과거 유사한 국제 가격 레벨(17년)을 기록한 후 강세였던 2018~2019(내수에 래깅 반영)년과 비교 시 추가적인 내수 가격의 상승 럼이 남아 있는 것으로 예상된다.

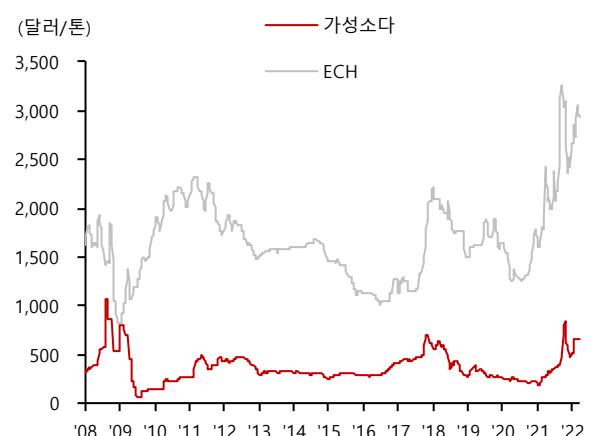
(2) ECH 다시 한번 실적 기여

국제 ECH 가격은 작년 말부터 올해 초에 걸쳐 하락하는 양상의 뛰었으나 재차 상승을 했다. 결과적으로 지난 4분기에 이어 1분기에도 실적에 긍정적으로 작용했다. 최근 ECH 가격은 \$2,875/t을 기록 중이다. Epoxy 가격이 이전보다는 톤이 다운되어 추가 강세 여부는 낮게 평가하지만 여전히 높은 가격을 지속 중이고, 수급도 우호적이다. 염소 매출은 1분기 2,082 억원을 기록해 QoQ + 10% 신장했다.

(3) 셀룰로스는 성장 중

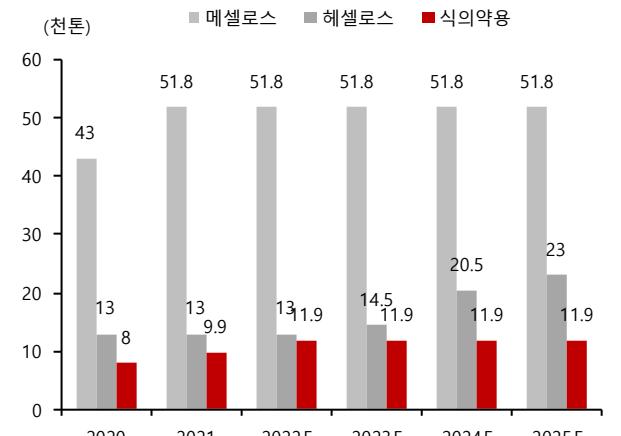
셀룰로스의 성장은 진행 중이다. 다만, 1분기는 산업용 중심 매출 증대로 매출 QoQ 는 보합세를 기록했다. 올해 상반기엔 식의약용 라인이 2 천톤 추가된다. 그리고 진행되는 판가 인상에 더해 컨테이너 운임료의 조정으로 수익성 개선이 기대된다. 캐미칼의 강세와 별도로 셀룰로스는 지속 성장할 전망이다.

주요 케미칼 가격 추이



자료 : Cischem, SK 증권

셀룰로스 증설 추이



자료 : 롯데정밀화학, SK 증권. 혜셀로스는 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	652.3	89.7%	24.8%	1,780.3	2,450.7	2,027.7
영업이익	35.5	53.9	70.2	84.9	110.3	210.5%	29.9%	244.5	355.9	243.4
영업이익률	10.3%	12.8%	14.3%	16.3%	16.9%	6.6%	0.7%	13.7%	14.5%	12.0%
세전이익	49.4	144.3	264.7	288.4	35.1	-28.9%	-87.8%	746.9	400.6	318.6
세전이익률	14.4%	34.2%	53.8%	55.2%	5.4%	-9.0%	-49.8%	42.0%	16.3%	15.7%
지배순이익	40.5	114.0	205.0	225.9	29.6	-26.9%	-86.9%	585.5	290.6	241.5
지배주주순이익률	11.8%	27.0%	41.7%	43.2%	4.5%	-7.2%	-38.7%	32.9%	11.9%	11.9%
사업부별 매출액										
암모니아	119	176	223	212	321	171.2%	51.7%	728	1,161	788
염소(ECH,가성소다)	125	140	157	189	208	67.2%	10.0%	610	748	608
셀룰로스/메셀로스	91	96	102	111	112	22.6%	0.3%	400	500	593
기타	10	11	11	10	11	12.2%	9.4%	42	42	38
사업부별 매출 비중										
암모니아	34.5%	41.6%	45.2%	40.5%	49.3%	14.8%	8.7%	40.9%	47.4%	38.9%
염소(ECH,가성소다)	36.2%	33.1%	31.9%	36.2%	31.9%	-4.3%	-4.3%	34.3%	30.5%	30.0%
셀룰로스/메셀로스	26.5%	22.7%	20.7%	21.3%	17.1%	-9.4%	-4.2%	22.5%	20.4%	29.3%
기타	2.8%	2.5%	2.3%	1.9%	1.7%	-1.2%	-0.2%	2.3%	1.7%	1.9%

자료: 롯데정밀화학, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	변경전		변경후		변경률	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	2,230.1	1,887.2	2,450.7	2,027.7	9.9%	7.4%
영업이익	290.9	240.8	355.9	243.4	22.4%	1.1%
영업이익률	13.0%	12.8%	14.5%	12.0%	1.5%	-0.8%
세전이익	340.6	325.9	400.6	318.6	17.6%	-2.2%
세전이익률	15.3%	17.3%	16.3%	15.7%	1.1%	-1.6%
지배순이익	242.2	247.0	290.6	241.5	20.0%	-2.2%
지배주주순이익률	10.9%	13.1%	11.9%	11.9%	1.0%	-1.2%

자료 SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	10.2%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	9.9%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.5
Target P/B	1.04
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	94,133
적정주가 (단위: 원)	97,617
Target Price (단위: 원)	97,000
현재주가(2022-03-25) (단위: 원)	82,700
상승여력	17%

자료 SK 증권 추정

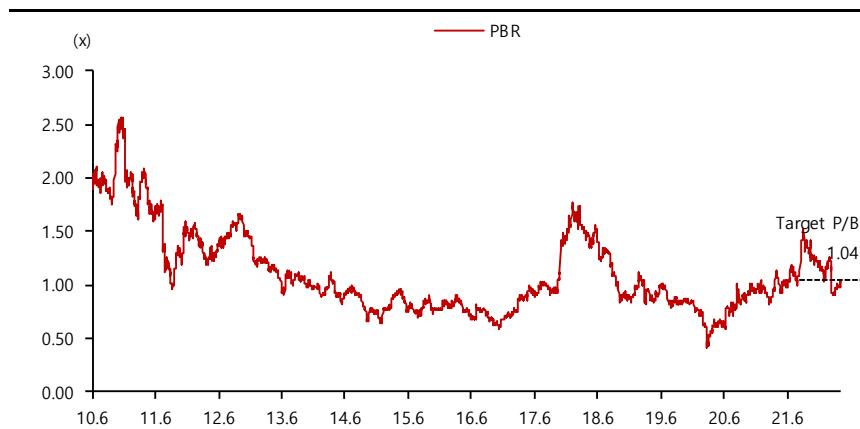
주: Risk Free Rate는 미 국채 10 년물 5 년 평균

Target ROE

	2021	2Q23E	2Q24E	2Q25E
ROE(지배주주지분)	30.4%	11.7%	9.1%	8.4%
weight		0.50	0.25	0.25
Target ROE	10.2%			

자료 SK 증권 추정

Historical PBR



자료 SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	517	867	1,155	1,201	1,333
현금및현금성자산	9	229	304	485	648
매출채권및기타채권	195	309	425	352	334
재고자산	152	245	337	278	265
비유동자산	1,358	1,857	2,025	2,057	2,094
장기금융자산	361	707	707	707	707
유형자산	757	766	753	740	730
무형자산	23	20	17	13	10
자산총계	1,875	2,723	3,180	3,259	3,426
유동부채	170	309	431	365	348
단기금융부채	14	12	22	27	27
매입채무 및 기타채무	115	203	280	231	220
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	55	216	317	282	291
장기금융부채	28	105	70	60	60
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	7	7	9	8	8
부채총계	225	525	748	647	640
지배주주지분	1,650	2,199	2,432	2,612	2,787
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	2,001	2,178	2,351
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,650	2,199	2,432	2,612	2,787
부채와자본총계	1,875	2,723	3,180	3,259	3,426

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	221	195	306	394	365
당기순이익(순실)	199	585	291	242	232
비현금성항목등	57	-214	231	164	191
유형자산감가상각비	104	118	163	160	158
무형자산상각비	3	3	2	2	1
기타	-30	-264	135	-25	10
운전자본감소(증가)	18	-140	-105	65	16
매출채권및기타채권의 감소(증가)	21	-119	-116	73	18
재고자산감소(증가)	25	-90	-92	58	14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-16	80	77	-48	-12
기타	-12	-11	27	-18	-4
법인세납부	-53	-37	-110	-77	-74
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 자급	-43	-38	-59	-64	-59
기타	9	0	-1	0	0
현금의 증가(감소)	-1	220	75	180	164
기초현금	11	9	229	304	485
기말현금	9	229	304	485	648
FCF	29	125	182	266	229

자료 : 롯데정밀화학, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,264	1,780	2,451	2,028	1,926
매출원가	1,030	1,431	1,920	1,640	1,525
매출총이익	234	349	531	388	401
매출총이익률 (%)	18.5	19.6	21.7	19.2	20.8
판매비와관리비	95	105	175	145	138
영업이익	139	245	356	243	263
영업이익률 (%)	11.0	13.7	14.5	12.0	13.7
비영업손익	120	502	45	75	42
순금융비용	-5	-1	-1	-2	-3
외환관련손익	0	-2	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	76	232	180	50	51
세전계속사업이익	260	747	401	319	306
세전계속사업이익률 (%)	20.5	42.0	16.4	15.7	15.9
계속사업법인세	61	161	110	77	74
계속사업이익	199	585	291	242	232
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	199	585	291	242	232
순이익률 (%)	15.7	32.9	11.9	11.9	12.0
지배주주	199	585	291	242	232
지배주주귀속 순이익률(%)	15.73	32.89	11.86	11.91	12.03
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	200	587	292	243	233
지배주주	200	587	292	243	233
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	246	365	521	405	422

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-3.6	40.9	37.7	-17.3	-5.0
영업이익	-26.6	75.6	45.6	-31.6	8.2
세전계속사업이익	15.4	187.8	-46.4	-20.5	-4.1
EBITDA	-12.8	48.6	42.7	-22.3	4.2
EPS(계속사업)	18.1	194.5	-50.4	-16.9	-4.1
수익성 (%)					
ROE	12.7	30.4	12.6	9.6	8.6
ROA	10.8	25.5	9.8	7.5	6.9
EBITDA마진	19.5	20.5	21.3	20.0	21.9
안정성 (%)					
유동비율	304.5	280.5	268.2	328.9	382.6
부채비율	13.6	23.9	30.8	24.8	23.0
순차입금/자기자본	-7.1	-8.3	-11.7	-18.0	-22.7
EBITDA/이자비용(배)	248.9	1,016.7	983.2	970.7	1,069.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,705	22,692	11,264	9,361	8,981
BPS	63,942	85,218	94,276	101,234	108,010
CFPS	11,836	27,376	17,679	15,641	15,143
주당 현금배당금	1,500	2,300	2,500	2,300	2,300
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.7	4.3	7.9	9.5	9.9
PER(최저)	3.1	2.3	5.9	7.1	7.4
PBR(최고)	0.9	1.2	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6
PCR	4.7	2.7	4.7	5.3	5.5
EV/EBITDA(최고)	5.8	6.5	3.9	4.5	3.9
EV/EBITDA(최저)	2.0	3.1	2.8	3.1	2.6