

롯데정밀화학
(004000)

위정원

jungwon.weee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

60,000

유지

현재주가

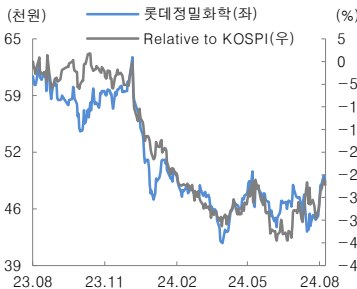
48,550

(24.08.28)

화학업종

KOSPI	2689.83
시가총액	1,253십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	129십억원
52주 최고/최저	62,900원 / 41,550원
120일 평균거래대금	27억원
외국인지분율	20.57%
주요주주	롯데케미칼 외 5 인 43.53% 국민연금공단 7.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	3.2	1.9	-21.3
상대수익률	5.2	4.5	0.5	-25.6



미세하지만 21년도의 향기

- ECH를 제외한 화학제품(가성소다, 그린소재)은 견조한 수익률 유지
- 전방산업 약세는 지속중이나, 글리세린 가격 상승에 따른 반사 수혜 전망
- 24년 중국 ECH 예상 가동률 46.7%으로 과거 동사의 마진 호황기와 유사한 상황 진입

투자의견 매수, 목표주가 60,000원 유지

목표주가는 12MF BPS 97,882원에 Target PBR 0.64배 적용해 산출. ECH 마진 호황기(17~18년, 21~22년) 당시의 PBR 0.8~0.9배 수준. 중국 내 ECH 설비 원가 경쟁력 하락에 따른 반사 수혜로 동사 케미칼부문 실적 반등 기대

ECH를 제외한 화학제품 견조한 마진을 유지

동사의 2Q24 영업이익은 171억원으로 QoQ +58.9% 개선. 그린소재부문(OP 160억원, QoQ+58.9%)의 경우 산업용 셀룰로스는 부진(2Q24 평균판가 4,904 달러/톤 QoQ -11.3%하락)했으나, 식의약품 셀룰로스는 견조한 수익률 유지.

케미칼 부문 2Q 영업이익 13억원으로 흑자전환 성공. 주요 제품인 ECH의 평균 마진이 QoQ -18.7% 하락했음에도, 견조한 마진율을 유지중인 가성소다(2Q24 판가 383.달러/톤, QoQ +10.5%) 간의 생산 비중 조절을 통해 적자폭 축소

ECH 시장 약세 지속중이나, 원재료 단의 변화로 반사 수혜 기대감 고조

24년 중국 내 ECH 생산설비의 80% 이상은 글리세린을 원재료로 사용. 그간 글리세린의 원가 경쟁력이 더 높았으나, 최근 가격 상승으로 ECH+프로필렌 스프레드간의 격차 축소. 24년 8월 중국 내 정제 글리세린의 가격 685달러/톤으로 YTD +28.1% 상승. 이는 상반기 급격히 상승한 해상운임 영향이 주요했으나, 24년 12월 시행 예정인 EUDR(Europe Deforestation Regulation) 정책 영향으로 가격 강세 유지 전망. 24년 중국 ECH 예상 설비 가동률은 46%(25년 38%) 수준으로 21년도 동사의 ECH 마진 호황기(21년도 케미칼부문 OP 1,896억원, YoY +164.7%)와 유사. 4Q24 이후 ECH 마진 반등을 기대해볼 수 있는 이유.

(단위: 십억원, %)

구분	2Q23	1Q24	직전추정	잠정치	2024				3Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ	
매출액	431	399	395	422	-2.1	5.7	#VALUE!	443	10.5	5.0	
영업이익	69	11	14	17	-75.2	58.8	#VALUE!	22	37.2	29.0	
순이익	0	83	33	43	흑전	-48.1	#VALUE!	32	흑전	26.5	

자료: 롯데정밀화학, FnGuide, 대산증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,464	1,769	1,711	1,756	1,792
영업이익	404	155	75	130	133
세전순이익	160	253	244	235	238
지배지분순이익	146	182	192	135	136
PER	9.9	8.1	6.4	9.1	9.0
BPS	88,923	92,372	97,795	101,006	104,273
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	6.5	7.8	7.8	5.3	5.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 롯데정밀화학, 대산증권 Research Center

의미있는 실적 개선을 기대해볼만한 이유

2Q22 이후 적자였던 ECH의 턴 어라운드 가능성 고조

ECH를 제외한 학제품
견조한 OPM 유지

동사의 2Q24 영업이익은 171억원으로 QoQ +58.9% 개선되었다. 그린소재부문의 영업 이익은 160억원으로 QoQ +24.5% 증가했다. 건설 경기 부진으로 산업용 셀룰로스의 평균 판가(4,904달러/톤, QoQ -11.3%)는 하락하며 다소 부진한 모습을 보였지만, 식의 약용 셀룰로스의 경우 높은 수준의 판가(2Q24 5,813.3달러/톤, QoQ +0.8%)를 유지하 며 견조한 이익률을 유지했다. 케미칼 부문 역시 2Q24 영업이익 13억원으로 QoQ 흑 자전환을 달성했다. 염소계열 매출의 40%를 차지하는 ECH의 평균 마진(2Q24 528.6달 러/톤)은 QoQ -18.7% 하락했지만, 견조한 마진율을 유지중인 가성소다(2Q24 판가 383.8달러/톤, QoQ +10.5%) 간의 생산 비중 조절을 통해 적자폭 축소가 가능했다.

가성소다 외부 판매를
위해서는 ECH 생산이
불가피

동사의 ECH 생산 과정은 첫번째로 염화나트륨(≒소금물)을 전기분해해 염소(Cl_2)와 가 성소다($NaOH$)를 생산하고, 두번째로 생산된 염소를 프로필렌과 반응시켜 알릴 클로라 이드를 생성한 뒤, 마지막으로 해당 알릴 클로라이드를 가성소다($NaOH$)와 반응시켜 ECH를 생산한다. 따라서 가성소다를 외부 판매하기 위해서는 ECH를 생산할 수 밖에 없는 구조인데, 현재 견조한 마진율을 유지하고 있는 가성소다와 적자가 발생중인 ECH 생산량 간의 최적 밸런스 도출을 통해 적자 축소가 가능했던 것으로 판단된다.

원재료단의 변화로 동
사의 프로필렌 기반
ECH 마진 반등 기대

결론적으로 그린소재부문과 가성소다의 견조한 이익률이 유지되고 있는 상황이기 때문 에 ECH의 마진 반등 시 본격적인 이익 회복이 가능할 것으로 예상된다. 8월 현재 ECH의 3Q24 평균 가격은 1,047.2달러/톤으로 QoQ +2.6% 상승했지만, 고정비를 감 안한 마진은 여전히 적자수준이다. 이는 주요 전방 산업인 예폭시의 수요 부진도 요인 이지만, 2015년 이후 지속되어온 중국발 공급 과잉의 영향이 크기 때문이다. 다만, 최근 급등한 1) 해상운임 영향 및 2) 24년 12월 시행 예정인 유럽의 EUDR(Europe Deforestation Regulatio) 정책 영향으로 ECH의 원재료 단에 변화가 발생하고 있기 때 문에 중국의 경쟁사 대비, 동사의 수혜가 예상된다. 이는 21년도 당시 동사의 케미칼 부 문 연간 영업이익이 1,896억원으로 YoY +164.7% 상승했던 구간의 모습과 상당히 유사 한 흐름이기 때문에 4Q24 이후 동사의 이익 상승을 기대해 볼만한 구간으로 판단한다.

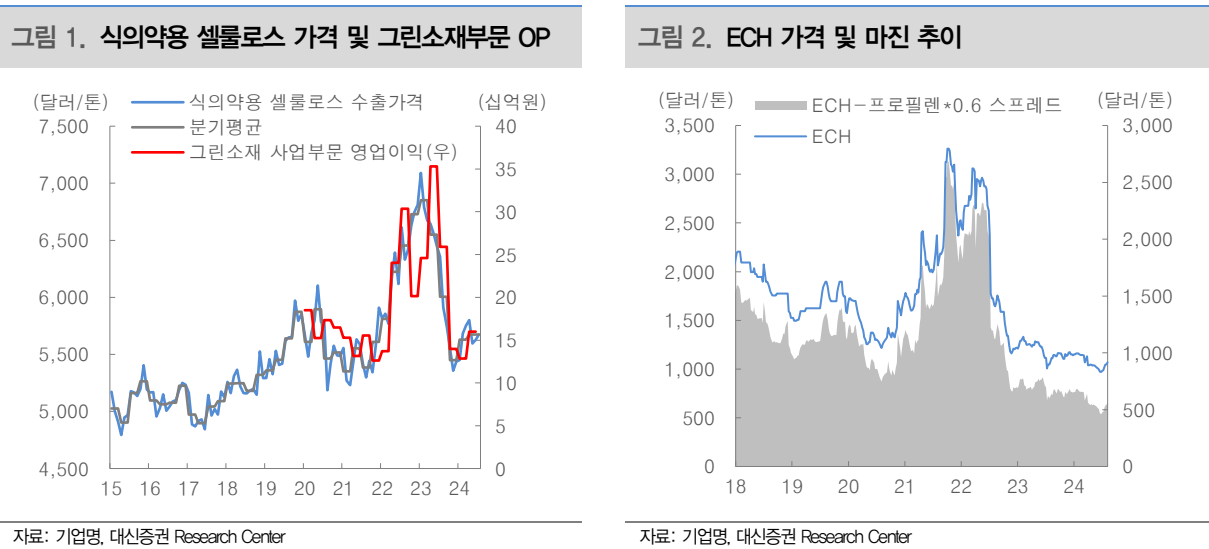
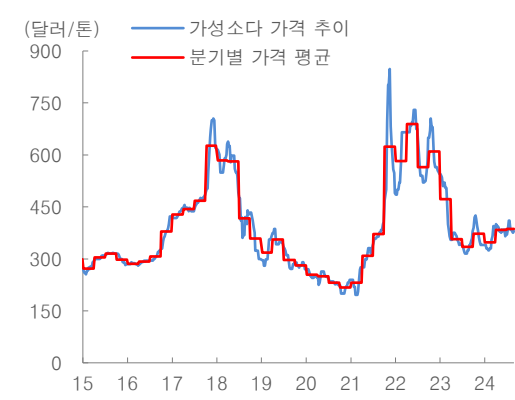
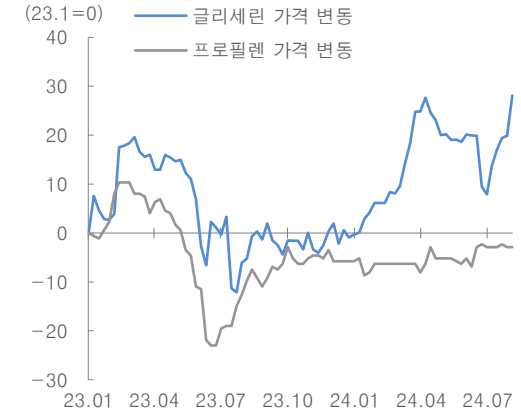


그림 3. 가성소다 주간 및 분기별 가격 추이



자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 4. 글리세린 및 프로필렌 가격 YTD 변동 추이



자료: 기업명, 대신증권 Research Center

표 1. 롯데정밀화학 분기별 이익 추정 테이블

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	399.4	422.1	443.3	445.7	438.1	425.7	433.1	459.6	1,768.6	1,710.6	1,756.4
염소계열	127.1	129.8	121.6	124.2	122.5	123.3	122.3	120.0	568.6	502.7	488.1
암모니아계열	142.7	141.9	157.4	162.2	159.5	146.6	151.0	159.2	660.8	604.3	616.3
셀룰로스계열	119.4	140.2	154.6	149.4	146.1	145.8	149.9	170.4	497.6	563.6	612.2
기타	10.2	10.2	9.8	9.9	10.0	10.0	9.9	9.9	41.7	40.0	39.8
영업이익	10.8	17.1	22.1	24.8	26.4	31.0	33.6	39.3	154.8	74.7	130.3
케미칼	-0.2	1.4	5.3	10.3	6.6	9.9	9.6	11.0	46.7	16.7	37.2
(OPM %)	-0.1	0.5	1.9	3.6	2.3	3.7	3.5	3.9	3.8	1.5	3.4
그린소재	12.8	18.8	20.8	19.0	24.6	26.7	30.0	35.4	133.3	71.8	116.8
(OPM %)	10.8	13.4	13.5	12.7	16.8	18.3	20.0	20.8	26.8	12.7	19.1
지분법이익	9.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	45.4	12.6	3.9
세전이익	105.8	55.1	43.2	39.7	51.9	57.3	60.2	66.0	252.8	243.9	235.4
지배주주순이익	83.4	43.3	33.9	31.2	29.7	32.8	34.5	37.8	182.0	191.8	134.7
% YoY											
매출액	-23.9	-2.1	10.5	8.4	9.7	0.9	-2.3	3.1	-28.2	-3.3	2.7
염소계열	-12.8	-12.4	-11.8	-9.2	-3.6	-5.0	0.6	-3.4	-23.0	-11.6	-2.9
암모니아계열	-39.1	4.6	17.8	3.3	11.8	3.3	-4.1	-1.9	-44.0	-8.6	2.0
셀룰로스계열	-9.7	2.3	28.5	38.2	22.3	4.0	-3.0	14.1	0.4	13.3	8.6
기타	-18.9	-1.9	4.0	6.1	-1.9	-2.3	1.3	0.7	-18.7	-3.9	-0.6
영업이익	-74.4	-75.2	-37.2	191.6	145.6	81.1	52.2	58.5	-61.7	-51.7	74.4
케미칼	적전	-94.4	-35.9	흑전	흑전	626.3	83.5	6.9	-85.2	-64.2	122.4
그린소재	-49.8	-70.2	-30.8	38.3	86.5	41.8	44.3	86.6	35.4	-46.1	62.6
세전이익	-55.6	흑전	흑전	2.6	-51.0	3.9	39.3	66.3	57.9	-3.5	-3.5
지배주주순이익	-55.0	흑전	흑전	221.1	-64.4	-24.2	1.6	21.3	24.6	5.4	-29.7
% QoQ											
매출액	-2.9	5.7	5.0	0.5	-1.7	-2.8	1.7	6.1			
염소계열	-7.2	2.1	-6.3	2.2	-1.4	0.6	-0.8	-1.9			
암모니아계열	-9.1	-0.6	10.9	3.1	-1.7	-8.0	2.9	5.5			
셀룰로스계열	10.5	17.4	10.2	-3.3	-2.2	-0.2	2.8	13.7			
기타	9.7	0.0	-4.2	1.0	1.4	-0.5	-0.6	0.3			
영업이익	26.7	58.9	29.0	12.3	6.7	17.1	8.5	17.0			
케미칼	적지	흑전	286.8	96.2	-35.8	48.9	-2.3	14.3			
그린소재	-8.0	46.7	10.4	-8.9	29.8	8.6	12.4	17.8			
세전이익	173.7	-47.9	-21.6	-8.2	30.7	10.5	5.1	9.6			
지배주주순이익	760.0	-48.1	-21.6	-8.2	-4.7	10.5	5.1	9.6			

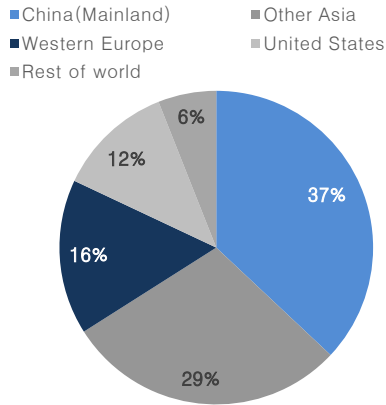
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

2. ECH의 흑자 전환이 기대되는 이유

ECH의 과거 사이클 분석: 16~17년 공급과잉에 따른 구조 조정

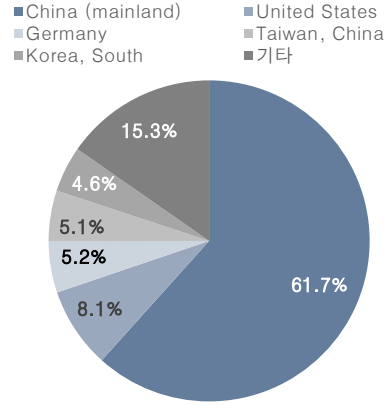
ECH의 90%는 에폭시 생산에 사용. 중국 비중이 37%	ECH(에피클로로하이드린)는 중간 화학 물질로 비스페놀A(BPA)와 결합할 경우 에폭시 수지가 만들어진다. 에폭시 수지의 50% 가량은 코팅용으로 사용되며, 건축용(바닥재, 포장 및 건설), 복합재, 전기/전자, 접착제 등 다방면에 활용된다. ECH의 90% 이상은 에폭시 수지 생산에 활용되는데, 에폭시의 50% 이상이 중국에서 생산되는만큼 ECH의 수요 역시 중국의 비중이 37% 수준으로 가장 높다.
글로벌 ECH 생산능력은 마진 상황에 따라 증감을 반복	24년도 기준 전 세계의 ECH 생산 능력은 337만톤 수준으로 지역별 비중을 살펴보면 중국이 208만톤으로 전체 61.7%의 비중을 차지해 압도적이고, 다음은 미국의 생산능력이 27.5만톤 수준으로 8.1%을 차지한다. 한국의 ECH 생산능력은 15.6만톤(4.6%)으로 롯데정밀화학 13.3만톤, 한화솔루션 2.3만톤으로 이뤄져있다. 글로벌 ECH 생산능력은 16~17년도에 감소하는 모습을 보였는데, 11년 이후 중국의 ECH 생산능력이 연평균 21.1% 증가하는 모습을 보이며 공급과잉으로 마진 약세가 이어졌기 때문이다. 당시 ECH 주요 업체였던 Dow는 2015년 글로벌 에폭시 및 ECH 사업부를 전량 올린(Olin)에 매각했고, 중국 역시 16~17년 ECH 생산설비 일부가 폐쇄되었다.
ECH의 첫번째 호황기는 2017년 하반기	이후 ECH의 첫번째 호황기는 17년도 하반기부터 시작되었다. 2017년 9월 중국 정부가 수질 및 대기 오염이 심각한 업종, 특히 ECH 산업에서 대규모 오염을 발생시키는 기업들의 운영을 제한하거나 중단시키는 조치를 취하면서 갑작스럽게 공급이 감소한 것이 이유였다. 이에 더해 중국 외 지역의 설비 정기보수 등으로 공급차질이 발생하자 2017년 연초 적자를 보였던 ECH 마진은 같은 해 연말 톤 당 700달러 이상으로 상승했다.
ECH의 두번째 호황기는 2021년 이후	2018년 하반기 이후 중국 내 설비 가동이 재개되며 ECH 가격은 재차 하락세를 보였지만 2021년 이후 ECH 마진은 다시 호황기를 맞이했다. 팬데믹 우려가 완화되고 글로벌 경기가 회복세를 보이는 가운데, 21년 초 텍사스에서 발생한 한파로 전 세계 ECH 생산능력의 8.8%(27만톤)을 차지하는 Olin 공장 가동이 중단되자 ECH의 가격은 21년 연초대비 +82% 상승했고, 마진 역시 과거 사이클 대비 높은 1,000달러 이상을 기록했다.
현재는 전방 수요 부진, 중국발 공급과잉 영향으로 ECH 마진 적자 구간	24년 8월 현재 ECH의 3Q24 평균 가격은 톤 당 1047.2달러로 QoQ +2.6% 상승했지만, 마진은 여전히 적자를 유지 중이다. 이는 중국 부동산 경기 악화 등으로 에폭시 수요 부진이 지속되는 가운데, 20년도부터 누적되어온 중국 공급 과잉 영향으로 해석된다. 다만, ECH의 원재료 단에서의 변화로 인해 중국 대비 동사의 상대적인 원가 경쟁력이 상승하고 있기 때문에 동사 케미칼 부문의 실적 개선을 기대해볼 수 있는 상황이다.
중국 내 ECH 설비의 80% 이상은 글리세린을 원재료로 사용	중국 내 ECH 생산 설비의 가장 큰 특징은 원재료로 글리세린(Refined Glycerine)을 사용하는 비중이 높다는 점이다. 중국을 제외한 지역의 글리세린 원재료 비중이 13% 수준인데 비해, 중국은 21년도를 기점으로 ECH 생산에 글리세린을 원재료로 사용하는 비중이 50%를 상회해 24년도 기준 80%에 달한다. 중국은 2010년도 이후부터 본격적으로 ECH 생산설비를 확장해왔는데, 글리세린의 원재료 채택 비중이 높았던 이유는 전통적인 원재료 프로필렌 대비해서 가격이 저렴했기 때문이다.

그림 5. ECH 지역별 소비 비중: 중국 37% 이상



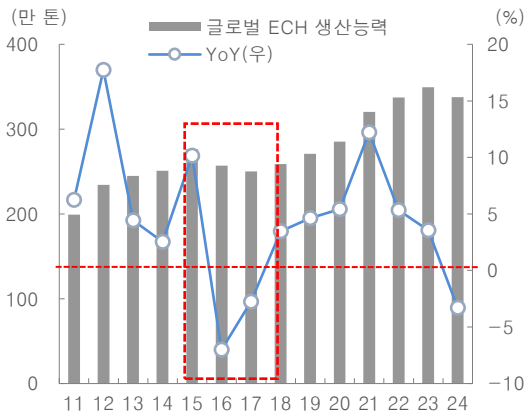
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 6. ECH 지역별 생산 비중: 중국 61.7%



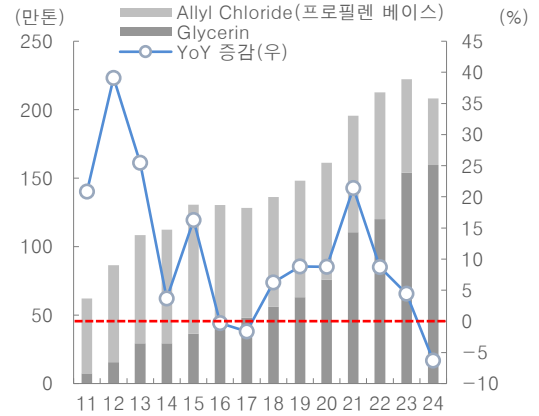
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 7. 글로벌 ECH 생산능력 변화 추이



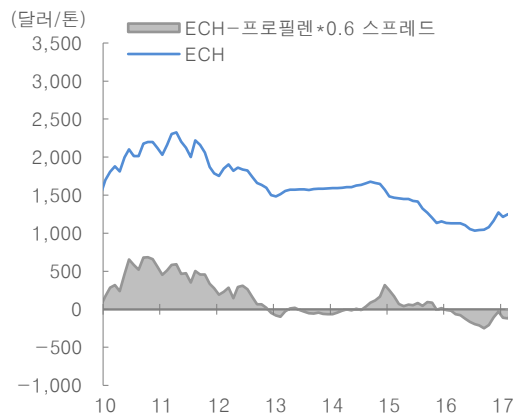
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 8. 중국 ECH 생산능력 변화 추이



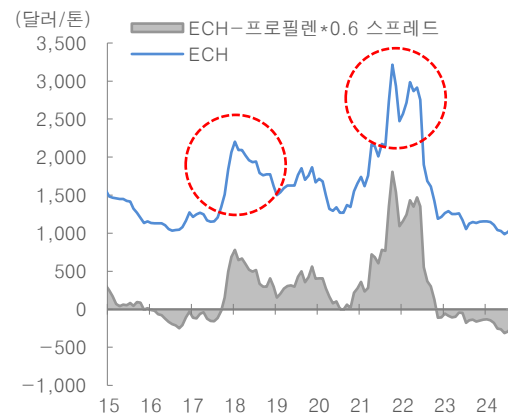
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 9. 11년 이후 공급 과잉으로 16~17년 마진 적자



자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 10. 17년 이후 두 번의 호황기



자료: 기업명, 대신증권 Research Center

글리세린 가격 상승으로 중국 내 ECH의 원가 경쟁력 하락

글리세린은 바이오디젤 생산시 부산물로 생산되기 때문에 낮은 가격을 유지

글리세린은 지방 또는 오일로부터 추출되며, 주요 원료로는 팜유, 코코넛 오일, 콩기름, 동물성 지방 등이 있다. 글리세린은 식물성 오일을 사용하여 바이오디젤을 생산하는 과정에서 부산물로도 생산이 되는데, 지난 10년간 바이오디젤 생산량이 증가하면서 공급 과잉이 발생해 낮은 수준의 가격이 유지되어 왔다. 글리세린을 원재료로 ECH를 생산하는 공정도 원단위(글리세린 1.2~1.3)는 상이하지만 프로필렌 공정과 유사하다. 첫번째로 염화나트륨(=소금물)을 전기분해해 염소(Cl₂)와 가성소다(NaOH)를 생산하고, 생산된 염소를 글리세린과 반응시킨 후 마지막 단계로 가성소다와 반응시켜 ECH를 생산한다.

24년 글리세린 가격 YTD 28.1% 상승

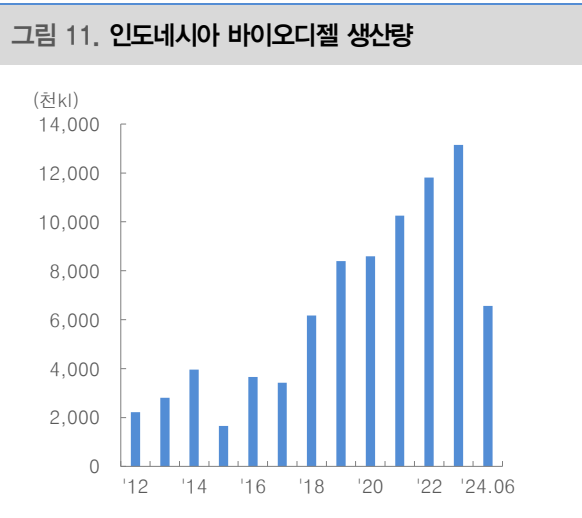
글리세린의 가격이 프로필렌 대비 톤 당 200~300달러 가격이 저렴했기 때문에, 중국 내 ECH 생산설비들의 원가 경쟁력이 더 높은 것이 사실이다. 다만, 오랜기간 안정세를 유지해왔던 글리세린 가격의 변동성이 커지며 중국 내 ECH 설비의 원가 경쟁력이 약화되는 모습을 포착되고있다. 8월 현재 정제 글리세린의 가격은 톤 당 685달러로 YTD +28.1% 상승하며 글리세린 원재료 스프레드는 프로필렌 간의 차이가 좁아지고 있다.

해상운임이 주된 원인이었지만, 24년 12월 이후 유럽 정책 영향으로 글리세린 수급 타이트 전망

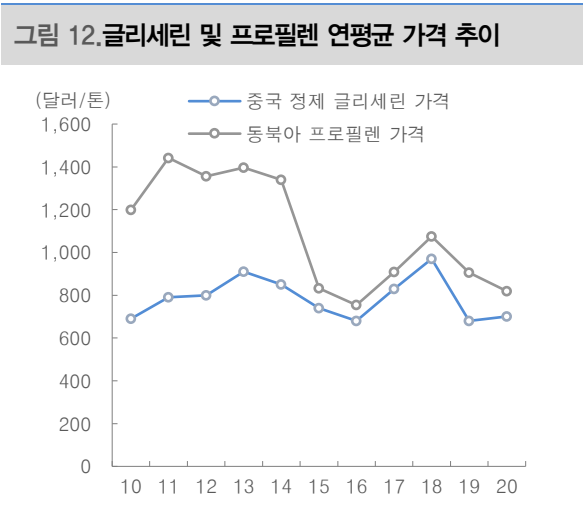
현재까지 글리세린 가격 상승의 주요 원인은 상반기 급격히 상승한 해상운임이 주된 원인이었다. 3Q24 이후 가격 흐름을 예상할 때 해상운임의 경우 8월 이후 안정세를 보이고 있지만, 24년 12월에 시행되는 유럽의 EUDR(Europe Deforestation Regulation) 정책 영향으로 강세가 유지될 가능성이 높다. EUDR의 핵심 내용은 삼림 파괴 지역에서 생산된 제품의 EU 역내 유통을 금지한다는 것이고, EU 시장에 제품을 공급하거나 수출하는 기업들은 광범위한 실사를 통하여 EUDR을 준수하고 있다는 것을 입증해야 한다. EUDR의 주요 적용 제품 중에 팜유(Oil Palm)가 포함되는데, 글리세린 역시 팜유를 사용하여 생산되는 바이오디젤의 부산물이기 때문에 EUDR 적용 제품에 포함된다.

서유럽은 글리세린의 소비량이 많은 지역

서유럽 지역은 21년도 기준 전 세계 글리세린 소비의 16%를 차지하며, 동북아(중국포함, 33.6%) 다음으로 글리세린 수요가 높은 지역이다. 글리세린은 ECH 제조 외에도 화장품, 비누, 치약 등 헬스케어 분야에서 사용이 되고 음료나 의약품 등 다방면에서 활용되기 때문에 서유럽 지역의 글리세린 수입량은 꾸준한 증가세를 보여왔다.



자료: Indonesia Biofuel Producer Association, 대신증권 Research Center



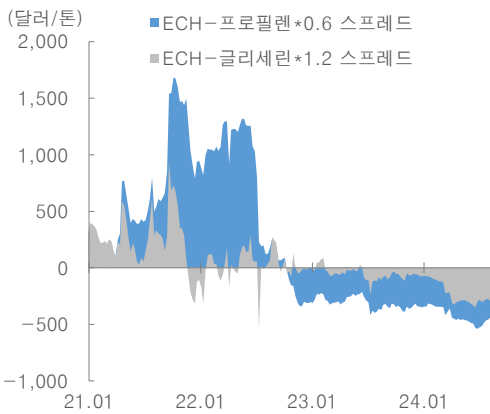
자료: ICIS, 대신증권 Research Center

그림 13. 정제 글리세린 가격 YTD +28.1% 상승



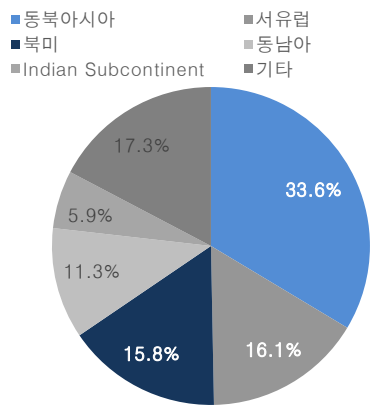
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 14. 글리세린 VS 프로필렌 ECH 마진 비교



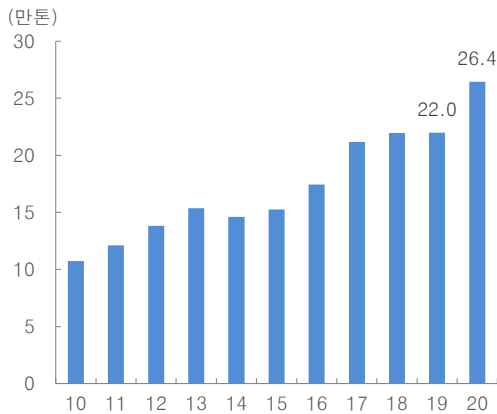
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 15. World Consumption of refined glycerin



자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 16. 유럽 지역 글리세린 수입량 추이



자료: 기업명, 대신증권 Research Center

글리세린 가격 상승으로 중국 내 ECH의 원가 경쟁력 하락

EUDR에 따른 직접적인 글리세린 수출 제한 외에도 공급감소 발생 가능성 대두

유럽 지역의 글리세린 수요가 성장세를 보이는 가운데 EUDR정책으로 공급에 차질이 발생할 경우 현재의 글리세린 가격 강세가 지속될 가능성이 높아 보인다. 직접적인 수입 제한 이외에도 글로벌 바이오디젤 생산량 감소에 따른 글리세린 생산량 감소의 간접적인 영향까지 예상되는 상황이다. 전 세계 바이오디젤 소비량의 46.7%를 차지하는 유럽이 자국 내 바이오디젤 관련 산업을 보호하기 위한 규제 강도를 높이는 중이기 때문이다.

바이오디젤 가동률 하락에 따라 글리세린 생산량 동반 감소

일례로 24년 3월에 지난 글로벌 팜유 생산 2위국인 말레이시아가 유럽연합이 팜유를 원료로 만든 바이오연료를 재생에너지 분류에서 제외시킨 것에 대해 세계무역기구(WTO)에 제기한 소가 기각되며 유럽 지역 내에서 바이오디젤이 정부 보조금을 수령하지 못하는 것이 확정되었다. 말레이시아의 24년도 바이오디젤 생산량은 180만톤인데 비해, 자국 내 소비량은 110만톤 수준이기 때문에 향후 유럽 지역으로의 수출이 감소할 경우 생산 가동률이 감소할 개연성이 높은 상황이다. 전 세계에 글리세린 생산량의 30%를 차지하는 인도네시아/말레이시아 내에서 60~70%의 글리세린이 바이오디젤 생산 과정에서 부산물로 생산된다는 점을 감안 시 가동률 하락이 불가피할 것으로 예상된다.

중국산 바이오디젤 반덤핑 관세 부과 조치로 바이오디젤 유럽향 수출 물량 감소

또한 24년 8월부터는 중국산 바이오디젤에 대해 최고 36.4%의 반덤핑 관세가 부과되기 시작했고, 조사가 마무리되는 25년 2월 이후 향후 5년간 확정 관세로 전환될지 여부가 결정된다. 중국은 23년 연간 180만톤 가량의 바이오디젤을 유럽으로 수출했는데, 이는 중국 전체 바이오디젤 수출량의 90%를 차지한다. 유럽 연합의 중국산 바이오디젤에 대한 관세 정책은 중국 내 바이오디젤 생산량 감소로 이어질 가능성이 높다. 실제로 23년 하반기부터 시작된 EU의 반덤핑 조사 이후 중국의 바이오디젤 수출은 급격히 감소하기 시작했다. 24년 상반기 유럽향 수출량은 56.7만톤으로 YoY -51% 감소했으며, 24년 6월의 경우 월 수출량이 5만톤 수준으로 2019년 이후 최저치까지 하락한 상황이다.

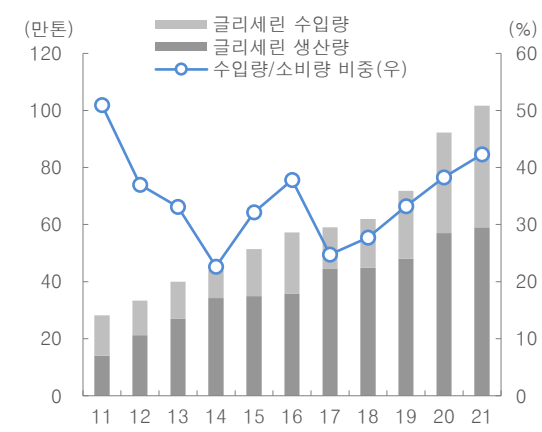
중국의 글리세린 수입 의존도 증가할 개연성 높은 가운데, 주요 생산국인 동남아시아 글리세린 생산량 감소 전망

24년도 기준 중국의 글리세린 기반의 ECH 생산설비가 159만톤이며 가동률 80%를 가정 시 약 153만톤의 정제 글리세린(원단위 1.2)이 필요하다. 20년도 기준 중국의 정제 글리세린 생산량은 59만톤에 불과하며, 따라서 향후 중국 내 바이오디젤 가동률 하락으로 글리세린 생산량 감소 시 수입 의존도는 높아질 개연성이 크다. 그러나 현재 글리세린의 수출 여력(수입량<수출량)을 갖춘 국가는 브라질을 제외하고, 동남아시아 (인도네시아, 말레이시아 등) 지역이 유일한데, EUDR 영향으로 동남아 지역 내 글리세린 생산량이 감소할 개연성이 높아 중국의 글리세린 수급이 타이트해질 가능성이 높다고 판단한다.

24년 중국의 ECH 예상 가동률 46% 수준으로 과거 동사의 ECH 마진 호황기 대비 낮은 수준 전망

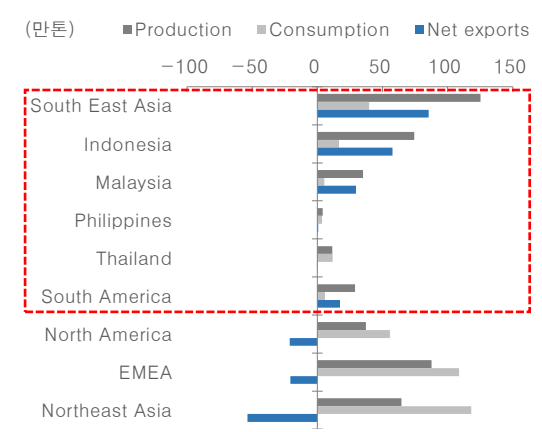
실제로도 현재 중국의 ECH 설비 가동률 하락이 나타나고있다. 24년도 중국 내 ECH 예상 가동률은 46% 수준(25년 38.5%)인데, 이는 과거 ECH 마진 호황기였던 2017~18년 70% 수준이나 21년도 62%와 비교할 때 낮은 수치다. 현재 예폭시 가격 및 마진 약세에 따라 ECH의 수요가 약세인 점도 있지만, 24년 중국의 ECH 예상 소비량은 97.9만톤으로 YoY +3.5% 증가하는 반면, 예상 생산량은 YoY -0.2% 감소한다는 점에서 소비 위축 영향 외에 원가 경쟁력 하락 요인이 크다고 판단한다. 실제로 21년의 경우 ECH 마진이 근 5년 내 최고치였음에도, 글리세린 가격 상승에 따라 중국 내 ECH 설비들의 원가 경쟁력이 낮아지며 가동률은 오히려 하락하는 모습을 보였는데, 현재도 글리세린 가격이 재차 높아지고 있다는 점에서 당시 상황과 상당히 유사하다고 판단한다.

그림 17. 중국 글리세린 수요/공급 추정



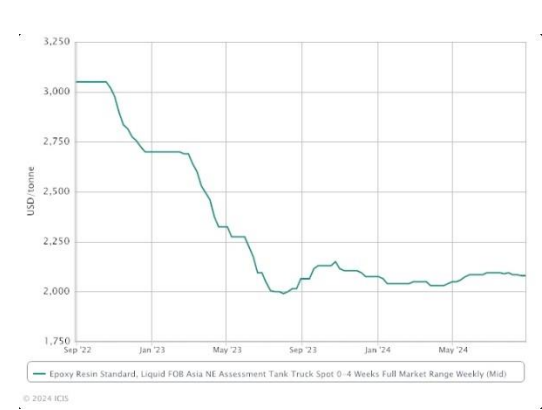
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 18. 전 세계 지역별 글리세린 수출/수입량



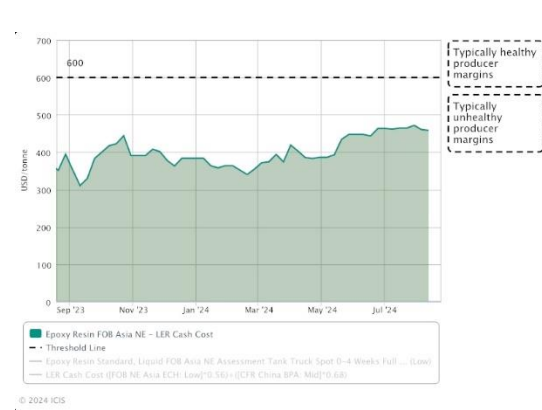
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 19. 에폭시 가격 추이



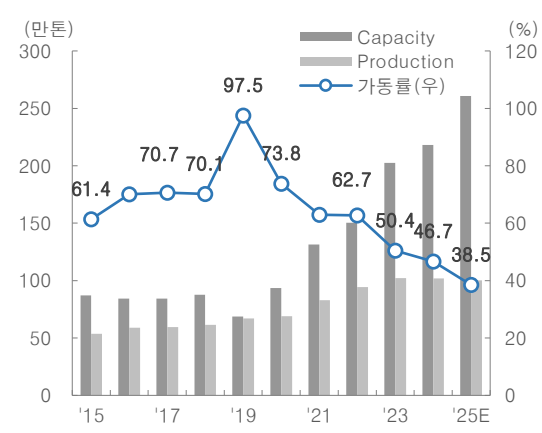
자료: ICIS, 대신증권 Research Center

그림 20. 에폭시 마진 추이



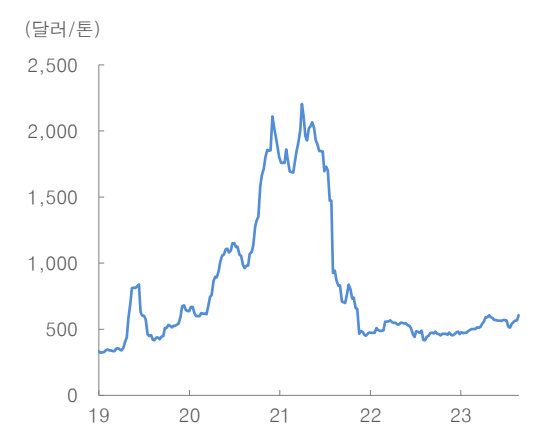
자료: ICIS, 대신증권 Research Center

그림 21. 중국 내 ECH 수요/공급 및 가동률 추이



자료: ICIS, 대신증권 Research Center

그림 22. 글리세린 가격 추이



자료: ICIS, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,464	1,769	1,711	1,756	1,792
매출원가	1,938	1,486	1,507	1,497	1,527
매출총이익	525	283	203	259	265
판매비와관리비	121	128	128	129	132
영업이익	404	155	75	130	133
영업이익률	16.4	8.8	4.4	7.4	7.4
EBITDA	528	293	193	233	223
영업외손익	-244	98	169	105	105
관계기업손익	209	45	13	4	4
금융수익	104	58	168	82	82
외환관련이익	47	22	20	20	20
금융비용	-554	-43	-24	-32	-32
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	37	12	51	51
법인세비용차감전순손익	160	253	244	235	238
법인세비용	-14	-71	-52	-101	-102
계속사업순손익	146	182	192	135	136
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	146	182	192	135	136
당기순이익률	5.9	10.3	11.2	7.7	7.6
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	146	182	192	135	136
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	154	178	194	134	137
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	154	178	194	134	137

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	5,738	7,147	7,530	5,291	5,349
PER	9.9	8.1	6.4	9.1	9.0
BPS	88,923	92,372	97,795	101,006	104,273
PBR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
EBITDAPS	20,463	11,370	7,484	9,042	8,645
EV/EBITDA	1.5	2.6	1.7	1.0	1.0
SPS	95,495	68,551	66,302	68,078	69,440
PSR	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7
CFPS	20,671	11,943	12,247	11,203	10,807
DPS	3,500	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	38.4	-28.2	-3.3	2.7	2.0
영업이익 증가율	65.4	-61.7	-51.7	74.4	2.0
순이익 증가율	-75.0	24.5	5.4	-29.7	1.1
수익성					
ROIC	32.5	9.5	5.0	6.6	7.0
ROA	14.9	5.7	2.7	4.4	4.4
ROE	6.5	7.8	7.8	5.3	5.1
안정성					
부채비율	18.1	12.6	14.8	14.0	13.6
순차입금비율	-30.2	-31.2	-36.4	-39.1	-38.1
이자보상배율	707.6	184.9	10.6	18.4	18.8

자료: 롯데정밀화학, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,316	1,347	1,615	1,770	1,920
현금및현금성자산	578	461	738	843	853
매출채권 및 기타채권	295	251	253	295	429
재고자산	286	306	296	304	310
기타유동자산	157	329	329	329	329
비유동자산	1,394	1,336	1,280	1,201	1,136
유형자산	799	784	724	648	586
관계기업투자금	332	326	338	342	346
기타비유동자산	263	227	218	211	205
자산총계	2,710	2,683	2,896	2,971	3,057
유동부채	397	282	252	242	238
매입채무 및 기타채무	263	197	194	197	199
차입금	1	1	1	1	1
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	133	84	58	44	39
비유동부채	19	18	120	124	128
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	18	120	124	128
부채총계	416	300	372	365	366
자배지분	2,294	2,383	2,523	2,606	2,690
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
이익잉여금	1,862	1,952	2,093	2,177	2,262
기타자본변동	-28	-29	-30	-31	-32
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,294	2,383	2,523	2,606	2,690
순차입금	-693	-744	-918	-1,019	-1,026

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	638	224	307	205	196
당기순이익	146	182	192	135	136
비현금항목의 가감	387	126	124	154	143
감가상각비	124	139	118	103	90
외환손익	0	1	-8	-11	-11
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	263	-13	14	63	64
자산부채의 증감	-27	-55	-1	-27	-25
기타현금흐름	131	-29	-8	-57	-58
투자활동 현금흐름	-214	-233	-68	-29	-29
투자자산	-68	-168	-13	-4	-4
유형자산	-144	-65	-55	-25	-25
기타	-1	1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-75	-109	-70	-70	-70
단기차입금	0	-1	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-59	-89	-51	-51	-51
기타	-16	-19	-19	-19	-19
현금의 증감	349	-117	277	104	11
기초 현금	229	578	461	738	843
기말 현금	578	461	738	843	853
NOPLAT	369	111	59	75	76
FCF	348	150	87	118	106

[Compliance Notice]

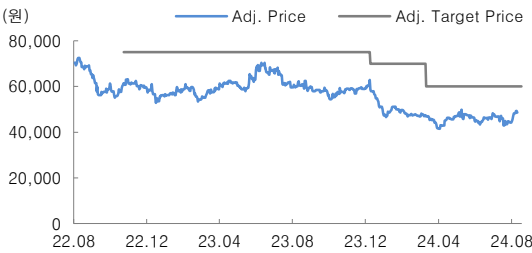
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:위정원)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

롯데정밀화학(004000) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.08.29	24.07.02	24.03.29	23.12.27	23.12.02	23.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	60,000	60,000	60,000	70,000	75,000	75,000
과리율(평균%)		(23.70)	(24.09)	(29.50)	(20.68)	(22.09)
과리율(최대/최소%)		(17.00)	(17.00)	(17.14)	(16.13)	(21.07)

제시일자	23.10.11	23.08.01	23.07.21	23.06.22	23.05.11	23.04.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
과리율(평균%)	(17.98)	(16.56)	(13.76)	(14.08)	(17.45)	(22.01)
과리율(최대/최소%)	(6.13)	(6.13)	(6.13)	(6.13)	(8.40)	(15.73)

제시일자	23.02.08	22.11.10
투자의견	Buy	Buy
목표주가	75,000	75,000
과리율(평균%)	(22.54)	(21.89)
과리율(최대/최소%)	(15.73)	(15.73)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240827)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	95.6%	4.4%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상