Company Note
2020. 05. 27

롯데케미칼 (011170)

BUY
TP 260,000원

두산솔루스 인수, 지금 가격은 적정

Analyst 강동진
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

Jr. Analyst 조준우
02-3787-2570 junwoo.cho@hmsec.com

현재주가 (5/26)	187,500원
상승여력	38.7%
시가총액	6,427십억원
발행주식수	34,275천주
자본금/액면가	171십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	270,500원/117,000원
일평균 거래대금 (60일)	42십억원
외국인지분율	28.30%
주요주주	롯데지주 외 14 인 54.34%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.8	-3.4	-16.7
상대주가(%p)	-17.9	-1.1	-12.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	9,566	20,517	260,000
After	9,566	20,517	260,000
Consensus	12,185	23,317	245,000
Cons. 차이	-21.5%	-12.0%	6.1%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 언론에 따르면 동사는 두산솔루스 인수전에 참여. 충분히 인수 가능성이 높다는 판단
- 관건은 인수가격. 과거 SKC의 KCFT 인수 사례를 감안하면, 1.2조원 수준의 현 두산솔루스 시가총액은 적정가격 수준으로 판단. 진입장벽 높은 유럽이라는 입지조건과 두산솔루스가 보유한 기존 성장산업까지 감안하면, 현재 시가총액에서 인수 진행은 적절한 수준
- 동사는 순현금의 안정적인 재무구조를 보유하였으며 최악의 여건에서도 EBITDA 1.0조원 이상의 현금 창출 능력 감안 시, M&A를 통해 충분히 비즈니스 모델 한계 극복 가능
- NCC 원가 경쟁력 회복에 따라 실적 또한 점진적 회복 기대. 긍정적 관점 유지

주요이슈 및 실적전망

- 언론에 따르면 동사는 두산솔루스 인수에 참여 계획. 롯데그룹은 자회사로 롯데알미늄을 보유하고 있으며 양극집전체에 사용되는 알루미늄박을 생산. 현재 2021년 가동을 목표로 헝가리에 양극박 생산공장을 건설 중. 동사가 두산솔루스 인수 시 사업 시너지 창출 충분히 가능할 전망
- 관건은 인수가격. 지난해 SKC-KCFT Deal과 비교 가능. 당시 KCFT는 2만톤의 Capa를 보유하고 있었으나 동사는 현재 생산중인 전지박 Capa가 없음을 감안하면, 추가적으로 2만톤 투자비용 2,400억원 고려해야 함(1만톤 투자비 1,200억원 가정)
- 보통주 시가총액(1.23조원)에서 20% 경영권 프리미엄 인정하여 인수하게 되면, 지분가치(1.23조원)+경영권 프리미엄(2,500억원)+순차입금(900억원)으로 1.57조원 EV 인정하게 됨
- SKC-KCFT Deal에서 경영권 프리미엄 포함 EV가 1.35조원이었음을 감안하면 이번 Deal은 2,200억원을 추가적으로 지급하는 결과. 2만톤 생산설비 투자비용 2,400억원까지 감안 시 약 4,600억원 추가적으로 부담하는 Deal이 되는 것. 이에 대한 타당성 검토 필요
- 두산솔루스는 기존 CCL 및 OLED 소재 등 성장사업에서만 지난해 매출 2,633억원, 영업이익 382억원 창출(EBITDA 520억원 추정). OLED 소재 업체인 덕산네오룩스, SKC코오롱PI 등의 EV/EBITDA Multiple이 10~20x 수준에서 거래되고 있음을 감안하여 EV/EBITDA multiple 8.0x만 가정하더라도 충분히 4,000억원 이상 가치 가능(순차입금은 앞서 이미 고려 했으므로 제외)
- 2차전지 증설이 집중되고 있는 유럽에 위치한 유일한 전지박 업체이며 유럽지역의 높은 진입장벽 및 롯데알미늄과의 시너지 창출 감안 시, 현 시가총액 수준에서 20% 내외 프리미엄으로 인수하는 것은 적정한 수준으로 판단

주가전망 및 Valuation

- 두산솔루스 전지박은 당장 하반기 준공 이후 양산 시작. 이미 1만톤 Capa의 80% 물량 확보로 인수 즉시 하반기부터 실적에 반영 가능. 비즈니스 모델 개선을 통한 Multiple 회복 기대

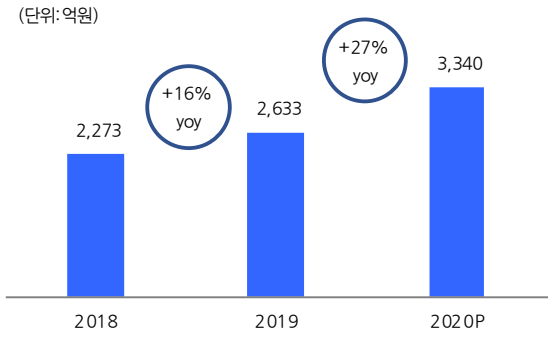
요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	16,073	1,946	1,579	2,631	46,074	-29.6	6.0	0.7	4.0	13.0	3.8
2019	15,123	1,107	715	1,839	20,860	-54.7	10.7	0.6	4.5	5.5	3.0
2020F	10,984	521	328	1,339	9,566	-54.1	19.6	0.5	5.6	2.5	3.1
2021F	12,228	1,023	703	1,823	20,517	114.5	9.1	0.5	4.3	5.2	3.1
2022F	13,751	1,111	751	1,939	21,913	6.8	8.6	0.4	4.3	5.3	3.1

** K-IFRS 연결 기준*

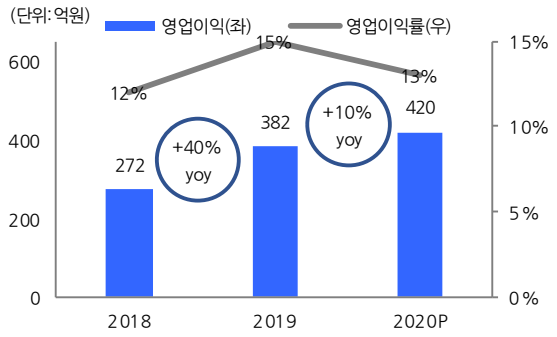
현대차증권

<그림1> 두산솔루스 매출 추이 및 2020년 가이던스



자료 : 두산솔루스, 현대차증권

<그림2> 두산솔루스 영업이익 추이 및 2020년 가이던스



자료 : 두산솔루스, 현대차증권

<그림3> 두산솔루스 헝가리 전지박 공장 위치 및 경쟁력

- **유럽 전기차 시장 및 배터리 생산 대응을 위한 지리적 강점 보유**
  - 위치 : 헝가리 터터바냐 산업단지 내 (Tatabánya, Környe, Üveggyár u., Hungary)
  - 당일 내 유럽 주요 배터리 고객사 배송 가능
  - 장거리 운송 시 발생할 수 있는 산화/변형 등 품질 Risk 최소화, JIT 공급으로 납기 및 품질 경쟁력 확보
  - Real time 기술 지원, 고객 전용생산 Line 구축 등 고객 밀착 지원으로 만족도 극대화
- **향후 시장 상황에 따라 유연한 Capa 확대 가능**
  - 넓이 : 143,714m² (부지, 약 43,500평), 29,140 m² (공장, 약 8,800평)
  - 1만 톤 Capa. 공장 준공 완료 (Phase 1)
  - 1.5만 톤 Capa. 추가 증설 예정 (Phase 2)
    - · 설계 진행 중, '22년 완공 목표
  - 향후 7.5만톤 규모로 증설 가능한 부지 확보 완료

자료 : 두산솔루스, 현대차증권

<그림4> 두산솔루스 사업 소개

자료 : 두산솔루스, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	16,073	15,123	10,984	12,228	13,751
증가율 (%)	1.2	-5.9	-27.4	11.3	12.5
매출원가	13,369	13,209	9,852	10,525	11,875
매출원가율 (%)	83.2	87.3	89.7	86.1	86.4
매출총이익	2,704	1,915	1,133	1,703	1,876
매출이익률 (%)	16.8	12.7	10.3	13.9	13.6
증가율 (%)	-28.7	-29.2	-40.8	50.3	10.2
판매관리비	758	807	611	680	765
판관비율(%)	4.7	5.3	5.6	5.6	5.6
EBITDA	2,631	1,839	1,339	1,823	1,939
EBITDA 이익률 (%)	16.4	12.2	12.2	14.9	14.1
증가율 (%)	-27.3	-30.1	-27.2	36.1	6.4
영업이익	1,946	1,107	521	1,023	1,111
영업이익률 (%)	12.1	7.3	4.7	8.4	8.1
증가율 (%)	-33.6	-43.1	-52.9	96.4	8.6
영업외손익	60	-43	-52	-29	-42
금융수익	184	178	91	84	71
금융비용	189	237	113	113	113
기타영업외손익	65	16	-30	0	0
종속/관계기업관련손익	202	185	46	120	120
세전계속사업이익	2,209	1,249	515	1,113	1,189
세전계속사업이익률	13.7	8.3	4.7	9.1	8.6
증가율 (%)	-28.4	-43.5	-58.8	116.1	6.8
법인세비용	609	390	149	323	345
계속사업이익	1,600	859	365	790	844
중단사업이익	42	-102	0	0	0
당기순이익	1,642	757	365	790	844
당기순이익률 (%)	10.2	5.0	3.3	6.5	6.1
증가율 (%)	-28.1	-53.9	-51.8	116.4	6.8
지배주주지분 순이익	1,579	715	328	703	751
비지배주주지분 순이익	63	42	37	87	93
기타포괄이익	108	149	0	0	0
총포괄이익	1,750	906	365	790	844

(단위:십억원)

재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	8,144	7,221	6,622	6,579	6,575
현금성자산	1,330	1,352	1,724	1,571	1,933
단기투자자산	3,311	1,612	1,096	877	272
매출채권	1,480	1,437	1,208	1,358	1,456
재고자산	1,777	1,680	1,452	1,631	1,749
기타유동자산	180	297	298	299	321
비유동자산	12,655	12,822	13,409	14,139	14,957
유형자산	8,036	7,505	8,115	8,841	9,522
무형자산	1,653	1,725	1,578	1,451	1,343
투자자산	2,805	3,203	3,328	3,457	3,703
기타비유동자산	161	389	388	390	389
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	20,799	20,043	20,031	20,718	21,532
유동부채	3,961	2,740	2,592	2,693	2,802
단기차입금	806	586	586	586	586
매입채무	858	948	797	895	960
유동성장기부채	1,380	593	593	593	593
기타유동부채	917	613	616	619	663
비유동부채	3,293	3,250	3,251	3,252	3,319
사채	899	1,198	1,198	1,198	1,198
장기차입금	1,702	1,125	1,125	1,125	1,125
장기금융부채	49	13	13	13	13
기타비유동부채	643	914	915	916	983
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,255	5,990	5,843	5,945	6,121
지배주주지분	12,734	13,204	13,303	13,800	14,346
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	881	881	881
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-102	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	11,785	12,158	12,257	12,754	13,300
비지배주주지분	810	849	886	973	1,066
자본총계	13,544	14,053	14,189	14,773	15,412

(단위:십억원)

현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	1,381	1,278	1,417	1,221	1,478
당기순이익	1,642	757	365	790	844
유형자산 상각비	603	636	670	674	719
무형자산 상각비	82	95	147	127	109
외환손익	12	5	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-543	112	308	-228	-64
기타	-415	-327	-73	-142	-130
투자활동으로인한현금흐름	-1,763	662	-701	-1,056	-799
투자자산의 감소(증가)	-78	-398	-79	-10	-126
유형자산의 감소	15	22	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,846	-892	-1,280	-1,400	-1,400
기타	146	1,930	658	354	727
재무활동으로인한현금흐름	45	-1,900	-343	-319	-317
차입금의 증가(감소)	312	-613	0	0	0
사채의증가(감소)	-390	300	0	0	0
자본의 증가	0	-0	0	0	0
배당금	-411	-397	-230	-206	-206
기타	534	-1,190	-113	-113	-111
기타현금흐름	-18	-18	0	0	0
현금의증가(감소)	-355	22	373	-153	362
기초현금	1,685	1,330	1,352	1,724	1,571
기말현금	1,330	1,352	1,724	1,571	1,933

(단위:원, 배, %)

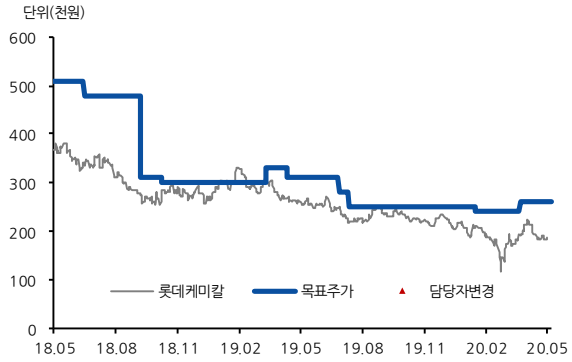
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	47,904	22,076	10,658	23,052	24,622
EPS(지배순이익 기준)	46,074	20,860	9,566	20,517	21,913
BPS(자본총계 기준)	395,162	410,006	413,964	431,016	449,638
BPS(지배지분 기준)	371,541	385,244	388,110	402,626	418,540
DPS	10,500	6,700	6,000	6,000	6,000
P/E(당기순이익 기준)	5.8	10.1	17.6	8.1	7.6
P/E(지배순이익 기준)	6.0	10.7	19.6	9.1	8.6
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(Reported)	4.0	4.5	5.6	4.3	4.3
배당수익률	3.8	3.0	3.1	3.1	3.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-28.1	-53.9	-51.7	116.3	6.8
EPS(지배순이익 기준)	-29.6	-54.7	-54.1	114.5	6.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.7	5.5	2.6	5.5	5.6
ROE(지배순이익 기준)	13.0	5.5	2.5	5.2	5.3
ROA	8.1	3.7	1.8	3.9	4.0
안정성 (%)					
부채비율	53.6	42.6	41.2	40.2	39.7
순차입금비율	1.0	순현금	순현금	1.7	3.2
이자보상배율	24.9	9.8	4.6	9.0	9.8

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2018.05.03	BUY	510,000	-28.56	-22.65
2018.07.10	BUY	480,000	-32.98	-25.10
2018.10.01	M.PERFORM	310,000	-14.43	-9.35
2018.11.02	M.PERFORM	300,000	-3.71	10.33
2019.04.05	M.PERFORM	330,000	-13.93	-7.73
2019.05.07	M.PERFORM	310,000	-16.99	-12.58
2019.07.22	M.PERFORM	280,000	-16.20	-10.89
2019.08.06	M.PERFORM	250,000	-10.14	1.00
2020.02.06	AFTER 6M	250,000	-16.40	-16.40
2020.02.10	M.PERFORM	240,000	-25.11	-12.50
2020.04.16	BUY	260,000	-24.40	-14.04
2020.05.27	BUY	260,000		

▶ 최근 2년간 롯데케미칼 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강동진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2019.04.01~2020.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.9%
보유	16건	10.1%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.