

2023.12.05(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-12-05 오전 8:27

수정한 날짜: 2023-12-05 오전 8:34

2023.12.05(화) 증권사리포트

갤럭시아머니트리

STO 발행부터 유통까지 준비 완료

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

블록체인 기술 기반 가장 빠르게 STO를 준비하고 있는 기업

갤럭시아머니트리는 1994년 설립된 종합 결제 사업자다. 국내 최초 휴대폰 결제 서비스 개발을 시작으로 신용카드 등으로 전자결제 사업을 확장하고 있으며 상품권, 모바일 쿠폰, 편의점결제 등 O2O 사업을 비롯해 자체 플랫폼인 '머니트리'를 통한 간편결제 사업까지 진행하고 있는 종합 결제 선두주자다. 주목할 부분은 블록체인 기술을 보유하고 있으며, 가장 빠르게 STO를 준비하고 있는 기업이라는 점이다. 우선 STO 즉, 증권형 토큰 발행을 위해서는 블록체인을 활용한 분산원장 (DLT, Distributed Ledger Technology) 기술 및 '스마트 컨트랙트' 기능이 필요한데 동사는 이미 '갤럭시아 토큰'을 출시해 빙썸, 고팍스 등 5군데에서 상장 및 유통중이며, 현재 총 4개의 토큰 보관이 가능한 블록체인 기반의 지갑(갤럭시아 월렛)도 서비스 중이다. STO에 최적화되어 있다는 의미다. 단일 산업에 국한되지 않은 다양한 산업의 핵심 IP를 대거 확보 중이며, 게다가 확보한 IP의 증권신고서 제출이 머지 않은 것으로 파악된다. Peer그룹 대비 높은 밸류에이션 부여가 타당하며, 2021년 NFT 출시로 당시 시가총액은 7,800억원을 상회했다. STO는 실물자산 기반의 안정화 된 증권 형태로 근본이 있는 대체투자 수단이다. 갤럭시아머니트리는 STO 최대 수혜주로 밸류에이션 재평가가 필요한 이유다.

STO는 결국 IP 확보가 관건, 핵심 IP 이미 대거 확보

STO의 핵심은 결국 선제적인 다양한 IP의 확보이다. 현재 대표적으로 거론되고 있는 조각투자는 부동산, 음악 저작권, 미술품 등이 있는데, 사실 STO는 실물자산을 기초로 토큰을 발행하는만큼 적용 분야는 무궁무진하다. 특히, 산업 초기 단계인 만큼 규제 샌드박스 및 증권신고서 승인의 허들이 존재하는데 정부 주도 산업의 경우 승인이 유리할 것으로 판단되는 상황이다. 동사는 정부 주도 산업인 신재생에너지, 탄소배출권 등 관련 기업들과 MOU를 통한 IP 확보로 STO 발행을 빠르게 추진 중이기 때문에 관련 승인 절차는 무리 없이 진행될 것으로 예상된다. 이 외에도 항공금융, 수산금융, 경주마, 전기차 충전 인프라 등 지속적으로 IP를 확보 중이다. STO 사업을 추진하고 있는 대부분의 기업들은 단일 카테고리에 한정된 IP를 보유한 반면, 동사는 정부 주도 산업에 해당하는 IP는 물론이고 다양한 산업의 IP를 선제적으로 확보하고 있다. 타 STO 기업들 대비 주목이 필요한 이유다.

장외거래중개업 '한국ST거래' 설립, STO 발행부터 유통까지 준비 완료

동사는 토큰증권의 발행은 물론, 유통까지 준비를 마친 상태다. 증권사 HTS를 개발한 '이노솔트', 실물자산 유통화 레퍼런스를 보유한 '에셋체인'과 함께 지난 9월 JV를 통해 토큰증권 장외 거래중개업 '한국ST거래'를 설립했기 때문이다. 국내 '1호 장외거래업자' 라이선스 취득을 목표로 베타서비스 엔진 개발이 이미 완료된 상태다. 결론적으로 동사는 JV 지분율에 따라 STO 발행 수수료는 물론이고, 유통 수익에 해당하는 배당, 거래 수수료 등까지 수익으로 인식할 전망이다. 발행부터 유통까지 토큰증권 시장 개화의 준비를 마쳤다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	86	81	94	112
영업이익	9	8	8	9
세전이익	5	6	1	7
순이익	9	4	(0)	5
EPS	225	99	(7)	138
증감율	77.2	(56.0)	적전	흑전
PER	15.0	36.6	(1,935.7)	30.1
PBR	1.3	1.4	4.9	1.4
EV/EBITDA	20.6	23.6	64.2	22.8
ROE	9.6	4.2	(0.3)	4.7
BPS	2,609	2,609	2,784	2,934
DPS	55	55	45	45





서울옥션

국내 미술품 대표주자, 계열사와 함께 턴어라운드 기대

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

뛰어난 해외 네트워크를 확보한 국내 미술품 시장 대표 기업

서울옥션은 1998년 설립된 미술품 경매, 중개, 판매하는 사업을 영위하는 기업이다. 미술품 시장은 미술품의 구매 관리, 정기 경매, 중개 모든 부문에서 진입장벽이 높은 산업으로 동사는 케이옥션과 함께 국내 미술품 시장의 약 90%를 과점하고 있다. 2021년부터 시장 부진을 대비해 미술품 담보대출을 통한 신규 수익모델을 창출했으며, 지속적으로 키워나가고 있는 수익모델로 대출 잔고가 2022년에는 약 250억원 수준을 기록했다. 담보대출 비즈니스를 통해 발생하는 매출은 21년 약 2억 → 22년 약 16억 → 23년 3분기 누적 기준 약 18억원으로 꾸준한 성장을 기록하고 있으며, 해당 매출은 비용이 없는 이자 수익으로 동사의 현금 유동성에 기여하고 있다. 2023년 3분기 누적 기준 매출 비중은 판매 74%, 경매 11.9%, 중개 6.4%, 담보대출 4.3%, 기타 3.4%로 구성되어 있다.

계열사 서울옥션블루 투자계약증권 증권신고서 제출 완료

동사의 계열사인 서울옥션블루는 지난 11월 28일 토큰증권 사업을 위한 증권신고서를 제출했다. 금융당국에 따르면 연내 STO 장내 거래소 규제 샌드박스 승인이 예상되는데, 이에 따른 선제적인 증권신고서 제출로 풀이된다. 포문을 연 기초자산은 미국 팝아트의 선구자 앤디워홀 작품 '달려 사인'으로 약 7억원을 공모할 예정이다. 만약 해당 증권신고서가 승인되면서

1호 승인 투자계약증권이 될 경우 기념비적인 토큰증권이 될 전망이다. 서울옥션블루는 그룹내에서 아트파이낸싱을 주력하는 계열사로 토큰증권은 공모 파이낸싱 사업의 일환이다. 비교적 사모 아트 펀드에 국한되어 있던 아트파이낸싱의 저변을 토큰증권 시장 개화와 함께 넓혀갈 것으로 예상된다. 불확실한 투자환경이 조성되는 환경 속에서 계열사 서울옥션블루의 아트파이낸싱은 그룹 내의 주요 사업으로 부각될 것으로 판단한다. 서울옥션블루의 토큰증권은 다수의 증권사와 토큰증권 관련 MOU를 맺은 상황이며, 대형 증권사와 실무적으로도 논의하고 있는 상황으로 파악되기 때문에 승인 시 빠르게 유통시장에 진입할 수 있을 것으로 예상된다.

계열사의 신사업은 내년 턴어라운드의 포문을 열 것으로 예상

미술품 시장 불경기가 지속되면서 올해 서울옥션 역시 부진이 예상되지만, 내년 서울옥션블루의 STO 성과로 미술품 시장이 활력을 되찾는다면 서울옥션 역시 선순환 효과가 이어질 것으로 기대된다. 최근 서울옥션 그룹은 아트파이낸싱의 잠재력을 높게 평가하는 상황으로 서울옥션블루의 역할이 더욱 중요해지고 있으며, 서울옥션블루는 토큰증권을 통한 공모 파이낸싱과 사모 파이낸싱 모두 진행할 것으로 예상된다. 미국, 아시아, 유럽에 모두 유통 네트워크를 확보하고 있는 서울옥션블루는 STO 사업의 해외 진출도 적극적으로 논의하는 중으로 국내에 국한되지 않는 확장성이 기대된다

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	45	29	79	55
영업이익	(5)	(0)	20	8
세전이익	(8)	(3)	18	7
순이익	(7)	(3)	16	5
EPS	(395)	(161)	948	256
증감율	적전	적지	흑전	(73.0)
PER	(14.5)	(46.2)	36.1	68.9
PBR	1.3	1.8	6.3	2.4
EV/EBITDA	0.0	106.3	29.3	36.5
ROE	(9.7)	(4.2)	18.4	3.7
BPS	4,384	4,188	5,429	7,248
DPS	0	0	200	100



케이옥션

자회사 '투게더아트' STO 증권신고서 제출 준비 완료

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

미술품 종합 관리 시스템을 구축하고 있는 미술품 경매 및 판매 대표 기업

케이옥션은 2005년 설립된 미술품 위탁판매 및 자기판매 사업을 영위하는 기업이다. 동사는 미술품을 재고로 취득한 후 판매해 매매차익을 얻는 미술품 판매부터 경매, 중개를 통해 수수료를 수취하는 사업을 영위하고 있다. 미술품 시장은 양질의 미술품을 구매 관리하고 정기적으로 경매를 진행하기 때문에 진입장벽이 높아 동사와 서울옥션이 국내 미술품 시장의 약 90%를 점유하는 과점 형태이다. 동사는 미술품 종합 관리 시스템인 K-Office를 통해 미술품데이터베이스를 구축하였으며, 작품 입고부터 작품 출고까지의 전체 프로세스 내에서 발생하는 연간 1만건 이상의 데이터베이스를 축적하고 있다. 동사의 성장 동력이 될 자회사들을 주목할 필요가 있다. 자회사는 미술품 작가 매니지먼트 및 전시업을 영위하는 '아르떼케이'와 미술품 조각투자 사업을 영위하는 '투게더아트'가 존재한다. 2023년 3분기 누적 기준 매출 비중은 미술품 경매 72.0%, 판매 17.6%, 중개 4.9%, 기타 5.5%로 구성되어 있다.

미술품 조각투자 대표 플랫폼 '아트투게더' 사업 재개 임박

동사의 자회사가 영위하는 조각투자 플랫폼 아트투게더의 사업이 내년 초에 재개될 것으로 전망된다. 과거 동사의 자회사 투게더아트의 투자계약증권 증권신고서 철회는 공정성 있는 가치 제시와 투자자 보호 요건을 보강하기 위한 자진철회였다. 현재 보강한 신규 증권신고서는 제출 준비를 모두 마친 상황으로 파악된다. 제출할 증권신고서는 금융당국의 지속적인 피드백을 반영한 것으로 승인 가능성이 높을 것으로 예상된다. 현재 금융당국은 연내에 토큰증권을 거래하기 위한 장내 거래소를 규제 샌드박스로 승인할 계획이 존재한다. 즉, 증권신고서 승인과 발맞춰 거래소가 구축될 가능성이 높은 상황으로 내년 초에는 동사의 미술품 조각투자 사업의 본격적인 재개가 예상된다. 현재 투자계약증권의 대표적으로 거론되는 기초 자산은 미술품이다. 미술품을 토큰화하면 투자자산으로 가장 큰 약점이었던 유동성을 보완할 수 있다. 토큰증권으로 형성될 새로운 미술품 유통시장은 과거 대비 높은 유동성을 기반으로 대체 투자처로 부각 받을 가능성이 존재한다. 2022년 국내 미술품 거래액 기준 약 1조원 규모의 시장을 타겟하는 새로운 유통시장의 개화가 머지않았다.

신사업에서 결국 중요한 것은 토큰증권의 발행 건수

미술품 토큰증권 시장이 개화함에 따라 동사와 같은 STO 발행사에게 가장 중요한 것은 발행건수라고 판단한다. 발행사의 수익모델이 발행 수수료와 시세차익 등이기 때문이다. 동사는 다수의 미술품을 토큰화할 준비를 마친 만큼 첫 증권신고서를 트리거로 적극적인 사업 추진이 예상된다. 내년 STO 신사업을 통한 턴어라운드 기대감과 함께, 신규 유통시장 확보를 통해서 미술품 시장 성장이 예상되기 때문에 주목할 필요가 있다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	31	24	38	28
영업이익	4	2	14	6
세전이익	3	(2)	13	5
순이익	3	(2)	10	4
EPS	145	(115)	476	150
증감율	흑전	적전	흑전	(68.5)
PER	0.0	0.0	0.0	30.7
PBR	0.0	0.0	0.0	1.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	20.4
ROE	10.1	(8.6)	14.8	3.2
BPS	1,440	1,337	3,123	4,741
DPS	0	0	0	35





핑거
 토큰증권 유통 플랫폼/솔루션 공급 전망
[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

스마트 금융을 선도하는 금융 서비스 전문 기업

핑거는 2000년 설립된 스마트 금융 플랫폼을 제공하는 핀테크 업체로 주로 금융기관과 공공기관을 대상으로 서비스를 제공하는 기업이다. 동사의 핵심 역량은 빠르게 변화하는 금융트렌드 대응 능력이다. 2001년 자산관리의 온라인화에 발맞춰 스크래핑 엔진을 처음 개발해 적용한 이력이 있으며, 2009년에는 국내 아이폰 첫 출시를 기점으로 스마트 banking 시대가 열릴 것을 예측해 모바일 banking 서비스를 국내 최초로 개발했다. 핀테크가 주목받던 2016년에도 선제적으로 관련 플랫폼/솔루션을 개발해 공급한 이력이 있다. 최초 신한은행을 시작으로 금융권은 물론 비금융권까지 플랫폼/솔루션을 공급하고 있는 상황이며, 현재는 우리은행, 하나은행, 기업은행, 국민은행, 농협은행 등 1금융권 대부분 기업들에 동사의 플랫폼을 개발해 공급 중이다. 2023년 3분기 누적 기준 매출 비중은 플랫폼 74.8%, 솔루션 0.2%, 수수료 2.9%, 기타 18.1%로 구성되어 있다.

빠른 개발 역량 기반 토큰증권 시장도 법제화에 맞춰 진입 전망

핑거는 또 한번 토큰증권 시장 개화라는 트렌드 변화를 감지해 이미 핵심 플랫폼/솔루션 개발을 진행 중이다. 다양한 금융 기관 및 공공기관향 레퍼런스가 존재하는 만큼 보수적인 금융기관의 신사업 솔루션 진입에 강점을 가질 것으로 판단된다. 즉, 토큰증권 법제화에 따라 증권사가 거래 플랫폼을 구축하고자 할 때 핑거의 플랫폼/솔루션을 통해 구축할 가능성이 높은 상황이다. 아직은 이르지만 동사는 토큰증권 발행 사업에도 진출을 계획하고 있는 것으로 파악된다. 동사의 미래 성장 동력 중 하나인 'IPNFT'는 특허 NFT를 거래할 수 있는 플랫폼으로 이를 통해 블록체인 및 토큰화 역량을 키워왔다. 이러한 역량을 기반으로 발행 사업 진출 시 토큰증권 가이드라인에서 언급된 분산원장 요건을 가진 발행인 계좌관리기관에 속할 가능성이 높다. 토큰증권을 금융기관을 통하지 않고 발행 및 등록, 관리가 가능하다는 의미이다. NFT 사업을 위해 확보해 둔 특허권에 대한 지적재산권을 토큰화 기초자산으로 활용할 방침이다. 결론적으로 현행 가이드라인 상 핑거는 법제화를 통해 개화 될 토큰증권의 발행 사업 진출과 함께 거래 유통 플랫폼/솔루션을 공급할 수 있는 기업이다.

본업 성장과 더불어 토큰증권 신사업으로 적극적인 행보 기대

핑거는 1) 기존 사업의 비금융권 채택 확대와 더불어 2) '땡겨요' 등의 다양한 B2C 핀테크서비스 진출 확대, 그리고 3) 본격적인 토큰증권 신사업 진출을 계획하고 있기 때문에 내년부터 실적 레벨업이 기대되는 상황이다. 기존 사업의 레퍼런스 및 성과가 견조한 만큼 토큰증권 신사업에 대한 플랫폼/솔루션 제공 기대감이 높은 상황이다. 개화하는 STO 산업에 맞춰 동사의 적극적인 행보가 기대된다

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2019	2020	2021	2022	
매출액	60	60	95	90	
영업이익	5	3	7	5	
세전이익	4	3	2	2	
순이익	3	3	1	2	
EPS	427	434	66	188	
증감율	72.9	1.6	(84.8)	184.8	
PER	0.0	0.0	406.1	56.6	
PBR	0.0	0.0	5.5	2.1	
EV/EBITDA	0.0	0.0	24.5	9.5	
ROE	23.4	19.7	1.3	3.9	
BPS	1,826	2,201	4,903	4,998	
DPS	0	0	100	100	



삼성전기

스마트폰 시장 회복 사이클 수혜

[\[출처\] 키움증권 김지산 애널리스트](#)

4분기 실적 추정치 유지, 내년 상반기 실적 호전 초점

4분기 실적 추정치를 유지하며, 영업이익은 1,344억원(QoQ -27%, YoY 33%)으로 예상된다. 주요 Set 고객사들의 연말 재고 조정 영향에 따라 전 사업부의 가동률이 하락할 것이다. FC-BGA 등 패키지기판의 수요 약세가 이어지고 있다.

그리고 나면, 내년 상반기 실적 호전에 초점을 맞춘 매매전략을 권고한다. 스마트폰 시장이 장기 침체에서 벗어나 회복 국면에 진입했고, 중국 스마트폰 업체들의 유통 재고가 감소함에 따라 MLCC의 수요 기반도 개선될 것이다.

1분기 후반부터 스마트폰 신모델 효과와 함께 재고 재축적 수요가 증가할 것으로 예상된다.

주고객 신규 플래그십 모델에 온디바이스 AI 기능이 채택될 예정인데, AP 성능이 향상됨에 따라 MLCC 탑재 용량이 증가할 것으로 기대된다.

전장용 MLCC는 전기차 및 자율주행의 확산과 함께 고성장 기조를 이어갈 것이고, 내년부터 조단위 매출 규모를 갖출 것이다.

FC-BGA는 올해 PC 수요 약세로 고전했지만, 내년에 신규 베트남 공장 가동과 함께 서버용, AI 가속기용 등으로 성과가 본격화될 것이다.

카메라모듈은 국내외 고객사 대상으로 고화소 풀디드줌 수요가 증가하고, 자율주행 카메라의 충분한 수주잔고가 매출 성장으로 반영될 것이다.

스마트폰 시장 회복 국면 진입, MLCC 수요 기반 개선 기대

2년간의 이익 감소세를 딛고, 내년 영업이익은 8,692억원(YoY 31%)으로 반등할 전망이다. 분기별 영업이익 역시 4분기를 저점으로 1분기 1,835억원(QoQ 37%), 2분기 2,118억원(QoQ 15%)으로 개선되는 흐름이 예상된다.

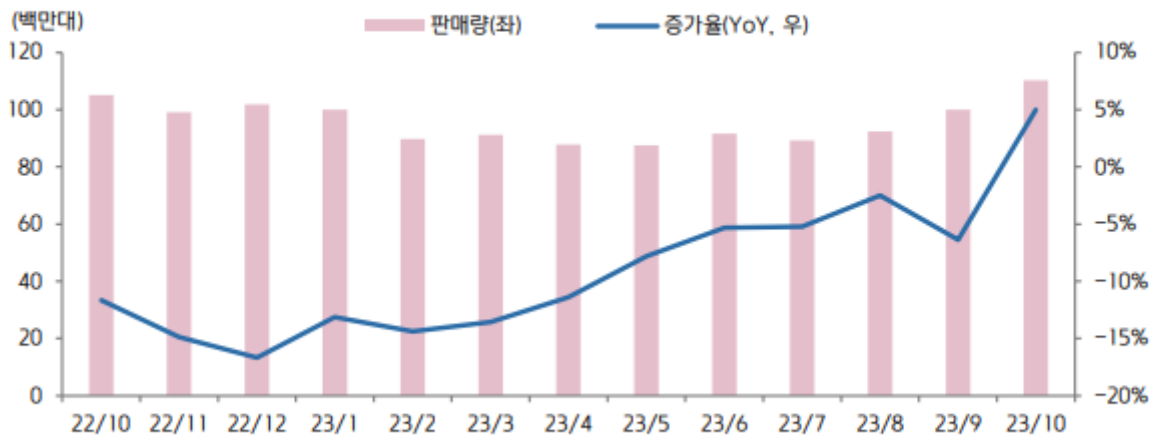
10월 글로벌 스마트폰 판매량은 1억 1,034만대(MoM +10%, YoY +5%)였고, 무려 28개월 만에 성장세로 돌아섰다. 중국의 스마트폰 판매량은 2,282만대(MoM +8%, YoY +12%)로 의미있게 반등했다. 이어서 11월 광군제 2주간 중국 스마트폰 판매량은 전년 대비 5% 증가해 역시 양호했던 것으로 파악된다

투자지표

(억원, IFRS)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	96,750	94,246	87,996	93,958
영업이익	14,869	11,828	6,634	8,692
EBITDA	23,533	20,616	14,691	17,297
세전이익	14,913	11,868	6,122	8,411
순이익	9,154	9,935	5,012	6,308
지배주주지분순이익	8,924	9,806	4,754	6,119
EPS(원)	11,500	12,636	6,126	7,885
증감률(%YoY)	47.8	9.9	-51.5	28.7
PER(배)	17.2	10.3	23.8	18.5
PBR(배)	2.28	1.34	1.43	1.35
EV/EBITDA(배)	6.4	4.8	7.3	6.1
영업이익률(%)	15.4	12.6	7.5	9.3
ROE(%)	14.3	13.8	6.2	7.5
순부채비율(%)	-2.4	-3.0	-6.5	-8.7

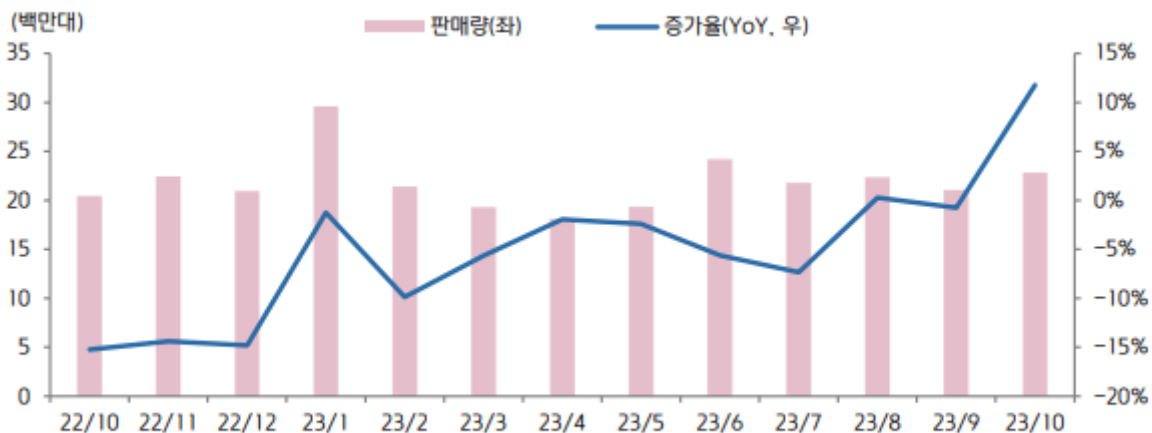
자료: 키움증권

글로벌 월별 스마트폰 판매량 추이



자료: Counterpoint, 키움증권

중국 월별 스마트폰 판매량 추이



자료: Counterpoint, 키움증권



CJ ENM

은혜 값는 금쪽이

[\[출처\] NH투자증권 이화정 애널리스트](#)

마음을 다잡은 티빙

목표주가 97,000원(기존 77,000원)으로 26% 상향. 산정방식 및 실적추정은 직전과 동일하나 티빙 중장기 성장 기대감을 고려 미디어·콘텐츠 부문 Target PER을 20배(기존 15배)로 변경했고, 지분가치(넷마블 등) 상승을 반영한 영향
투자의견 Buy 유지. 인건비 및 제작비 효율화를 통한 구조적 비용 절감 효과가 체감되는 구간. 이 가운데 티빙과 피프스 시즌의 턴어라운드 가능성도 커짐. 티빙의 경우 구독료 인상 및 제작 효율성 강화 전략, 피프스 시즌의 경우 할리우드 파업 종료로 트리거. 순차입금 규모는 여전히 부담스러우나, 빌리프랩 매각을 시작으로 자산유동화를 통한 재무구조 개선 노력 이어지고 있다는 데 주목해야 함

구독료 인상이 끌고, 환승연애가 밀고

12월 구독료 인상(20%)과 동시에 이용자 유입 기여도가 높은 인기 시리즈 '환승연애' 신규 시즌이 방영될 예정. 언론보도에 따르면 웨이브와의 합병 가능성도 유효. 다만 복잡한 이해관계 및 공정위 기업결합심사 등 넘어야 할 산이 많은 만큼, 시간이 소요될 전망. 지금은 양사의 강한 협업 의지에 더 주목해야 볼 시점

4Q23 Preview: 인건비 효율화 효과 지속

4분기 연결 매출액 1.2조원(-17% y-y), 영업이익 372억원(+463% y-y)으로 컨센서스 부합할 것. 인건비 효율화 효과 지속되는 가운데, 음악 부문의 호실적 두드러질 것. 자회사 적자폭도 상반기 대비 절반 수준인 380억원대에 그칠 것

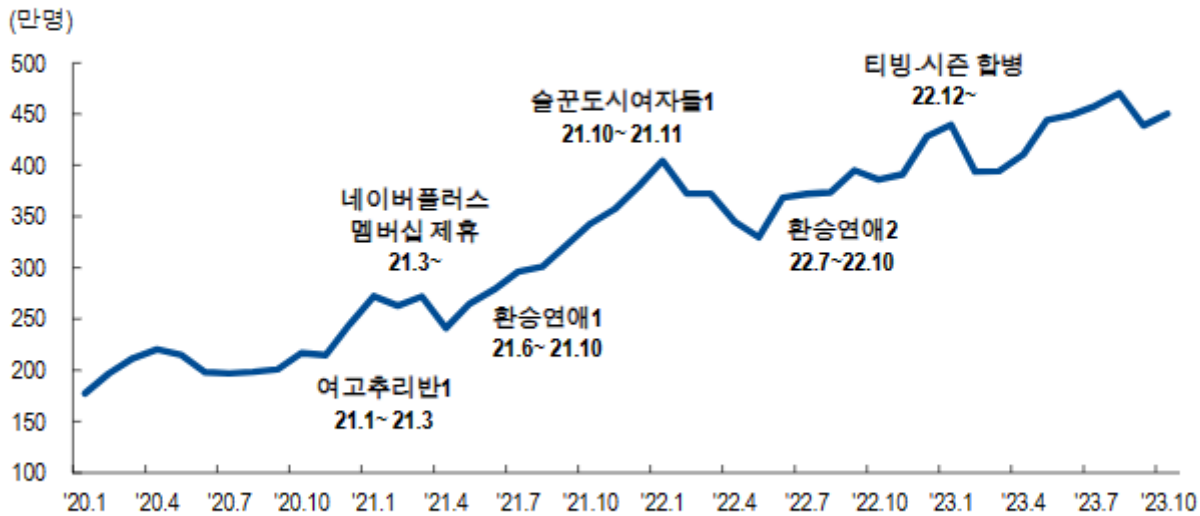
	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	4,792	4,319	4,972	5,412
증감률	34.9	-9.9	15.1	8.8
영업이익	137.4	-36.0	351.2	479.3
증감률	-53.7	적전	흑전	36.5
영업이익률	2.9	-0.8	7.1	8.9
(지배지분)순이익	-120.1	-136.9	142.0	206.7
EPS	-5,476	-6,244	6,475	9,424
증감률	적전	적지	흑전	45.5
PER	N/A	N/A	11.8	8.1
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.6	3.6	3.1	2.8
ROE	-3.3	-3.9	4.1	5.6
부채비율	137.8	145.3	138.6	130.5
순차입금	2,073	2,536	2,141	1,547

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

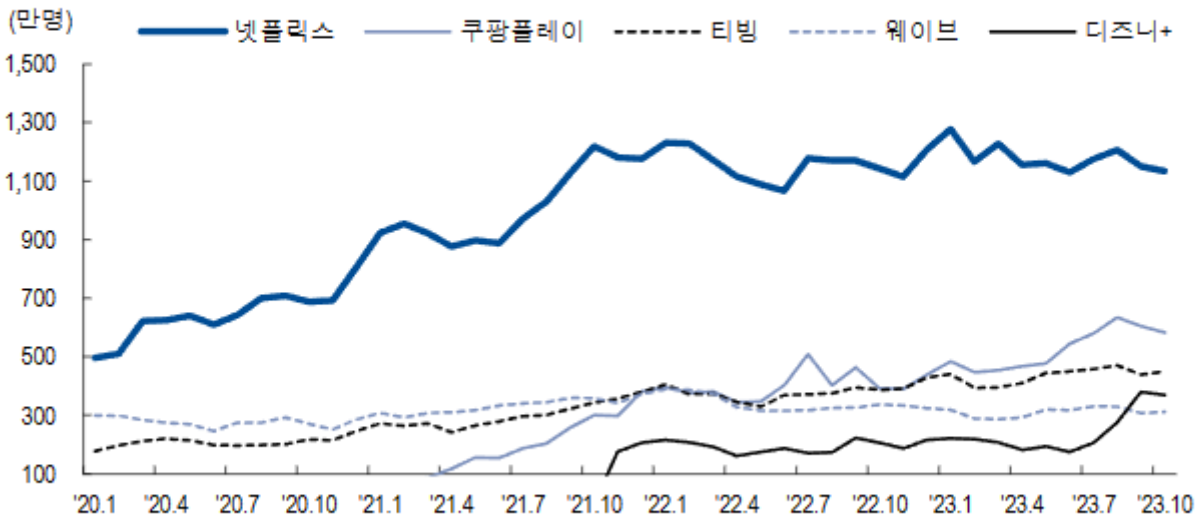
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 2020년 이후 티빙 MAU 추이: 인기 오리지널 시리즈 방영에 따른 MAU 상승 효과



주: Android 및 Apple MAU 합산; 자료: Wiseapp, 문화체육관광부, NH투자증권 리서치본부

그림2. 2020년 이후 국내 주요 OTT MAU 추이: 티빙+웨이브 합산 MAU는 전체 MAU의 26%



주: Android 및 iOS MAU 합산; 자료: Wiseapp, 문화체육관광부, NH투자증권 리서치본부



롯데정밀화학

그린소재 투자 확대. 암모니아 장기성장 기대

[출처] [현대차증권 강동진 애널리스트](#)

투자포인트 및 결론

- 4Q23 실적은 염소계열 사업의 더딘 회복으로 3Q23수준의 실적 기록할 것
- 그린소재 사업은 높은 수익성 이어갈 전망. '24년부터 물량 성장. '25년 식의약 투자 확대 결정
- 여전히 연간 투자비는 EBITDA를 하회하고 있어, 안정적인 재무구조와 배당 가능할 것
- 장기적으로는 가성소다 사업 해외 진출 및 암모니아 사업 역시 성장의 축이 될 것
- 최근 예상보다 부진한 염소계열 시황 반영하여 TP 83,000원으로 하향하나 투자의견은 유지

주요이슈 및 실적전망

- 예상보다 부진한 ECH, 가성소다 시황 지속. 다만, PVC, ECH 전반의 부진이 지속되면서 가성소다는 안정적인 흐름 이어갈 전망. 중장기 가성소다는 전구체향 수요 증가로 여타 석유화학 제품 수요 대비 높은 성장률 보여줄 것
- 동사는 장기적으로 중요한 원가 요소인 전력비가 저렴한 동남아시아에 가성소다 생산 설비 증설 검토. 동남아는 니켈 제련 등으로 연간 가성소다 수요가 두 자릿수 성장할 것으로 기대
- 그린소재 사업 성장 지속. 2H24 헤셀로스 10KTPA 증설로 성장세 이어갈 전망
- '25년 식의약 capa 증설을 기존 3,000톤에서 6,000톤으로 확대 결정. 미국 IFF가 현재 1위이나, 글로벌 투자 마무리 시 동사가 1위에 올라설 것
- 초대형 암모니아 운반선(VLAC) 발주가 20척을 상회. 장기적으로 암모니아 사용량 증가 기대. 암모니아는 수소캐리어로서 다시 Cracking하여 수소 수요처에 활용 가능할 뿐만 아니라, 직접적으로 선박 벙커링 연료 및 혼소용으로 사용 가능. 동사는 아시아 최대 암모니아 유통업체로서 울산 인프라를 활용한 암모니아 벙커링 시장 진출 등 암모니아 관련 사업 성장 기대

주가전망 및 Valuation

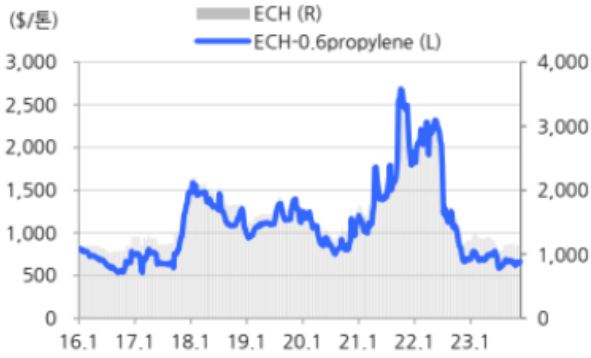
- 단기 실적은 예상보다 부진하나, 동사는 성장 가능성 높은 제품 및 안정적인 재무구조 확보. 배당 등 장기 투자 매력 높다는 판단

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 (%)
2021	1,780	245	585	365	22,692	194.5	3.3	0.9	4.8	30.4	3.1
2022	2,464	404	146	528	5,665	-75.0	10.0	0.6	1.4	6.5	6.2
2023F	1,820	183	224	322	8,690	53.4	6.8	0.6	2.2	9.5	3.6
2024F	1,833	193	250	339	9,681	11.4	6.1	0.6	1.5	9.9	3.9
2025F	1,898	214	277	364	10,738	10.9	5.5	0.5	0.9	10.1	4.3

* KIFRS 연결 기준

<그림1> ECH Spread 약세



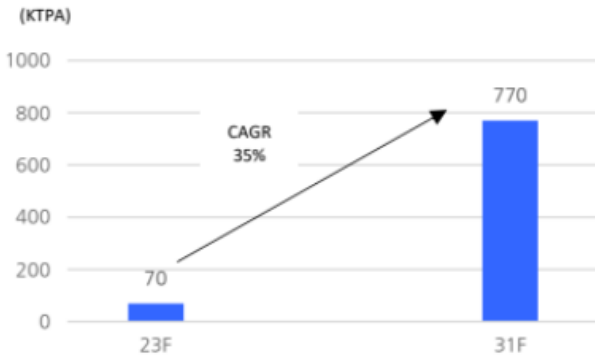
자료: Cischem, 현대차증권

<그림2> 가성소다 가격 추이



자료: Cischem, 현대차증권

<그림3> 국내 전구체향 가성소다 수요 전망



자료: 롯데정밀화학, 현대차증권

주: '23년은 롯데정밀화학, '31년은 현대차증권 추정

<그림4> 한국 암모니아 수입 물량 및 단가



자료: KITA, 현대차증권



주 전 004000 롯데정밀화학 일 주 월 년 분 초 틱 1 3 5 10 20 30 60 120 120/600 2023/12/04

58,900 ▲ 1,900 +3.33% 206,766 319.24% 0.80% 12,329백만 호가 59,000 58,900 시 59,700 고 61,200 저 58,500 매수 매도 평

롯데정밀화학 증가 단순 3 120 증가 단순 45 8 224 15 10 증가 단순 100 150억 강세패턴
← 최고 71,600 (06/29)

