



BUY(Maintain)

목표주가: 93,000원

주가(1/25): 70,000원

시가총액: 18,060억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/25)	2,562.23pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	71,700원	30,000원
등락률	-2.37%	133.33%
수익률	절대	상대
1W	13.5%	8.1%
6M	67.3%	59.3%
1Y	121.5%	78.7%

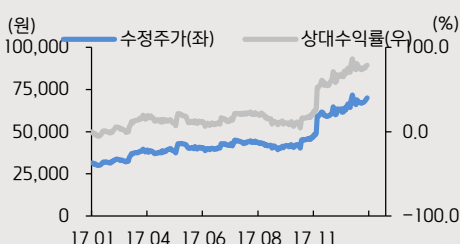
Company Data

발행주식수	25,800천주
일평균 거래량(3M)	175천주
외국인 지분율	21.78%
배당수익률(17E)	1.23%
BPS(17E)	46,249원
주요 주주	롯데케미칼 31.13%
	국민연금관리공단 12.25%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,107	11,595	13,404	15,160
보고영업이익	297	1,111	1,798	2,066
핵심영업이익	297	1,111	1,798	2,066
EBITDA	1,113	1,824	2,509	2,808
세전이익	-504	1,107	2,570	2,721
순이익	-435	892	1,994	2,111
지배주주지분순이익	-435	892	1,994	2,111
EPS(원)	-1,688	3,457	7,729	8,184
증감률(%YoY)	N/A	N/A	123.6	5.9
PER(배)	-18.2	18.8	8.4	7.9
PBR(배)	0.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.7	9.4	6.7	5.8
보고영업이익률(%)	2.7	9.6	13.4	13.6
핵심영업이익률(%)	2.7	9.6	13.4	13.6
ROE(%)	-3.8	7.7	15.5	14.4
순부채비율(%)	5.5	2.8	-0.4	-3.8

Price Trend



실적 Review

롯데정밀화학 (004000)

올해/내년에도 증익 추세가 이어진다



롯데정밀화학의 작년 4분기 영업이익은 261억원으로 시장 기대치를 상회하였습니다. 플랜트 정기보수 진행 및 계절적 비수기 영향 등에도 중국 환경규제 영향으로 가성소다/ECH/암모니아 등 주력 제품/상품의 가격/스프레드 개선에 기인합니다. 한편 작년 실적 급증에도 불구하고, 동사는 올해와 내년에도 증익 추세가 이어질 전망입니다. 중국 환경 이슈에 따른 반사 수혜 지속 및 주력 제품(셀룰로스 에테르, TMAC 등)의 증설 효과가 발생하기 때문입니다. 목표주가 상향 조정합니다.

>>> 작년 4분기 실적, 시장 기대치 상회

롯데정밀화학의 작년 4분기 실적은 매출액 2,405억원(YoY -2.9%, QoQ -22.2%), 영업이익 261억원(YoY +59.1%, QoQ -11.2%)을 기록하며, 시장 기대치(영업이익 243억원)를 상회하였다.

대정수 진행 및 4분기 계절적 비수기 영향에 따른 일회성/기회 비용 증가에도 불구하고, 1) 중국 환경규제 영향으로 염소부문 중 가성소다/ECH 스프레드가 급격히 개선되었고, 2) 중동/중국 암모니아 업체들의 설비 트러블 및 정기보수 등으로 암모니아 가격이 반등하였으며, 3) EURO6 적용과 노후화된 차량의 신차 교체 확대 등으로 유록스의 판매 물량이 증가하였기 때문이다.

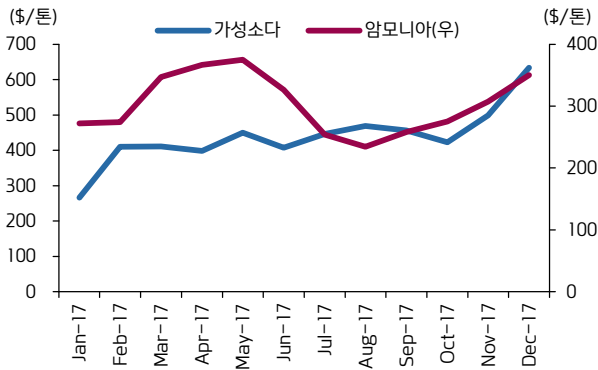
한편 동사의 작년 4분기 세전이익은 지분법업체들의 실적 호조세 지속에도 불구하고, 전 분기 대비 86.6% 감소한 55억원을 기록하였다. 에스엔폴 매각 손실/SMP 담보제공토지의 공정가치 기준의 손실 등 일회성 비용(약 250억원)이 반영되었기 때문이다. 다만 작년 4분기 발생한 일회성 비용 중 약 150억원은 올해 중에 환입될 것으로 보인다.

동사는 올해/내년에도 증익 추세가 이어질 전망이다. 이는 1) 역내/외 가성소다 수급 타이트가 지속될 전망이며, 2) 중국 환경규제 영향으로 글리세린 공법 ECH 플랜트의 저위 가동이 이어질 예상이고, 3) 국내 에폭시수지 업체들(금호피앤비화학/코오롱인더)의 신증설 확대 및 역내 에폭시수지 수급 타이트로 동사 ECH 판매량이 증가할 전망이며, 4) 올해 메셀로스 +7천톤(2Q), 헤셀로스 +9천톤(4Q), TMAC +8천톤(4Q) 증설 효과가 올해와 내년에 발생하고, 5) 중국 천연가스 가격의 강세가 지속되는 가운데, 비료/AN/카프로락탐 등 전방 산업 업황 개선으로 암모니아 가격이 재차 반등하고 있기 때문이다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 93,000원(상향)

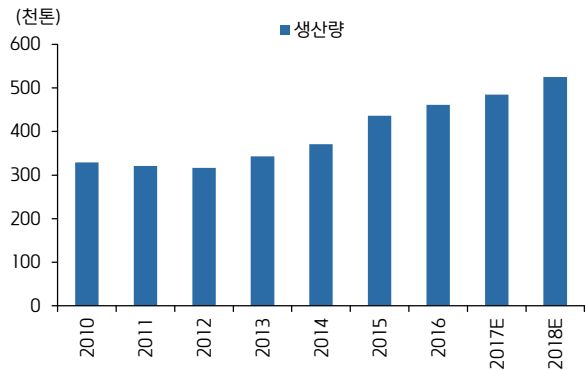
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 실적 개선에 근거해 목표주가는 93,000원으로 상향 조정한다. 동사의 목표주가 산정은 영업가치(2019년 EBITDA 추정치, 글로벌 Peer 배수 고려)와 투자자산가치를 합산한 Sum of the Parts 방식을 적용하였다.

국내 가성소다/암모니아 가격 추이



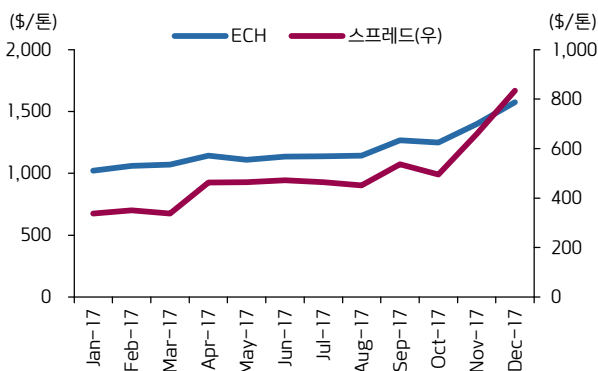
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 에폭시수지 생산량 추이/전망



자료: KOSIS, 키움증권 리서치

국내 ECH 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 Valuation

(억원, 배, 천주)	EBITDA	Multiple		비고
화학	2,808	7.7	21,623	2019년 추정치
영업가치 합(A)			21,623	
투자자산가치(B)			1,460	3Q17 장부가치
순차입금(C)			-594	2019년 추정치
시가총액(D=A+B-C)			23,677	
주식수(E)			25,470	자사주 제외
적정주가(D/E)			92,959	
목표주가			93,000	백원 단위 절상
현재주가			70,000	1/25 일 종가 기준
상승여력			32.9%	현재주가 대비

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

롯데정밀화학 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q18E	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	287	323	309	241	326	328	344	342	1,111	1,160	1,340	1,516
염소/셀룰로스 계열(기타 포함)	172	190	187	120	204	204	217	217	626	670	843	996
전자재료 부문	26	26	31	21	27	28	28	26	99	104	109	127
암모니아 계열	89	108	92	98	95	96	99	99	386	387	389	393
영업이익	22	34	29	26	44	49	51	36	30	111	180	207
영업이익률	7.7	10.4	9.5	10.9	13.6	14.8	14.9	10.4	2.7	9.6	13.4	13.8

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,619	11,107	11,595	13,404	15,160
매출원가	10,311	9,479	9,493	10,266	11,578
매출총이익	1,308	1,628	2,102	3,139	3,582
판매비및일반관리비	1,282	1,330	990	1,340	1,516
영업이익(보고)	26	297	1,111	1,798	2,066
영업이익(핵심)	26	297	1,111	1,798	2,066
영업외손익	1,102	-801	-4	772	654
이자수익	47	33	44	28	32
배당금수익	49	15	8	0	0
외환이익	151	159	106	122	125
이자비용	134	102	110	132	141
외환손실	155	160	87	82	83
관계기업지분법손익	124	150	338	630	662
투자및기타자산처분손익	1,087	-16	6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-13	-64	-8	0	0
기타	-54	-816	-300	205	61
법인세차감전이익	1,127	-504	1,107	2,570	2,721
법인세비용	227	-68	215	576	609
유효법인세율 (%)	20.2%	13.6%	19.4%	22.4%	22.4%
당기순이익	900	-435	892	1,994	2,111
지배주주지분순이익(억원)	939	-435	892	1,994	2,111
EBITDA	758	1,113	1,824	2,509	2,808
현금순이익(Cash Earnings)	1,633	380	1,605	2,705	2,853
수정당기순이익	42	-366	895	1,994	2,111
증감율(% YoY)					
매출액	-4.0	-4.4	4.4	15.6	13.1
영업이익(보고)	N/A	1,064.7	273.6	61.8	14.9
영업이익(핵심)	N/A	1,064.7	273.6	61.8	14.9
EBITDA	65.1	46.8	63.9	37.5	11.9
지배주주지분 당기순이익	53.4	N/A	N/A	123.6	5.9
EPS	53.4	N/A	N/A	123.6	5.9
수정순이익	-82.3	N/A	N/A	122.9	5.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	590	993	1,295	1,840	1,977
당기순이익	900	-435	892	1,994	2,111
감가상각비	687	703	640	663	711
무형자산상각비	46	113	73	47	31
외환손익	3	-16	-18	-41	-42
자산처분손익	75	27	-6	0	0
지분법손익	-109	-150	-338	-630	-662
영업활동자산부채 증감	-52	-516	-101	-376	-365
기타	-959	1,269	153	183	192
투자활동현금흐름	912	-472	-919	-1,292	-1,289
투자자산의 처분	-783	-339	-25	-92	-89
유형자산의 처분	1,052	10	0	0	0
유형자산의 취득	-841	-312	-900	-1,200	-1,200
무형자산의 처분	14	4	0	0	0
기타	1,469	165	6	0	0
재무활동현금흐름	-280	-613	68	34	42
단기차입금의 증가	332	-448	0	0	0
장기차입금의 증가	-536	-37	180	240	240
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-127	-76	-204	-204
기타	0	0	-35	-3	6
현금및현금성자산의순증가	1,222	-92	445	582	729
기초현금및현금성자산	971	2,193	2,101	2,546	3,128
기말현금및현금성자산	2,193	2,101	2,546	3,128	3,857
Gross Cash Flow	642	1,509	1,397	2,216	2,342
Op Free Cash Flow	-126	249	823	932	1,243

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,834	5,692	6,294	7,461	8,758
현금및현금성자산	2,193	2,101	2,546	3,128	3,857
유동금융자산	10	301	314	363	411
매출채권및유동채권	1,959	1,836	1,916	2,216	2,506
재고자산	1,520	1,368	1,428	1,651	1,867
기타유동비금융자산	152	86	89	103	117
비유동자산	11,008	9,618	10,020	11,046	12,062
장기매출채권및기타비유동채권	202	32	33	38	44
투자자산	2,822	1,950	2,164	2,695	3,248
유형자산	7,609	7,171	7,431	7,968	8,457
무형자산	336	241	168	121	91
기타비유동자산	40	223	223	223	223
자산총계	16,842	15,309	16,314	18,507	20,820
유동부채	1,853	2,028	2,072	2,237	2,397
매입채무및기타유동채무	1,540	937	979	1,131	1,280
단기차입금	129	17	17	17	17
유동성장기차입금	11	999	999	999	999
기타유동부채	174	74	78	90	102
비유동부채	3,353	2,165	2,310	2,547	2,793
장기매입채무및비유동채무	30	0	0	0	0
사채및장기차입금	3,032	1,998	2,178	2,418	2,658
기타비유동부채	291	167	132	129	135
부채총계	5,206	4,193	4,382	4,784	5,190
자본금	1,290	1,290	1,290	1,290	1,290
주식발행초과금	3,029	3,029	3,029	3,029	3,029
이익잉여금	7,130	6,611	7,427	9,217	11,125
기타자본	186	187	187	187	187
지배주주지분자본총계	11,636	11,117	11,932	13,723	15,630
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	11,636	11,117	11,932	13,723	15,630
순차입금	968	612	334	-57	-594
총차입금	3,171	3,014	3,194	3,434	3,674

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,638	-1,688	3,457	7,729	8,184
BPS	45,100	43,088	46,249	53,189	60,583
주당EBITDA	2,939	4,314	7,072	9,724	10,884
CFPS	6,328	1,473	6,221	10,483	11,059
DPS	500	300	800	800	900
주가배수(배)					
PER	9.8	-18.2	18.8	8.4	7.9
PBR	0.8	0.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.9	7.7	9.4	6.7	5.8
PCFR	5.6	20.8	10.4	6.2	5.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.2	2.7	9.6	13.4	13.6
영업이익률(핵심)	0.2	2.7	9.6	13.4	13.6
EBITDA margin	6.5	10.0	15.7	18.7	18.5
순이익률	7.7	-3.9	7.7	14.9	13.9
자기자본이익률(ROE)	7.6	-3.8	7.7	15.5	14.4
투자자본이익률(ROIC)	0.2	2.6	11.3	17.3	18.4
안정성(%)					
부채비율	44.7	37.7	36.7	34.9	33.2
순차입금비율	8.3	5.5	2.8	-0.4	-3.8
이자보상배율(배)	0.2	2.9	10.1	13.6	14.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	5.9	6.2	6.5	6.4
재고자산회전율	7.5	7.7	8.3	8.7	8.6
매입채무회전율	8.3	9.0	12.1	12.7	12.6

Compliance Notice

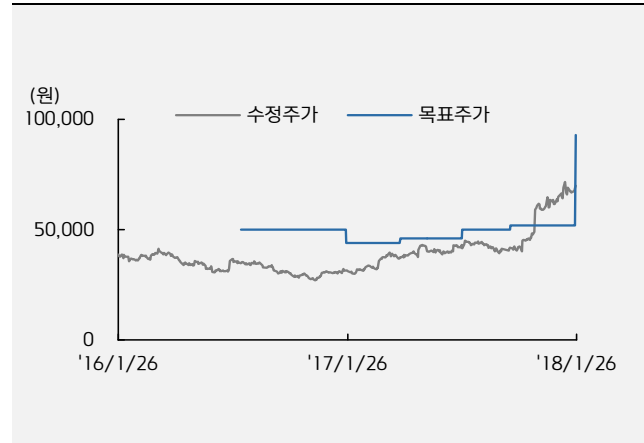
- 당사는 1월 25일 현재 '롯데정밀화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
롯데정밀화학 (004000)	2016/08/09	Buy(Initiate)	50,000원	6개월	-33.8	-28.8
	2016/10/27	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-37.4	-28.8
	2017/01/24	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-30.0	-28.2
	2017/02/10	Buy(Maintain)	44,000원	6개월	-22.0	-9.9
	2017/04/20	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-12.4	-6.1
	2017/07/28	Buy(Maintain)	50,000원	6개월	-15.0	-10.1
	2017/10/16	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	-19.8	-18.5
	2017/10/31	Buy(Maintain)	52,000원	6개월	9.5	37.9
	2018/01/26	Buy(Maintain)	93,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%