



## BUY(Maintain)

목표주가: 93,000원

주가(2/23): 70,000원

시가총액: 18,834억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/23)	2,451.52pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	76,800원	32,100원
등락률	-4.95%	127.41%
수익률	절대	상대
1W	7.2%	10.9%
6M	67.0%	61.2%
1Y	121.5%	90.5%

## Company Data

발행주식수	25,800천주
일평균 거래량(3M)	154천주
외국인 지분율	21.59%
배당수익률(17E)	1.23%
BPS(17E)	46,250원
주요 주주	롯데케미칼 국민연금관리공단
	31.13% 12.25%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,107	11,595	14,564	16,299
보고영업이익	297	1,111	1,726	1,871
핵심영업이익	297	1,111	1,726	1,871
EBITDA	1,113	1,824	2,412	2,634
세전이익	-504	1,107	2,408	2,442
순이익	-435	892	1,869	1,895
자배주주지분순이익	-435	892	1,869	1,895
EPS(원)	-1,688	3,459	7,24	7,345
증감률(%YoY)	N/A	N/A	109.4	1.4
PER(배)	-18.2	18.8	9.0	8.8
PBR(배)	0.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.7	9.2	7.1	6.4
보고영업이익률(%)	2.7	9.6	11.9	11.5
핵심영업이익률(%)	2.7	9.6	11.9	11.5
ROE(%)	-3.8	7.7	14.6	13.1
순부채비율(%)	5.5	0.3	3.2	0.0

## Price Trend



## 기업브리프

## 롯데정밀화학 (004000)

## 작년은 맛보기에 불과하다



롯데정밀화학은 올해에도 증익 추세가 이어질 전망입니다. 중국 환경 이슈에 따른 가성소다/ECH의 반사 수혜가 지속될 전망이고, 주력 제품들(셀룰로스 에테르, TMAC 등)의 증설 효과가 발생하기 때문입니다. 한편 올해 세전이익은 작년 4분기에 발생한 일부 일회성 비용의 환입 및 초산 가격 상승에 따른 롯데BP화학 등 지분법 업체들의 실적 급증으로 작년 대비 117.5% 증가할 것으로 예상됩니다. 동사의 작년 실적 개선은 맛보기에 불과하다고 봅니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 세전이익, 작년 대비 117.5% 증가 전망

동사는 작년 큰 폭의 실적 증가에도 불구하고, 올해에도 증익 추세가 이어질 전망이다. 아래에 그 이유를 부문별/제품별로 간략히 부연한다.

1) 가성소다: 최근 급등한 가격이 조정 받고 있지만, 중국의 알루미나 생산량 감축 해소로 3월 중순부터 재차 반등할 전망이다. 한편 유럽 멤브레인 전환 설비의 가동 영향은 존재하나, 중국의 환경 규제 확대 및 북미 신증설 제한 등으로 중기적으로 가성소다는 현재의 호조세를 유지할 전망이다. 동사의 가성소다 생산능력은 약 40만톤(100% 기준)으로 경상권 유일의 가성소다 업체(소규모 업체인 케이오씨 제외)이다.

2) ECH: 2013년부터 이어진 역내 신증설 확대로 작년까지 ECH부문은 대규모 적자를 기록하였다. 하지만 글리세린 가격 급등으로 인한 경쟁 ECH 수입 성 악화 및 가동률 감축으로 작년 11~12월부터 ECH 가격이 급격히 상승하고 있다. 또한 ECH 전방인 에폭시수지는 아시아 등 신흥국 수요 확대 및 캠포지트/전자재료 성장률 확대로 향후 5% 이상의 수요 증가가 이어질 것으로 전망되는 가운데, 국내 시장은 관련 업체 증설 확대가 이어질 것으로 보인다. 참고로 동사는 현재 ECH 플랜트를 100%로 돌리고 있다.

3) 셀룰로스: 동사는 공식적으로 셀룰로스 에테르 제품군의 마진율을 공표하지 않지만, 경쟁사인 Ashland, Dow, Shin-Etsu 등의 셀룰로스 제품군 마진율을 고려하면 타 범용화학 제품 대비 차별화된 마진율을 유지하고 있는 것으로 보인다. 이는 제조에 높은 기술적 수준이 필요하고, 건축용 제품군의 성장률 제한 등으로 글로벌 과정 상태가 유지되고 있으며, 셀룰로스 유도체의 주요 원재료는 화학펄프나 무명 린터로 원재료 비용이 매출액의 10~15%에 불과하기 때문이다. 한편 향후 동사의 셀룰로스부문의 실적은 더욱 확대될 전망이다. 올해 추가적인 증설(2분기 메셀로스 7천톤, 4분기 혼셀로스 9천톤)로 규모의 경제 달성을 및 세계 시장점유율 확대가 예상되며, 에틸렌계 셀룰로스 및 의료용/식첨용 HPMC 제품군을 생산하는 등 제품믹스 개선(셀룰로스 4대 제품군 풀 라인업 완성)으로 세계 선도업체와의 ASP 괴리율이 감소하고 있기 때문이다.

4) 암모니아계열: 천연가스 가격의 강세가 지속되고 있는 가운데, 비료/AN/카프로락탐 등 전방 산업 업황 개선으로 암모니아 가격이 반등하고 있다. 이에 동사의 암모니아부문 트레이딩 마진도 재차 개선되고 있다. 암모니아 트레이딩은 요소 사업 철수 이후 탱크 등 인프라를 활용하여 타 상품 판매 대비 마진율이 높으며, 국내 시장점유율 50% 수준을 유지하고 있다. 한편 동사의 유록스(요소수) 매출액은 국내 배기가스 환경규제 강화로 지난 3년 동안 연평균 40% 이상의 성장률을 기록하였으며, 올해도 물류 강화 및 고객처 확대로 높은 성장률을 이어갈 것으로 보인다.

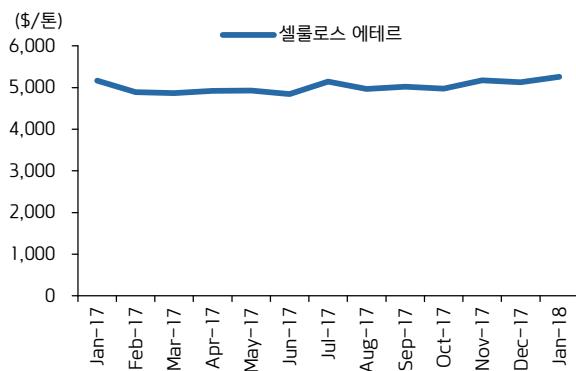
5) 전자재료계열: 적자를 지속하였던 비핵심 제품 등을 철수/매각하며, 재작년부터 높은 마진율을 유지하고 있다. 작년 11월 초 HP의 삼성 프린터 사업 인수 완료로 종합토너부문은 안정적인 판매가 지속될 전망이며, 반도체/LCD 현상액인 TMAH의 핵심 원료인 TMAC은 전방 업황 호조세로 올해도 견고한 실적을 유지할 예상이다. 한편 TMAC의 주요 고객처인 한덕화학(롯데정밀화학 지분율 50%, 세계 1위 TMAH 업체)의 노후화 설비(2개 라인) 교체에 따른 리밸핑(+30%)을 고려해, 동사는 TMAC 생산능력을 올해 하반기 8천톤을 증설할 계획이다.

5) 세전이익: 올해 세전이익은 2,408억원으로 작년 대비 117.5% 증가할 전망이다. 작년 4분기 발생한 일회성 비용 일부가 올해 중에 환입될 전망이며, 지분법이익이 큰 폭으로 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 지분율 50%를 보유한 한덕화학의 실적 호조세가 지속되는 가운데, 특히 롯데BP화학의 실적 개선이 확대될 전망이다. 롯데BP화학은 초산을 국내 독점적으로 생산하고 있는데, 최근 초산 가격은 중국 천연가스/석탄 가격 상승 및 환경 규제 확대, 폴리에스터 업황 개선에 따른 TPA 수급 개선, PE 설비의 EVA 전환 증가 등으로 랠리가 이어지고 있다. 참고로 중국 북부 초산 플랜트 가운데 230만톤이 중국 대기오염 규제로 가동률을 낮추거나 가동을 중단한 것으로 보인다. 한편 외신 등에 따르면 롯데BP화학은 내년 정기보수 시기(4~5월)에 디보틀넥 킹을 통하여 현재 초산 생산능력을 57만톤에서 67만톤으로 확대할 계획으로 보인다.

### **>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 93,000원(유지)**

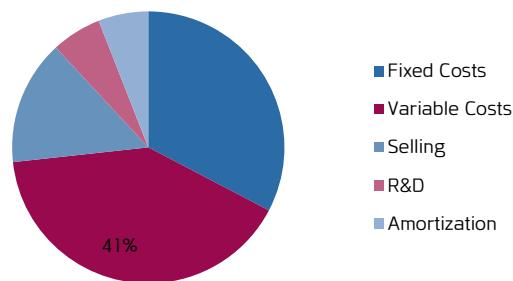
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 93,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 중국 환경 규제 이슈로 가성소다/ECH 가격이 올해도 견조한 흐름을 지속할 것으로 전망되며, 2) 올해 셀룰로스 및 TMAC 등 Cash Cow 제품 증설로 물량 측면의 기저 효과가 발생하고, 3) 2014년 이후 이어진 혹독한 인력/사업 구조조정 효과로 자산 효율성이 증가하였으며, 4) 2014~2016년 구조조정을 통한 수익성 확보에 중점을 두어 신규 사업을 투자가 부진하였는데, 동사는 올해부터 주요 제품의 증산/증설 및 신규 사업 투자를 재차 확대할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 동사의 작년과 재작년 연평균 Capex는 약 500억원 수준이었으나, 올해는 1,700억원 수준으로 증가할 전망이다.

## 국내 셀룰로스 에테르 가격 추이



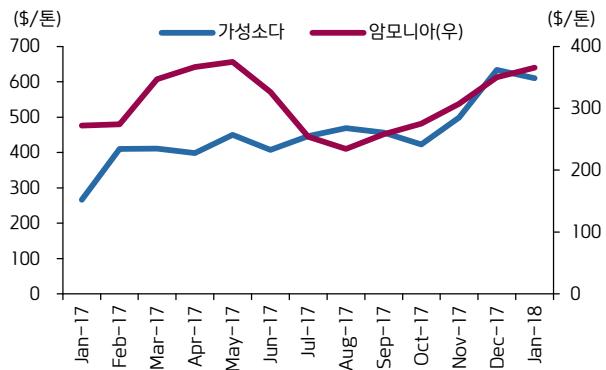
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 셀룰로스 에테르 제조원가(경쟁사 평균)



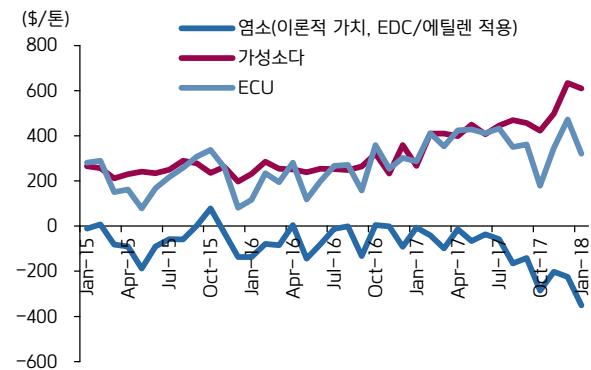
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 국내 가성소다/암모니아 가격 추이



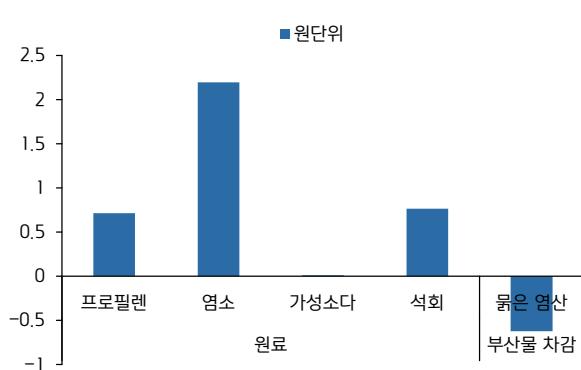
자료: KITA, 키움증권 리서치

## ECU Value 추이



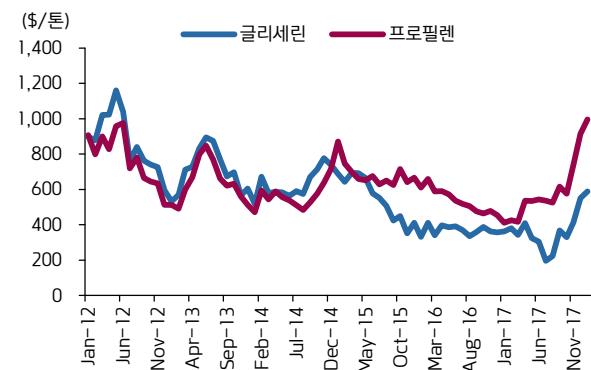
자료: KITA, TO, ACTED, 키움증권 리서치

## ECH 원단위 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

## ECH 스프레드 추이(글리세린/프로필렌)



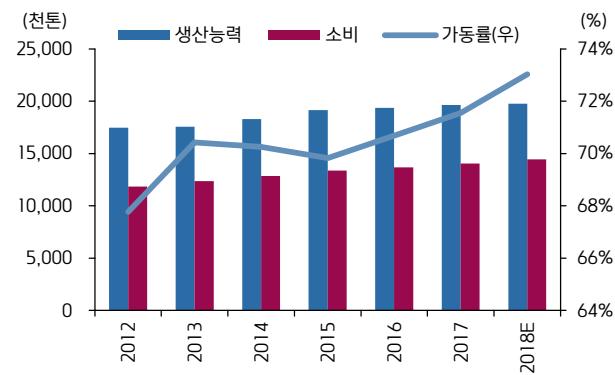
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 롯데BP화학 초산 생산능력 추이



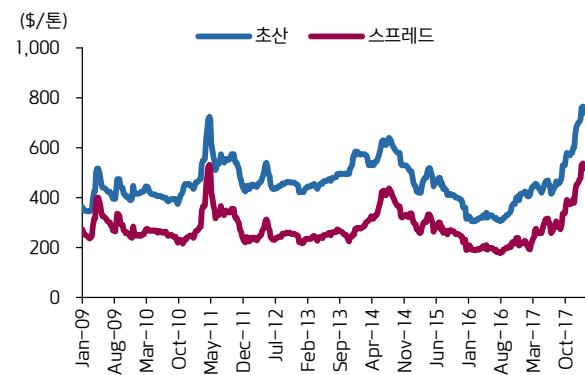
자료: 롯데BP화학, 키움증권 리서치

## 세계 초산 수급 추이



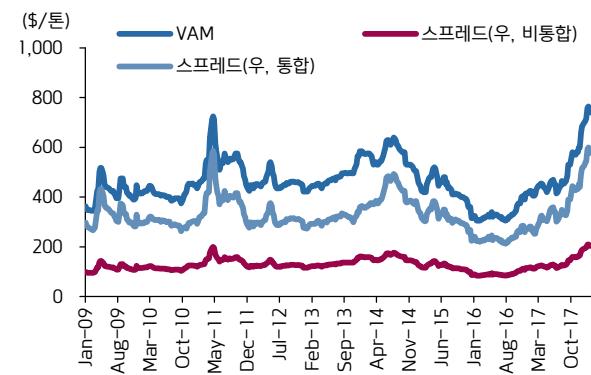
자료: Bloomberg, TO, 키움증권 리서치

## 국내 초산 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 국내 VAM 가격 및 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 롯데정밀화학 실적 전망

(단위: 십억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q17E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	287	323	309	241	350	358	375	373	1,111	1,160	1,456	1,630
영소/셀룰로스 계열(기타 포함)	172	190	187	120	215	221	234	234	626	670	904	1,055
전자재료 부문	26	26	31	21	27	28	28	26	99	104	109	127
임모니아 계열	89	108	92	98	108	109	113	113	386	387	444	449
영업이익	22	34	29	26	39	46	49	39	30	111	173	187
영업이익률	7.7	10.4	9.5	10.9	11.1	12.9	12.9	10.4	2.7	9.6	11.9	11.5

자료: 롯데정밀화학, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,619	11,107	11,595	14,564	16,299
매출원가	10,311	9,479	9,493	11,382	12,798
매출총이익	1,308	1,628	2,102	3,182	3,501
판매비및일반관리비	1,282	1,330	990	1,456	1,630
영업이익(보고)	26	297	1,111	1,726	1,871
영업이익(핵심)	26	297	1,111	1,726	1,871
영업외손익	1,102	-801	-4	682	571
이자수익	47	33	44	30	35
배당금수익	49	15	8	0	0
외환이익	151	159	106	122	125
이자비용	134	102	110	132	143
외환손실	155	160	87	82	83
관계기업지분법손익	124	150	312	521	573
투자및기타자산처분손익	1,087	-16	6	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-13	-64	-8	0	0
기타	-54	-816	-274	223	65
법인세차감전이익	1,127	-504	1,107	2,408	2,442
법인세비용	227	-68	215	539	547
유효법인세율 (%)	20.2%	13.6%	19.4%	22.4%	22.4%
당기순이익	900	-435	892	1,869	1,895
지배주주지분순이익(억원)	939	-435	892	1,869	1,895
EBITDA	758	1,113	1,824	2,412	2,634
현금순이익(Cash Earnings)	1,633	380	1,605	2,555	2,658
수정당기순이익	42	-366	895	1,869	1,895
증감율(% YoY)					
매출액	-4.0	-4.4	4.4	25.6	11.9
영업이익(보고)	N/A	1,064.7	273.6	55.3	8.4
영업이익(핵심)	N/A	1,064.7	273.6	55.3	8.4
EBITDA	65.1	46.8	63.9	32.2	9.2
지배주주지분 당기순이익	53.4	N/A	N/A	109.4	1.4
EPS	53.4	N/A	N/A	109.4	1.4
수정순이익	-82.3	N/A	N/A	108.8	1.4

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	590	993	1,321	1,559	1,874
당기순이익	900	-435	892	1,869	1,895
감가상각비	687	703	640	639	732
무형자산상각비	46	113	73	47	31
외환손익	3	-16	-18	-41	-42
자산처분손익	75	27	-6	0	0
지분법손익	-109	-150	-312	-521	-573
영업활동자산부채 증감	-52	-516	-101	-617	-361
기타	-959	1,269	153	183	192
투자활동현금흐름	912	-472	-650	-1,834	-1,288
투자자산의 처분	-783	-339	-25	-151	-88
유형자산의 처분	1,052	10	0	0	0
유형자산의 취득	-841	-312	-631	-1,683	-1,200
무형자산의 처분	14	4	0	0	0
기타	1,469	165	6	0	0
재무활동현금흐름	-280	-613	15	136	42
단기차입금의 증가	332	-448	0	0	0
장기차입금의 증가	-536	-37	126	337	240
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-76	-127	-76	-204	-204
기타	0	0	-35	4	6
현금및현금성자산의순증가	1,222	-92	686	-139	628
기초현금및현금성자산	971	2,193	2,101	2,787	2,649
기말현금및현금성자산	2,193	2,101	2,787	2,649	3,277
Gross Cash Flow	642	1,509	1,423	2,176	2,235
Op Free Cash Flow	-126	249	1,092	112	1,073

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,834	5,692	6,536	7,357	8,546
현금및현금성자산	2,193	2,101	2,787	2,649	3,277
유동금융자산	10	301	314	395	442
매출채권및유동채권	1,959	1,836	1,916	2,407	2,694
재고자산	1,520	1,368	1,428	1,794	2,008
기타유동비금융자산	152	86	89	112	126
비유동자산	11,008	9,618	9,725	11,180	12,086
장기매출채권및기타비유동채권	202	32	33	42	47
투자자산	2,822	1,950	2,138	2,588	3,051
유형자산	7,609	7,171	7,162	8,206	8,673
무형자산	336	241	168	121	91
기타비유동자산	40	223	223	223	223
자산총계	16,842	15,309	16,261	18,537	20,632
유동부채	1,853	2,028	2,072	2,343	2,501
매입채무및기타유동채무	1,540	937	979	1,229	1,376
단기차입금	129	17	17	17	17
유동성장기차입금	11	999	999	999	999
기타유동부채	174	74	78	98	109
비유동부채	3,353	2,165	2,256	2,596	2,842
장기매입채무및비유동채무	30	0	0	0	0
사채및장기차입금	3,032	1,998	2,124	2,461	2,701
기타비유동부채	291	167	132	135	141
부채총계	5,206	4,193	4,328	4,939	5,343
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	9,092	10,783
기타자본	186	187	187	187	187
지배주주지분자본총계	11,636	11,117	11,933	13,598	15,289
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	11,636	11,117	11,933	13,598	15,289
순차입금	968	612	39	433	-2
총차입금	3,171	3,014	3,140	3,477	3,717

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,638	-1,688	3,459	7,244	7,345
BPS	45,100	43,088	46,250	52,704	59,260
주당EBITDA	2,939	4,314	7,072	9,351	10,209
CFPS	6,328	1,473	6,222	9,904	10,303
DPS	500	300	800	800	900
주가배수(배)					
PER	9.8	-18.2	18.8	9.0	8.8
PBR	0.8	0.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	12.9	7.7	9.2	7.1	6.4
PCFR	5.6	20.8	10.4	6.6	6.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.2	2.7	9.6	11.9	11.5
영업이익률(핵심)	0.2	2.7	9.6	11.9	11.5
EBITDA margin	6.5	10.0	15.7	16.6	16.2
순이익률	7.7	-3.9	7.7	12.8	11.6
자기자본이익률(ROE)	7.6	-3.8	7.7	14.6	13.1
투하자본이익률(ROIC)	0.2	2.6	11.5	16.4	16.0
안정성(%)					
부채비율	44.7	37.7	36.3	36.3	34.9
순차입금비율	8.3	5.5	0.3	3.2	0.0
이자보상배율(배)	0.2	2.9	10.1	13.1	13.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.9	5.9	6.2	6.7	6.4
재고자산회전율	7.5	7.7	8.3	9.0	8.6
매입채무회전율	8.3	9.0	12.1	13.2	12.5

## Compliance Notice

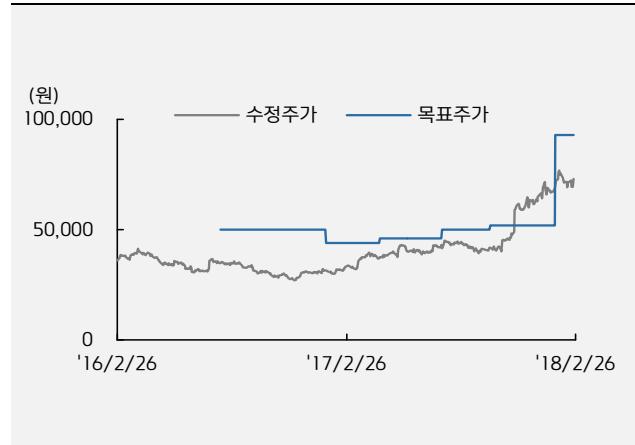
- 당사는 2월 23일 현재 '롯데정밀화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	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	-22.1	-17.4
	2018/02/26	Buy(Maintain)	93,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 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%