

롯데정밀화학(004000)

1Q18 Preview: 답은 이미 나왔다

하나부터 열까지 모두 긍정적

제품가격 강세에 따라 2018년 예상 실적을 상향 조정하며 목표주가를 기존대비 9% 상향한 100,000원으로 제시한다. 2018년 영업이익과 지분법이익 전망치를 각각 8%, 84% 높이고 그에 따라 2018F EPS는 15% 상향조정(2018F EPS 증가율 156%) 되었다. 2018F DPS 또한 153% 상향조정 했는데, 실적 개선 외 배당성향을 23%로 높였기 때문이다. 롯데그룹의 guidance를 감안하면 배당성향은 30%까지 확대될 가능성이 열려있다. 주주친화적인 배당정책과 업황 강세를 감안할 때 지금 매수할 것을 권고한다. 더욱 주목할 점은, 전년동기대비 110% 개선될 1분기 순이익과 더불어 실적 모멘텀이 올해 본격화 될 것 이라는 것이다.

2018년 영업이익 전년대비 119% 증가 전망

타이트한 수급을 고려해 2018년 추정 ECH와 가성소다 판가를 각각 32%와 10% 상향한 것이 영업이익 전망치 증가의 주된 이유다. 계절적 성수기에 들어서는 3월부터 ECH와 가성소다의 spot가격이 상승할 것으로 전망하기 때문에 현재 전망치도 보수적이라고 판단한다. 따라서, 전년동기대비 87% 개선될 1분기 영업이익을 기점으로 실적 모멘텀이 가속화 될 것이다. 향후 2~3년 동안은 제한적인 증설로 ECH와 가성소다가 장기적인 상승세를 지속할 것이라는 전망 또한 유지한다.

2018년 지분법 이익 급증할 것

주요 자회사인 롯데비피화학의 대폭 개선된 제품 스프레드를 고려해 2018년 지분법이익을 전년대비 74% 증가한 600억원으로 전망한다. 롯데비피화학은 한국에서 초산을 독점 공급하고 있으며, 초산 업황 강세가 2년 이상은 지속될 것으로 전망된다. 향후 몇 년간 아세트산 관련한 유의미한 증설이 없으며, 중국의 공급 차질로 수급이 타이트한 상태다. 중국의 공급 차질은 원재료인 석탄 관련 환경 문제에 기인한 만큼 당분간은 공급량 부족이 지속될 전망이다. 1분기 지분법이익은 150억 원으로 추정하고 있는데, 현재까지 1분기 평균 초산 스프레드가 전분기 평균 대비 30% 상승한 점을 감안했을 때 보수적인 실적 추정이라 판단한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	1,162	3	94	3,685	53.4	76	9.7	13.2	0.8	8.0	1.4
2016A	1,111	30	(44)	(1,710)	NM	111	NM	7.6	0.7	(3.8)	1.0
2017F	1,159	111	89	3,491	NM	190	18.6	8.2	1.4	7.7	1.2
2018F	1,465	243	227	8,930	155.8	326	7.8	5.0	1.3	17.5	2.9
2019F	1,625	347	307	12,066	35.1	435	5.7	3.3	1.1	20.1	4.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 100,000원(상향)

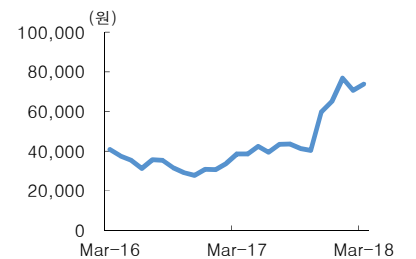
Stock Data

KOSPI(3/8)	2,433
주가(3/8)	73,800
시가총액(십억원)	1,904
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저(원)	76,800/32,100
일평균거래대금(6개월, 백만원)	8,008
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.6/21.9
주요주주(%)	롯데케미칼 31.1 국민연금 12.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.5	76.6	124.0
KOSPI 대비(%p)	2.4	72.7	107.9

주가추이

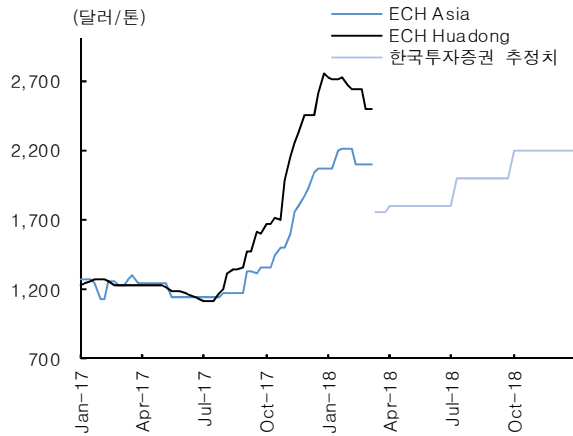


자료: WISEfn

이도연

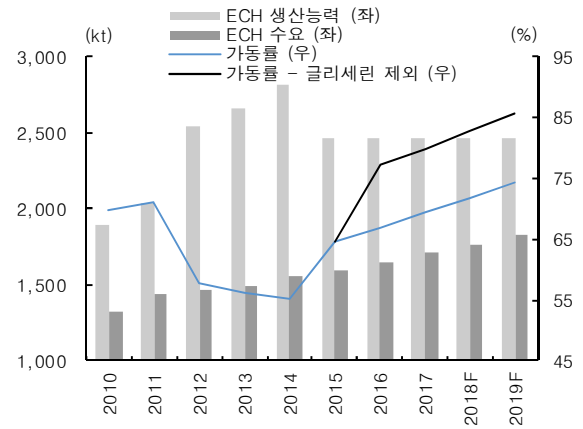
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 중국을 중심으로 ECH 가격 상승 시작



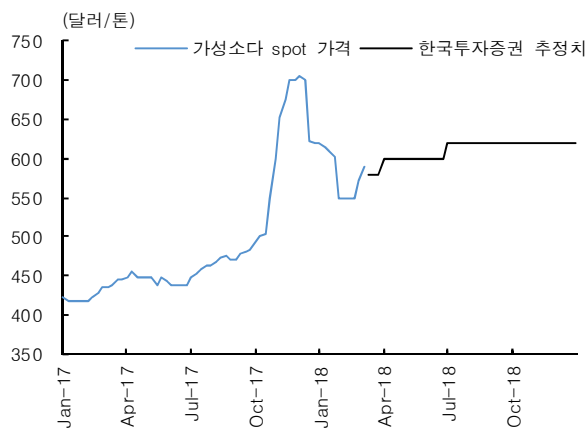
자료: 씨스کم, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] ECH 수급은 장기 upturn의 시작점



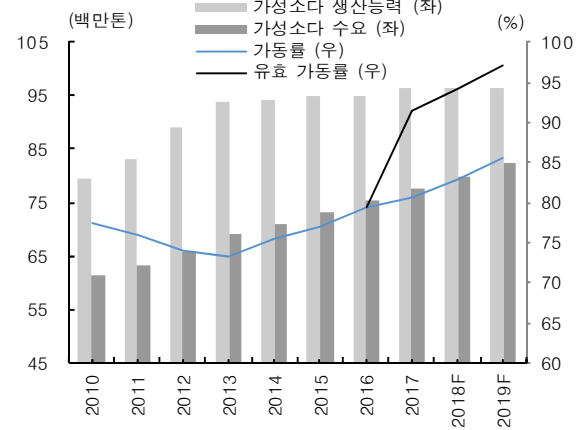
주: 유효가동률 (검은 실선)은 글리세린 설비 scrap 가정해 산출
자료: 롯데정밀화학, 한국투자증권

[그림 3] 가성소다는 타이트한 수급으로 반등



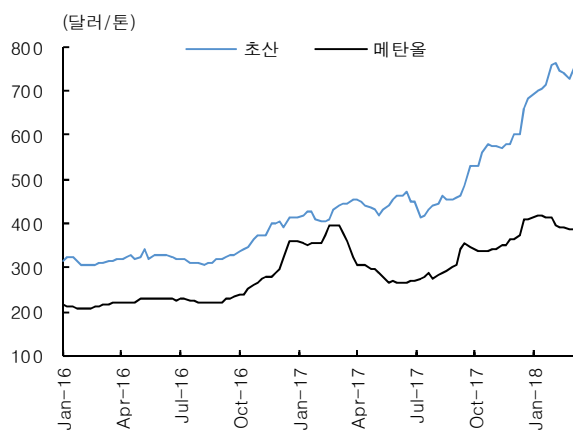
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 4] 세계 가성소다 수급은 이미 shortage로 전환



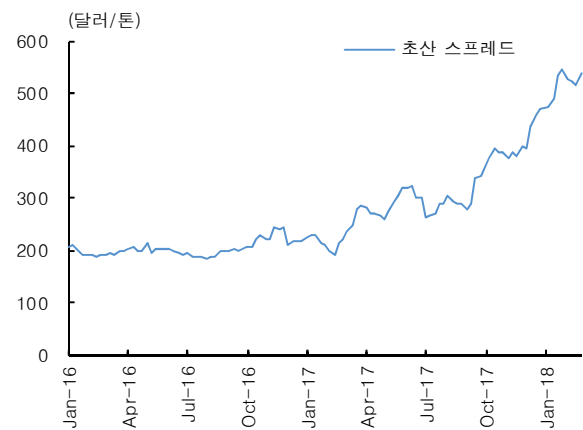
주: 유효가동률(검은 실선)은 환경규제 강화로 중국 가성소다 설비 가동률을 70%로 가정,
유럽 수은 설비 폐쇄를 가정해 산출
자료: 롯데정밀화학, 한국투자증권

[그림 5] 높아지는 초산 가격은 지분법 이익 확대 요소



자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 6] 타이트한 공급으로 대폭 확대된 초산 스프레드



자료: 씨스کم, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	1,414.5	1,465.3	3.6	1,603.0	1,625.3	1.4
영업이익	224.3	243.2	8.4	321.4	346.5	7.8
영업이익률	15.9	16.6	0.7	20.0	21.3	1.3
지분법이익	32.6	60.0	84.3	12.2	60.0	390.9
세전이익	256.0	303.3	18.5	332.5	409.7	23.2
순이익	197.1	227.5	15.4	256.0	307.3	20.0

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017P	2018F	2019F
매출액	287	323	309	241	342	358	376	389	1,159	1,465	1,625
영업이익	22	34	29	26	41	59	69	74	111	243	347
영업이익률 (%)	7.7	10.4	9.5	10.9	12.0	16.6	18.3	19.0	9.6	16.6	21.3
지분법이익	4.0	4.2	10.0	14.5	14.5	10.0	5.0	3.1	34.5	60.0	60.0
순이익	19	30	32	7	41	55	62	70	89	227	307
증가율 (% YoY)											
매출액	0.4	10.4	8.6	(2.9)	19.4	10.9	21.5	61.8	4.4	26.4	10.9
영업이익	NM	36.8	192.8	59.0	86.6	77.2	133.4	183.0	273.6	118.8	42.5
지분법이익	NM	23.9	169.8	63.7	56.3	59.8	92.1	75.0	257.9	73.1	28.5
순이익	NM	38.8	263.4	175.0	110.3	80.2	95.0	860.1	NM	155.8	35.1
증가율 (% QoQ)											
매출액	15.7	12.7	(4.2)	(22.2)	42.2	4.7	4.9	3.5			
영업이익	34.5	52.0	(12.4)	(11.2)	57.9	44.4	15.4	7.7			
지분법이익	NM	23.9	169.8	63.7	56.3	59.8	92.1	75.0			
순이익	637.5	56.3	4.0	(77.1)	464.1	34.0	12.6	12.8			
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)					42	52	58	55		200	244
					(1.7)	14.2	19.1	34.1		21.4	41.8
컨센서스 추정 순이익 차이 (%)					40.7	47.7	52.2	44.2		198.4	223.0
					0.7	15.1	18.4	57.8		14.6	37.8

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017P	2018F	2019F
매출액	287	323	309	269	342	358	376	389	1,188	1,465	1,625
염소 및 셀룰로스 계열	172	189	187	157	229	239	252	263	705	983	1,101
암모니아 계열	89	108	92	84	83	89	94	97	372	363	402
전자재료 부문	26	26	31	28	30	30	30	30	111	119	123
영업이익	22	34	29	27	41	59	69	74	112	243	347
염소 및 셀룰로스 계열	10	19	16	15	29	45	54	58	59	186	282
암모니아 계열	9	11	11	10	10	11	12	13	41.4	45	52
전자재료 부문	3	3	3	2	3	3	3	3	12	12	13
영업이익률(%)	7.7	10.4	9.5	10.2	12.0	16.6	18.3	19.0	9.5	16.6	21.3
염소 및 셀룰로스 계열	5.8	10.1	8.4	9.3	12.6	18.9	21.4	22.1	8.4	18.9	25.6
암모니아 계열	10.3	10.5	11.6	12.3	11.6	12.8	12.2	13.0	11.1	12.4	12.8
전자재료 부문	11.6	12.3	9.8	8.8	8.9	9.9	10.3	10.8	10.6	10.0	10.8

주: 2017년 매출액과 영업이익은 일회성 제거한 기준

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
2018F EBITDA		326
사업가치	6.9x 2018F EV/EBITDA 적용	2,251
투자유가증권		135
총자산가치		2,386
순부채		(145)
순자산가치		2,531
발행주식수(천 주)		25,800
적정가치(원)		98,107
목표주가(원)		100,000

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1964년에 설립해 정밀화학 및 일반화학제품, 전자재료 등을 만드는 복합화학업체. 주력 제품은 염소/셀룰로스 계열 제품.

- ECH: Epichlorohydrine. 에폭시 수지의 원료

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	583	569	599	892	1,071
현금성자산	219	210	229	380	544
매출채권및기타채권	196	183	142	230	240
재고자산	152	137	99	148	152
비유동자산	1,101	962	965	1,048	1,089
투자자산	284	197	210	222	234
유형자산	761	717	718	792	824
무형자산	34	24	19	15	12
자산총계	1,684	1,531	1,565	1,940	2,161
유동부채	185	203	230	218	233
매입채무및기타채무	154	94	100	161	167
단기차입금및단기사채	13	2	11	31	26
유동성장기부채	1	100	110	16	29
비유동부채	335	216	142	322	272
사채	300	200	130	310	260
장기차입금및금융부채	4	0	0	0	0
부채총계	521	419	372	540	505
지배주주지분	1,164	1,112	1,193	1,400	1,656
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	713	661	742	949	1,205
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,112	1,193	1,400	1,656

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	99	65	220	171	327
당기순이익	90	(44)	89	227	307
유형자산감가상각비	69	70	72	77	84
무형자산상각비	5	11	7	6	5
자산부채변동	35	(85)	91	(79)	(9)
기타	(100)	113	(39)	(60)	(60)
투자활동현금흐름	84	(46)	(143)	(105)	(70)
유형자산투자	(84)	(31)	(72)	(151)	(116)
유형자산매각	105	1	0	0	0
투자자산순증	(94)	(33)	21	48	48
무형자산순증	1	0	(2)	(2)	(2)
기타	156	17	(90)	0	0
재무활동현금흐름	(61)	(29)	(58)	85	(93)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(54)	(16)	(50)	106	(42)
배당금지급	(8)	(13)	(8)	(20)	(52)
기타	1	0	0	(1)	1
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	122	(9)	19	151	164

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

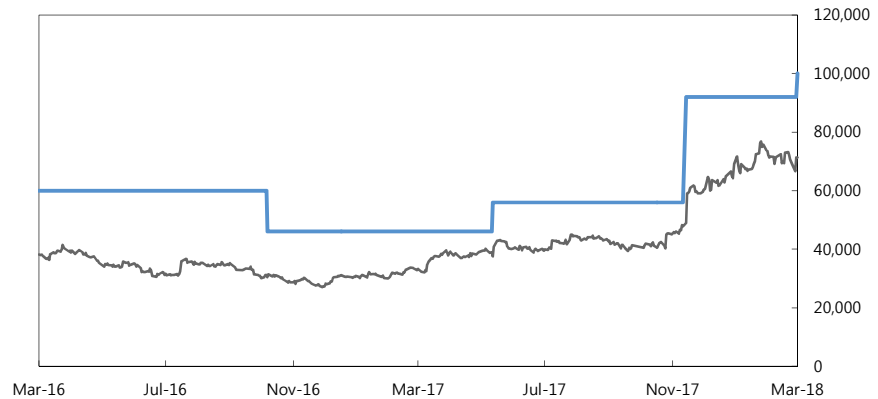
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	1,162	1,111	1,159	1,465	1,625
매출원가	1,031	948	949	1,103	1,152
매출총이익	131	163	211	363	473
판매관리비	128	133	100	120	127
영업이익	3	30	111	243	347
금융수익	3	3	14	6	9
이자수익	2	3	5	6	9
금융비용	14	11	14	12	11
이자비용	13	10	10	10	11
기타영업외손익	111	(88)	(35)	5	5
관계기업관련손익	11	15	34	60	60
세전계속사업이익	113	(50)	110	303	410
법인세비용	23	(7)	22	76	102
연결당기순이익	90	(44)	89	227	307
지배주주지분순이익	94	(44)	89	227	307
기타포괄이익	(109)	4	0	0	0
총포괄이익	(19)	(39)	89	227	307
지배주주지분포괄이익	(15)	(39)	89	227	307
EBITDA	76	111	190	326	435

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,685	(1,710)	3,491	8,930	12,066
BPS	45,463	43,451	46,601	54,629	64,541
DPS	500	300	800	2,028	2,743
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(4.0)	(4.4)	4.4	26.4	10.9
영업이익증가율	NM	1,064.7	273.6	118.8	42.5
순이익증가율	53.4	NM	NM	155.8	35.1
EPS증가율	53.4	NM	NM	155.8	35.1
EBITDA증가율	65.1	46.8	70.9	71.5	33.4
수익성(%)					
영업이익률	0.2	2.7	9.6	16.6	21.3
순이익률	8.1	(3.9)	7.7	15.5	18.9
EBITDA Margin	6.5	10.0	16.4	22.3	26.8
ROA	5.1	(2.7)	5.7	13.0	15.0
ROE	8.0	(3.8)	7.7	17.5	20.1
배당수익률	1.4	1.0	1.2	2.9	4.0
배당성향	13.6	NM	22.9	22.7	22.7
안정성					
순차입금(십억원)	97	61	(98)	(144)	(349)
차입금/자본총계비율(%)	27.3	27.1	21.0	25.5	19.0
Valuation(X)					
PER	9.7	NM	18.6	7.8	5.7
PBR	0.8	0.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.2	7.6	8.2	5.0	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데정밀화학(004000)	2016.01.16	매수	60,000원	-41.0	-30.9
	2016.10.13	매수	46,000원	-29.1	-12.7
	2017.05.18	매수	56,000원	-24.5	-13.8
	2017.11.20	매수	92,000원	-27.4	-16.5
	2018.03.07	매수	100,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 3월 7일 현재 롯데정밀화학 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.