

롯데정밀화학(004000)

장기 호황의 초입

1분기 영업이익 전년 대비 125% 증가, 사상 최대 이익 기록
대폭 상승한 지분법 이익에 힘입어 순이익 전년 대비 183% 증가
장기 upturn의 시작점으로 지금 매수할 것 권고

Facts : 실적 서프라이즈

1분기 영업이익은 498억원으로 전분기 대비 91%, 전년 대비 125% 증가한 사상 최대 실적(분기 기준)을 기록했다. ECH 사업부문의 흑자전환과 가성소다 마진 개선이 실적 개선의 주된 요인이며, 예상보다 확대된 두 제품의 마진이 우리의 영업이익 추정치를 21% 상회한 이유다. 롯데정밀화학의 1분기 ECH 판매단가는 톤당 1,879달러로 추정되며 이는 우리의 기존 추정치를 톤당 129달러 상회한 것으로 동사업부문에서만 예상보다 50억원 이상의 이익이 창출된 것으로 추정된다. 게다가 1분기 순이익은 대폭적인 지분법 이익 개선으로 전분기 대비 626%, 전년 대비 183% 증가하여 우리 추정치를 35% 상회했다.

Pros & cons : 강화된 주요 제품들의 실적 모멘텀

지난해 적자를 기록한 유일한 제품이었던 ECH가 1분기에 타이트한 수급으로 6년 만에 흑자전환에 성공했다. 전분기 대비 44% 개선된 가성소다부문 영업이익 또한 1분기 실적 서프라이즈의 주 요인 중 하나다. 중국의 엄격한 환경규제로 인해 가성소다 수급은 세계적으로 여전히 타이트한 상황이 지속되고 있다. 1분기 지분법 이익은 전분기 대비 27%, 전년 대비 354% 개선되었고 우리 추정치를 20% 상회했다. 이는 중국의 공급 차질로 초산가격이 급등했기 때문이다. 가성소다와 같이 환경 문제로 인해 중국의 초산 생산업체들이 가동률을 줄인 점이 타이트한 초산 수급의 원인이다.

Action : 장기 호황국면의 초입

예상을 상회하는 ECH, 가성소다 및 초산 사업부문의 1분기 실적을 반영하여 2018년 순이익 전망치를 전년 대비 175% 증가한 2,450억원으로 8% 상향조정한다. 주력 제품인 ECH, 가성소다 및 초산 모두 다년간 상승세가 지속될 것으로 예상되는 가운데 지금이 장기 호황국면의 초입이란 점을 감안하면 매수관점을 강화할 시기라 판단된다. 롯데정밀화학을 화학업종 탑픽으로 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/20)	2,476
주가(4/20)	70,000
시가총액(십억원)	1,806
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저(원)	76,800/37,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,235
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.6/21.3
주요주주(%)	롯데케미칼 31.1
	국민연금 13.8

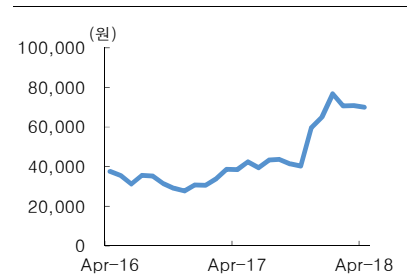
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.5	7.3	5.8
PBR(x)	1.4	1.3	1.1
ROE(%)	7.7	18.8	20.1
DY(%)	1.2	4.1	5.1
EV/EBITDA(x)	8.5	4.7	3.2
EPS(원)	3,503	9,639	12,137
BPS(원)	46,592	55,319	64,474

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.4)	69.9	86.4
KOSPI 대비(%p)	(3.1)	70.4	71.2

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	286.6	323	309.3	240.5	335.8	39.6	17.2	338.3
영업이익	22.1	33.6	29.4	26.1	49.8	90.8	125.5	43.1
영업이익률(%)	7.7	10.4	9.5	10.9	14.8	4.0	7.1	12.7
세전이익	24.8	39.5	40.9	5.5	70.8	1,187.3	185.5	54.4
순이익	19.5	30.5	31.7	7.6	55.2	626.3	183.1	43.6

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	241	336	348	364	377	1,160	1,425	1,574
영업이익	22	34	29	26	50	60	68	73	111	251	338
영업이익률 (%)	7.7	10.4	9.5	10.8	14.8	17.1	18.6	19.5	9.6	17.6	21.4
지분법이익	4.0	4.2	10.6	14.1	18.0	18.0	18.0	18.0	32.9	72.0	72.0
순이익	19	30	32	8	55	58	64	69	89	245	309
증가율 (% YoY)											
매출액	0.4	10.4	8.6	(2.9)	17.2	7.8	17.7	56.7	4.4	22.9	10.5
영업이익	NM	36.8	192.8	58.8	125.5	77.5	130.6	181.6	273.5	125.5	34.7
지분법이익	(40.4)	(7.3)	253.2	1,538.9	353.7	331.1	69.4	27.3	118.9	118.8	0.0
순이익	NM	38.8	263.4	186.9	183.3	89.1	102.2	804.7	NM	175.1	25.9
증가율 (% QoQ)											
매출액	15.7	12.7	(4.2)	(22.2)	39.6	3.7	4.6	3.5			
영업이익	34.5	52.0	(12.4)	(11.3)	91.0	19.6	13.8	8.3			
지분법이익	359.7	5.2	154.4	33.1	27.3	0.0	0.0	0.0			
순이익	637.5	56.3	4.0	(76.1)	626.3	4.4	11.2	7.0			
컨센서스 추정 영업이익					43	54	57	50		204	249
차이 (%)					15.8	9.5	19.8	47.5		22.8	35.6
컨센서스 추정 순이익					44	52	55	49		195	228
차이 (%)					24.5	11.9	16.5	40.5		28.6	48.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	269	336	348	364	377	1,188	1,425	1,574
염소 및 셀룰로스 계열	172	189	187	157	192	235	247	257	705	931	1,079
암모니아 계열	89	108	92	84	118	86	91	93	372	387	385
전자재료 부문	26	26	31	28	26	27	27	27	111	106	110
영업이익	22	34	29	27	50	60	68	73	112	251	338
염소 및 셀룰로스 계열	10	19	16	15	37	45	53	58	59	193	273
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	14.8	17.1	18.6	19.5	9.5	17.6	21.4
염소 및 셀룰로스 계열	5.8	10.1	8.4	9.3	19.2	19.2	21.6	22.4	8.4	20.7	25.3
암모니아 계열	10.3	10.5	11.6	12.3	8.2	13.3	12.8	13.6	11.1	11.7	13.4
전자재료 부문	11.6	12.3	9.8	8.8	12.8	10.8	11.4	11.9	10.6	11.7	11.8

주: 2017년 매출액과 영업이익은 일회성 제거한 기준

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	1,465.3	1,424.7	(2.8)	1,625.3	1,574.3	(3.1)
영업이익	243.2	250.6	3.1	346.5	337.6	(2.6)
영업이익률	16.6	17.6	1.0	21.3	21.4	0.1
지분법이익	60.0	72.0	20.0	60.0	72.0	20.0
세전이익	303.3	324.5	7.0	409.7	412.2	0.6
순이익	227.5	245.5	7.9	307.3	309.1	0.6

자료: 한국투자증권

〈표 5〉 SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
2018F EBITDA		333
사업가치	6.9x 2018F EV/EBITDA 적용	2,299
투자유가증권		143
총자산가치		2,442
순부채		(242)
순자산가치		2,684
발행주식수(천 주)		25,800
적정가치(원)		104,033
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 바랍나다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	569	697	745	915	988
현금성자산	210	132	112	265	187
매출채권및기타채권	183	192	236	247	272
재고자산	137	139	152	157	197
비유동자산	962	944	1,026	1,068	1,112
투자자산	197	219	231	243	253
유형자산	717	708	782	815	847
무형자산	24	15	11	9	9
자산총계	1,531	1,641	1,772	1,984	2,101
유동부채	203	355	280	306	(485)
매입채무및기타채무	94	135	217	225	235
단기차입금및단기사채	2	1	21	16	11
유동성장기부채	100	200	21	43	64
비유동부채	216	94	74	24	15
사채	200	80	60	10	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	419	449	354	330	(470)
지배주주지분	1,112	1,193	1,418	1,654	1,780
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	661	742	967	1,204	1,329
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,112	1,193	1,418	1,654	1,780

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	65	189	279	319	(648)
당기순이익	(44)	89	245	309	217
유형자산감가상각비	70	68	77	84	80
무형자산상각비	11	8	6	5	5
자산부채변동	(85)	(0)	22	(7)	(871)
기타	113	24	(71)	(72)	(79)
투자활동현금흐름	(46)	(239)	(100)	(58)	(137)
유형자산투자	(31)	(63)	(153)	(118)	(114)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(33)	(195)	60	60	70
무형자산순증	0	0	(2)	(2)	(5)
기타	17	17	(7)	0	(90)
재무활동현금흐름	(29)	(28)	(199)	(107)	(85)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(16)	(21)	(179)	(34)	7
배당금지급	(13)	(8)	(20)	(73)	(91)
기타	0	1	0	0	(1)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(9)	(78)	(20)	154	(870)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

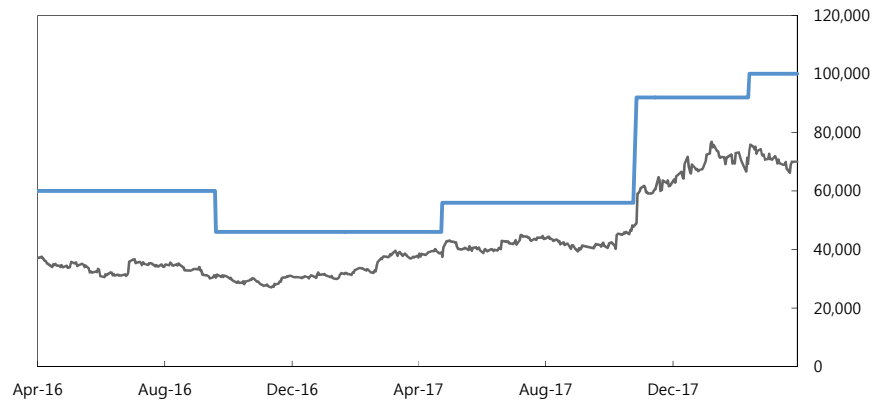
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,111	1,160	1,425	1,574	1,643
매출원가	948	949	1,060	1,115	1,345
매출총이익	163	210	365	459	298
판매관리비	133	99	114	122	91
영업이익	30	111	251	338	207
금융수익	3	5	3	5	4
이자수익	3	5	3	5	4
금융비용	11	10	5	3	2
이자비용	10	10	4	3	2
기타영업외손익	(88)	(28)	4	0	0
관계기업관련손익	15	33	72	72	80
세전계속사업이익	(50)	111	325	412	290
법인세비용	(7)	21	79	103	72
연결당기순이익	(44)	89	245	309	217
지배주주지분순이익	(44)	89	245	309	217
기타포괄이익	4	(1)	0	0	0
총포괄이익	(39)	89	245	309	217
지배주주지분포괄이익	(39)	89	245	309	217
EBITDA	111	187	333	426	292

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,710)	3,503	9,639	12,137	8,530
BPS	43,451	46,592	55,319	64,474	69,351
DPS	300	800	2,867	3,591	3,591
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(4.4)	4.4	22.9	10.5	4.4
영업이익증가율	1,064.7	273.5	125.5	34.7	(38.7)
순이익증가율	NM	NM	175.1	25.9	(29.7)
EPS증가율	NM	NM	175.2	25.9	(29.7)
EBITDA증가율	46.9	67.7	78.4	27.8	(31.4)
수익성(%)					
영업이익률	2.7	9.6	17.6	21.4	12.6
순이익률	(3.9)	7.7	17.2	19.6	13.2
EBITDA Margin	10.0	16.1	23.4	27.1	17.8
ROA	(2.7)	5.6	14.4	16.5	10.6
ROE	(3.8)	7.7	18.8	20.1	12.7
배당수익률	1.0	1.2	4.1	5.1	5.1
배당성향	NM	22.8	29.7	29.6	42.1
안정성					
순차입금(십억원)	61	(77)	(241)	(428)	(432)
차입금/자본총계비율(%)	27.1	23.6	7.2	4.2	4.2
Valuation(X)					
PER	NM	18.5	7.3	5.8	8.2
PBR	0.7	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	8.5	4.7	3.2	4.7

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
	2018.03.08	매수	100,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 23일 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	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.