

롯데정밀화학(004000)

가파른 성장 대비 현저한 저평가

개선되는 펀더멘털 대비 하락한 주가

3월 이후 가파른 유가 상승으로 석유화학제품 마진이 축소 될 것이라는 우려로 롯데정밀화학을 포함한 화학섹터가 전반적으로 주가 조정을 받았다. 하지만 이는 심리적 우려일 뿐 금번 주가 하락은 절호의 매수 기회라고 판단한다. 2분기에 들어서며 전체 제품에 걸쳐 펀더멘털은 빠르게 개선되고 있다. 이에 2분기 예상 영업이익과 순이익 추정치를 각각 9%, 11% 상향했고, 2분기 예상 영업이익은 전분기 대비 31%, 전년동기대비 94% 증가해 컨센서스를 17% 상회할 것으로 예상된다.

ECH는 호황기 초기 cycle 진입... 스프레드 확대 지속 중

ECH는 유가와 연동된 제품이나 직접적인 원재료는 원유가 아닌 프로필렌이다. 급격한 유가 상승에도 불구하고 프로필렌 가격은 상대적으로 변동성이 낮았다. 이유는 전체 프로필렌 수요의 65%를 차지하는 프로필렌 파생상품인 PP의 마진 악화가 프로필렌 가격에 하락요인으로 작용하고 있기 때문이다. 반면, 2분기 ECH 판가는 전분기대비 10% 상승해 스프레드가 19% 확대될 것으로 예상된다. 또한, ECH가 6년동안 이어진 불황에서 탈출하여 지난 4분기부터 호황기에 이제 막 진입했다는 점에 주목해야 한다. 향후 3년간 유의미한 증설이 없어 수급이 더욱 타이트해질 것으로 판단한다.

가성소다 판매가격 상승 추세 지속

가성소다 spot 가격은 작년 하반기부터 이어진 타이트한 수급과 공급부족을 오가며 변동성이 커졌다. 이러한 상황에서 롯데정밀화학의 가성소다 판가는 아시아 수급 shortage와 향후 PVC, ECH 증설 계획 부재로 인한 ECH의 구조적 장기호황에 힘입어 지속적으로 상승할 것으로 보인다(가성소다는 PVC와 ECH 설비의 부산물). 판가 상승과 전분기대비 10% 증가할 것으로 예상되는 가성소다 판매량을 감안할 때, 2분기 영업이익은 전분기대비 26% 개선될 것으로 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,111	30	(44)	(1,710)	NM	111	NM	7.6	0.7	(3.8)	1.0
2017A	1,160	111	89	3,503	NM	187	18.5	8.5	1.4	7.7	1.2
2018F	1,410	260	258	10,112	188.7	346	6.3	4.0	1.1	19.6	4.7
2019F	1,545	332	310	12,187	20.5	423	5.2	3.0	1.0	19.9	5.7
2020F	1,616	427	386	15,169	24.5	517	4.2	2.0	0.8	21.3	6.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 100,000원(상향)

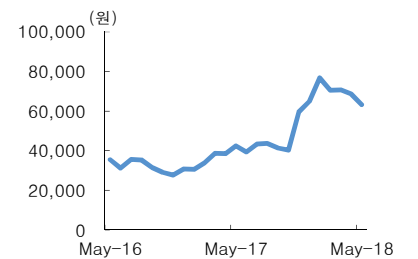
Stock Data

KOSPI(5/17)	2,448
주가(5/17)	63,200
시가총액(십억원)	1,631
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저(원)	76,800/37,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,503
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.6/22.1
주요주주(%)	롯데케미칼 31.1 국민연금 13.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(8.7)	32.2	62.1
KOSPI 대비(%p)	(8.5)	35.6	55.3

주가추이



자료: WISEFn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

셀룰로스 부문 또한 매출증가 가세

2분기 셀룰로스(펄프기반의 과점적 정밀화학제품) 판매량은 강화된 중국의 환경 규제에 의한 중국생산업체 공급차질에 힘입어 전분기대비 20% 이상 증가할 전망이다. 높은 가동률과 견조한 외형 성장을 기반으로 제품마진 또한 확대 될 것이다. 따라서 2분기 영업이익은 전분기대비 30% 이상 증가할 것으로 판단한다.

전자재료 부문 구조적 성장 가능성은 여전히 유효

반도체 현상액 원료로 쓰이는 TMAC은 다운스트림업체 생산능력 확대로 매출이 20% 이상 증가할 것이다. 뿐만 아니라 향후 레이저 프린터의 토너 사업 성장 가능성도 보다 뚜렷해지고 있다. 롯데정밀화학은 HP의 S-Print 레이저 프린터(삼성전자의 프린팅 사업부 17년 인수)에 정품 토너를 공급하여 HP의 레이저 프린터 매출과 동반 성장하는 구조로, HP의 적극적인 프린터 시장 성장 계획에 수반해 토너 매출이 큰 폭으로 늘어날 가능성이 높다. HP는 1분기 실적발표에서 2020년까지 A3 하드웨어 시장 점유율 최소 12%를 달성하는 목표에 근접해 나가고 있다고 발표했다. HP는 A3, A4용 레이저 프린터 설비시설을 중국 산둥 지역의 웨이하이로 옮기고 있으며 2019년에 본격적인 가동을 계획 중이다.

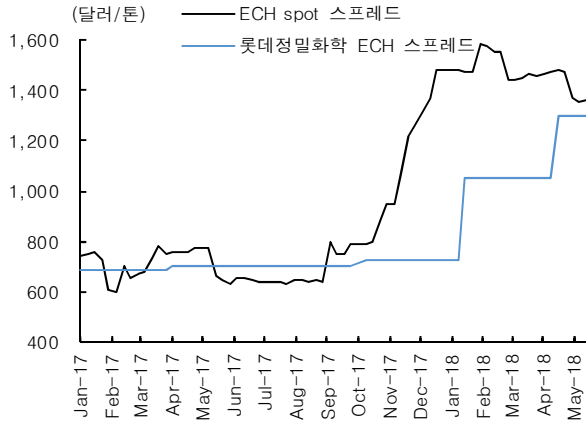
초산 스프레드 강세로 순이익 강화

2018년 영업외이익은 초산 스프레드 개선으로 작년 40억 적자 대비 대폭 상승한 760억원을 기록할 것으로 예상된다. 지분법이익으로 인식되는 자회사 롯데비피화학의 주요 제품인 초산은 개선된 마진에 힘입어 2분기 지분법이익을 전년동기대비 334% 이상 끌어올릴 전망이다. 또한 현수준보다 초산 스프레드가 더욱 확대될 가능성도 배제할 수 없다. 예상치 못한 공급 차질과 불가항력(Force majeure) 선언 등으로 최근 수급은 더욱 타이트해졌기 때문이다. 미국 텍사스에 위치한 BP의 초산 설비(600ktpa 생산능력)는 이번 달 초에 불가항력을 선언했으며, 대만 장춘석유화학의 초산 설비(700ktpa)도 예정 없이 지난 달 말부터 가동을 중단한 상태며 재가동까지 한달 이상이 걸릴 것으로 예상되고 있다. 중국(600ktpa)의 셀라니스(Celanese) 설비는 기계적 결함이 지속되고 있는 가운데 중국 생산 업체들의 대규모 정기 보수 또한 6월에 집행될 계획이다.

매수관점을 강화할 때

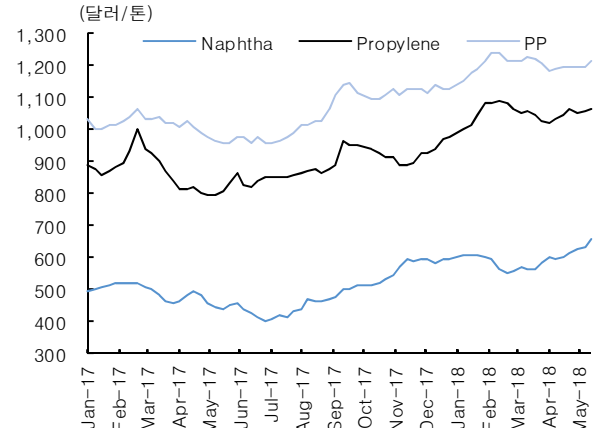
결론적으로 현재 주가 하락 움직임은 지나친 우려에서 비롯되었고, 이에 매수 관점을 강화할 시기라 판단한다. 주요 제품 전반에 걸친 펀더멘털 개선으로 영업단과 영업외단 모두 동반 성장이 기대된다. 작년 4분기에서 올해 초까지 주가는 주요 제품의 시황강세로 실적에 앞서 빠른 상승세를 보였다. 그러나 실적이 빠르게 개선되고 있는 현재상황과 반대로 주가는 최근 오히려 하락했다. 이제는 장기적으로도 주요 제품들이 모두 다년간의 상승기 초입에 진입한 것에 주목할 시기다.

[그림 1] 롯데정밀화학의 ECH 스프레드 확대 지속



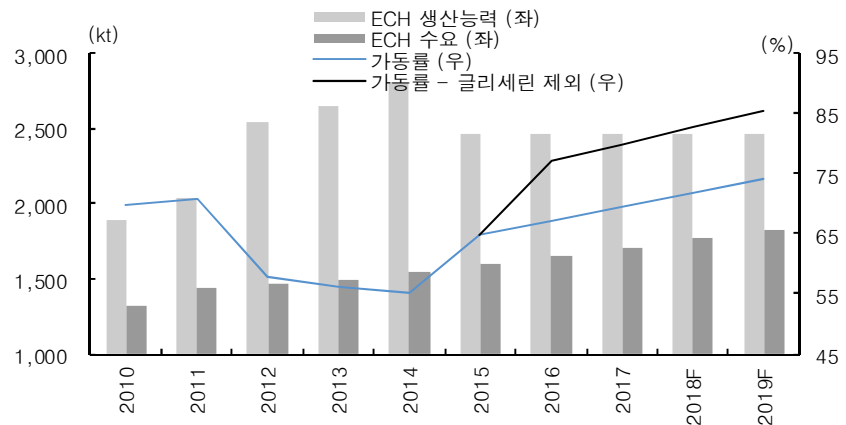
자료: Ciscem, 한국투자증권

[그림 2] 원재료인 propylene 가격은 상대적으로 안정적



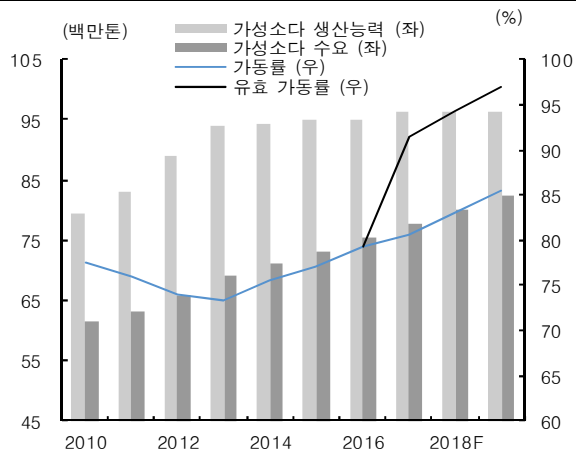
자료: Ciscem, 한국투자증권

[그림 3] ECH는 장기 호황국면의 초입에 진입



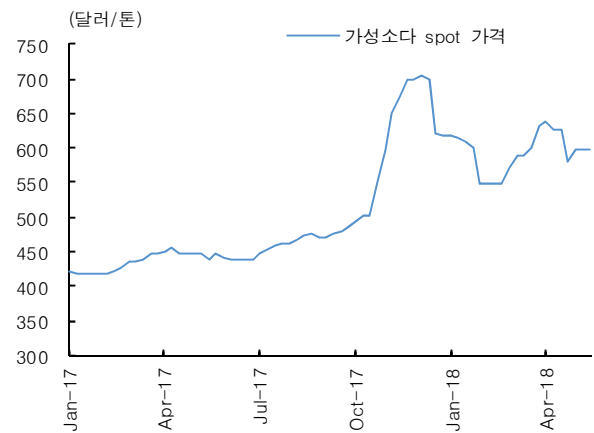
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 4] 타이트한 가성소다 수급은 지속될 전망



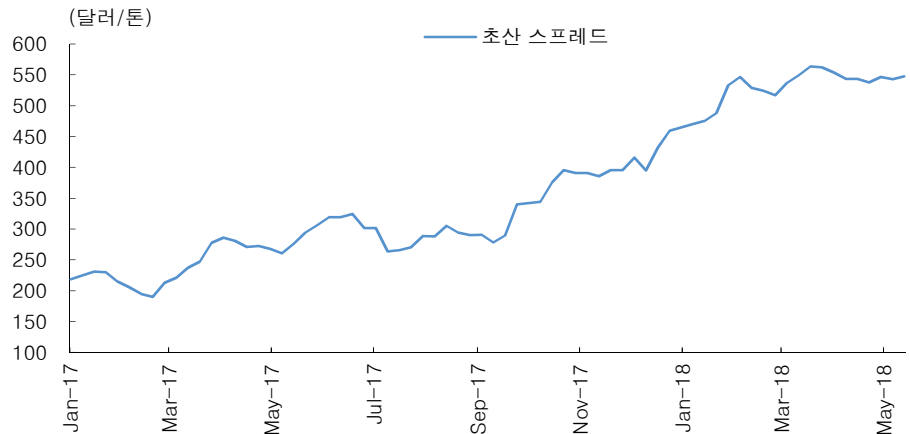
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 5] 가성소다 판매가 상승세 또한 지속될 전망



자료: Ciscem, 한국투자증권

[그림 6] 초산 수요 또한 공급을 상회



자료: Ciscchem, 한국투자증권

〈표 1〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	241	336	344	360	370	1,160	1,410	1,545
영업이익	22	34	29	26	50	65	70	75	111	260	332
영업이익률 (%)	7.7	10.4	9.5	10.8	14.8	18.9	19.6	20.2	9.6	18.5	21.5
지분법이익	4.0	4.2	10.6	14.1	18.2	18.2	18.2	18.2	32.9	72.6	72.6
순이익	19	30	32	8	55	64	67	71	89	258	310
증가율 (% YoY)											
매출액	0.4	10.4	8.6	(2.9)	17.2	6.6	16.3	54.0	4.4	21.6	9.5
영업이익	NM	36.8	192.8	58.8	125.3	94.1	139.8	187.5	273.5	134.3	27.7
지분법이익	(40.4)	(7.3)	253.2	1,538.9	357.7	334.9	71.0	28.4	118.9	120.7	0.0
순이익	NM	38.8	263.4	186.9	183.2	109.8	112.6	837.1	NM	188.6	20.5
증가율 (% QoQ)											
매출액	15.7	12.7	(4.2)	(22.2)	39.6	2.6	4.4	3.0			
영업이익	34.5	52.0	(12.4)	(11.3)	90.8	31.0	8.2	6.4			
지분법이익	359.7	5.2	154.4	33.1	28.4	0.0	0.0	0.0			
순이익	637.5	56.3	4.0	(76.1)	628.0	15.8	5.4	5.4			
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)						56	56	49		207	244
						16.6	25.2	53.6		25.8	36.5
컨센서스 추정 순이익 차이 (%)						55	57	54		206	232
						16.2	19.1	31.6		25.1	33.9

자료: Fnguide, 한국투자증권

〈표 2〉 부문별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	268	336	344	360	370	1,187	1,410	1,545
염소 및 셀룰로스 계열	172	189	187	123	192	216	226	236	670	870	992
암모니아 계열	89	108	92	118	118	99	105	106	406	428	437
전자재료 부문	26	26	31	28	26	29	29	29	111	112	117
영업이익	22	34	29	24	50	65	70	75	109	260	332
염소 및 셀룰로스 계열	10	19	16	11	37	51	56	59	56	202	267
암모니아 계열	9	11	11	10	10	11	11	12	41.4	44	50
전자재료 부문	3	3	3	2	3	4	4	4	12	15	16
영업이익률(%)	7.7	10.4	9.5	10.1	14.8	18.9	19.6	20.2	9.2	18.5	21.5
염소 및 셀룰로스 계열	5.8	10.1	8.4	9.4	19.2	23.5	24.6	25.0	8.4	23.2	26.9
암모니아 계열	10.3	10.5	11.6	8.8	8.2	10.8	10.6	11.4	10.2	10.2	11.4
전자재료 부문	11.6	12.3	9.8	8.8	12.8	12.9	12.9	13.4	10.6	13.0	13.4

주: 2017년 매출액과 영업이익은 일회성 제거한 기준

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%)	변경전	변경후	차이(%)
매출액	1,424.7	1,410.2	(1.0)	1,574.3	1,544.8	(1.9)
영업이익	250.6	260.4	3.9	337.6	332.5	(1.5)
영업이익률	17.6	18.5	0.9	21.4	21.5	0.1
자분법이익	72.0	72.6	0.9	72.0	72.6	0.9
세전이익	324.5	336.0	3.5	412.2	408.4	(0.9)
순이익	245.5	257.5	4.9	309.1	310.4	0.4

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SotP 밸류에이션

가정	(십억원)
2018F EBITDA	346
사업가치	6.9x 2018F EV/EBITDA 적용
투자유가증권	165
총자산가치	2,553
순부채	(235)
순자산가치	2,788
발행주식수(천 주)	25,800
적정가치(원)	108,051
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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	569	697	764	893	1,110
현금성자산	210	132	145	256	461
매출채권및기타채권	183	192	242	253	266
재고자산	137	139	144	151	149
비유동자산	962	944	1,032	1,130	1,230
투자자산	197	219	262	335	408
유형자산	717	708	759	788	818
무형자산	24	15	9	6	4
자산총계	1,531	1,641	1,797	2,024	2,341
유동부채	203	355	271	314	27
매입채무및기타채무	94	135	197	205	214
단기차입금및단기사채	2	1	21	16	11
유동성장기부채	100	200	32	70	108
비유동부채	216	94	96	46	17
사채	200	80	80	30	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	419	449	367	359	43
지배주주지분	1,112	1,193	1,440	1,674	1,957
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	661	742	989	1,224	1,506
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,112	1,193	1,440	1,674	1,957

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	65	189	274	321	72
당기순이익	(44)	89	258	310	386
유형자산감가상각비	70	68	79	87	87
무형자산상각비	11	8	7	4	3
자산부채변동	(85)	(0)	8	(8)	(332)
기타	113	24	(78)	(72)	(72)
투자활동현금흐름	(46)	(239)	(93)	(117)	(116)
유형자산투자	(31)	(63)	(132)	(118)	(118)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(33)	(195)	29	0	0
무형자산순증	0	0	(1)	(1)	(1)
기타	17	17	9	0	1
재무활동현금흐름	(29)	(28)	(158)	(93)	(101)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(16)	(21)	(147)	(17)	3
배당금지급	(13)	(8)	(20)	(76)	(91)
기타	0	1	9	0	(13)
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(9)	(78)	23	111	(145)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

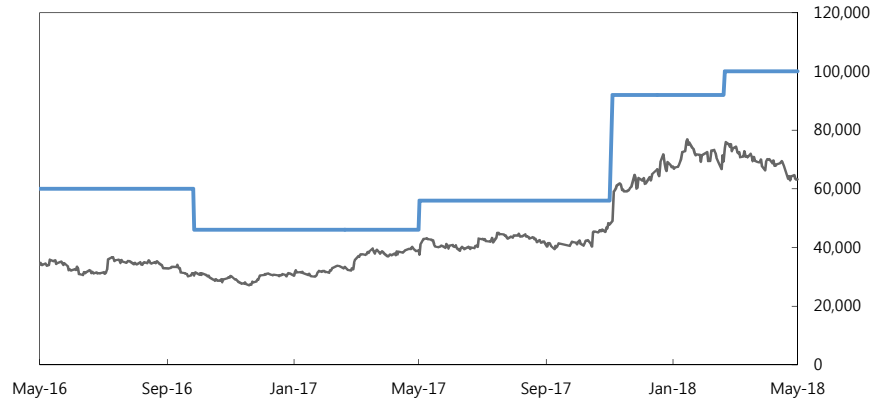
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,111	1,160	1,410	1,545	1,616
매출원가	948	949	1,059	1,115	1,104
매출총이익	163	210	352	429	512
판매관리비	133	99	91	97	84
영업이익	30	111	260	332	427
금융수익	3	5	8	8	12
이자수익	3	5	6	8	12
금융비용	11	10	8	4	4
이자비용	10	10	6	4	4
기타영업외손익	(88)	(28)	3	0	0
관계기업관련손익	15	33	73	73	73
세전계속사업이익	(50)	111	336	408	508
법인세비용	(7)	21	78	98	122
연결당기순이익	(44)	89	258	310	386
지배주주지분순이익	(44)	89	258	310	386
기타포괄이익	4	(1)	0	0	0
총포괄이익	(39)	89	258	310	386
지배주주지분포괄이익	(39)	89	258	310	386
EBITDA	111	187	346	423	517

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,710)	3,503	10,112	12,187	15,169
BPS	43,451	46,592	56,161	65,246	76,204
DPS	300	800	2,989	3,591	4,367
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(4.4)	4.4	21.6	9.5	4.6
영업이익증가율	1,064.7	273.5	134.3	27.7	28.5
순이익증가율	NM	NM	188.6	20.5	24.5
EPS증가율	NM	NM	188.7	20.5	24.5
EBITDA증가율	46.9	67.7	85.3	22.3	22.0
수익성(%)					
영업이익률	2.7	9.6	18.5	21.5	26.4
순이익률	(3.9)	7.7	18.3	20.1	23.9
EBITDA Margin	10.0	16.1	24.5	27.4	32.0
ROA	(2.7)	5.6	15.0	16.3	17.7
ROE	(3.8)	7.7	19.6	19.9	21.3
배당수익률	1.0	1.2	4.7	5.7	6.9
배당성향	NM	22.8	29.6	29.5	28.8
안정성					
순차입금(십억원)	61	(77)	(234)	(362)	(565)
차입금/자본총계비율(%)	27.1	23.6	9.3	7.0	6.1
Valuation(X)					
PER	NM	18.5	6.3	5.2	4.2
PBR	0.7	1.4	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	7.6	8.5	4.0	3.0	2.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데정밀화학(004000)	2016.04.28	매수	60,000원	-43.9	-37.4
	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 5월 17일 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.