롯데정밀화학(004000)

매수(유지)

목표주가: 100,000원(유지)

2Q18 Preview: 의심의 여지가 없는 호황 국면

가성소다 가격 하락에 따른 주가 조정

5월부터 이어진 가성소다 spot 가격 하락에 따라 주가는 조정을 받았다. 계절적 수요 부진, 정기보수 이후 가성소다 설비 재가동, 그리고 핵 제재에 따른 이란 생산업체들의 덤핑은 가성소다 가격의 하락요인으로 작용하였다. 이러한 가성소다 가격 하락에도 불구하고 롯데정밀화학의 2분기뿐만 아니라 현재 판매 계약가격 또한 내수 위주 사업과 타이트한 국내 수급 상황에 힘입어 견조한 추세를 보이고 있다. 그러나 spot 가격 하락으로 인한 일정 부분의 판매 계약가격 인하를 가정하여, 보수적 관점에서 2018년 영업이익 추정치를 12% 하향조정한다. 이는 2018년 3분기와 4분기 판매 계약가격 추정치를 각각 11%와 19% 하락한 톤당 550달러, 500달러를 적용했기 때문이다.

전년동기대비 대폭적인 실적 개선 여전히 유효

가성소다 가격 약세에 대한 우려는 주가에 이미 반영되었으며, 가성소다 가격 약세에도 불구하고, 매력적인 valuation과 전년동기대비 대폭적인 실적 모멘텀은 아직 유효하다고 판단한다. ECH 부문의 턴어라운드, 주력 제품인 셀룰로스, 유록스, ECM 등의 업황 개선, 그리고 연내 예정된 정기보수가 없다는 점에 근거하여 2분기 영업이익은 전년동기대비 94% 증가, 하반기 영업이익은 100% 이상 개선될 것으로 예상한다. 또한, 초산 부문 마진 확대에 따라 지분법이익이 큰 폭으로 늘면서 2분기와 하반기 세전이익은 전년동기대비 각각 110%, 224% 증가할 것으로 예상한다.

주요 제품 장기 호황 국면 진입

가장 중요한 것은 주요 실적동인인 ECH, 가성소다, 초산 등이 여전히 구조적 장기호황의 초입에 있다는 점이다. 석유화학의 제품 사이클은 설비 증설에 따라 움직이는데 위 제품들은 모두 중국 환경 규제에 따라 향후 2~3년간 설비 증설이 제한적일 전망이다. 롯데정밀화학에 대해 매수의견을 유지하며 비중확대를 권고한다.

	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	1,394	229	233	9,167	161.7	315	6.3	4.0	1.0	17.9	5.2
2019F	1,537	318	298	11,706	27.7	408	4.9	2.8	0.9	19.5	6.2
2020F	1,616	411	373	14,644	25.1	500	3.9	1.9	0.8	21.0	7.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

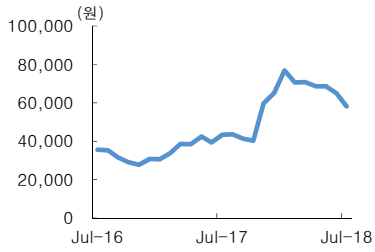
Stock Data

KOSPI(7/10)	2,294
주가(7/10)	58,100
시가총액(십억원)	1,499
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	76,800/39,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,456
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.6/23.8
주요주주(%) 롯데케미칼	31.1
국민연금	13.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(18.2)	(13.0)	46.3
KOSPI 대비(%p)	(11.7)	(4.8)	50.0

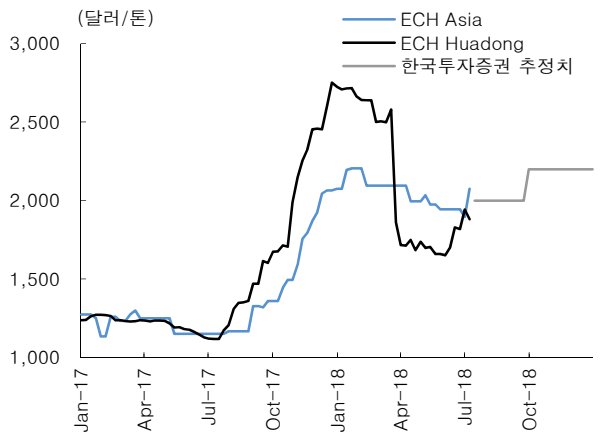
주가추이



자료: WISEfn

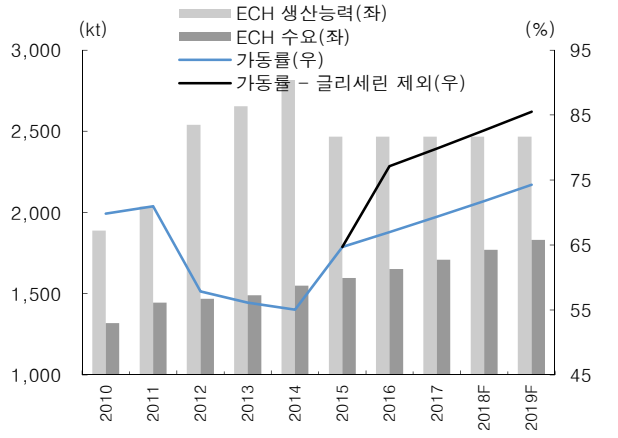
이도연
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] ECH 가격 상승 중



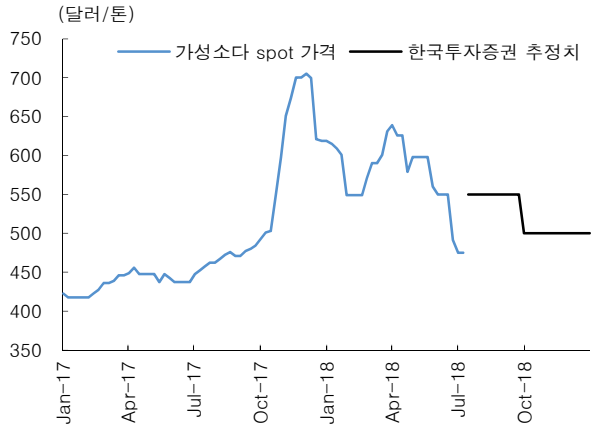
자료: 씨스켐, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] ECH 수급은 장기 upturn의 시작점



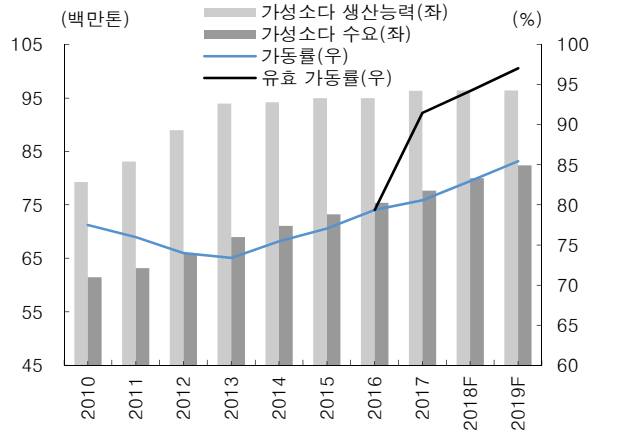
주: 유효가동률(검은 실선)은 글리세린 설비 scrap 가정해 산출
자료: 롯데정밀화학, 한국투자증권

[그림 3] spot 가격 약세는 일시적일 전망



자료: 씨스켐, 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: 한국투자증권

<표 1> 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	%	변경전	변경후	%
매출액	1,410.2	1,394.2	(1.1)	1,544.8	1,537.3	(0.5)
영업이익	260.4	228.9	(12.1)	332.5	317.6	(4.5)
영업이익률	*16.6*	*16.4*	*(0.2)*	*21.3*	*20.7*	*(0.7)*
지분법이익	72.6	72.6	-	72.6	72.6	-
세전이익	336.0	304.3	(9.4)	408.4	392.3	(3.9)
순이익	257.5	233.5	(9.3)	310.4	298.2	(3.9)

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	241	336	344	354	360	1,160	1,394	1,537
영업이익	22	34	29	26	50	65	59	55	111	229	318
영업이익률(%)	7.7	10.4	9.5	10.8	14.8	18.9	16.7	15.3	9.6	16.4	20.7
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	58	56	89	233	298
증가율(% YoY)											
매출액	0.4	10.4	8.6	(2.9)	17.2	6.6	14.3	49.8	4.4	20.2	10.3
영업이익	NM	36.8	192.8	58.8	125.3	94.1	100.4	111.3	273.5	106.0	38.7
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	84.3	638.1	NM	161.7	27.7
증가율(% QoQ)											
매출액	15.7	12.7	(4.2)	(22.2)	39.6	2.6	2.7	1.9			
영업이익	34.5	52.0	(12.4)	(11.3)	90.8	31.0	(9.6)	(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	(8.6)	(4.2)			
컨센서스 추정 영업이익						58	56	51		213	241
차이(%)						11.8	5.7	7.4		7.4	31.7
컨센서스 추정 순이익						64	60	55		221	239
차이(%)						0.7	(2.8)	2.1		5.6	24.8

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 3> 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	**287**	**323**	**309**	**268**	**336**	**344**	**354**	**360**	**1,187**	**1,394**	**1,537**
염소 및 셀룰로스 계열	172	189	187	123	192	216	220	226	670	854	984
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**	**59**	**55**	**109**	**229**	**318**
염소 및 셀룰로스 계열	10	19	16	11	37	51	44	39	56	171	252
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**	**9.0**	**14.8**	**18.9**	**16.7**	**15.3**	**9.2**	**16.4**	**20.7**
염소 및 셀룰로스 계열	5.8	10.1	8.4	9.4	19.2	23.5	20.0	17.4	8.4	20.0	25.6
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

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	739	856	1,073
현금성자산	210	132	121	219	424
매출채권및기타채권	183	192	235	253	266
재고자산	137	139	150	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	1,772	1,987	2,304
유동부채	203	355	270	314	318
매입채무및기타채무	94	135	201	209	214
단기차입금및단기사채	2	1	21	16	10
유동성장기부채	100	200	32	70	74
비유동부채	216	94	96	46	76
사채	200	80	80	30	60
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	419	449	366	359	394
지배주주지분	1,112	1,193	1,416	1,638	1,919
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	661	742	965	1,187	1,469
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,112	1,193	1,416	1,638	1,909

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,111	1,160	1,394	1,537	1,616
매출원가	948	949	1,075	1,123	1,104
매출총이익	163	210	320	414	512
판매관리비	133	99	91	97	101
영업이익	30	111	229	318	411
금융수익	3	5	7	6	11
이자수익	3	5	6	6	11
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	304	392	491
법인세비용	(7)	21	71	94	118
연결당기순이익	(44)	89	233	298	373
지배주주지분순이익	(44)	89	233	298	373
기타포괄이익	4	(1)	0	0	0
총포괄이익	(39)	89	233	298	373
지배주주지분포괄이익	(39)	89	233	298	373
EBITDA	111	187	315	408	500

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	65	189	250	308	384
당기순이익	(44)	89	233	298	373
유형자산감가상각비	70	68	79	87	87
무형자산상각비	11	8	7	4	3
자산부채변동	(85)	(0)	9	(9)	(5)
기타	113	24	(78)	(72)	(74)
투자활동현금흐름	(46)	(239)	(93)	(117)	(117)
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	0
재무활동현금흐름	(29)	(28)	(158)	(93)	(63)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(16)	(21)	(147)	(17)	28
배당금지급	(13)	(8)	(20)	(76)	(91)
기타	0	1	9	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(9)	(78)	(1)	98	204

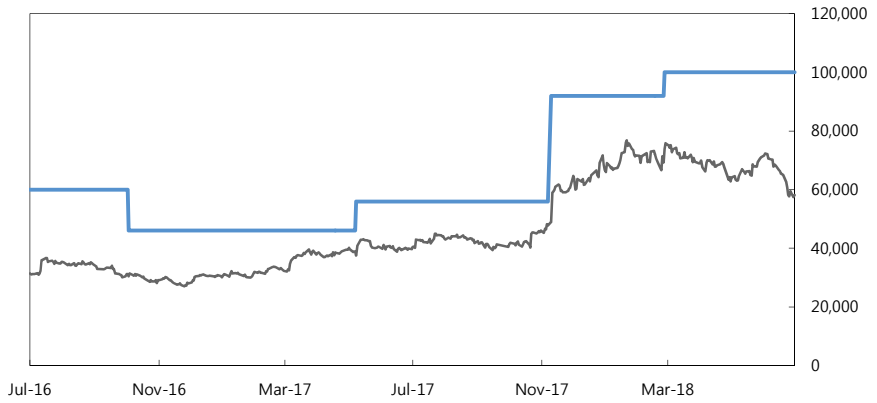
주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,710)	3,503	9,167	11,706	14,644
BPS	43,451	46,592	55,228	63,839	74,369
DPS	300	800	2,989	3,591	4,367
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(4.4)	4.4	20.2	10.3	5.1
영업이익증가율	1,064.7	273.5	106.0	38.7	29.4
순이익증가율	NM	NM	161.7	27.7	25.1
EPS증가율	NM	NM	161.7	27.7	25.1
EBITDA증가율	46.9	67.7	68.4	29.8	22.5
수익성(%)					
영업이익률	2.7	9.6	16.4	20.7	25.4
순이익률	(3.9)	7.7	16.7	19.4	23.1
EBITDA Margin	10.0	16.1	22.6	26.6	31.0
ROA	(2.7)	5.6	13.7	15.9	17.4
ROE	(3.8)	7.7	17.9	19.5	21.0
배당수익률	1.0	1.2	5.2	6.2	7.6
배당성향	NM	22.8	32.6	30.7	29.8
안정성					
순차입금(십억원)	61	(77)	(211)	(326)	(502)
차입금/자본총계비율(%)	27.1	23.6	9.4	7.1	7.6
Valuation(X)					
PER	NM	18.5	6.3	4.9	3.9
PBR	0.7	1.4	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.6	8.5	4.0	2.8	1.9

주: K-IFRS (연결) 기준

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 7월 10일 현재 롯데정밀화학 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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.