

롯데정밀화학(004000)

3Q18 Preview: 실적 대비 과도한 주가 조정

3분기 영업이익 일회성 요인으로 12% 하향조정

3분기 영업이익 전망을 513억원으로 기존 추정 대비 12% 하향조정한다. 일회성 요인인 외부 스팀공급 단절 영향과 예상보다 낮은 ECH 가격 영향을 반영했다. 지난 13일 발생한 여수 화학단지내 스팀배관 폭발사고로 롯데정밀화학향 스팀공급이 끊겼다. 이로 인해 롯데정밀화학 가성소다 설비의 가동률 또한 일시적으로 기존 100%에서 70%로 하락했다. 현재 롯데정밀화학의 자가발전설비를 가동해 내부적으로 스팀을 조달하기 시작하며 가성소다 가동률 또한 정상화되고 있다. 다만 외부 스팀공급이 재개되기까지는 고정비가 단기적으로 소폭 상승할 전망이다.

예상보다 느린 상황 개선으로 2019년 영업이익 16% 하향조정

2019년 영업이익 추정치도 2,736억원으로 16% 하향조정한다. 주요 제품의 spot 가격이 예상보다 낮은 상황이 지속되어 롯데정밀화학의 판매단가 추정치를 하향조정했기 때문이다. ECH의 2019년 평균 판매가격은 2,200달러/톤으로 기존 대비 6% 하향하고 가성소다는 578달러/톤으로 4% 하향했다. 중국 ECH spot 가격이 8월 중순 저점을 기록한 후 타이트한 공급으로 반등하고 있다. 그러나 주요 수요처인 epoxy resin의 부진한 수요로 반등의 속도가 기대를 하회하고 있다. 중국 친환경 정책으로 인한 epoxy resin 가동률 조정 및 무역분쟁에 대한 우려감 때문이다. 가성소다의 경우도 타이트한 국내 수급으로 판매단가는 spot 가격과 달리 높게 유지되고 있으나, 보수적인 차원에서 더디게 반등하는 spot 가성소다 가격을 2019년 추정치에 반영했다.

주가는 원점으로 돌아왔으나 상황은 개선 중

목표주가를 15% 하향조정한다. 낮아진 실적 눈높이와 하락한 동종업계 밸류에이션을 반영했다. 2018년 목표 EV/EBITDA를 기존 6.9배에서 6.0배로 하향조정했다. 그러나 매수의견을 유지하며 최근 과도한 주가조정은 매수기회라 판단한다. 전기료 변동 등으로 계절성이 뚜렷한 롯데정밀화학의 분기실적은 전년동기대비

매수(유지)

목표주가: 85,000원(하향)

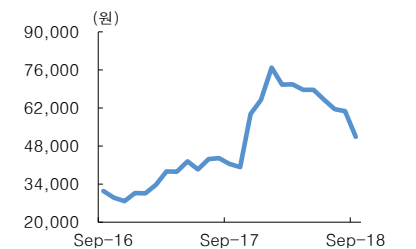
Stock Data

KOSPI(9/18)	2,309
주가(9/18)	50,100
시가총액(십억원)	1,293
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저(가원)	76,800/39,350
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,129
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.6/25.9
주요주주(%)	롯데케미칼 31.1
	국민연금 13.6

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.7)	(32.0)	24.5
KOSPI 대비(%p)	(20.5)	(24.6)	29.0

주가추이



자료: WISEfn

	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	1,407	215	223	8,752	149.8	299	5.7	3.5	0.9	17.2	5.2
2019F	1,573	274	266	10,458	19.5	366	4.8	2.7	0.8	17.8	6.2
2020F	1,660	373	344	13,520	29.3	467	3.7	1.7	0.7	19.9	8.0

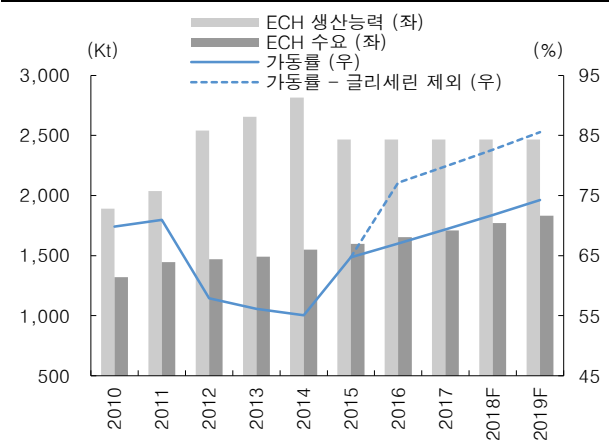
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

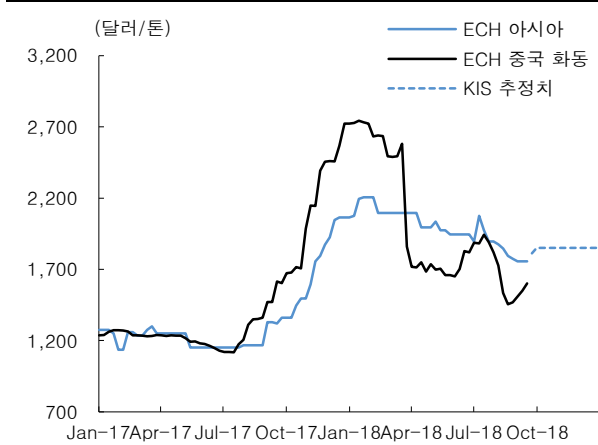
비교가 유효하다. 뚜렷하게 개선된 주요제품 시황으로 3분기 및 4분기 영업이익은 여전히 전년동기대비 각각 75%, 58% 개선될 전망이다. 또한 예상보다는 개선 속도가 느렸지만 ECH와 가성소다 모두 향후 수년간 제한적인 증설규모를 감안하면 다년간 호황기로 접어들 가능성은 여전히 높다. 현재 시황은 느리지만 반등하고 있고 배당수익률도 5%를 넘어가는 구간이기에 매도가 아닌 매수로 대응할 시기다.

[그림 1] ECH 수급은 장기 호황의 초입



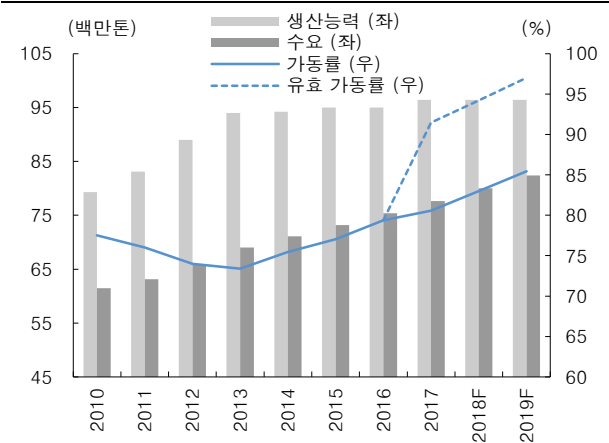
주: 유효가동률(검은 실선)은 유리세렌 설비 scrap 가정해 산출
자료: 롯데정밀화학, 한국투자증권

[그림 2] 중국 ECH spot 가격 반등 중



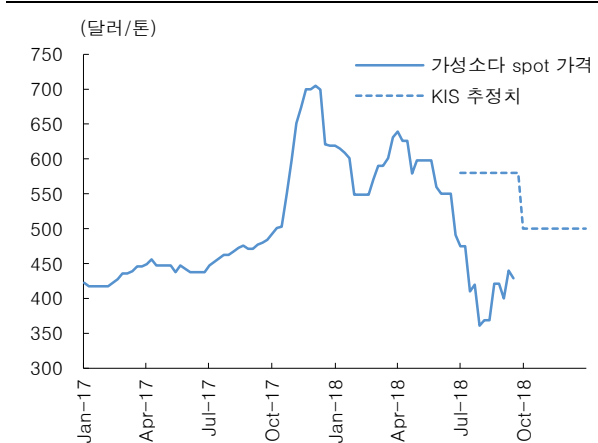
자료: 씨스캠, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 세계 가성소다 수급 또한 다년간 개선



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

[그림 4] 가성소다 가격 반등



자료: 씨스캠, 한국투자증권

〈표 1〉 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원)

가정		
2018F EBITDA		299
사업가치	6.0x 2018F EV/EBITDA 적용	1,796
투자유가증권		171
총자산가치		1,966
순부채		(225)
순자산가치		2,192
발행주식수(천주)		25,800
적정가치(원)		84,943
목표주가(원)		85,000

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 동종업계 밸류에이션(2018F)

(단위: %, 배)

석유화학업체 global peer			정밀화학 global peer		
2017~19F EBITDA		2018F	2017~19F EBITDA		2018F
성장률(%)	EV/EBITDA(x)		성장률(%)	EV/EBITDA(x)	
SHINETSUCHEM	26.8	7.3	Shinetsu Chem	26.8	7.3
금호석유	23.5	4.6	Ashland	25.4	10.9
Petrochina	10.3	5.7			
Mitsui Chem	4.7	6.0			
LG 화학	3.6	6.3			
PTT Chem	3.6	6.0			
평균	12.1	6.0	평균	26.1	9.1

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	1,415	1,407	(0.5)	1,601	1,573	(1.8)
영업이익	236	215	(8.8)	324	274	(15.6)
영업이익률	16.7	15.3	1.4	20.2	17.4	2.9
지분법이익	80	80	0.0	73	73	0.0
세전이익	310	289	(6.8)	402	351	(12.8)
순이익	239	223	(6.7)	305	266	(12.8)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	241	336	355	352	364	1,160	1,407	1,573
영업이익	22	34	29	26	50	73	51	41	111	215	274
영업이익률(%)	7.7	10.4	9.5	10.9	14.8	20.6	14.6	11.3	9.6	15.3	17.4
지분법이익	4	4	11	14	18	26	18	18	33	80	73
순이익	20	31	32	8	55	69	53	46	89	223	266
증가율(% YoY)											
매출액	0.4	10.4	8.5	(2.9)	17.2	10.0	13.9	51.2	4.4	21.3	11.8
영업이익	204.1	37.0	192.9	59.0	125.3	117.6	74.5	57.5	273.4	93.8	27.1
지분법이익	(39.9)	(6.7)	252.4	1,533.9	355.0	514.3	71.7	29.1	118.9	144.1	(9.6)
순이익	(125.4)	38.9	263.4	187.6	183.1	124.6	67.8	503.9	304.8	149.9	19.5
증가율(% QoQ)											
매출액	15.7	12.7	(4.2)	(22.2)	39.6	5.8	(0.9)	3.2			
영업이익	34.6	52.0	(12.5)	(11.2)	90.8	46.8	(29.8)	(19.9)			
지분법이익	363.5	5.0	152.4	33.0	29.1	41.8	(29.5)	0.0			
순이익	638.0	56.4	3.9	(76.0)	626.3	24.1	(22.3)	(13.7)			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)							56.2 (8.7)	49.5 (17.0)		225.3 (4.4)	248.0 10.3
컨센서스 추정 순이익 차이(%)							57.8 (8.0)	43.6 5.3		222.2 0.3	244.1 9.1

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 5〉부분별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	241	336	355	352	364	1,160	1,407	1,573
염소 및 셀룰로스 계열	172	189	187	135	192	211	216	225	683	844	1,006
암모니아 계열	89	108	92	118	118	120	107	109	406	454	449
전자재료 부문	26	26	31	28	26	25	29	29	111	109	119
영업이익	22	34	29	26	50	73	51	41	111	215	274
염소 및 셀룰로스 계열	10	19	16	9	37	55	39	28	54	159	208
암모니아 계열	9	11	11	10	10	11	11	12	41	44	50
전자재료 부문	3	3	3	3	3	3	4	4	12	14	16
영업이익률(%)	7.7	10.4	9.5	10.9	14.8	20.6	14.6	11.3	9.6	15.3	17.4
염소 및 셀룰로스 계열	5.8	10.1	8.4	6.9	19.2	26.1	18.3	12.4	7.9	18.9	20.7
암모니아 계열	10.2	10.5	11.6	8.8	8.2	8.9	10.4	11.1	10.2	9.6	11.1
전자재료 부문	11.7	12.2	9.8	8.9	12.6	12.6	12.6	13.3	10.6	12.8	13.2

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	777	871	1,064
현금성자산	210	132	252	317	503
매출채권및기타채권	183	192	238	264	272
재고자산	137	139	175	176	174
비유동자산	962	944	1,034	1,139	1,244
투자자산	197	219	270	343	416
유형자산	717	708	736	765	795
무형자산	24	15	26	30	33
자산총계	1,531	1,641	1,811	2,011	2,308
유동부채	203	355	318	367	368
매입채무및기타채무	94	135	251	267	268
단기차입금및단기사채	2	1	21	16	10
유동성장기부채	100	200	30	66	70
비유동부채	216	94	98	48	78
사채	200	80	80	30	60
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	419	449	416	415	447
지배주주지분	1,112	1,193	1,405	1,605	1,871
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	661	742	954	1,155	1,421
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,112	1,193	1,395	1,596	1,861

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	65	189	256	276	363
당기순이익	(44)	89	223	266	344
유형자산감가상각비	70	68	78	87	87
무형자산상각비	11	8	6	6	7
자산부채변동	(85)	(0)	32	(11)	(3)
기타	113	24	(83)	(72)	(72)
투자활동현금흐름	(46)	(239)	35	(126)	(126)
유형자산투자	(31)	(63)	(108)	(118)	(118)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	(33)	(195)	29	0	0
무형자산순증	0	0	(17)	(10)	(10)
기타	17	17	129	0	0
재무활동현금흐름	(29)	(28)	(161)	(85)	(51)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(16)	(21)	(150)	(19)	28
배당금지급	(13)	(8)	(20)	(66)	(79)
기타	0	1	9	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(9)	(78)	130	65	186

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

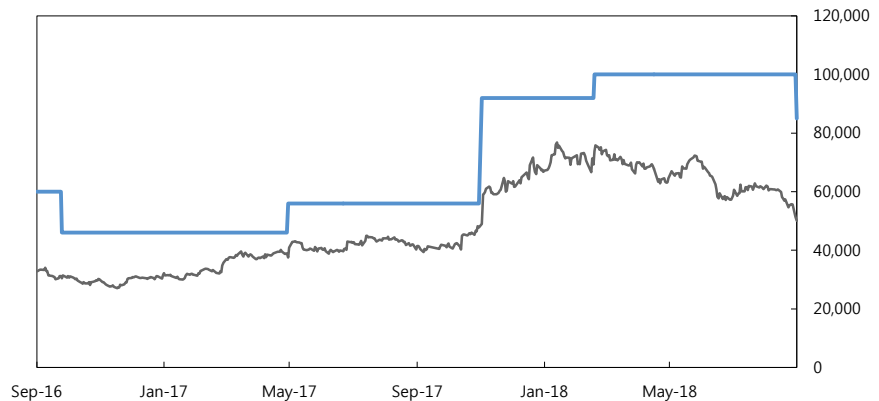
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,111	1,160	1,407	1,573	1,660
매출원가	948	949	1,106	1,210	1,194
매출총이익	163	210	301	363	466
판매관리비	133	99	85	89	93
영업이익	30	111	215	274	373
금융수익	3	5	13	7	10
이자수익	3	5	6	7	10
금융비용	11	10	11	3	2
이자비용	10	10	5	3	2
기타영업외손익	(88)	(28)	(9)	0	0
관계기업관련손익	15	33	80	73	73
세전계속사업이익	(50)	111	289	350	453
법인세비용	(7)	21	66	84	109
연결당기순이익	(44)	89	223	266	344
지배주주지분순이익	(44)	89	223	266	344
기타포괄이익	4	(1)	0	0	0
총포괄이익	(39)	89	223	266	344
지배주주지분포괄이익	(39)	89	223	266	344
EBITDA	111	187	299	366	467

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,710)	3,503	8,752	10,458	13,520
BPS	43,451	46,592	54,444	62,213	72,496
DPS	300	800	2,592	3,096	4,001
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(4.4)	4.4	21.3	11.8	5.5
영업이익증가율	1,064.7	273.5	93.7	27.1	36.4
순이익증가율	NM	NM	149.8	19.5	29.3
EPS증가율	NM	NM	149.8	19.5	29.3
EBITDA증가율	46.9	67.7	60.3	22.4	27.4
수익성(%)					
영업이익률	2.7	9.6	15.3	17.4	22.5
순이익률	(3.9)	7.7	15.8	16.9	20.7
EBITDA Margin	10.0	16.1	21.3	23.3	28.1
ROA	(2.7)	5.6	12.9	13.9	15.9
ROE	(3.8)	7.7	17.2	17.8	19.9
배당수익률	1.0	1.2	5.2	6.2	8.0
배당성향	NM	22.8	29.6	29.6	29.6
안정성					
순차입금(십억원)	61	(77)	(224)	(308)	(467)
차입금/자본총계비율(%)	27.1	23.6	9.4	7.0	7.5
Valuation(X)					
PER	NM	18.5	5.7	4.8	3.7
PBR	0.7	1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.6	8.5	3.5	2.7	1.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데정밀화학(004000)	2016.07.21	매수	60,000원	-43.2	-38.9
	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	-35.1	-24.2
	2018.09.18	매수	85,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 9월 18일 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 (2018.6.30 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.