

롯데정밀화학(004000)

하회 **부합** 상회

순이익의 컨센서스 대비를 의미

과매도 구간... 매수관점 유지

3분기 영업이익 전년동기대비 66% 개선, 컨센서스는 6% 하회
 초산 강세로 지분법이익 전년동기대비 95% 개선
 열악한 대외환경으로 제품시황 횡보, 그러나 구조적 개선 가능성은 여전히 유효

Facts : 영업이익 추정치 소폭 하회

3분기 영업이익은 당사 추정치 및 컨센서스를 각각 5%, 6% 하회했지만, 전년동기대비 66% 증가했다. ECH사업부문의 흑자전환과 가성소다 가격이 상승했기 때문이다. 다만 전분기대비는 33% 감소했는데, 여름성수기 전기료 적용에 따른 계절적 원가상승이 원인이다. 세전이익은 컨센서스 예상수준으로 전년동기대비 72% 개선되었다. 지분법이익이 초산시황 강세로 전년동기대비 95% 개선된 207억원을 기록했기 때문이다.

Pros & cons : 열악한 대외환경에도 판가는 견조하게 유지

가성소다 spot 가격이 하락했음에도 타이트한 국내 가성소다 수급상황이 이어지며 국내판가는 견조하게 유지되었다. 다만, 가성소다 매출액의 20%를 차지하는 수출은 국제가격에 판매됨으로 3분기 평균판매단가는 2분기 대비 20달러/톤 하락한 것으로 추정된다. ECH의 경우 수급은 타이트해졌으나 가격이 횡보하는 추세가 지속되고 있다. 중국의 환경정책으로 수요처인 epoxy 공장 일부가 20~50%씩 가동률 조정에 들어갔기 때문이다. 중국 국제수입박람회 종료되는 11월 중순 이후로는 중국 epoxy 공장이 재가동될 것으로 예상된다.

Action : 구조적 개선 가능성은 훼손되지 않음

예상보다 낮은 가성소다 spot 가격과 ECH spot 가격을 반영해 2019년 영업이익 추정치를 15% 하향한다. 중국의 환경문제 및 무역분쟁으로 인한 구매심리악화를 감안할 때 보수적인 시각이 필요하기 때문이다. 그러나 매수의견을 유지하는 이유는 3가지다. 첫째, 현재 주가 기준 연말 배당수익률은 6%에 근접한다. 매력적인 연말배당 관점에서 주가가 추가 하락할 이유는 없어 보인다. 둘째, 주요 제품의 수급이 타이트하다. 열악한 대외환경에도 불구하고 중국 ECH 가격은 견조한 흐름을 보이고 있고 초산 가격은 상승 중이다. 가성소다는 2년전 가격으로 하락했다. 과거보다 타이트한 공급을 감안하면 현수준에서 추가 가격하락은 제한적이다. 마지막으로 주요제품 모두 신규증설은 제한적으로 전세계 GDP가 성장을 지속한다면 결국 타이트해지는 수급으로 스프레드는 개선될 수밖에 없다. 주요제품이 다년간의 호황기로 진입했다 전망하는 이유다.

매수(유지)

목표주가: 85,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/25)	2,063
주가(10/25)	44,800
시가총액(십억원)	1,156
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저(원)	76,800/40,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	5,702
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.6/27.8
주요주주(%)	롯데케미칼 31.1
	국민연금 12.3

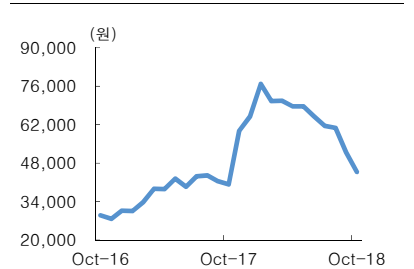
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	18.5	5.4	4.8
PBR(x)	1.4	0.8	0.7
ROE(%)	7.7	16.8	16.6
DY(%)	1.2	5.6	6.2
EV/EBITDA(x)	8.5	3.2	2.7
EPS(원)	3,503	8,536	9,676
BPS(원)	46,592	54,515	61,512

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.5)	(33.9)	6.4
KOSPI 대비(%p)	(0.7)	(18.2)	23.6

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	309	241	336	355	345	(3.1)	11.4	357
영업이익	29	26	50	73	49	(33.1)	66.3	52
영업이익률	9.5	10.8	14.8	20.6	14.2	(6.4)	(4.7)	14.6
세전이익	41	6	71	88	70	(19.8)	72.1	70
순이익	32	8	55	69	55	(20.1)	72.6	56

자료: 한국투자증권

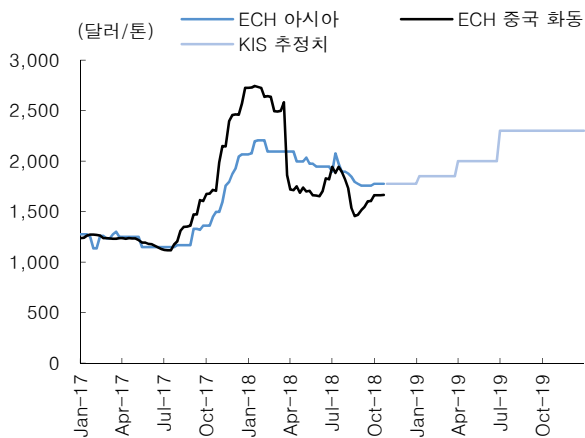
〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	287	323	309	241	336	355	345	361	1,160	1,397	1,531
영업이익	22	34	29	26	50	73	49	38	111	210	233
영업이익률(%)	7.7	10.4	9.5	10.9	14.8	20.6	14.2	10.6	9.6	15.0	15.2
지분법이익	4	4	11	14	18	26	21	21	33	85	83
순이익	20	31	32	8	55	69	55	46	89	225	246
증가율(% YoY)											
매출액	0.4	10.4	8.5	(2.9)	17.2	10.0	11.5	50.1	4.4	20.5	9.6
영업이익	(204.2)	37.1	194.0	59.1	125.3	117.6	66.7	46.4	274.1	89.1	11.0
지분법이익	(39.9)	(6.7)	252.4	1,533.9	355.0	514.3	95.3	46.8	119.3	159.6	(3.0)
순이익	(125.4)	38.9	263.4	187.6	183.1	124.6	73.5	509.2	(305.1)	152.2	9.5
증가율(% QoQ)											
매출액	15.7	12.7	(4.2)	(22.2)	39.6	5.8	(2.9)	4.7			
영업이익	34.8	52.0	(12.5)	(11.2)	90.8	46.8	(33.0)	(22.0)			
지분법이익	363.5	5.0	152.4	33.0	29.1	41.8	(19.8)	0.0			
순이익	638.0	56.4	3.9	(76.0)	626.3	24.1	(19.7)	(15.8)			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)							52	48		222	241
							(5.8)	(19.6)		(5.2)	(3.0)
컨센서스 추정 순이익 차이(%)							56	48		224	243
							(1.3)	(2.7)		0.6	1.4

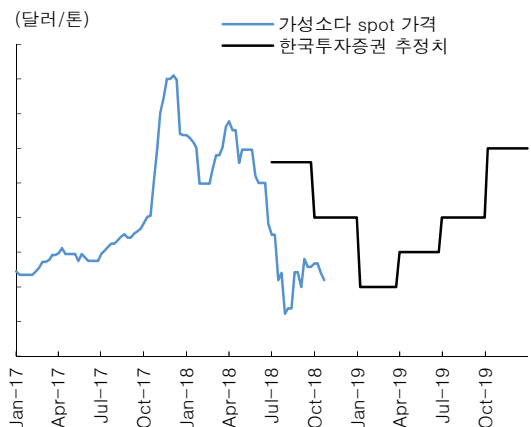
자료: 한국투자증권

[그림 1] 중국을 중심으로 ECH 가격 반등



자료: 씨스کم, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] 가성소다는 조정국면 이후 상승 재개 전망



자료: 씨스کم, 한국투자증권

〈표 3〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	1,407	1,397	(0.7)	1,573	1,531	(2.7)
영업이익	215	210	(2.5)	274	233	(14.7)
<i>영업이익률</i>	15.3	15.0	(0.3)	17.4	15.2	(2.2)
지분법이익	80	85	6.4	73	83	14.0
세전이익	289	289	0.0	351	320	(8.7)
순이익	223	225	0.8	266	246	(7.5)

자료: 한국투자증권

〈표 4〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	
2018F EBITDA		294
사업가치	6.0x 2018F EV/EBITDA 적용	1,764
투자유가증권		171
총자산가치		1,935
순부채		(228)
순자산가치		2,162
발행주식수(천 주)		25,800
적정가치(원)		83,804
목표주가(원)		85,000

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	778	852	1,064
현금성자산	210	132	254	300	503
매출채권및기타채권	183	192	236	263	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	1,812	1,992	2,308
유동부채	203	355	317	366	368
매입채무및기타채무	94	135	250	266	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	415	414	447
지배주주지분	1,112	1,193	1,407	1,587	1,871
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	661	742	956	1,137	1,421
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,112	1,193	1,397	1,578	1,861

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	65	189	246	246	364
당기순이익	(44)	89	217	246	357
유형자산감가상각비	70	68	78	87	87
무형자산상각비	11	8	6	6	7
자산부채변동	(85)	(0)	33	(11)	(3)
기타	113	24	(88)	(82)	(84)
투자활동현금흐름	(46)	(239)	40	(115)	(115)
유형자산투자	(31)	(63)	(106)	(116)	(116)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(33)	(195)	34	10	10
무형자산순증	0	0	(17)	(10)	(10)
기타	17	17	129	1	1
재무활동현금흐름	(29)	(28)	(153)	(85)	(45)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(16)	(21)	(150)	(19)	28
배당금지급	(13)	(8)	(20)	(66)	(73)
기타	0	1	17	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(9)	(78)	132	45	204

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

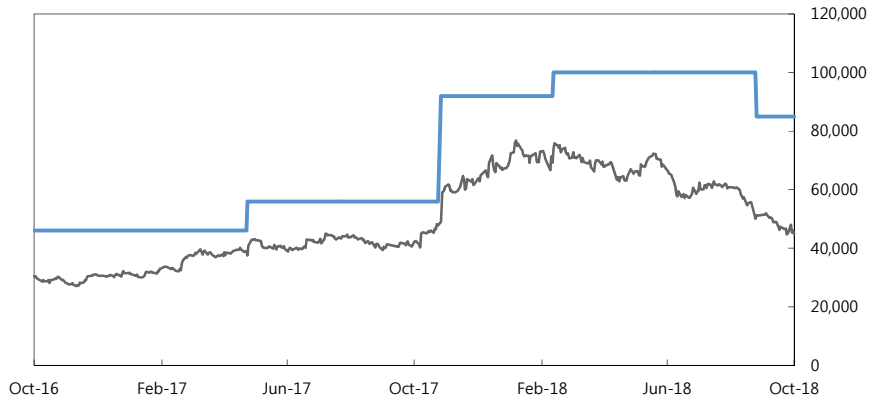
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,111	1,160	1,397	1,531	1,660
매출원가	948	949	1,102	1,210	1,194
매출총이익	163	210	295	322	466
판매관리비	133	99	65	68	72
영업이익	30	111	231	254	394
금융수익	3	5	18	7	9
이자수익	3	5	6	7	9
금융비용	11	10	25	3	2
이자비용	10	10	5	3	2
기타영업외손익	(88)	(28)	(9)	0	0
관계기업관련손익	15	33	85	83	83
세전계속사업이익	(50)	111	280	320	463
법인세비용	(7)	21	62	74	107
연결당기순이익	(44)	89	217	246	357
지배주주지분순이익	(44)	89	217	246	357
기타포괄이익	4	(1)	0	0	0
총포괄이익	(39)	89	217	246	357
지배주주지분포괄이익	(39)	89	217	246	357
EBITDA	111	187	294	326	467

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	(1,710)	3,503	8,536	9,676	14,000
BPS	43,451	46,592	54,515	61,512	72,494
DPS	300	800	2,592	2,868	4,148
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(4.4)	4.4	20.5	9.6	8.4
영업이익증가율	1,064.7	273.5	89.0	11.1	60.0
순이익증가율	NM	NM	143.7	13.4	44.7
EPS증가율	NM	NM	143.7	13.4	44.7
EBITDA증가율	46.9	67.7	57.4	10.9	43.2
수익성(%)					
영업이익률	2.7	9.6	15.0	15.2	22.5
순이익률	(3.9)	7.7	15.6	16.1	21.5
EBITDA Margin	10.0	16.1	21.0	21.3	28.1
ROA	(2.7)	5.6	12.6	13.0	16.6
ROE	(3.8)	7.7	16.8	16.6	20.7
배당수익률	1.0	1.2	5.6	6.2	9.0
배당성향	NM	22.8	30.4	29.6	29.6
안정성					
순차입금(십억원)	61	(77)	(227)	(291)	(467)
차입금/자본총계비율(%)	27.1	23.6	9.4	7.1	7.5
Valuation(X)					
PER	NM	18.5	5.4	4.8	3.3
PBR	0.7	1.4	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.6	8.5	3.2	2.7	1.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데정밀화학(004000)	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	-35.2	-24.2
	2018.09.19	매수	85,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 25일 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

* 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 높게 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.