

## 롯데정밀화학(004000)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 60,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(4/28)	2,001
주가(4/28)	37,450
시가총액(십억원)	966
발행주식수(백만)	26
52주 최고/최저가(원)	44,300/32,550
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,025
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.6/14.2
주요주주(%)	롯데케미칼 31.1
	한국투자신탁운용 9.0

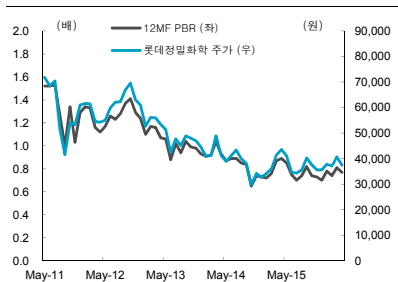
## Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	9.7	NM	9.7
PBR(x)	0.8	0.8	0.8
ROE(%)	8.0	(1.5)	8.4
EV/EBITDA(x)	13.2	8.7	5.5
EPS(원)	3,685	(682)	3,877
BPS(원)	45,463	44,297	47,631

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.3)	(10.6)	(13.2)
상대주가(%p)	(5.3)	(8.6)	(6.4)

## 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 막대한 일회성 비용 뒤에 가려진 호실적

## What's new: 어닝 쇼크?

롯데정밀화학은 1분기 영업적자 212억원과 순손실 769억원을 기록하며, 컨센서스와 추정치를 큰 폭으로 하회했다. 어닝쇼크의 주 요인은 1,160억원 가량의 일회성 손실이 선반영되었기 때문이다. 이는 선에디슨(SunEdison)이 85% 지분을 가지고 있는 SMP의 디폴트 발생 가능성을 반영한 것이다. 예상치 못했던 염소계열 제품 생산설비 보수를 포함해 모든 일회성 요인을 제거한 1분기 영업이익은 157억원인 것으로 추정된다. 이는 우리 추정치인 125억원을 26% 상회하는 수치다. 정상화된 실적을 기준으로, 롯데정밀화학에 대해 '매수' 의견과 목표주가 60,000원을 유지한다.

## Positives: 정상영업이익은 추정치를 26% 상회

모든 일회성 요인을 제거한 1분기 정상영업이익은 추정치를 26% 상회했을 것으로 보인다. 선에디슨 디폴트 발생 가능성 외에, 염소 제품 생산설비 보수가 예기치 않게 행해지면서 1분기 매출 또한 추정치를 12% 하회했다. 설비보수로 인한 기회비용은 40억원이다. 즉, 정상화된 영업이익은 157억원이었을 것으로 추정되며, 여기에는 셀룰로스 부문의 성과가 크게 기여했다. 1) 애니코트 계열 제품 믹스의 개선과 2) 메셀로스 설비 가동률 상승으로 정상 영업이익률 5.5%(기존 추정치 3.9% 상회)를 달성할 수 있었다.

## Negatives: 걱정할 필요 없다

롯데정밀화학은 작년부터 선에디슨과의 합작 법인인 SMP 보유지분을 50%에서 15%로 줄이며, 폴리실리콘 사업을 정리해왔다. 그러나 SMP 최대주주인 선에디슨의 디폴트 가능성이 높아지면서, 이번 실적에 SMP 보유지분 관련 평가손실을 모두 반영했다: 1) 전력 판매 관련 매출채권 329억원 상각(영업이익단), 2) SMP 투자지분가치 평가손실 762억원(영업외단), 3) 수취임대료 및 기타 평가손실 72억원(영업외단)이다. SMP 관련 평가손실이 모두 반영되며, 향후 막대한 일회성 요인은 없을 것으로 보인다.

## 결론: 핵심 사업부문 성장 여력은 여전히 유효

이번 어닝쇼크를 매수 기회로 삼을 것을 추천한다. 주요 실적 driver인 셀룰로스 부문의 성장은 이미 시작되고 있다: 1) 글로벌 신규 설비의 부재, 2) 사업부의 높은 성장률, 3) 롯데정밀화학 규모의 경제 효과 증대가 그 배경이다. ECH의 구조적 성장과 신성장동력인 유록스의 시너지가 작용하며, 향후 3년간 롯데정밀화학 EBITDA는 CAGR로 50% 상승할 전망이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16P				증감률		2016F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	325	286	(12.3)	276	4.0	3.9	1,308	1,233
영업이익	13	(21)	NM	10	NM	NM	57	60
영업이익률	3.9	(7.4)	(11.3)	3.6	(1.4)	(4.2)	4.3	4.8
세전이익	13	(96)	NM	-	NM	NM	(16)	-
순이익	9	(77)	NM	-	NM	NM	(17)	63

이도연 3276-6162  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

〈표 1〉 롯데정밀화학: 실적 전망

(단위: 십억원)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	317	275	286	333	341	349	1,162	1,308	1,474
영업이익	19	(17)	(21)	22	28	28	3	57	129
영업이익률 (%)	6.0	(6.1)	(7.4)	6.6	8.1	8.1	0.2	4.3	8.8
순이익	66	(9)	(77)	17	21	21	90	(17)	99
<b>증가율 (% YoY)</b>									
매출액	8.3	(12.9)	3.9	12.6	7.6	27.0	(4.0)	12.6	12.7
영업이익	NM	NM	NM	143.3	45.6	NM	NM	2,115.2	128.5
순이익	NM	NM	NM	(51.5)	(67.8)	NM	53.3	NM	NM
<b>증가율 (% QoQ)</b>									
매출액	7.4	(13.4)	4.0	16.5	2.6	2.2			
영업이익	110.0	NM	NM	NM	25.7	1.7			
순이익	88.0	NM	NM	NM	24.7	1.7			
컨센서스 추정 영업이익				19	20	14		60	73
차이 (%)				15.8	38.3	100.8		(5.3)	78.2
<b>KIS 추정 영업이익 변화 (%)</b>				0.3	0.4	(0.8)		(37.4)	0.1

자료: 롯데정밀화학, Wise fn, 한국투자증권

〈표 2〉 롯데정밀화학: 부문별 실적

(단위: 십억원)

	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016F	2017F
<b>매출액</b>	<b>317</b>	<b>275</b>	<b>286</b>	<b>333</b>	<b>341</b>	<b>349</b>	<b>1,162</b>	<b>1,308</b>	<b>1,474</b>
염소 및 셀룰로스 계열	173	146	153	186	192	198	628	729	836
암모니아 계열	102	96	102	114	116	118	398	449	502
전자재료 부문	42	33	31	33	33	33	136	129	136
<b>영업이익</b>	<b>19</b>	<b>(17)</b>	<b>(21)</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>89</b>	<b>129</b>
염소 및 셀룰로스 계열	12	NA	NA	12	17	17	12	50	80
암모니아 계열	5	NA	NA	7	7	8	19	27	36
전자재료 부문	2	NA	NA	3	3	3	(2)	12	13
<b>영업이익률(%)</b>	<b>6.0</b>	<b>(6.1)</b>	<b>(7.4)</b>	<b>6.6</b>	<b>8.1</b>	<b>8.1</b>	<b>2.4</b>	<b>6.8</b>	<b>8.8</b>
염소 및 셀룰로스 계열	6.8	NA	NA	6.5	9.0	8.7	1.9	6.9	9.6
암모니아 계열	4.6	NA	NA	6.1	6.2	6.6	4.7	6.1	7.1
전자재료 부문	6.0	NA	NA	9.4	9.4	9.4	(1.8)	9.3	9.5

주: 1. 2015년 4분기 부문별 영업이익은 250억의 위로금 지급으로 산정 불가

2. 2016년 1분기 부문별 영업이익은 일회성 요인으로 산정 불가

3. 2015년 영업이익은 일회성 비용 제외, 2016F년 영업이익은 SMP관련 평가손실 제외한 정상영업이익 기준임

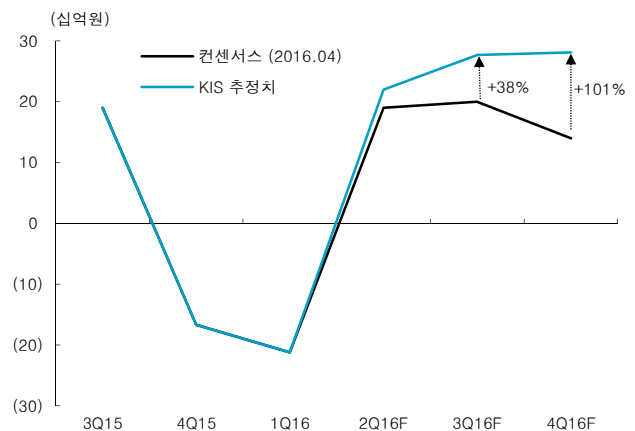
자료: 롯데정밀화학, 한국투자증권

[그림 1] SoTP 밸류에이션

가정	(십억원)
사업가치	9.8 x FY16 수정 EV/EBITDA
투자유가증권	111
총자산가치	1,760
순부채	188
비지배주주 지분	0
순자산가치	1,572
발행주식수 (천 주)	25,800
적정주가 (원)	60,928
목표주가 (원)	60,000

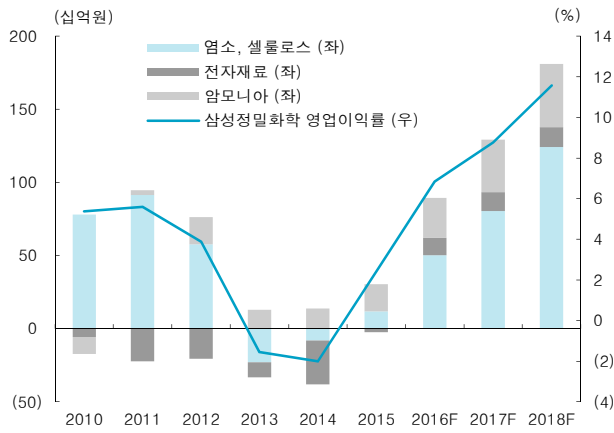
자료: 한국투자증권

[그림 2] 롯데정밀화학: 컨센서스 vs. 한국투자증권 추정치

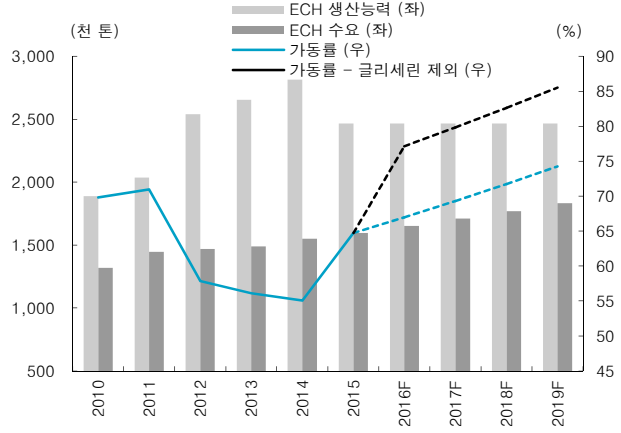


자료: Wise fn, 한국투자증권

[그림 3] 전사 영업이익률 vs. 사업부문별 영업이익



[그림 4] ECH 수요 및 공급 전망



주: 1. 2015년 영업이익은 위로금 지급에 의한 일회성 손실을 제거한 것  
2. 2016F년 영업이익은 SMP write-off 329억원 반영한 숫자  
자료: 삼성정밀화학, 한국투자증권

자료: 씨스캠, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	597	583	560	619	885
현금성자산	97	219	138	170	415
매출채권및기타채권	196	196	217	235	248
재고자산	159	152	167	174	182
비유동자산	1,249	1,101	1,149	1,198	1,248
투자자산	279	284	293	303	312
유형자산	927	761	803	845	886
무형자산	38	34	32	30	29
자산총계	1,846	1,684	1,712	1,821	2,137
유동부채	184	185	273	496	607
매입채무및기타채무	126	154	178	188	197
단기차입금및단기사채	28	13	13	113	313
유동성장기부채	14	1	63	173	73
비유동부채	466	335	306	106	186
사채	299	300	300	100	190
장기차입금및금융부채	89	4	0	0	0
부채총계	650	521	579	602	793
지배주주지분	1,187	1,164	1,133	1,220	1,344
자본금	129	129	129	129	129
자본잉여금	331	331	331	331	331
기타자본	(9)	(9)	(9)	(9)	(9)
이익잉여금	622	713	683	769	894
비지배주주지분	9	0	0	0	0
자본총계	1,196	1,164	1,133	1,220	1,344

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	24	99	27	143	184
당기순이익	59	90	(17)	99	137
유형자산감가상각비	64	69	74	74	74
무형자산상각비	6	5	4	4	4
자산부채변동	(25)	35	(9)	(13)	(11)
기타	(80)	(100)	(25)	(21)	(20)
투자활동현금흐름	96	84	(155)	(107)	(117)
유형자산투자	(76)	(84)	(221)	(221)	(221)
유형자산매각	45	105	105	105	105
투자자산순증	94	(94)	11	11	11
무형자산순증	(2)	1	(2)	(2)	(2)
기타	35	156	(48)	0	(10)
재무활동현금흐름	(109)	(61)	46	(3)	178
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(103)	(54)	59	10	191
배당금지급	(8)	(8)	(13)	(13)	(13)
기타	1	1	0	0	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	10	122	(82)	33	245

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

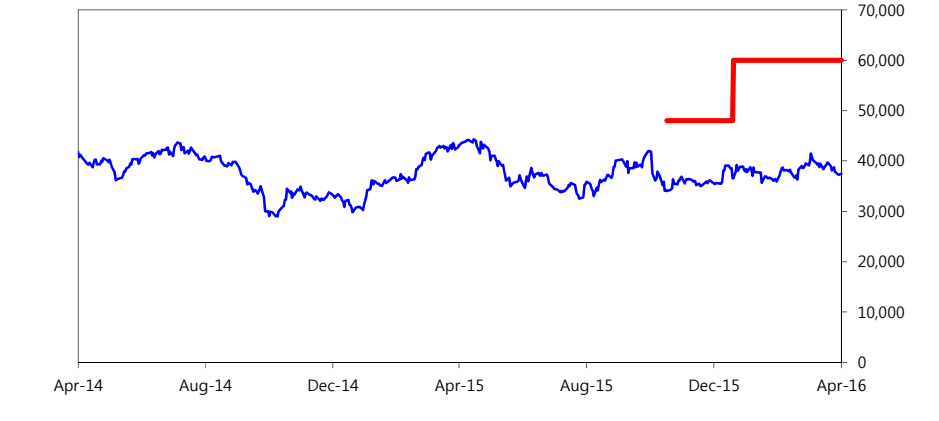
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,210	1,162	1,308	1,474	1,564
매출원가	1,094	1,031	1,075	1,176	1,206
매출총이익	117	131	234	298	357
판매관리비	141	128	177	168	176
영업이익	(24)	3	57	129	181
금융수익	3	3	6	5	9
이자수익	2	2	6	5	9
금융비용	19	14	13	11	15
이자비용	18	13	12	11	15
기타영업외손익	100	111	(86)	(11)	(11)
관계기업관련손익	11	11	20	20	20
세전계속사업이익	70	113	(16)	133	184
법인세비용	12	23	1	34	47
연결당기순이익	59	90	(17)	99	137
지배주주지분순이익	61	94	(17)	99	137
기타포괄이익	7	(109)	0	0	0
총포괄이익	66	(19)	(17)	99	137
지배주주지분포괄이익	68	(15)	(17)	99	137
EBITDA	46	76	135	207	259

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,402	3,685	(682)	3,877	5,388
BPS	46,358	45,463	44,297	47,631	52,458
DPS	300	500	500	500	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(7.9)	(4.0)	12.6	12.7	6.1
영업이익증가율	NM	NM	2,115.2	128.5	40.0
순이익증가율	1,731.1	53.4	NM	NM	39.0
EPS증가율	1,733.6	53.4	NM	NM	39.0
EBITDA증가율	18.6	65.1	77.8	53.7	24.8
수익성(%)					
영업이익률	(2.0)	0.2	4.3	8.8	11.6
순이익률	5.1	8.1	(1.3)	6.7	8.8
EBITDA Margin	3.8	6.5	10.3	14.1	16.5
ROA	3.1	5.1	(1.0)	5.6	6.9
ROE	5.3	8.0	(1.5)	8.4	10.7
배당수익률	0.9	1.4	1.3	1.3	1.3
배당성향	12.5	13.6	NM	12.9	9.3
안정성					
순차입금(십억원)	333	97	214	191	137
차입금/자본총계비율(%)	36.0	27.3	33.2	31.6	42.9
Valuation(X)					
PER	13.6	9.7	NM	9.7	7.0
PBR	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	25.6	13.2	8.7	5.5	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
롯데정밀화학(004000)	2014.05.30	NR	-
	2015.11.13	매수	48,000 원
	2016.01.16	매수	60,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 4월 28일 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 (2016.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
79.1%	19.1%	1.8%

※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.