

## 롯데케미칼(011170)

## 이중고

석유화학 시황 악화로 영업이익 전년동기대비 51% 감소  
에틸렌을 중심으로 주력제품 스프레드는 지속적으로 감소 중  
하반기도 수요 약세와 공급증가란 이중고가 부담

## Facts : 석유화학 시황 악화로 감익

영업이익은 석유화학 시황 악화로 전년동기대비 51% 감소했지만 시장 기대에는 부합했다. 당사 추정치는 10% 상회했는데, 이는 주요 자회사인 롯데첨단소재가 견조한 실적을 기록했기 때문이다. 전분기대비 영업이익이 17% 증가한 이유는 여수공장 가동차질에 따른 일회성비용 250억원이 제거되고 롯데첨단소재 실적도 개선되었기 때문이다.

## Pros &amp; cons : Olefin 및 aromatics 실적 부진 지속

Olefin 및 aromatics 부문의 영업이익은 전년동기대비 54% 감소하고 당사 추정치는 3% 상회했다. 무역분쟁에 따른 구매심리 악화에 미국발 증설까지 겹치며 에틸렌 스프레드가 전년동기대비 50% 축소되었기 때문이다. 특히, Olefin계 주요 자회사인 LC Titan의 경우 영업이익이 전년동기대비 70%, 전분기대비 21% 감소했다. 미국산 저가 물량증가로 주요제품의 수급이 악화되고 가격경쟁이 치열해졌기 때문이다. 반면, ABS 스프레드의 큰 변화가 없었음에도 불구하고 롯데첨단소재 영업이익은 전분기대비 87% 증가했다. 고가 원료제거로 ABS 수익성이 개선되고 전자재부문의 매출액과 수익성 모두 상승했기 때문이다.

## Action : 하반기도 수요 약세에 공급증가란 이중고가 부담

중립의견을 유지한다. 3분기 현재 평균 에틸렌 스프레드는 전분기 평균 대비 14% 축소되었고 하반기는 미국 및 중국발 증설로 수급은 더욱 악화될 전망이다. 롯데케미칼은 하반기 총 8mtpa의 신규 에틸렌 설비가 가동될 것으로 전망하고 있다. 이는 작년 세계 수요의 5%에 해당한다. 무역분쟁으로 구매심리가 악화된 상황에서 공급증가란 이중고가 우려된다. Aromatics 또한 PX에 이어 PTA 증설이 내년부터 본격화될 전망이다. Olefin에 이어 aromatics도 대규모 증설 영향권에 진입한다. 주요제품의 시황이 주가와 실적을 좌우하기에 당분간은 보수적인 관점을 유지할 시기다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 중립(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/5)	1,947
주가(8/5)	217,000
시가총액(십억원)	7,438
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저(원)	352,500/217,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	36,825
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/31.7
주요주주(%)	롯데지주 외 5인 53.6
	국민연금공단 8.4

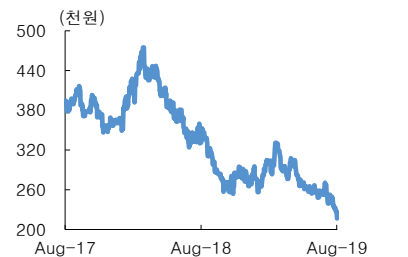
## Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	6.0	7.1	6.9
PBR(x)	0.7	0.6	0.5
ROE(%)	13.0	8.0	7.7
DY(%)	3.8	3.5	3.6
EV/EBITDA(x)	3.9	3.9	3.3
EPS(원)	46,074	30,608	31,293
BPS(원)	371,541	393,804	416,854

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(18.9)	(27.7)	(34.4)
KOSPI 대비(%p)	(11.1)	(16.0)	(19.5)

## 주가추이



자료: FnGuide

## 이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,330.2	4,247.6	3,844.0	3,721.8	4,034.6	8.4	(6.8)	3,938.2
영업이익	701.3	503.6	100.4	295.7	346.1	17.1	(50.6)	324.1
영업이익률	16.2	11.9	2.6	7.9	8.6	0.7	(7.6)	8.2
세전이익	817.9	597.4	92.8	362.9	374.4	3.1	(54.2)	389.6
순이익	555.4	434.9	62.0	217.3	260.5	19.9	(53.1)	285.9

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	15,281	15,628	2.3	15,772	15,970	1.3
영업이익	1,306	1,355	3.8	1,448	1,448	0.0
영업이익률	8.5	8.7	0.1	9.2	9.1	(0.1)
세전이익	1,486	1,528	2.9	1,629	1,630	0.0
순이익	1,030	1,049	1.8	1,072	1,073	0.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	4,123	4,330	4,248	3,844	3,722	4,035	3,883	3,988	15,875	16,545	15,628	15,970
영업이익	662	701	504	100	296	346	375	338	2,930	1,967	1,355	1,448
영업이익률(%)	16.1	16.2	11.9	2.6	7.9	8.6	9.7	8.5	18.5	11.9	8.7	9.1
순이익	527	555	435	62	217	260	297	274	2,244	1,579	1,049	1,073
증가율(% YoY)												
매출액	3.2	12.4	6.5	(4.7)	(9.7)	(6.8)	(8.6)	3.7	20.0	4.2	(5.5)	2.2
영업이익	(18.8)	10.9	(34.3)	(86.0)	(55.3)	(50.6)	(25.5)	236.6	15.2	(32.8)	(31.1)	6.9
순이익	(17.7)	7.8	(29.4)	(86.9)	(58.8)	(53.1)	(31.7)	342.5	22.2	(29.6)	(33.6)	2.2
증가율(% QoQ)												
매출액	2.2	5.0	(1.9)	(9.5)	(3.2)	8.4	(3.7)	2.7				
영업이익	(7.6)	5.9	(28.2)	(80.1)	194.5	17.1	8.5	(10.0)				
순이익	11.6	5.4	(21.7)	(85.8)	250.7	19.9	14.1	(7.8)				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)							366	359			1,378	1,682
							2.7	(5.9)			(1.6)	(13.9)
KIS 추정 영업이익 변화(%)							4.7	(0.0)			3.8	0.0

자료: 블룸버그, 한국투자증권

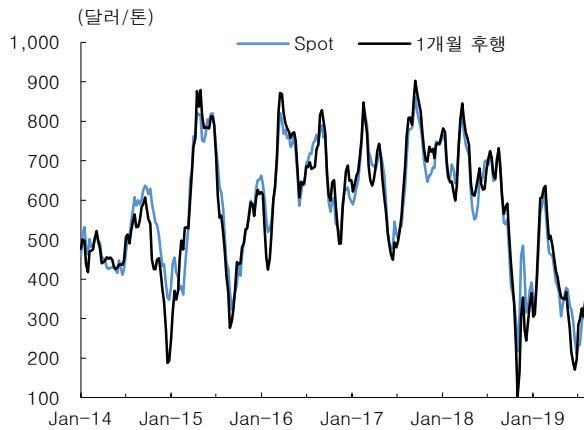
〈표 4〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

가정			
사업가치	2019F 수정	EV/EBITDA 3.5x	7,095
투자유가증권			2,858
총자산가치			9,952
순부채			2,245
총 순자산가치			7,708
발행주식수(천주)			34,275
적정주가(원)			224,881

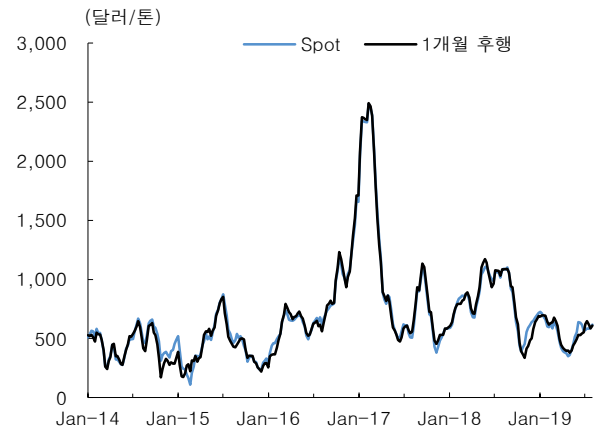
자료: 한국투자증권

[그림 1] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



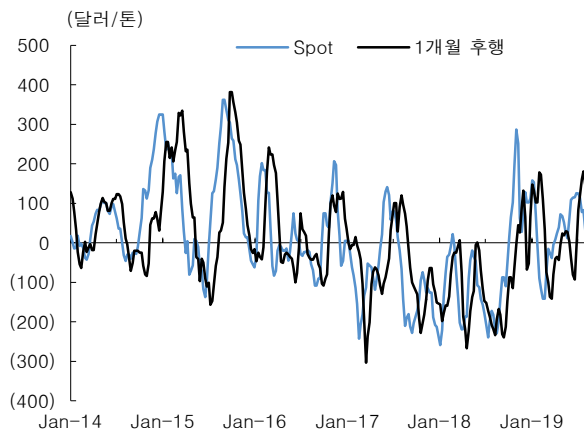
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 2] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



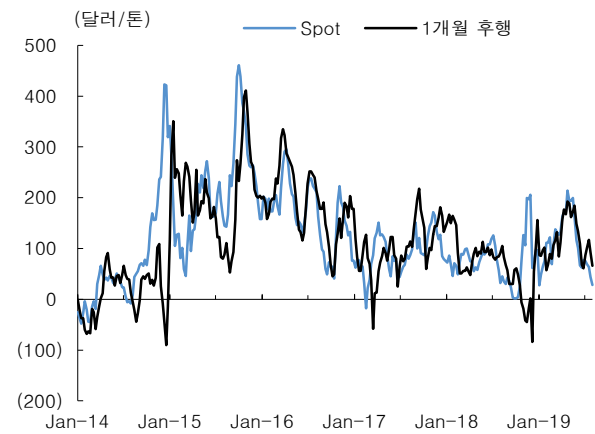
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 3] HDPE 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



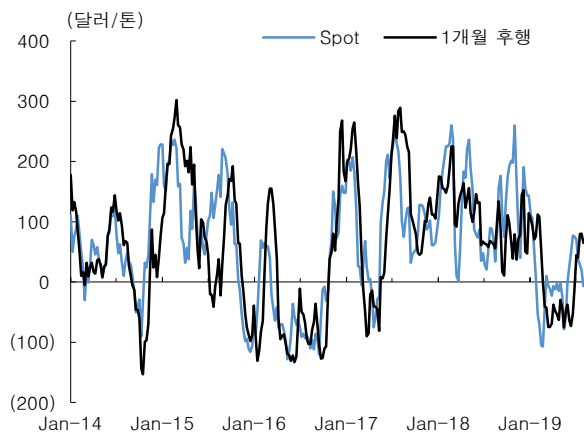
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 4] PP 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



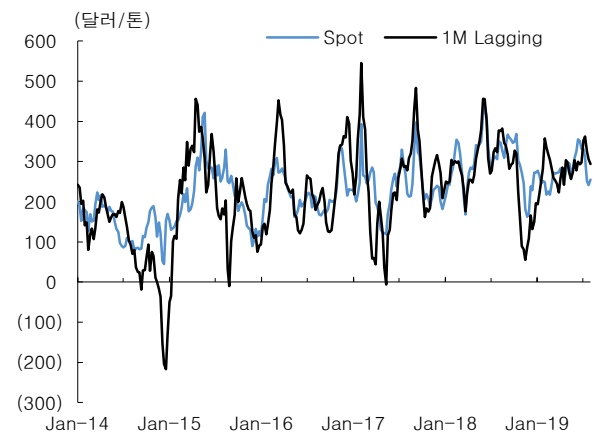
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 5] MEG 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 6] SM 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스켄, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

롯데케미칼은 1976년에 설립된 순수석유화학회사로 롯데그룹의 계열사이며 2005년 롯데대산유화(2003년에 LG화학과의 컨소시엄으로 인수한 현대석유화학)와 합병하였음. 2004년에는 케이피케미칼(PTA 제조업체), 2010년에는 Titan Chemical(말레이시아 최대 석유화학기업)을 인수하였음. 현재 여수와 대산 두 곳에 총 210만톤/년의 NCC 설비를 보유하고 있으며 합성수지(PE, PP, PC, PET 등), 화성 제품(EO/G, MMA, BD, SM 등), 기초유분(벤젠, 톨루엔, MX)을 생산하고 있음.

- BD(butadiene): 납사 분해시 부생하는 C4유분에서 추출하거나 부탄을 이용해 제조, 합성고무, ABS 등의 원료
- EG(ethylene glycol): EO를 고온, 고압에서 물과 반응시켜 제조하며 주로 폴리에스터의 원료로 사용
- TPA(tere-phthalic acid): PX를 원료로 제조하며 EG와 함께 투입되어 폴리에스터 섬유, PET bottle, 폴리에스터 타이어코드 등의 원료로 사용됨, 테레프탈산으로도 읽음
- PTA(purified terephthalic acid): 고순도 처리된 TPA
- PX(para xylene): MX로 제조하며 TPA, DMT의 원료로 대규모 소비됨

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	8,225	8,144	8,466	8,403	8,370
현금성자산	1,685	1,330	1,818	1,845	1,798
매출채권및기타채권	1,682	1,563	1,973	1,928	1,929
재고자산	1,536	1,777	1,759	1,718	1,731
비유동자산	11,326	12,655	13,328	13,579	13,844
투자자산	2,727	2,805	3,105	3,333	3,573
유형자산	6,716	8,036	8,186	8,270	8,353
무형자산	1,711	1,653	1,694	1,633	1,575
자산총계	19,551	20,799	21,794	21,982	22,215
유동부채	3,791	3,961	4,296	4,144	4,138
매입채무및기타채무	1,688	1,248	1,323	1,292	1,302
단기차입금및단기사채	703	806	588	588	588
유동성장기부채	795	1,380	1,072	981	965
비유동부채	3,505	3,293	3,165	2,605	2,045
사채	1,288	899	789	349	0
장기차입금및금융부채	1,439	1,708	1,613	1,493	1,373
부채총계	7,296	7,255	7,461	6,749	6,184
지배주주지분	11,490	12,735	13,524	14,522	15,419
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	881	881	881
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	10,582	11,785	12,468	13,368	14,167
비지배주주지분	765	810	835	945	1,047
자본총계	12,255	13,544	14,333	15,233	16,031

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,129	1,381	2,003	1,700	1,565
당기순이익	2,244	1,579	1,049	1,073	1,082
유형자산감가상각비	606	603	588	637	637
무형자산상각비	85	82	83	80	78
자산부채변동	70	(543)	(119)	30	(4)
기타	124	(340)	402	(120)	(228)
투자활동현금흐름	(4,718)	(1,763)	(974)	(640)	(642)
유형자산투자	(2,020)	(1,846)	(754)	(735)	(735)
유형자산매각	3	15	15	15	15
투자자산순증	(2,812)	(124)	30	98	98
무형자산순증	(2)	(1)	(124)	(20)	(19)
기타	113	193	(141)	2	(1)
재무활동현금흐름	1,115	45	(1,095)	(824)	(769)
자본의증가	1,149	0	0	0	0
차입금의순증	190	533	(730)	(652)	(485)
배당금지급	(135)	(411)	(360)	(257)	(268)
기타	(89)	(77)	(5)	85	(16)
기타현금흐름	(44)	(18)	553	(208)	(201)
현금의증가	(518)	(355)	488	27	(47)

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

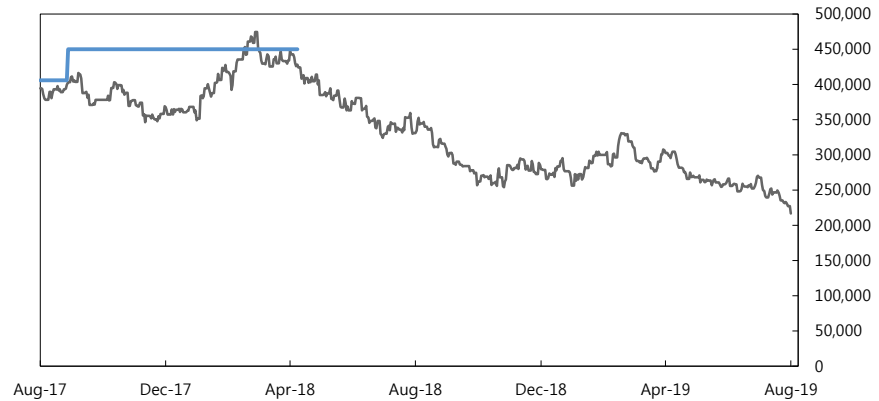
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,875	16,545	15,628	15,970	15,606
매출원가	12,082	13,792	13,457	13,680	13,468
매출총이익	3,793	2,753	2,171	2,290	2,138
판매관리비	863	785	816	842	846
영업이익	2,930	1,967	1,355	1,448	1,292
금융수익	253	185	401	354	128
이자수익	63	105	90	94	96
금융비용	273	195	228	173	157
이자비용	107	83	104	101	85
기타영업외손익	(109)	93	(224)	(228)	0
관계기업관련손익	284	202	224	228	240
세전계속사업이익	3,085	2,253	1,528	1,630	1,503
법인세비용	800	611	456	456	421
연결당기순이익	2,285	1,642	1,072	1,173	1,082
지배주주지분순이익	2,244	1,579	1,049	1,073	989
기타포괄이익	(428)	108	108	108	108
총포괄이익	1,856	1,750	1,180	1,281	1,190
지배주주지분포괄이익	1,859	1,659	1,154	1,171	1,088
EBITDA	3,621	2,652	2,027	2,165	2,006

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	65,625	46,074	30,608	31,293	28,866
BPS	335,215	371,541	393,804	416,854	437,159
DPS	10,500	10,500	7,513	7,820	7,820
성장성(% YoY)					
매출증가율	20.0	4.2	(5.5)	2.2	(2.3)
영업이익증가율	15.2	(32.8)	(31.1)	6.9	(10.8)
순이익증가율	22.2	(29.6)	(33.6)	2.2	(7.8)
EPS증가율	20.4	(29.8)	(33.6)	2.2	(7.8)
EBITDA증가율	14.1	(26.7)	(23.6)	6.8	(7.3)
수익성(%)					
영업이익률	18.5	11.9	8.7	9.1	8.3
순이익률	14.1	9.5	6.7	6.7	6.3
EBITDA Margin	22.8	16.0	13.0	13.6	12.9
ROA	12.9	8.1	5.0	5.4	4.9
ROE	21.5	13.0	8.0	7.7	6.8
배당수익률	2.9	3.8	3.5	3.6	3.6
배당성향	16.0	22.8	24.5	25.0	27.1
안정성					
순차입금(십억원)	(638)	96	(463)	(1,142)	(1,580)
차입금/자본총계비율(%)	34.6	35.5	28.3	22.4	18.3
Valuation(X)					
PER	5.6	6.0	7.1	6.9	7.5
PBR	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	3.5	3.9	3.9	3.3	3.4

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데케미칼 (011170)	2017.06.12	매수	406,000원	-10.3	-1.6
	2017.09.01	매수	450,000원	-11.6	5.4
	2018.04.13	중립	-	-	-
	2019.04.13	1년경과	-	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 5일 현재 롯데케미칼 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.
- 당사는 롯데케미칼 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 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 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	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 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.