

롯데케미칼(011170)

시황은 정점을 지나갔다

2분기 영업이익은 전년동기대비 11% 개선, 컨센서스에 부합
아시아 정기보수가 2분기에 몰리며 upstream 스프레드 확대
하반기 및 2019년 감익 가능성을 감안 중립 투자 의견 유지

Facts : 예상 수준의 2분기 실적

2분기 영업이익은 전분기대비 6%, 전년동기대비 11% 개선되고 컨센서스와 당사 추정치에도 부합했다. 자회사인 타이탄을 포함한 석유화학 부문의 영업이익은 전분기대비 12% 개선되고 당사 추정치 또한 2% 상회했다. 그러나 롯데첨산소재 영업이익은 ABS, PC 등 원재료 상승에 따른 마진 축소로 전분기대비 14% 감소하고 당사추정치도 6% 하회해 상대적으로 부진한 실적을 기록했다.

Pros & cons : 아시아 정기보수가 몰리며 upstream 마진 개선

올해 아시아 정기보수가 5~6월 집중됨에 따라 타이탄한 수급으로 upstream 화학제품인 ethylene, butadiene 등의 스프레드가 6월 반등에 성공했다. 이에 따라 작년 3분기를 정점으로 매분기 감소하던 본사 olefin 사업부 영업이익이 2분기에 전분기대비 14% 개선되었다. 그러나 그 외 사업부인 aromatics와 자회사 Titan 및 롯데첨단소재는 원가상승이 판가에 전가되지 못하며 전분기대비 모두 영업이익이 감소했다.

Action : 추세적인 실적개선을 기대하기는 어려워

SoTP 기준 적정주가는 370,000원으로 현재 주가는 이를 하회하고 있어 단기 기술적 반등 가능성은 열려있다. 그러나 추세적인 실적개선을 기대하기는 어려우며 하반기 및 2019년 실적은 감익될 가능성이 높아 중립 투자 의견을 유지한다. 하반기에는 아시아 석유화학설비들의 정기보수 이후 재가동이 몰려있고 신규증설에 대한 부담도 upstream 마진의 축소로 이어질 전망이다. 특히, PE, PP 및 MEG 등 주요 downstream 석유화학의 spot 스프레드가 적지수준에서 회복세를 보이고 있지 않아 이 또한 upstream의 마진 축소로 이어질 가능성이 높다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(7/31)	2,295
주가(7/31)	359,500
시가총액(십억원)	12,322
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저(원)	474,500/324,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	47,498
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/31.8
주요주주(%)	롯데물산 외 4인 53.6
	국민연금 9.1

Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	5.6	5.7	5.6
PBR(x)	1.1	0.9	0.8
ROE(%)	21.5	17.6	15.6
DY(%)	2.9	3.6	4.5
EV/EBITDA(x)	3.5	3.5	3.1
EPS(원)	65,625	63,494	63,868
BPS(원)	335,215	384,653	435,500

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	(14.4)	(2.6)
KOSPI 대비(%p)	4.6	(3.8)	1.9

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,853.3	3,990.2	4,035.0	4,123.3	4,330.2	5.0	12.4	4,332.4
영업이익	632.2	766.2	716.5	662.0	701.3	5.9	10.9	703.8
영업이익률(%)	16.4	19.2	17.8	16.1	16.2			16.2
세전이익	686.3	832.8	701.8	744.5	824.9	10.8	20.2	775.0
순이익	515.3	616.2	472.2	526.9	561.1	6.5	8.9	555.8

자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이(%)p	변경전	변경후	차이(%)p
매출액	16,343.0	16,410.0	0.4	15,393.0	15,393.0	0.0
영업이익	2,709.0	2,700.0	(0.3)	2,652.0	2,652.0	0.0
영업이익률(%)	17.5	16.5		17.1	15.0	
세전이익	2,980.0	3,034.0	1.8	2,951.0	2,950.0	0.0
순이익	2,187.0	2,176.0	(0.5)	2,189.0	2,189.0	0.0

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,035.0	4,151.2	4,330.2	4,157.8	3,798.6	15,874.5	16,410.0	15,393.0
영업이익	814.8	632.2	766.2	716.5	768.7	701.3	740.7	595.6	2,929.7	2,700.0	2,652.0
영업이익률(%)	20.4	16.4	19.2	17.8	18.5	16.2	17.8	15.7	18.5	16.5	15.0
순이익	640.2	515.3	616.2	472.2	597.1	561.1	596.1	492.2	2,243.9	2,176.0	2,189.0
증가율(% YoY)											
매출액	48.9	12.0	16.4	9.9	3.9	12.4	4.2	(5.9)	20.0	3.4	(6.2)
영업이익	72.1	(8.9)	19.1	(2.3)	(5.7)	7.7	(3.3)	(16.9)	15.2	(7.8)	(1.8)
순이익	85.0	12.1	36.7	(18.4)	(6.7)	8.9	(3.3)	4.2	22.2	(3.0)	0.6
증가율(% QoQ)											
매출액	8.8	(3.6)	3.6	1.1	2.9	5.0	(4.0)	(8.6)			
영업이익	11.1	(22.4)	21.2	(6.5)	7.3	5.9	5.6	(19.6)			
순이익	10.6	(19.5)	19.6	(23.4)	26.4	6.5	6.2	(17.4)			
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						703.8 (0.4)	712.3 4.0	652.2 (8.7)		2,730.3 (1.1)	2,903.7 (8.7)
컨센서스 추정 순이익 차이(%)						555.8 (0.9)	561.4 6.2	481.3 2.3		2,147.5 1.3	2,286.5 (4.3)
KIS 추정 영업이익 변화(%)							0.0	0.0		(0.3)	0.0
KIS 추정 순이익 변화(%)							0.0	0.0		(0.5)	0.0

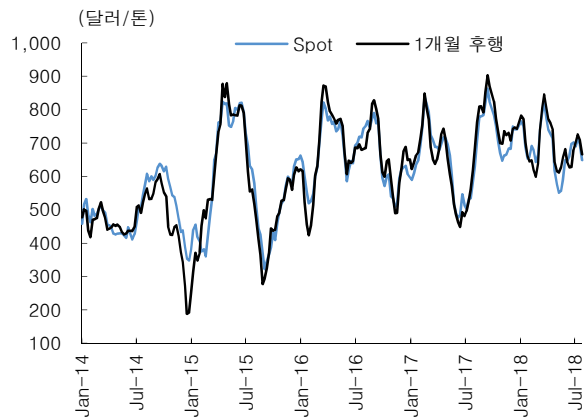
자료: FnGuide, 한국투자증권

〈표 4〉 SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
영업가치	2018 수정 EV/EBITDA 3.5x	11,786.7
투자유가증권		2,640.1
총자산가치		14,426.7
순부채		1,749.3
총 순자산가치		12,677.4
발행주식수(천 주)		34,275
적정주가(원)		369,870

자료: 한국투자증권

[그림 1] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



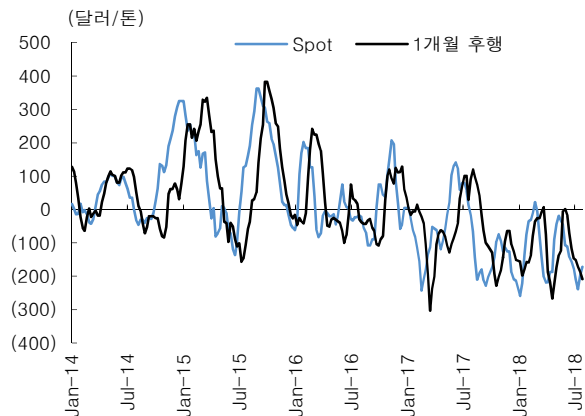
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 2] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



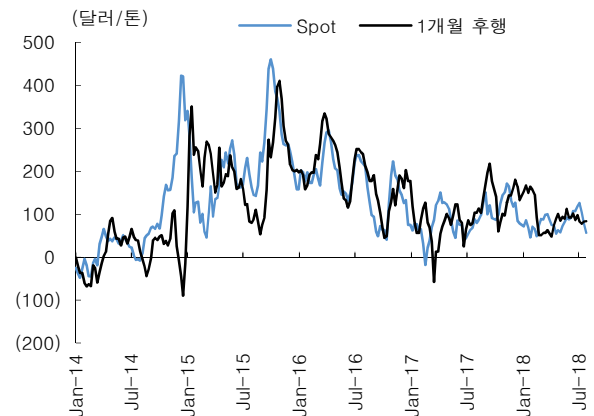
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 3] HDPE 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



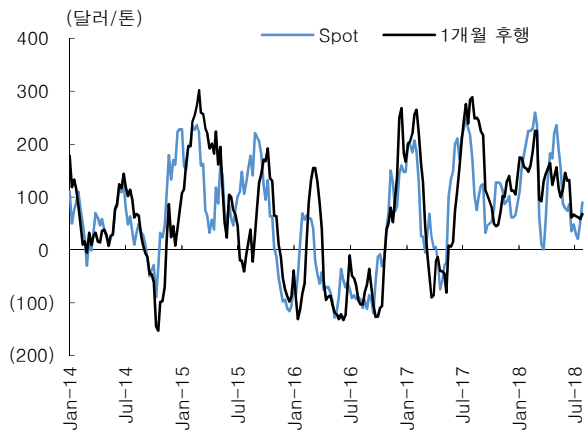
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 4] PP 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



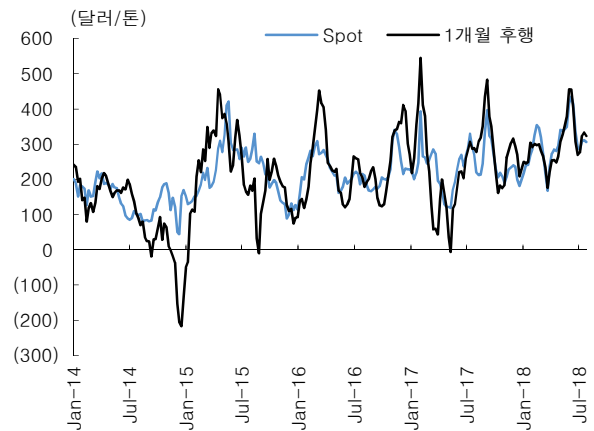
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 5] MEG 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 6] SM 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스켄, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,852	8,225	7,964	9,114	9,510
현금성자산	2,203	1,685	1,568	2,796	3,260
매출채권및기타채권	1,556	1,682	1,570	1,537	1,490
재고자산	1,477	1,536	1,497	1,454	1,437
비유동자산	10,015	11,326	12,673	13,032	13,393
투자자산	2,528	2,727	3,033	3,328	3,624
유형자산	5,547	6,716	7,839	7,936	8,033
무형자산	1,792	1,711	1,676	1,642	1,610
자산총계	15,867	19,551	20,637	22,146	22,903
유동부채	3,449	3,791	3,224	3,113	3,057
매입채무및기타채무	1,257	1,688	1,384	1,344	1,328
단기차입금및단기사채	1,415	703	553	503	503
유동성장기부채	331	795	250	266	273
비유동부채	3,017	3,505	3,320	3,180	2,620
사채	1,894	1,288	1,168	1,058	618
장기차입금및금융부채	551	1,464	1,394	1,364	1,244
부채총계	6,466	7,296	6,544	6,293	5,677
지배주주지분	9,363	11,490	13,184	14,927	16,229
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	749	748	691
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,582	12,408	14,153	15,511
비지배주주지분	38	765	893	895	951
자본총계	9,401	12,255	14,077	15,822	17,180

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,701	3,129	2,964	2,591	2,341
당기순이익	1,837	2,285	2,227	2,213	1,907
유형자산감가상각비	561	606	620	623	623
무형자산상각비	68	85	48	47	46
자산부채변동	(139)	70	214	1	5
기타	374	83	(145)	(293)	(240)
투자활동현금흐름	(3,565)	(4,718)	(1,680)	(734)	(734)
유형자산투자	(1,588)	(2,020)	(1,743)	(720)	(720)
유형자산매각	11	3	0	0	0
투자자산순증	(122)	(2,812)	44	0	0
무형자산순증	(7)	(2)	(13)	(14)	(14)
기타	(1,859)	113	32	0	0
재무활동현금흐름	1,101	1,115	(1,417)	(644)	(1,158)
자본의증가	5	1,149	(131)	(2)	(56)
차입금의순증	1,263	190	(885)	(174)	(553)
배당금지급	(84)	(135)	(360)	(445)	(549)
기타	(83)	(89)	(41)	(23)	0
기타현금흐름	24	(44)	0	0	0
현금의증가	261	(518)	(133)	1,213	449

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

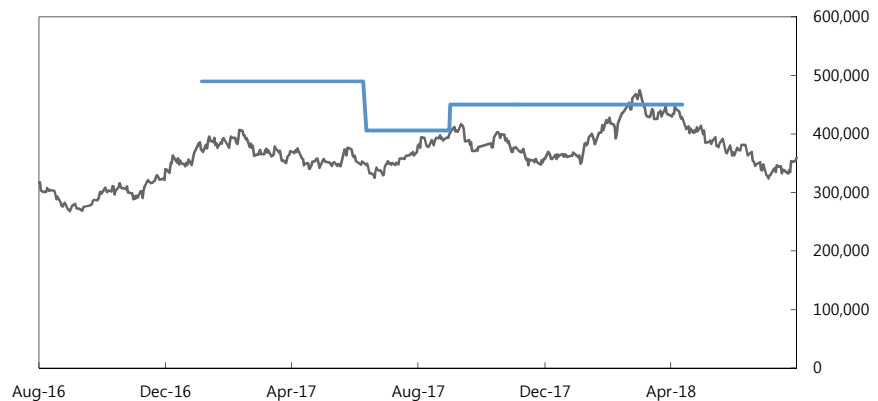
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,224	15,875	16,410	15,393	14,614
매출원가	9,957	12,082	12,948	11,995	11,682
매출총이익	3,267	3,793	3,462	3,398	2,932
판매관리비	722	863	762	746	733
영업이익	2,544	2,930	2,700	2,652	2,199
금융수익	156	253	161	116	149
이자수익	29	63	94	105	138
금융비용	241	273	241	165	154
이자비용	77	107	107	88	77
기타영업외손익	(43)	(109)	65	52	52
관계기업관련손익	71	284	349	295	296
세전계속사업이익	2,487	3,085	3,034	2,950	2,542
법인세비용	650	800	808	738	636
연결당기순이익	1,837	2,285	2,227	2,213	1,907
지배주주지분순이익	1,836	2,244	2,176	2,189	1,830
기타포괄이익	86	(428)	0	0	0
총포괄이익	1,923	1,856	2,227	2,213	1,907
지배주주지분포괄이익	1,921	1,859	2,176	2,189	1,830
EBITDA	3,173	3,621	3,368	3,322	2,868

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	54,488	65,625	63,494	63,868	53,381
BPS	273,173	335,215	384,653	435,500	473,484
DPS	4,000	10,500	12,969	16,006	16,058
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.9	20.0	3.4	(6.2)	(5.1)
영업이익증가율	57.9	15.2	(7.9)	(1.8)	(17.1)
순이익증가율	85.0	22.2	(3.0)	0.6	(16.4)
EPS증가율	85.0	20.4	(3.2)	0.6	(16.4)
EBITDA증가율	51.2	14.1	(7.0)	(1.3)	(13.7)
수익성(%)					
영업이익률	19.2	18.5	16.5	17.2	15.0
순이익률	13.9	14.1	13.3	14.2	12.5
EBITDA Margin	24.0	22.8	20.5	21.6	19.6
ROA	13.4	12.9	11.1	10.3	8.5
ROE	21.7	21.5	17.6	15.6	11.7
배당수익률	1.1	2.9	3.6	4.5	4.5
배당성향	7.3	16.0	20.4	25.1	30.1
안정성					
순차입금(십억원)	1,527	(612)	(1,459)	(2,861)	(3,878)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.8	23.6	19.9	15.1
Valuation(X)					
PER	6.8	5.6	5.7	5.6	6.7
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.5	3.1	3.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데케미칼(011170)	2016.07.28	비중축소	-	-	-
	2017.01.05	매수	490,000원	-24.8	-16.9
	2017.06.12	매수	406,000원	-10.3	-1.6
	2017.09.01	매수	450,000원	-11.6	5.4
	2018.04.13	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 31일 현재 롯데케미칼 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.
- 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 (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.