

롯데케미칼(011170)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 450,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(10/30)	2,502
주가(10/30)	369,500
시가총액(십억원)	12,665
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	416,500/288,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	53,679
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/31.1
주요주주(%)	롯데물산 외 4인 53.6
	국민연금 10.1

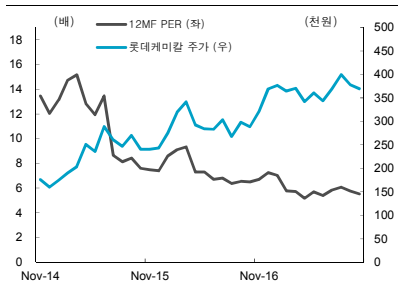
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	6.8	5.4	4.6
PBR(x)	1.4	1.1	0.9
ROE(%)	21.7	22.5	21.7
DY(%)	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	4.5	3.5	2.4
EPS(원)	54,488	68,765	81,165
BPS(원)	273,173	334,963	412,128

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.2)	8.0	23.6
상대주가(%p)	(6.7)	(5.4)	(0.3)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

양호했지만 아쉬운 실적

What's new: 기대에 못 미친 3분기

3분기 영업이익은 7,662억원으로 전분기 대비 21% 개선됐으나, 추정치와 컨센서스를 16%, 5% 하회해 기대에 못 미친 실적이었다. 전 사업부 모두 전분기 대비 이익이 개선됐음에도 불구하고, LC타이탄과 롯데첨단소재 실적이 추정치를 하회해 전사 영업이익 또한 기대에 못 미쳤다. 2017년 영업이익 추정치를 8% 하향한다. 실적추정치 하향으로 sotp 기준 주당 적정가치는 413,923원으로 감소했으나, 변동폭이 크지 않기 때문에 기존 목표주가 450,000원을 유지한다.

Positives: 업스트림 스프레드 개선이 견인한 실적

올레핀 사업부 영업이익은 업스트림 스프레드 개선에 힘입어 전분기 대비 26% 증가한 5,028억원을 기록했다. 3분기 1개월 후행 기준 에틸렌 스프레드는 전분기 평균 대비 25% 확대됐다. 성수기로 수요가 늘었고, 허리케인 하비로 인한 공급차질 증가, 가을 정기보수 시즌이 맞물렸기 때문이다. 같은 이유로 1개월 후행 기준 프로필렌과 부타디엔 스프레드 또한 전분기 대비 각각 27%, 21% 개선됐다.

Negatives: 주요 자회사 실적 부진

화학제품 스프레드 개선으로 LC타이탄 영업이익은 662억원으로 전분기 대비 26% 증가했다. 그러나 우리 추정치를 30% 이상 하회했다. 3분기 한달 가량의 정기보수에도 불구하고, 공업용수의 일시적 공급 중단 및 상반기 기계적 결함 영향이 해소됐기 때문에 영업이익은 1,000억원 혹은 그 이상에 달할 것으로 전망했다. 그러나 실제 LC타이탄 영업이익은 작년 3분기와 4분기(정상 영업이익 수준) 영업이익을 각각 47%, 54% 밑도는 수준이었다. 실제로 롯데케미칼 본사의 올레핀 영업이익은 작년 3분기와 4분기보다 더 높았다. 롯데첨단소재의 3분기 영업이익 또한 1,010억원으로 전분기 대비 29% 늘었으나, 추정치를 13% 하회했다. 1개월 후행 기준 ABS 스프레드가 전분기 대비 100% 개선됐다는 점을 감안하면, 실제 계약가격 기준 ABS 스프레드는 spot 스프레드보다 더 낮았던 것으로 판단된다.

결론: 불투명한 단기 실적 전망

3분기 정기보수 종료로 LC 타이탄 실적이 4분기부터 정상화될 것이며, 밸류에이션 멀티플이 낮다는 점에서 롯데케미칼에 대한 매수를 추천한다. 그러나 석유화학 제품 수급 관점에서는 단기 긍정적 요인이 부재해, 지금으로선 주가의 바닥이 확인되지 않았다는 판단이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,863	3,990	3.3	3,867	3.6	16.4	15,873	15,546
영업이익	913	766	(16.1)	803	21.2	19.1	2,937	2,918
영업이익률	23.6	19.2	(4.4)	20.8	2.8	0.4	18.5	18.8
세전이익	966	833	(13.8)	831	21.3	36.7	3,160	3,042
순이익	716	616	(13.9)	615	19.6	36.7	2,347	2,251

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜

chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 롯데케미칼: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	2,684	3,441	3,427	3,671	3,996	3,853	3,990	4,034	13,224	15,873	15,971
영업이익	474	694	643	734	815	632	766	723	2,544	2,937	3,479
영업이익률 (%)	17.6	20.2	18.8	20.0	20.4	16.4	19.2	17.9	19.2	18.5	21.8
순이익	346	460	451	579	640	515	616	576	1,836	2,347	2,782
증가율 (% YoY)											
매출액	(4.1)	8.3	12.9	36.0	48.9	12.0	16.4	9.9	12.9	20.0	0.6
영업이익	166.1	8.5	32.8	137.5	72.1	(8.9)	19.1	(1.4)	57.9	15.4	18.5
순이익	186.7	(0.1)	87.8	237.8	85.0	12.1	36.6	(0.6)	85.0	27.9	18.5
증가율 (% QoQ)											
매출액	(0.6)	28.2	(0.4)	7.1	8.8	(3.6)	3.6	1.1			
영업이익	53.3	46.5	(7.3)	14.1	11.1	(22.4)	21.2	(5.6)			
순이익	101.9	32.8	(1.9)	28.4	10.6	(19.5)	19.5	(6.5)			
컨센서스 추정 영업이익								721		2,918	2,822
차이 (%)								0.3		0.6	23.3
KIS 추정 영업이익 변화 (%)								(12.7)		(7.9)	0.0

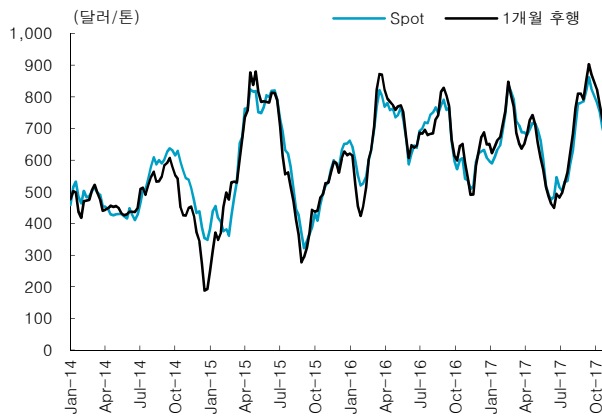
자료: 한국투자증권

<표 2> SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
영업가치	2017 수정 EV/EBITDA 3.5x	12,926
투자유가증권		2,478
총자산가치		15,404
순부채		1216.4
총 순자산가치		14,187
발행주식수(천주)		34,275
적정주가(원)		413,923
목표주가(원)		450,000

자료: 한국투자증권

[그림 1] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



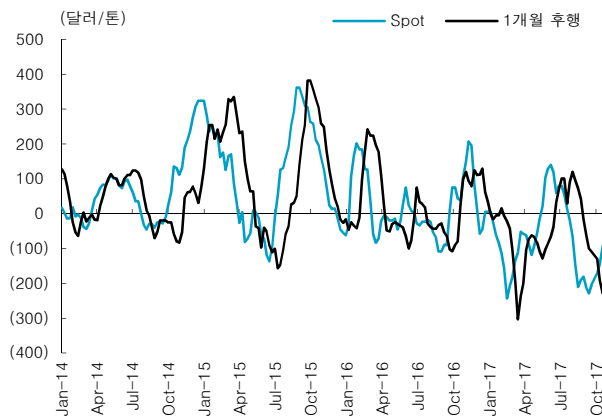
자료: 씨스켄, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



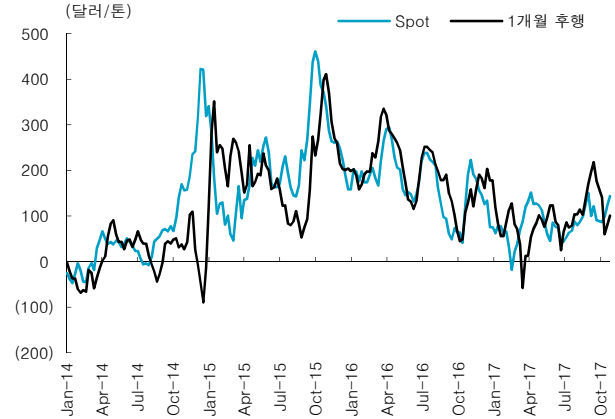
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 3] HDPE 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



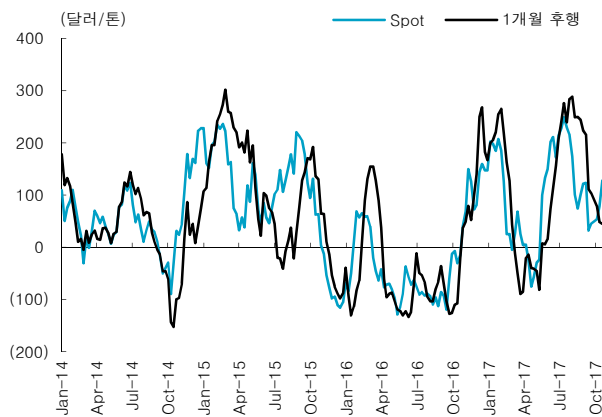
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 4] PP 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



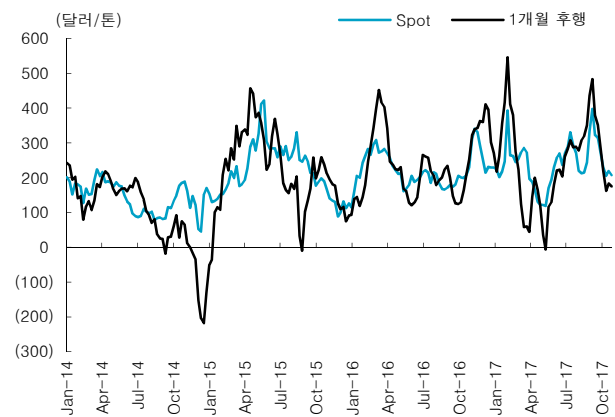
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[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)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,405	5,852	7,472	9,379	12,506
현금성자산	1,942	2,203	2,977	5,000	8,075
매출채권및기타채권	1,016	1,552	1,640	1,633	1,688
재고자산	1,163	1,477	1,557	1,448	1,440
비유동자산	6,062	10,015	11,053	11,015	10,978
투자자산	1,916	2,529	2,870	3,230	3,600
유형자산	3,965	5,547	6,267	5,948	5,615
무형자산	38	1,792	1,710	1,632	1,558
자산총계	11,468	15,867	18,525	20,394	23,483
유동부채	2,146	3,449	3,830	3,245	3,235
매입채무및기타채무	1,011	1,257	1,107	1,030	1,025
단기차입금및단기사채	445	1,415	1,227	1,077	1,027
유동성장기부채	467	331	605	250	266
비유동부채	1,766	3,017	3,079	2,889	2,749
사채	1,329	1,894	1,574	1,454	1,344
장기차입금및금융부채	173	547	788	718	688
부채총계	3,912	6,466	6,909	6,133	5,984
지배주주지분	7,525	9,363	11,481	14,126	17,365
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	479	676	676	676
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,739	8,487	10,686	13,331	16,570
비지배주주지분	31	38	135	135	135
자본총계	7,556	9,401	11,616	14,261	17,500

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,596	2,701	3,183	3,284	3,678
당기순이익	991	1,837	2,370	2,804	3,261
유형자산감가상각비	485	561	667	719	733
무형자산상각비	3	68	90	86	82
자산부채변동	739	(139)	142	35	(27)
기타	378	374	(86)	(360)	(371)
투자활동현금흐름	(1,273)	(3,565)	(2,442)	(408)	(408)
유형자산투자	(355)	(1,588)	(1,388)	(400)	(400)
유형자산매각	53	11	0	0	0
투자자산순증	(763)	(122)	(298)	0	0
무형자산순증	(8)	(7)	(7)	(8)	(8)
기타	(200)	(1,859)	(749)	0	0
재무활동현금흐름	(334)	1,101	32	(854)	(196)
자본의증가	0	5	197	0	0
차입금의순증	(230)	1,263	7	(695)	(174)
배당금지급	(34)	(84)	(135)	(137)	(137)
기타	(70)	(83)	(37)	(22)	115
기타현금흐름	5	24	0	0	0
현금의증가	993	261	774	2,023	3,075

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

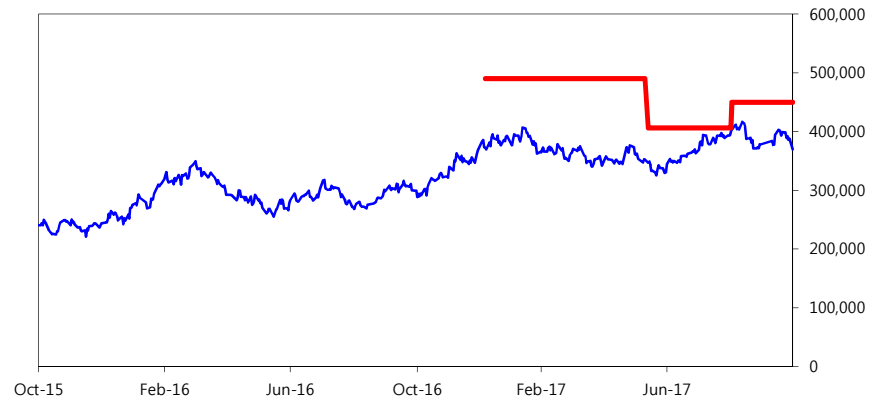
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	11,713	13,224	15,873	15,971	16,334
매출원가	9,646	9,957	12,085	11,611	11,413
매출총이익	2,067	3,267	3,789	4,360	4,921
판매관리비	456	722	852	881	905
영업이익	1,611	2,544	2,937	3,479	4,015
금융수익	145	156	215	96	140
이자수익	38	29	45	76	120
금융비용	205	241	298	148	130
이자비용	70	77	131	138	120
기타영업외손익	(107)	(43)	(14)	(48)	(48)
관계기업관련손익	(23)	71	321	359	370
세전계속사업이익	1,421	2,487	3,160	3,738	4,347
법인세비용	431	650	789	935	1,087
연결당기순이익	991	1,837	2,370	2,804	3,261
지배주주지분순이익	993	1,836	2,347	2,782	3,239
기타포괄이익	130	86	(281)	0	0
총포괄이익	1,120	1,923	2,089	2,804	3,261
지배주주지분포괄이익	1,121	1,921	2,069	2,782	3,239
EBITDA	2,099	3,173	3,693	4,284	4,830

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	29,458	54,488	68,765	81,165	94,496
BPS	219,538	273,173	334,963	412,128	506,625
DPS	2,500	4,000	4,000	4,000	4,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(21.2)	12.9	20.0	0.6	2.3
영업이익증가율	359.1	57.9	15.4	18.5	15.4
순이익증가율	575.8	85.0	27.9	18.5	16.4
EPS증가율	575.8	85.0	26.2	18.0	16.4
EBITDA증가율	149.1	51.2	16.4	16.0	12.8
수익성(%)					
영업이익률	13.8	19.2	18.5	21.8	24.6
순이익률	8.5	13.9	14.8	17.4	19.8
EBITDA Margin	17.9	24.0	23.3	26.8	29.6
ROA	9.1	13.4	13.8	14.4	14.9
ROE	14.2	21.7	22.5	21.7	20.6
배당수익률	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
배당성향	8.5	7.3	5.8	4.9	4.2
안정성					
순차입금(십억원)	(431)	1,519	59	(2,659)	(5,908)
차입금/자본총계비율(%)	32.0	44.6	36.1	24.5	19.0
Valuation(X)					
PER	8.3	6.8	5.4	4.6	3.9
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.5	2.4	1.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
롯데케미칼(011170)	2015.10.29	비중축소	-	-	-
	2016.10.29	1년경과	-	-	-
	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	-	-



Compliance notice

- 당사는 2017년 10월 30일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 (2017.9.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.6%	20.4%	1.0%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 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.