

롯데케미칼(011170)

점증되는 공급충격 우려

컨센서스 하향은 당분간 지속될 전망

2019년 영업이익 추정치를 1.3조원으로 8% 낮춘다. 2분기 영업이익도 전분기 수준에 머물러 전년동기대비 55% 감소하고 컨센서스를 14% 하회할 전망이다. 이는 지난 5년간 주가와 실적을 좌우해온 에틸렌 스프레드가 축소된 것이 주요 원인이다. 주요 다운스트림 제품 스프레드 또한 무역분쟁으로 인한 구매심리 악화와 신증설에 따른 공급증가로 수급이 악화되고 있다. 향후 수년간 지속될 미국발, 중국발 및 정유사발 석유화학 증설의 물결을 감안하면 주요 제품의 시황은 장기간 하락기에 진입할 전망이다. 보수적인 관점을 유지한다.

이중고

석유화학 시황을 대표하고 과거 5년간 실적을 좌우해온 에틸렌 스프레드는 최근 324달러/톤을 기록하며 2분기 누적평균 대비 10% 낮고 작년 2분기 평균 대비 50% 축소되었다. 2017년말부터 시작된 미국의 공급충격 영향이다. 올해 하반기도 미국에서만 세계 연간 수요 증가분 수준의 신증설이 상업 가동을 시작할 계획이다. 더욱 우려되는 부분은 1백만톤/년 규모의 에틸렌 수출 터미널이 미국에서 4분기에 상업가동을 시작하는 것이다. 미국에서 에틸렌 유도품을 중심으로 수출을 해왔지만, 4분기중으로는 에틸렌 수출도 개시되며 수급 부담은 가중될 전망이다.

열려 있는 다운사이드

중립의견을 유지한다. SotP 기준 적정주가는 220,000원이며 2020년 중국발 공급충격과 향후 지속될 정유사발 신규석유화학 공급충격까지 감안하면 추가 하락가능성은 중장기적인 관점에서 열려 있다. 미중 무역분쟁이 완화될 경우 구매심리 개선에 따른 일시적인 시황개선 가능성을 배제할 수는 없다. 그러나 미국이 신증설의 진양지고 무역분쟁 완화는 중국향 미국 플라스틱 수출이 본격적으로 재개되는 것을 의미한다. 이는 중장기적 관점에서 오히려 제품 수급에 부담요인이다.

중립(유지)

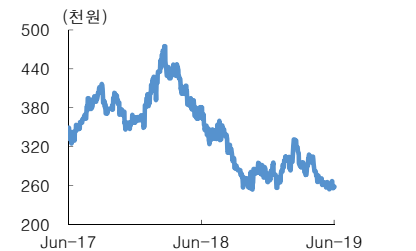
Stock Data

KOSPI(6/12)	2,109
주가(6/12)	258,000
시가총액(십억원)	8,843
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저(원)	380,500/254,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	39,851
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/32.5
주요주주(%)	롯데물산 외 5인 53.6
	국민연금 9.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(2.5)	(3.4)	(32.2)
KOSPI 대비(%p)	(2.5)	(4.6)	(17.6)

주가추이



자료: FnGuide

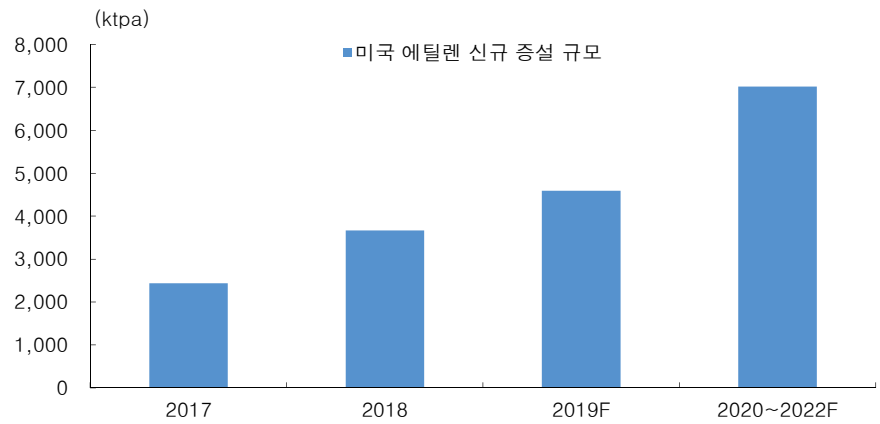
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	15,875	2,930	2,244	65,625	20.4	3,621	5.6	3.5	1.1	21.5	2.9
2018A	16,545	1,967	1,579	46,074	(29.8)	2,652	6.0	3.9	0.7	13.0	3.8
2019F	15,281	1,306	1,030	30,054	(34.8)	1,978	8.6	4.7	0.7	7.9	2.9
2020F	15,772	1,448	1,072	31,291	4.1	2,165	8.2	4.0	0.6	7.7	3.0
2021F	15,399	1,292	989	28,864	(7.8)	2,006	8.9	4.1	0.6	6.8	3.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

이도연

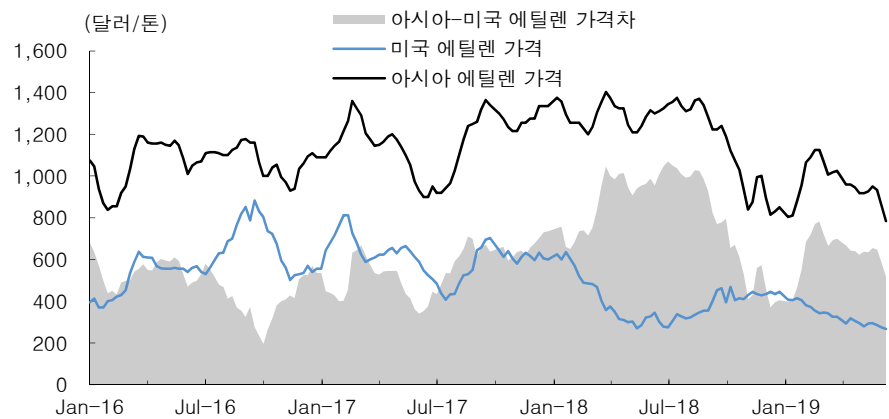
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 미국의 신규 에틸렌 증설 규모는 2019년까지 지속적으로 확대



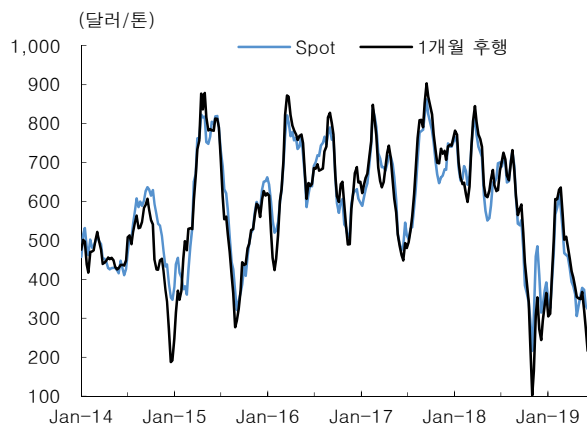
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 2] 미국과의 에틸렌 가격차는 미국 수출 증가로 좁혀질 전망



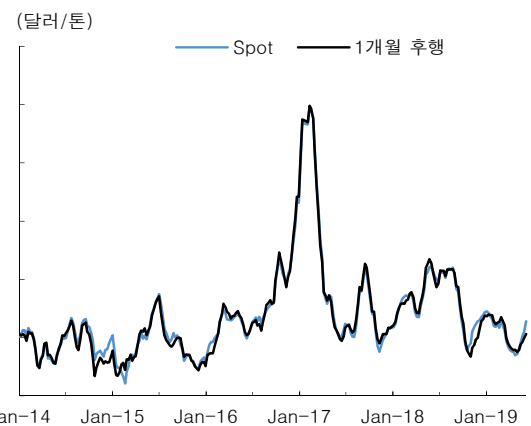
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 3] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



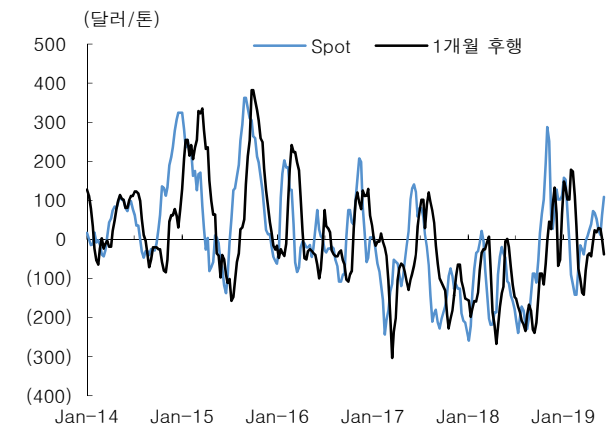
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 4] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



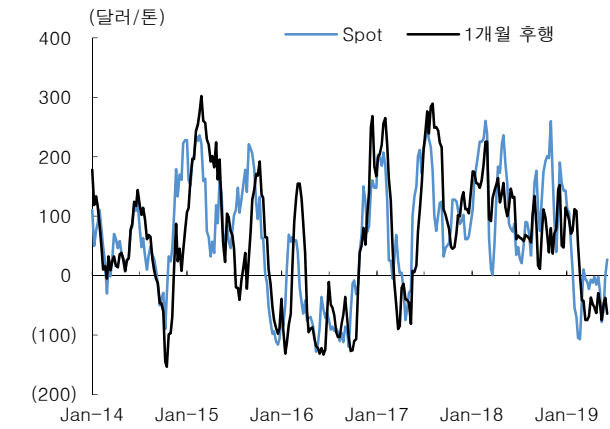
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 5] HDPE 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 6] MEG 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	16,140	15,281	(5.3)	15,736	15,772	0.2
영업이익	1,419	1,306	(8.0)	1,448	1,448	(0.0)
영업이익률	8.8	8.5	(0.2)	9.2	9.2	(0.0)
세전이익	1,572	1,486	(5.5)	1,589	1,629	2.6
순이익	1,114	1,030	(7.5)	1,031	1,072	4.1

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	4,123	4,330	4,248	3,844	3,722	3,786	3,834	3,939	15,875	16,545	15,281	15,772
영업이익	662	701	504	100	296	314	358	338	2,930	1,967	1,306	1,448
영업이익률(%)	16.1	16.2	11.9	2.6	7.9	8.3	9.3	8.6	18.5	11.9	8.5	9.2
순이익	527	555	435	62	217	252	286	274	2,244	1,579	1,030	1,072
증가율(% YoY)												
매출액	3.2	12.4	6.5	(4.7)	(9.7)	(12.6)	(9.7)	2.5	20.0	4.2	(7.6)	3.2
영업이익	(18.8)	10.9	(34.3)	(86.0)	(55.3)	(55.3)	(28.8)	236.6	15.2	(32.8)	(33.6)	10.9
순이익	(17.7)	7.8	(29.4)	(86.9)	(58.8)	(54.6)	(34.2)	342.4	22.2	(29.6)	(34.8)	4.1
증가율(% QoQ)												
매출액	2.2	5.0	(1.9)	(9.5)	(3.2)	1.7	1.3	2.7				
영업이익	(7.6)	5.9	(28.2)	(80.1)	194.5	6.1	14.3	(5.7)				
순이익	11.6	5.4	(21.7)	(85.8)	250.7	16.1	13.5	(4.3)				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)						364	400	382			1,493	1,762
						(13.9)	(10.4)	(11.6)			(12.5)	(17.8)
KIS 추정 영업이익 변화(%)						(10.2)	(16.1)	(2.6)			(8.0)	(0.0)

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 3〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	
사업가치	2019F 수정 EV/EBITDA 3.5x	6,922
투자유가증권		2,858
총자산가치		9,779
순부채		2,247
총 순자산가치		7,532
발행주식수(천주)		34,275
적정주가(원)		219,763

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

롯데케미칼은 1976년에 설립된 순수석유화학회사로 롯데그룹의 계열사이며 2005년 롯데대산유화(2003년에 LG화학과의 컨소시엄으로 인수한 현대석유화학)과 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	8,413	8,347	8,315
현금성자산	1,685	1,330	1,815	1,843	1,797
매출채권및기타채권	1,682	1,563	1,949	1,902	1,903
재고자산	1,536	1,777	1,735	1,693	1,706
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	21,741	21,926	22,159
유동부채	3,791	3,961	4,262	4,107	4,102
매입채무및기타채무	1,688	1,248	1,305	1,273	1,283
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	7,427	6,712	6,147
지배주주지분	11,490	12,735	13,506	14,504	15,401
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	881	881	881
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	10,582	11,785	12,449	13,349	14,147
비지배주주지분	765	810	824	934	1,036
자본총계	12,255	13,544	14,314	15,214	16,012

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,129	1,381	1,990	1,700	1,565
당기순이익	2,244	1,579	1,030	1,072	1,082
유형자산감가상각비	606	603	588	637	637
무형자산상각비	85	82	83	80	78
자산부채변동	70	(543)	(103)	31	(4)
기타	124	(340)	392	(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)	31	98	98
무형자산순증	(2)	(1)	(124)	(20)	(19)
기타	113	193	(142)	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)	564	(208)	(201)
현금의증가	(518)	(355)	485	28	(47)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

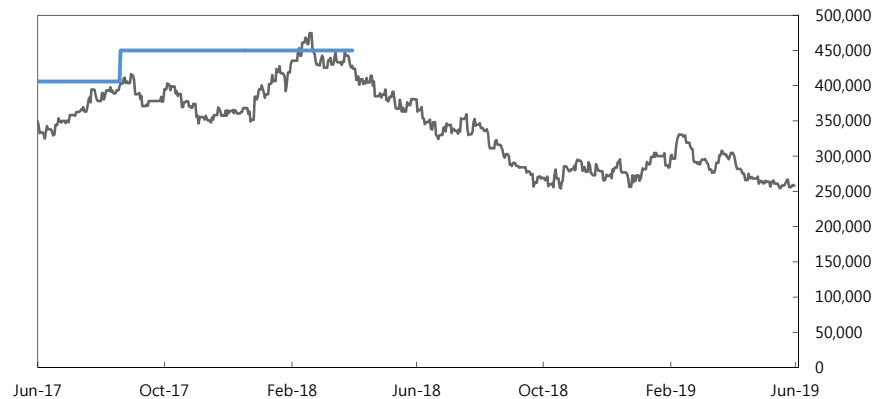
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,875	16,545	15,281	15,772	15,399
매출원가	12,082	13,792	13,170	13,489	13,268
매출총이익	3,793	2,753	2,112	2,283	2,131
판매관리비	863	785	806	835	838
영업이익	2,930	1,967	1,306	1,448	1,292
금융수익	253	185	402	354	128
이자수익	63	105	91	93	96
금융비용	273	195	223	173	157
이자비용	107	83	104	101	85
기타영업외손익	(109)	93	(224)	(228)	0
관계기업관련손익	284	202	224	228	240
세전계속사업이익	3,085	2,253	1,486	1,629	1,503
법인세비용	800	611	442	456	421
연결당기순이익	2,285	1,642	1,043	1,173	1,082
지배주주지분순이익	2,244	1,579	1,030	1,072	989
기타포괄이익	(428)	108	108	108	108
총포괄이익	1,856	1,750	1,151	1,281	1,190
지배주주지분포괄이익	1,859	1,659	1,136	1,171	1,088
EBITDA	3,621	2,652	1,978	2,165	2,006

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	65,625	46,074	30,054	31,291	28,864
BPS	335,215	371,541	393,574	416,621	436,925
DPS	10,500	10,500	7,513	7,820	7,820
성장성(% YoY)					
매출증가율	20.0	4.2	(7.6)	3.2	(2.4)
영업이익증가율	15.2	(32.8)	(33.6)	10.9	(10.8)
순이익증가율	22.2	(29.6)	(34.8)	4.1	(7.8)
EPS증가율	20.4	(29.8)	(34.8)	4.1	(7.8)
EBITDA증가율	14.1	(26.7)	(25.4)	9.5	(7.3)
수익성(%)					
영업이익률	18.5	11.9	8.5	9.2	8.4
순이익률	14.1	9.5	6.7	6.8	6.4
EBITDA Margin	22.8	16.0	12.9	13.7	13.0
ROA	12.9	8.1	4.9	5.4	4.9
ROE	21.5	13.0	7.9	7.7	6.8
배당수익률	2.9	3.8	2.9	3.0	3.0
배당성향	16.0	22.8	25.0	25.0	27.1
안정성					
순차입금(십억원)	(638)	96	(461)	(1,140)	(1,578)
차입금/자본총계비율(%)	34.6	35.5	28.4	22.4	18.3
Valuation(X)					
PER	5.6	6.0	8.6	8.2	8.9
PBR	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.5	3.9	4.7	4.0	4.1

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 6월 13일 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	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.