

# 롯데케미칼(011170)

## 중립(유지)

### 1Q19 Preview: 눈높이를 낮출 시기

#### 1분기 실적 컨센서스 하회 전망

1분기 영업이익 추정치를 3,794억원으로 11% 하향한다. 예상보다 부진한 주요제품의 시황이 지속되며 전년동기대비 43% 감소하고 컨센서스 영업이익 추정치를 8% 하회할 전망이다. 3월 현재수준의 시황이 지속된다는 가정으로 1분기 영업이익을 추정했으나, 예상보다 더딘 수요회복으로 3월 주력제품 시황 둔화를 배제할 수는 없다. 3분기까지 분기 영업이익은 전년동기대비 감소하며 컨센서스도 하향조정이 지속될 전망이다. SotP 방식으로 산출한 2019년 기준 적정가치는 264,000원으로 보수적인 의견을 유지한다.

#### 에틸렌 스프레드 정점 지나가다

지난 4년간 실적개선을 견인해온 에틸렌 스프레드가 4분기에 저점 기록 후 가파른 반등에 성공했다. 그러나 현시점에서는 하락압력이 다시금 커질 것으로 전망한다. 첫 번째로 무역분쟁이 완화되면 미국의 중국향 플라스틱 수출은 재개될 것이다. 두 번째로 에틸렌 수요감소가 예상된다. 에틸렌의 주요 다운스트림 마진이 축소되어 이들 설비들의 가동률 조정이 예상되기 때문이다. 마지막으로 미국의 신규 다운스트림 증설이 지속되고 있다. 2분기에서 3분기 집중된 증설물량이 아시아향 수출증가로 이어질 것이다.

#### 중국발 선구매 수요를 예상하기는 어려움

2분기 중국발 선구매 등, 투기적 수요강세에 대한 기대가 있다. 무역분쟁 완화 및 중국의 부양정책 효과 등을 기대하는 것이다. 그러나 현재 환경에서는 석유화학 제품 재고를 오히려 낮게 유지할 가능성이 높다. 과거 중국발 투기적 수요강세는 석유화학 제품가격 상승기대에 힘입어 발생했다. 원유 선물가격이 의미 있는 콘탱고(contango) 상태 또는 위안화 선도가격이 장기적으로 절하기대가 있는 경우였다. 현재는 두 지표 모두 가격강세를 유도할 수 없는 환경이다. 더 중요한 점은 신규증설과 미국발 수출 증가로 향후 가격경쟁이 예상되고 경기에 대한 불확실성 또한 높은 상황에서 재고를 높게 가져가며 운전자본투자를 예상하기는 어렵다.

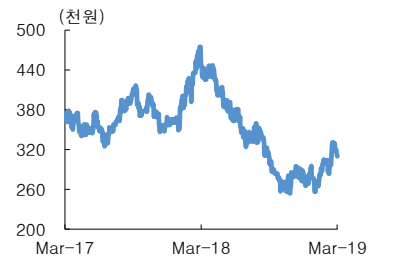
#### Stock Data

KOSPI(3/6)	2,176
주가(3/6)	310,000
시가총액(십억원)	10,625
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저(원)	447,000/254,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	63,684
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/32.9
주요주주(%)	롯데물산 외 5인 53.6
	국민연금 9.1

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.3	4.2	(30.6)
KOSPI 대비(%p)	4.6	9.1	(20.8)

#### 주가추이



자료: FnGuide

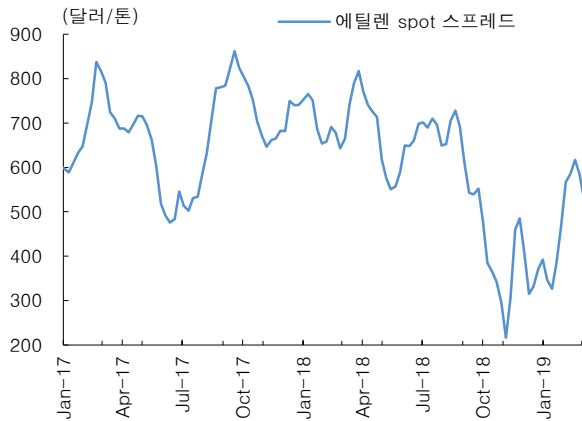
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	13,224	2,544	1,836	54,488	85.0	3,173	6.8	4.5	1.4	21.7	1.1
2017A	15,875	2,930	2,244	65,625	20.4	3,621	5.6	3.5	1.1	21.5	2.9
2018F	16,545	1,969	1,615	47,113	(28.2)	2,660	6.6	4.2	0.8	13.4	3.4
2019F	15,837	1,658	1,502	43,810	(7.0)	2,348	7.1	4.5	0.8	11.3	3.5
2020F	15,687	1,448	1,292	37,695	(14.0)	2,151	8.2	4.7	0.7	9.0	3.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

#### 이도연

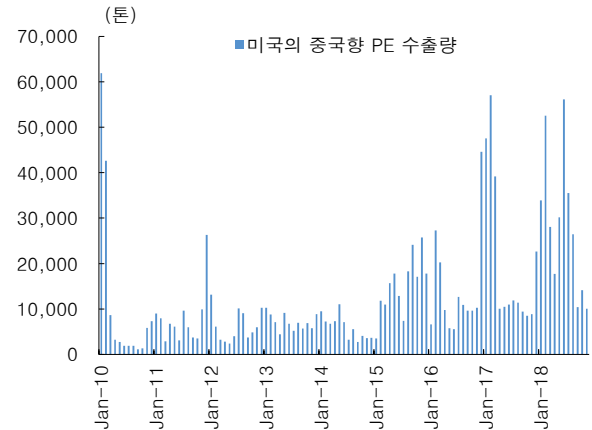
daniel.dy.lee@truefriend.com

[그림 1] 2분기 하락 반전 전망



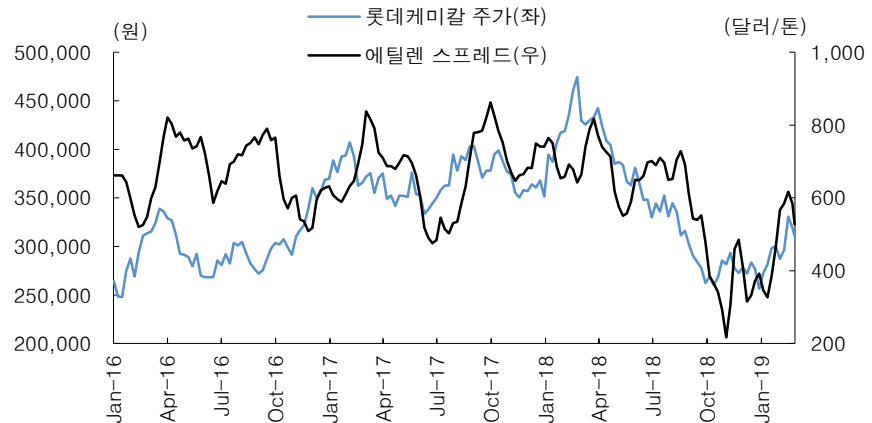
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 2] 무역분쟁 완화로 미국의 중국향 PE 수출 재개



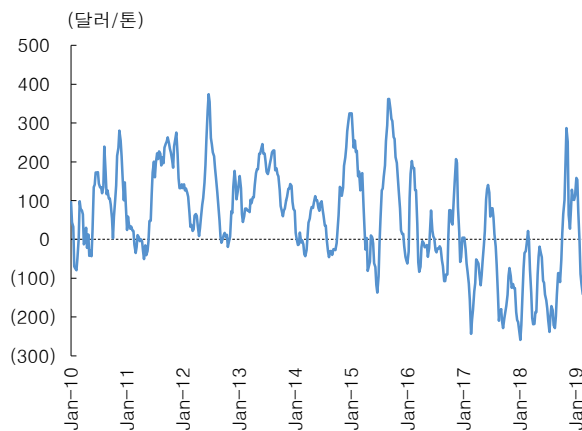
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 3] 에틸렌 스프레드 위축은 주가에 부담으로 작용할 전망



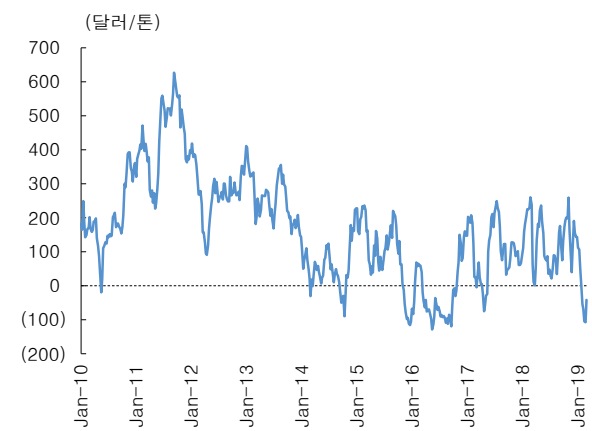
자료: Quantiwise, 씨스켄, 한국투자증권

[그림 4] HDPE spot 스프레드



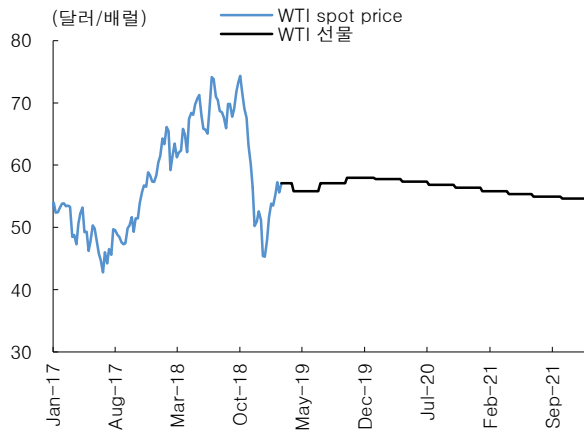
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 5] MEG spot 스프레드



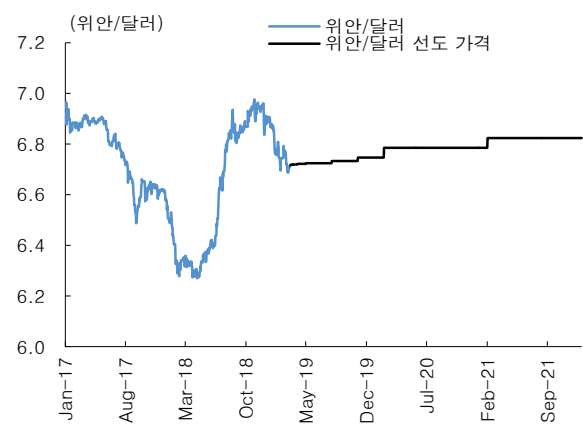
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 6] 원유 가격 강세 전망하기 어려움



자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 7] 의미 있는 위안화 절하도 기대하기 어려움



자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 1〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	17,399	15,837	(9.0)	16,254	15,687	(3.5)
영업이익	1,707	1,658	(2.9)	1,448	1,448	0.0
영업이익률	9.8	10.5	0.7	8.9	9.2	0.3
세전이익	2,073	2,021	(2.5)	1,840	1,833	(0.3)
순이익	1,540	1,502	(2.5)	1,297	1,292	(0.4)

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F
매출액	4,123	4,330	4,248	3,844	3,688	4,042	4,126	3,981	15,875	16,545	15,837
영업이익	662	701	504	102	379	431	461	387	2,930	1,969	1,658
영업이익률(%)	16.1	16.2	11.9	2.6	10.3	10.7	11.2	9.7	18.5	11.9	10.5
순이익	527	555	435	98	345	386	413	358	2,244	1,615	1,502
증가율(% YoY)											
매출액	3.2	12.4	6.5	(4.7)	(10.5)	(6.7)	(2.9)	3.6	20.0	4.2	(4.3)
영업이익	(18.8)	10.9	(34.3)	(85.8)	(42.7)	(38.5)	(8.5)	280.6	15.2	(32.8)	(15.8)
순이익	(17.7)	7.8	(29.4)	(79.3)	(34.5)	(30.6)	(5.1)	266.8	22.2	(28.0)	(7.0)
증가율(% QoQ)											
매출액	2.2	5.0	(1.9)	(9.5)	(4.0)	9.6	2.1	(3.5)			
영업이익	(7.6)	5.9	(28.2)	(79.8)	273.4	13.6	6.8	(16.1)			
순이익	11.6	5.4	(21.7)	(77.6)	253.6	11.8	7.0	(13.3)			
컨센서스 추정 영업이익					410	482	483	460			1,862
차이(%)					(7.5)	(10.5)	(4.6)	(15.9)			(10.9)
KIS 추정 영업이익 변화(%)					(11.5)	2.4	(2.1)	0.0			(2.9)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 〈표 3〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	
사업가치	2019F 수정 EV/EBITDA 3.5x	8,219
투자유가증권		2,969
총자산가치		11,187
순부채		2,155
총 순자산가치		9,023
발행주식수(천주)		34,275
적정주가(원)		263,521

자료: 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,852	8,225	7,770	8,302	8,262
현금성자산	2,203	1,685	958	1,508	1,598
매출채권및기타채권	1,556	1,682	1,700	1,761	1,689
재고자산	1,477	1,536	1,922	1,839	1,785
비유동자산	10,015	11,326	12,792	13,231	13,659
투자자산	2,528	2,727	3,052	3,441	3,831
유형자산	5,547	6,716	8,035	8,147	8,244
무형자산	1,792	1,711	1,654	1,592	1,534
자산총계	15,867	19,551	20,563	21,533	21,921
유동부채	3,449	3,791	3,377	3,346	3,295
매입채무및기타채무	1,257	1,688	1,542	1,475	1,433
단기차입금및단기사채	1,415	703	796	746	746
유동성장기부채	331	795	250	307	332
비유동부채	3,017	3,505	3,588	3,448	2,888
사채	1,894	1,288	778	668	228
장기차입금및금융부채	551	1,464	2,021	1,991	1,871
부채총계	6,466	7,296	6,965	6,793	6,182
지배주주지분	9,363	11,490	12,754	13,895	14,894
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	881	881	881
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,582	11,846	12,988	13,987
비지배주주지분	38	765	906	898	960
자본총계	9,401	12,255	13,598	14,740	15,739

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,701	3,129	1,877	1,775	1,720
당기순이익	1,836	2,244	1,615	1,502	1,292
유형자산감가상각비	561	606	609	608	623
무형자산상각비	68	85	82	82	79
자산부채변동	(139)	70	(399)	(20)	53
기타	375	124	(30)	(397)	(327)
투자활동현금흐름	(3,565)	(4,718)	(1,900)	(740)	(740)
유형자산투자	(1,588)	(2,020)	(1,928)	(720)	(720)
유형자산매각	11	3	0	0	0
투자자산순증	(122)	(2,812)	(46)	0	0
무형자산순증	(7)	(2)	(26)	(20)	(20)
기타	(1,859)	113	100	0	0
재무활동현금흐름	1,101	1,115	(757)	(493)	(828)
자본의증가	5	1,149	0	0	0
차입금의순증	1,263	190	(406)	(133)	(535)
배당금지급	(84)	(135)	(360)	(360)	(376)
기타	(83)	(89)	9	0	83
기타현금흐름	24	(44)	55	7	(62)
현금의증가	261	(518)	(725)	549	89

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,224	15,875	16,545	15,837	15,687
매출원가	9,957	12,082	13,793	13,381	13,437
매출총이익	3,267	3,793	2,752	2,456	2,251
판매관리비	722	863	783	798	802
영업이익	2,544	2,930	1,969	1,658	1,448
금융수익	156	253	700	490	502
이자수익	29	63	99	69	80
금융비용	241	273	378	127	117
이자비용	77	107	109	93	83
기타영업외손익	(43)	(109)	(279)	(389)	(390)
관계기업관련손익	71	284	279	389	390
세전계속사업이익	2,487	3,085	2,291	2,021	1,833
법인세비용	650	800	613	505	458
연결당기순이익	1,837	2,285	1,678	1,516	1,375
지배주주지분순이익	1,836	2,244	1,615	1,502	1,292
기타포괄이익	86	(428)	0	0	0
총포괄이익	1,923	1,856	1,678	1,516	1,375
지배주주지분포괄이익	1,921	1,859	1,615	1,502	1,292
EBITDA	3,173	3,621	2,660	2,348	2,151

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	54,488	65,625	47,113	43,810	37,695
BPS	273,173	335,215	370,304	403,843	431,179
DPS	4,000	10,500	10,500	10,968	9,285
성장성(% , YoY)					
매출증가율	12.9	20.0	4.2	(4.3)	(0.9)
영업이익증가율	57.9	15.2	(32.8)	(15.8)	(12.6)
순이익증가율	85.0	22.2	(28.0)	(7.0)	(14.0)
EPS증가율	85.0	20.4	(28.2)	(7.0)	(14.0)
EBITDA증가율	51.2	14.1	(26.5)	(11.7)	(8.4)
수익성(%)					
영업이익률	19.2	18.5	11.9	10.5	9.2
순이익률	13.9	14.1	9.8	9.5	8.2
EBITDA Margin	24.0	22.8	16.1	14.8	13.7
ROA	13.4	12.9	8.4	7.2	6.3
ROE	21.7	21.5	13.4	11.3	9.0
배당수익률	1.1	2.9	3.4	3.5	3.0
배당성향	7.3	16.0	22.3	25.0	24.6
안정성					
순차입금(십억원)	1,527	(612)	(248)	(931)	(1,555)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.8	27.9	24.9	19.9
Valuation(X)					
PER	6.8	5.6	6.6	7.1	8.2
PBR	1.4	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.5	3.5	4.2	4.5	4.7

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데케미칼 (011170)	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 2019년 3월 6일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.