

롯데케미칼(011170)

기대하는 회복과는 멀어지는 상황

주력제품 시장 악화로 영업이익은 전년동기대비 55% 감소
에틸렌을 중심으로 주력제품의 최근 스프레드는 1분기 평균 대비 축소
신규증설과 미국 에틸렌 수출 터미널 감안 시 상황 회복을 기대하기 어려움

Facts : 영업이익 컨센서스 11% 하회

영업이익은 전년동기대비 55% 감소하고 컨센서스를 11% 하회했다. 영업이익은 당사 추정치를 1% 상회했으나, 순이익은 예상치를 22% 하회한 이유는 법인세율이 38%로 추정치 25%를 크게 초과했기 때문이다. 여수공장의 일시적 가동차질 등 일회성으로 발생한 손실규모는 250억원이다.

Pros & cons : 주력제품 마진 축소 중

Olefin 및 aromatics 부문의 영업이익은 전년동기대비 52% 감소했다. 가장 큰 원인은 미국을 중심으로 한 신증설 영향으로 주가와 실적을 좌우하는 에틸렌 스프레드가 1분기 평균 484달러/톤으로 전년동기대비 33% 축소되었기 때문이다. 주력제품인 MEG 스프레드 또한 중국 및 미국 증설 영향으로 작년 1분기 149달러/톤에서 1분기 평균 -14달러/톤으로 110달러/톤 축소되었다. 롯데첨단소재 영업이익 또한 314억원으로 전년동기대비 65% 감소했는데, 이는 미중 무역분쟁에 따른 수요약세로 ABS 등 주력제품의 스프레드가 축소되었기 때문이다.

Action : 컨센서스는 작년에 이어 올해도 하향될 전망

2019년 영업이익 추정치를 4% 하향하고 중립의견을 유지한다. 에틸렌 스프레드는 최근 1분기 평균 대비 37% 축소된 306달러/톤을 기록하는 등 실적을 좌우하는 제품의 상황이 1분기 평균 대비 대부분 큰 폭으로 악화되었다. 작년에 이어 올해도 시장이 기대하는 상황 개선이 현실화되지 않으며 컨센서스 추정치는 지속적으로 하향될 전망이다. 미중 무역분쟁 완화로 재개될 미국의 중국향 플라스틱 수출과 신증설 규모를 감안하면 2분기 및 3분기에도 부진한 상황이 지속될 가능성이 높다. 특히, 4분기에 상업가동을 시작할 미국의 에틸렌 수출 터미널을 감안하면 하반기 에틸렌 스프레드가 큰 폭으로 재차 감소할 가능성도 배제할 수는 없다 (2019/4/5 '선택과 집중' 참고).

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(5/3)	2,196
주가(5/3)	268,000
시가총액(십억원)	9,186
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저(원)	406,000/254,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	42,139
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/32.9
주요주주(%)	롯데물산 외 5 인 53.6
국민연금	9.1

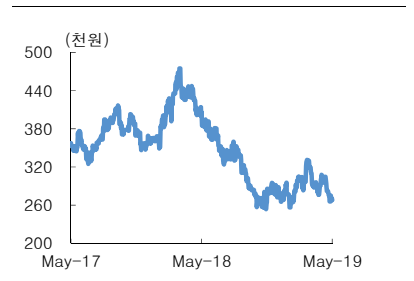
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	6.0	8.2	8.9
PBR(x)	0.7	0.7	0.6
ROE(%)	13.0	8.5	7.4
DY(%)	3.8	3.0	3.4
EV/EBITDA(x)	3.9	4.6	4.2
EPS(원)	46,074	32,502	30,070
BPS(원)	371,541	393,025	414,564

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(12.8)	(6.1)	(34.0)
KOSPI 대비(%p)	(12.5)	(10.9)	(22.3)

주가추이



자료: FnGuide

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	4,123.2	4,330.2	4,247.6	3,844.0	3,721.8	(3.2)	(9.7)	3,777.0
영업이익	662.0	701.3	503.6	100.4	295.7	194.5	(55.3)	330.5
영업이익률	16.1	16.2	11.9	2.6	7.9	5.3	(8.2)	8.7
세전이익	744.5	817.9	597.4	92.8	363.0	291.2	(51.2)	385.3
순이익	526.9	555.4	434.9	62.0	220.5	255.6	(58.2)	272.5

자료: 블룸버그, 한국투자증권

〈표 2〉 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	15,837	16,140	1.9	15,687	15,736	0.3
영업이익	1,482	1,419	(4.3)	1,448	1,448	0.0
영업이익률	9.4	8.8	(0.6)	9.2	9.2	(0.0)
세전이익	1,841	1,567	(14.8)	1,828	1,589	(13.1)
순이익	1,366	1,111	(18.7)	1,288	1,031	(20.0)

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	4,123	4,330	4,248	3,844	3,722	4,213	4,212	3,993	15,875	16,545	16,140	15,736
영업이익	662	701	504	100	296	349	427	347	2,930	1,967	1,419	1,448
영업이익률(%)	16.1	16.2	11.9	2.6	7.9	8.3	10.1	8.7	18.5	11.9	8.8	9.2
순이익	527	555	435	62	215	277	339	280	2,244	1,579	1,111	1,031
증가율(% YoY)												
매출액	3.2	12.4	6.5	(4.7)	(9.7)	(2.7)	(0.8)	3.9	20.0	4.2	(2.4)	(2.5)
영업이익	(18.8)	10.9	(34.3)	(86.0)	(55.3)	(50.2)	(15.2)	245.4	15.2	(32.8)	(27.9)	2.1
순이익	(17.7)	7.8	(29.4)	(86.9)	(59.2)	(50.1)	(22.0)	351.6	22.2	(29.6)	(29.6)	(7.3)
증가율(% QoQ)												
매출액	2.2	5.0	(1.9)	(9.5)	(3.2)	13.2	(0.0)	(5.2)				
영업이익	(7.6)	5.9	(28.2)	(80.1)	194.5	18.1	22.3	(18.8)				
순이익	11.6	5.4	(21.7)	(85.8)	246.6	29.2	22.4	(17.6)				
컨센서스 추정 영업이익 차이(%)					330	442	459	418			1,714	1,944
					(10.5)	(21.0)	(7.0)	(17.0)			(17.2)	(25.5)
KIS 추정 영업이익 변화(%)					0.8	(8.4)	(7.3)	0.0			(4.3)	0.0

자료: 블룸버그, 한국투자증권

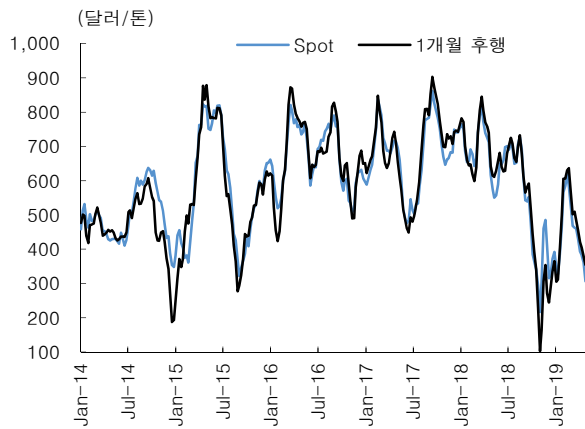
〈표 4〉 SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

가정	
사업가치	2019F 수정 EV/EBITDA 3.5x 7,319
투자유가증권	2,815
총자산가치	10,134
순부채	2,959
총 순자산가치	7,175
발행주식수(천주)	34,275
적정주가(원)	209,332

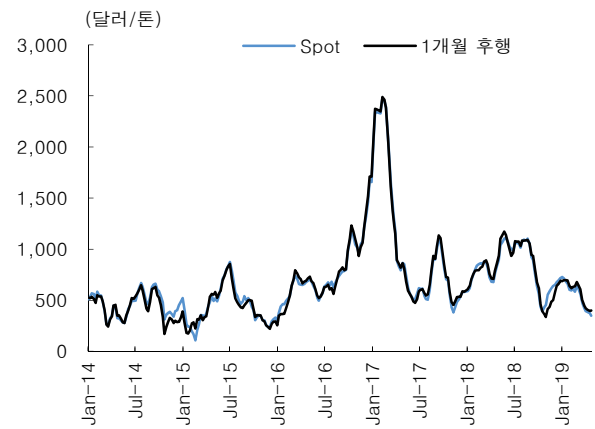
자료: 한국투자증권

[그림 1] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



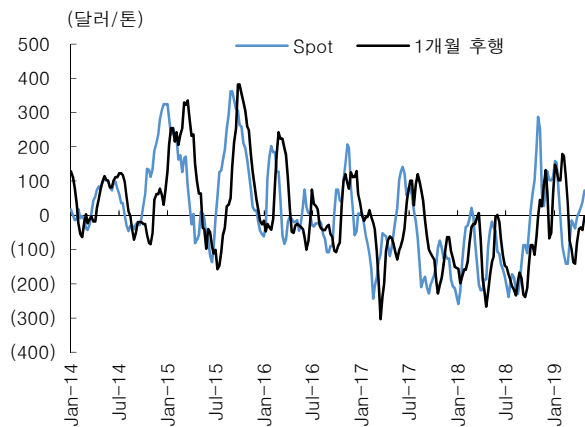
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 2] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



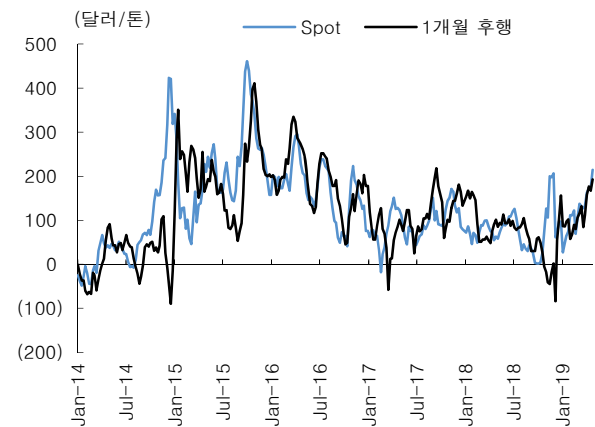
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 3] HDPE 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



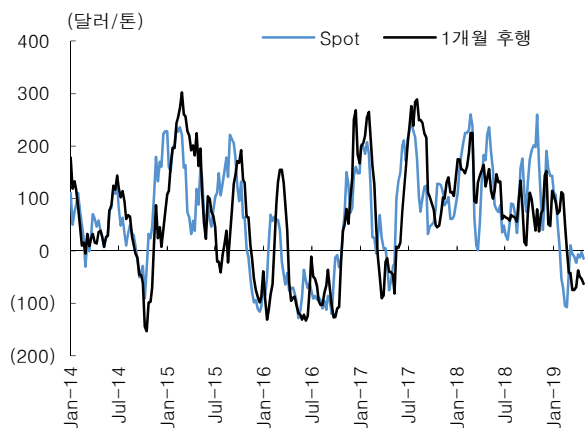
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[그림 4] PP 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



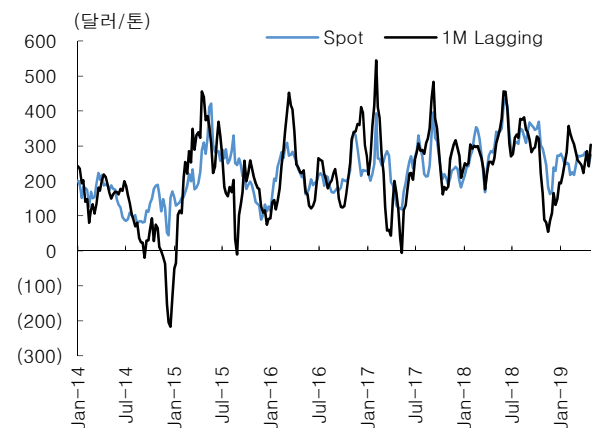
자료: 씨스켄, 한국투자증권

[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	7,749	7,680	7,647
현금성자산	1,685	1,330	921	993	946
매출채권및기타채권	1,682	1,563	1,596	1,532	1,533
재고자산	1,536	1,777	1,724	1,656	1,669
비유동자산	11,326	12,655	12,947	13,208	13,471
투자자산	2,727	2,805	3,135	3,350	3,565
유형자산	6,716	8,036	8,167	8,263	8,359
무형자산	1,711	1,653	1,601	1,550	1,502
자산총계	19,551	20,799	20,696	20,888	21,163
유동부채	3,791	3,961	3,244	3,082	3,130
매입채무및기타채무	1,688	1,248	1,070	1,027	1,035
단기차입금및단기사채	703	806	756	756	756
유동성장기부채	795	1,380	660	572	566
비유동부채	3,505	3,293	3,153	2,593	2,033
사채	1,288	899	789	349	0
장기차입금및금융부채	1,439	1,708	1,672	1,552	1,432
부채총계	7,296	7,255	6,397	5,676	5,164
지배주주지분	11,490	12,735	13,595	14,602	15,483
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	881	881	881	881
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	10,582	11,785	12,539	13,453	14,240
비지배주주지분	765	810	827	1,003	1,165
자본총계	12,255	13,544	14,298	15,212	16,000

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	3,129	1,381	1,573	1,764	1,694
당기순이익	2,244	1,579	1,114	1,031	1,096
유형자산감가상각비	606	603	590	624	624
무형자산상각비	85	82	83	80	78
자산부채변동	70	(543)	(508)	68	39
기타	124	(340)	294	(39)	(143)
투자활동현금흐름	(4,718)	(1,763)	(938)	(658)	(657)
유형자산투자	(2,020)	(1,846)	(735)	(735)	(735)
유형자산매각	3	15	15	15	15
투자자산순증	(2,812)	(124)	27	93	93
무형자산순증	(2)	(1)	(30)	(30)	(30)
기타	113	193	(215)	(1)	0
재무활동현금흐름	1,115	45	(1,275)	(765)	(783)
자본의증가	1,149	0	0	0	0
차입금의순증	190	533	(915)	(648)	(475)
배당금지급	(135)	(411)	(360)	(278)	(309)
기타	(89)	(77)	0	161	1
기타현금흐름	(44)	(18)	231	(269)	(301)
현금의증가	(518)	(355)	(409)	72	(47)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,875	16,545	16,140	15,736	15,344
매출원가	12,082	13,792	13,899	13,463	13,231
매출총이익	3,793	2,753	2,241	2,272	2,113
판매관리비	863	785	822	824	821
영업이익	2,930	1,967	1,419	1,448	1,292
금융수익	253	185	360	336	124
이자수익	63	105	34	46	49
금융비용	273	195	207	195	170
이자비용	107	83	181	161	135
기타영업외손익	(109)	93	(250)	(215)	0
관계기업관련손익	284	202	250	215	215
세전계속사업이익	3,085	2,253	1,572	1,589	1,461
법인세비용	800	611	441	397	365
연결당기순이익	2,285	1,642	1,130	1,192	1,096
지배주주지분순이익	2,244	1,579	1,114	1,031	948
기타포괄이익	(428)	108	108	108	108
총포괄이익	1,856	1,750	1,238	1,299	1,204
지배주주지분포괄이익	1,859	1,659	1,220	1,124	1,041
EBITDA	3,621	2,652	2,091	2,152	1,994

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	65,625	46,074	32,502	30,070	27,660
BPS	335,215	371,541	393,025	414,564	432,798
DPS	10,500	10,500	8,106	9,003	9,003
성장성(% , YoY)					
매출증가율	20.0	4.2	(2.4)	(2.5)	(2.5)
영업이익증가율	15.2	(32.8)	(27.9)	2.1	(10.8)
순이익증가율	22.2	(29.6)	(29.5)	(7.5)	(8.0)
EPS증가율	20.4	(29.8)	(29.5)	(7.5)	(8.0)
EBITDA증가율	14.1	(26.7)	(21.2)	2.9	(7.4)
수익성(%)					
영업이익률	18.5	11.9	8.8	9.2	8.4
순이익률	14.1	9.5	6.9	6.5	6.2
EBITDA Margin	22.8	16.0	13.0	13.7	13.0
ROA	12.9	8.1	5.4	5.7	5.2
ROE	21.5	13.0	8.5	7.4	6.5
배당수익률	2.9	3.8	3.0	3.4	3.4
배당성향	16.0	22.8	24.9	29.9	32.5
안정성					
순차입금(십억원)	(638)	96	(350)	(1,071)	(1,498)
차입금/자본총계비율(%)	34.6	35.5	27.1	21.2	17.2
Valuation(X)					
PER	5.6	6.0	8.2	8.9	9.7
PBR	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.5	3.9	4.6	4.2	4.4

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	-	-	-
	2019.04.13	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 3일 현재 롯데케미칼 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.