

## 롯데케미칼(011170)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 490,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(2/2)	2,071
주가(2/2)	395,500
시가총액(십억원)	13,556
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	395,500/255,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	30,776
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.7/31.7
주요주주(%)	롯데물산 외 4인 53.6
	국민연금 9.5

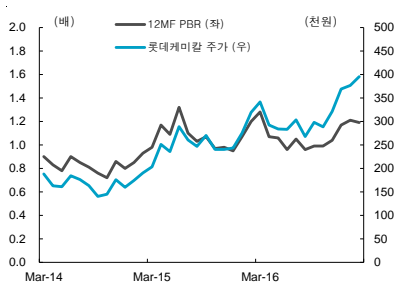
## Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	8.3	6.9	5.9
PBR(x)	1.1	1.4	1.2
ROE(%)	14.2	21.7	22.2
DY(%)	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA(x)	3.8	4.2	3.1
EPS(원)	29,458	53,270	66,515
BPS(원)	219,538	263,395	326,278

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	3.1	24.6	44.1
상대주가(%p)	0.9	22.0	35.5

## 12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 놀라운 실적, 이번이 끝이 아니다

## What's new: 사상 최대 분기 영업이익

롯데케미칼의 4분기 영업이익은 전분기 대비 15% 개선된 7,371억원이다. 사상 최대 분기 영업이익으로, 컨센서스를 10% 상회하는 수치다. 1) 기존 및 신규 설비의 공급 증가와 2) 4분기가 통상 수요 비수기인 점을 감안하면 놀라운 실적이다. 업스트림 및 중국 commodity 제품을 필두로 산업 센터먼트가 개선됐고, 중국 G20 회의 개최 이후 설비 가동률이 낮은 수준으로 유지된 것이 주요인으로 작용했다. 롯데케미칼에 대해 목표주가 490,000원과 대형 화학주 내 top pick을 유지한다.

## Positives: 납사 크래커 실적 개선 이어져

4분기 롯데케미칼 별도기준 및 LC Titan의 총 영업이익은 전분기 대비 19% 개선된 6,811억원에 달해 추정치를 7% 상회했다. 다운스트림 제품에 대한 restocking 영향으로 4분기 업스트림 공급 타이트가 심화돼, 현재까지 그 추세가 이어지고 있다. 더욱 중요한 점은 1분기 실적 둔화 전망과 달리 연초 이후 주요 제품들의 마진이 꾸준히 개선되고 있다는 것이다. 당초 우리는 신규 설비들의 공급 증가와 춘절 이전 선구매 활동으로 에틸렌, 프로필렌, 부타디엔, EG를 비롯한 주요 제품 스프레드의 조정이 이뤄질 것으로 예상했다. 그러나, 현재 스프레드 개선이 이어지고 있다는 점을 감안해 1분기 실적 개선 가능성이 높아진 것으로 판단한다. 1분기 현재까지 에틸렌, 부타디엔, EG의 1개월 후행 기준 스프레드는 각각 전분기 대비 6%, 82%, 163% 확대됐다.

## Negatives: 다운스트림 실적은 부진

ABS, PC, 전자재 익스포저가 큰 롯데첨단소재의 경우, 다소 부진한 실적을 기록했다. 4분기 롯데첨단소재의 영업이익은 전분기 대비 18% 감소한 682억원으로, 추정치를 30% 하회했다. 원료가격 상승이 제품가로 전가되지 못한 것이 부진한 실적의 주요인이다. 4분기 ABS의 1개월 후행 기준 스프레드가 15% 개선됐음에도 불구하고, 엔지니어링 플라스틱 및 다운스트림 제품의 비수기 평가 인상이 어려워 수익성이 축소된 것으로 판단된다.

## 결론: 매수하기에 늦지 않았다

1분기 실적 서프라이즈 가능성이 높아졌다는 점을 감안하면, 매수하기에 결코 늦지 않았다는 판단이다. 산업채널에 따르면 3~5월 본격적인 정기보수 시즌이 시작되는 가운데, 최종 수요자들(특히 중국 외)의 재고수준은 낮은 것으로 파악됐다. 2월 중순까지 낮은 spot 제품 거래량을 감안하면, 저렴한 제품 가격이 유지될 수 있는 시간도 얼마 남지 않은 것으로 보인다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,701	3,671	(0.8)	3,558	7.1	36.0	16,464	15,103
영업이익	737	737	0.0	671	14.6	138.7	3,149	2,548
영업이익률	19.9	20.1	0.2pt	18.9	1.3pt	8.6pt	19.1	16.9
세전이익	698	725	3.9	631	19.0	201.9	3,020	2,492
순이익	516	538	4.3	486	19.3	213.8	2,241	1,845

이도연 3276-6162  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정초혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

&lt;표 1&gt; 롯데케미칼: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016P	2017F
매출액	2,684	3,441	3,427	3,671	3,666	4,005	4,425	4,367	13,224	16,464
영업이익	474	694	643	737	475	683	1,087	905	2,548	3,149
영업이익률 (%)	17.6	20.2	18.8	20.1	12.9	17.1	24.6	20.7	19.3	19.1
순이익	346	460	451	538	321	479	787	654	1,795	2,241
<b>증가율 (% YoY)</b>										
매출액	(4.1)	8.3	12.9	36.0	36.6	16.4	29.1	19.0	12.9	24.5
영업이익	166.1	8.5	32.8	138.7	0.2	(1.6)	69.0	22.8	58.1	23.6
순이익	186.7	(0.1)	87.8	213.8	(7.2)	4.2	74.5	21.6	80.8	24.9
<b>증가율 (% QoQ)</b>										
매출액	(0.6)	28.2	(0.4)	7.1	(0.1)	9.2	10.5	(1.3)		
영업이익	53.3	46.5	(7.3)	14.6	(35.6)	44.0	59.1	(16.7)		
순이익	101.9	32.8	(1.9)	19.3	(40.3)	49.1	64.3	(16.9)		
컨센서스 추정 영업이익 차이 (%)					683	744	739	635		2,548
					(30.6)	(8.1)	47.0	42.5		23.6

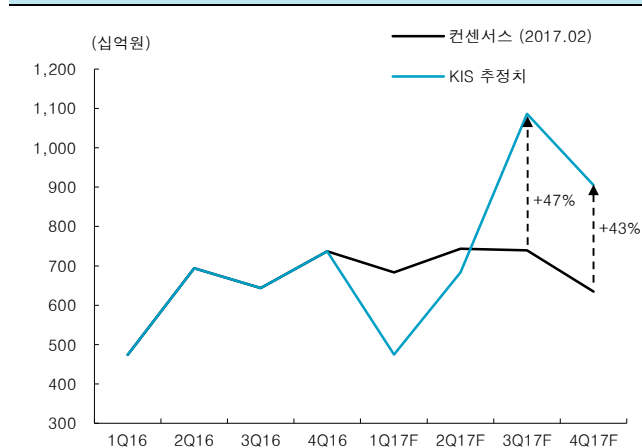
자료: 롯데케미칼, 블룸버그, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
영업가치	2017 수정 EV/EBITDA 3.5x	13,637
투자유가증권		2,016
총자산가치		15,653
순부채		(1,143)
총 순자산가치		16,796
발행주식수(천주)		34,275
적정주가(원)		490,020
<b>목표주가 (원)</b>		<b>490,000</b>

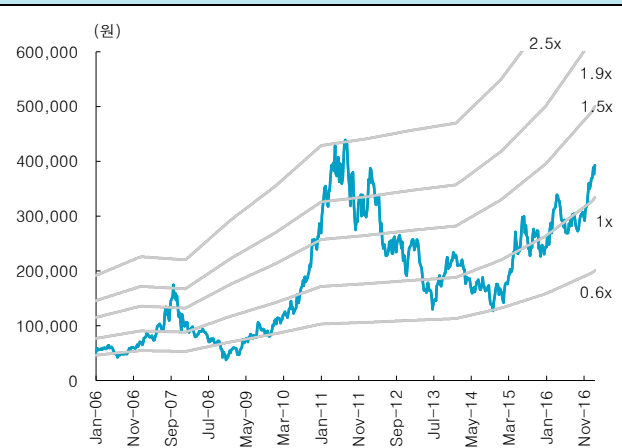
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기 영업이익 컨센서스 vs. 한국투자증권 추정치



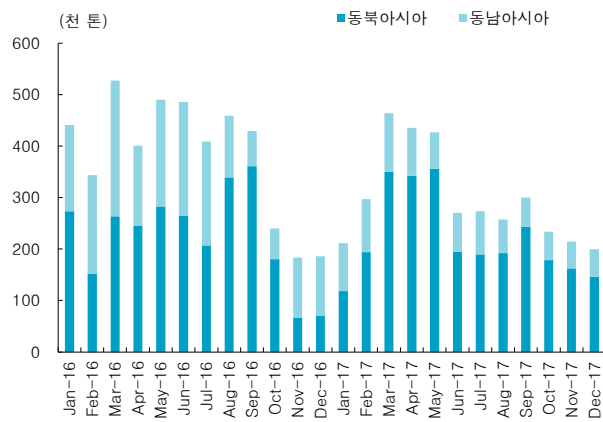
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



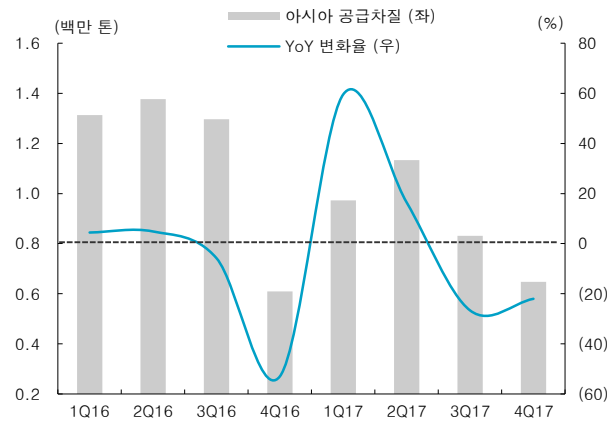
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 3] 아시아 에틸렌 공급차질 추이



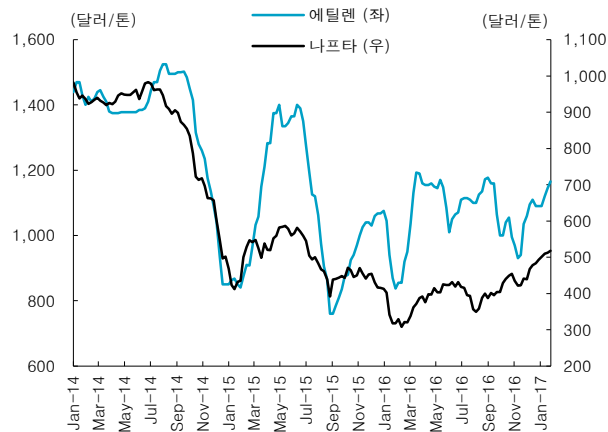
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 4] 아시아 에틸렌 공급차질 추이 (분기별)



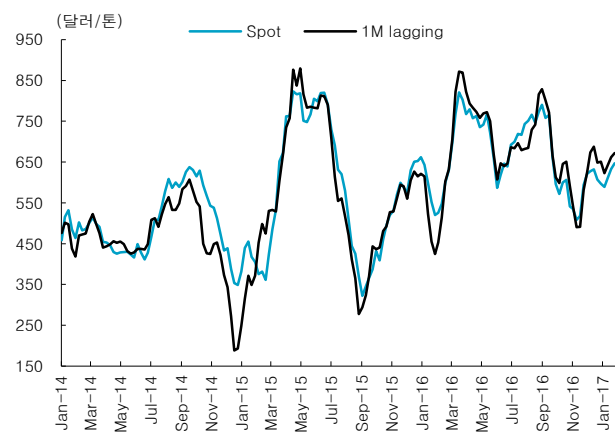
자료: 산업자료, 한국투자증권

[그림 5] 에틸렌 vs. 나프타 가격



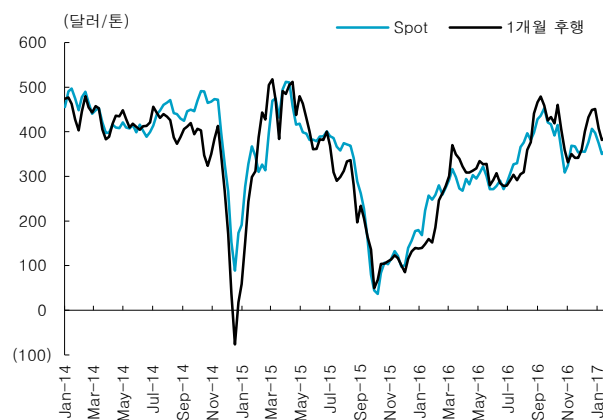
자료: 씨스کم, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 6] 에틸렌 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



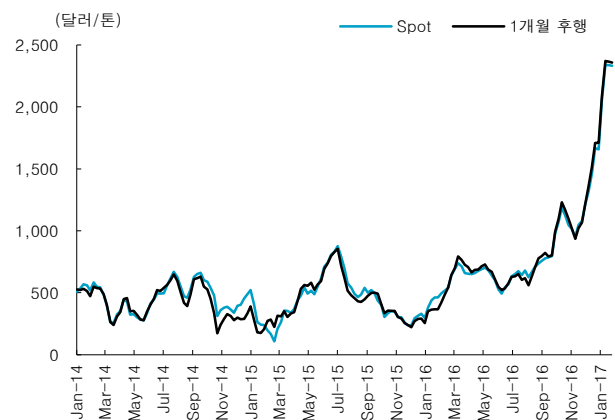
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 7] 프로필렌 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



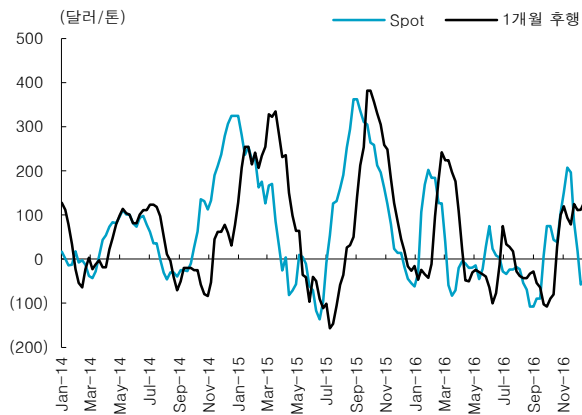
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 8] 부타디엔 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



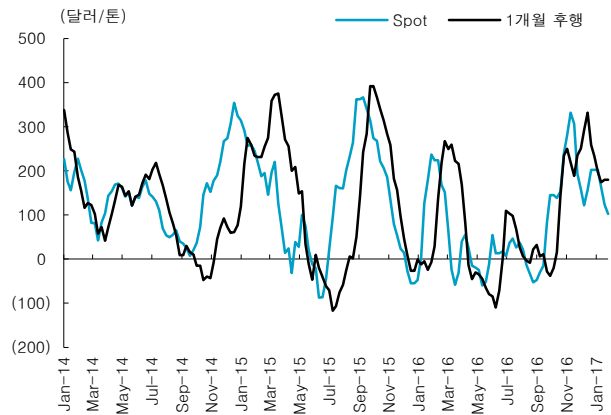
자료: 씨스کم, 한국투자증권

[그림 9] HDPE 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



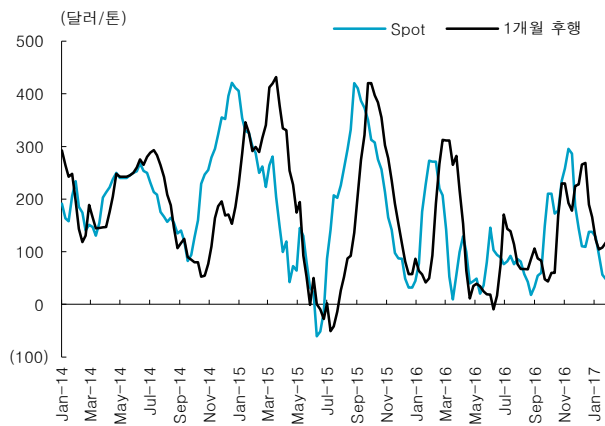
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 10] LDPE 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



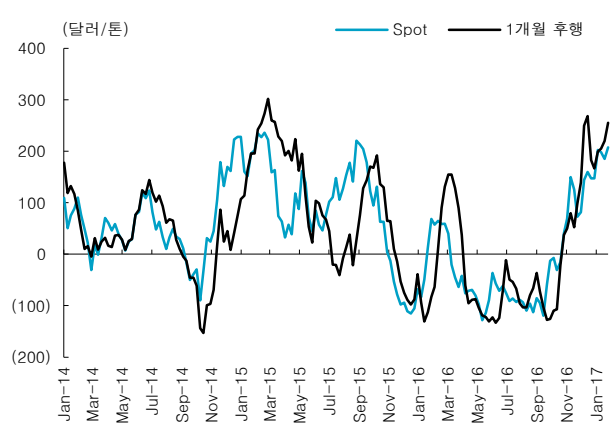
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 11] LLDPE 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



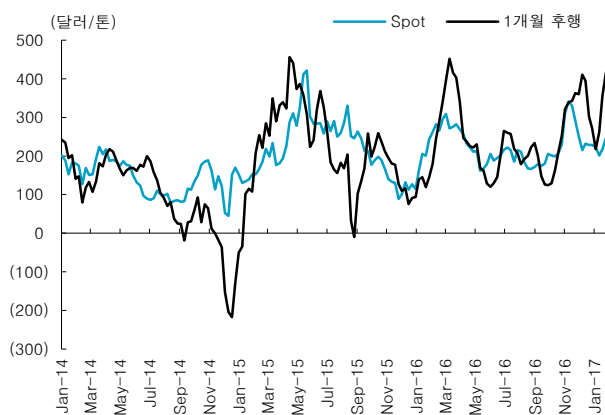
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 12] MEG 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



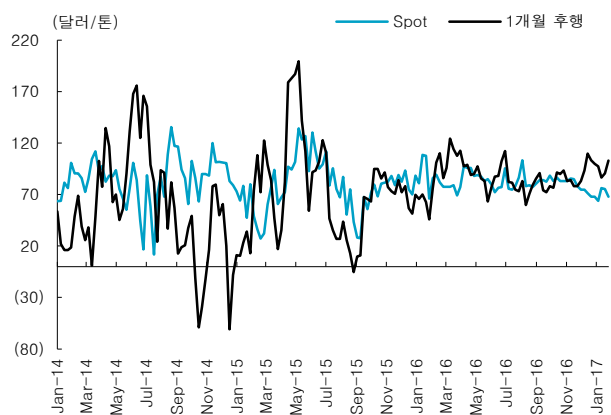
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 13] SM 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 14] PTA 주간 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,322	5,405	5,887	8,891	12,243
현금성자산	949	1,942	2,508	5,003	8,330
매출채권및기타채권	1,276	1,024	1,459	1,735	1,806
재고자산	1,528	1,163	1,306	1,545	1,493
비유동자산	6,001	6,062	9,251	8,713	8,203
투자자산	1,747	1,915	2,289	2,279	2,279
유형자산	3,976	3,965	5,041	4,678	4,316
무형자산	24	38	1,767	1,603	1,455
자산총계	10,323	11,468	15,138	17,605	20,446
유동부채	2,058	2,146	3,192	3,754	3,401
매입채무및기타채무	817	1,011	875	1,036	1,001
단기차입금및단기사채	589	445	1,205	1,205	1,205
유동성장기부채	504	467	348	605	250
비유동부채	1,796	1,766	2,883	2,633	2,633
사채	1,048	1,329	1,877	1,627	1,627
장기차입금및금융부채	475	173	423	423	423
부채총계	3,854	3,912	6,075	6,387	6,034
지배주주지분	6,437	7,525	9,028	11,183	14,378
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	477	479	479	479
기타자본	(0)	0	0	0	0
이익잉여금	5,791	6,739	8,451	10,606	13,800
비지배주주지분	32	31	35	35	35
자본총계	6,469	7,556	9,063	11,218	14,412

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	308	2,596	2,840	2,819	4,015
당기순이익	144	991	1,796	2,265	3,308
유형자산감가상각비	490	485	556	563	563
무형자산상각비	2	3	97	184	167
자산부채변동	(493)	739	314	(204)	(23)
기타	165	378	77	11	0
투자활동현금흐름	(391)	(1,273)	(3,633)	(220)	(220)
유형자산투자	(291)	(355)	(1,632)	(200)	(200)
유형자산매각	34	53	0	0	0
투자자산순증	(189)	(763)	(607)	0	0
무형자산순증	(0)	(8)	(1,827)	(20)	(20)
기타	55	(200)	433	0	0
재무활동현금흐름	48	(334)	1,358	(103)	(468)
자본의증가	0	0	2	0	0
차입금의순증	176	(230)	1,441	6	(355)
배당금지급	(34)	(34)	(84)	(84)	(84)
기타	(94)	(70)	(1)	(25)	(29)
기타현금흐름	5	5	0	0	0
현금의증가	(30)	993	565	2,495	3,326

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

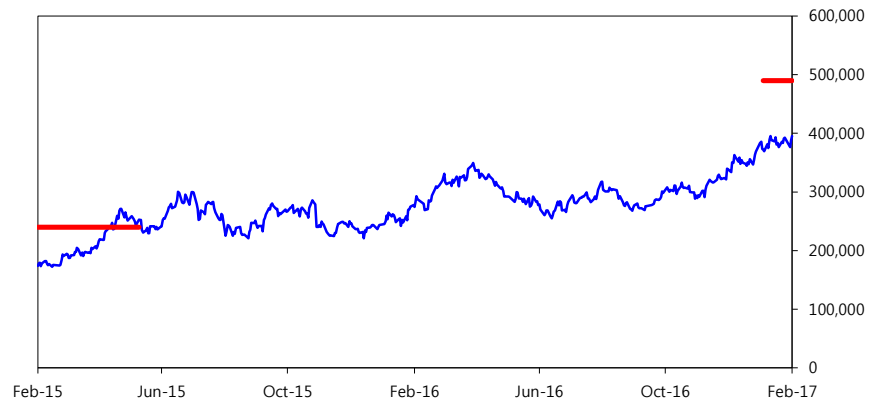
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	14,859	11,713	13,224	16,464	17,931
매출원가	14,059	9,646	9,969	12,437	12,491
매출총이익	800	2,067	3,254	4,027	5,439
판매관리비	449	456	707	877	951
영업이익	351	1,611	2,548	3,149	4,489
금융수익	129	145	236	86	127
이자수익	31	38	29	50	92
금융비용	188	205	246	89	90
이자비용	88	70	82	89	90
기타영업외손익	(17)	(107)	(67)	(115)	(115)
관계기업관련손익	1	(23)	(22)	(10)	0
세전계속사업이익	277	1,421	2,449	3,020	4,411
법인세비용	134	431	653	755	1,103
연결당기순이익	144	991	1,796	2,265	3,308
지배주주지분순이익	147	993	1,795	2,241	3,280
기타포괄이익	71	130	(210)	0	0
총포괄이익	215	1,120	1,586	2,265	3,308
지배주주지분포괄이익	215	1,121	1,584	2,241	3,280
EBITDA	843	2,099	3,201	3,896	5,218

## 주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	4,359	29,458	53,270	66,515	97,352
BPS	187,805	219,538	263,395	326,278	419,473
DPS	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(9.6)	(21.2)	12.9	24.5	8.9
영업이익증가율	(28.0)	359.1	58.1	23.6	42.5
순이익증가율	(49.0)	575.8	80.8	24.9	46.4
EPS증가율	(49.0)	575.8	80.8	24.9	46.4
EBITDA증가율	(15.3)	149.1	52.5	21.7	33.9
수익성(%)					
영업이익률	2.4	13.8	19.3	19.1	25.0
순이익률	1.0	8.5	13.6	13.6	18.3
EBITDA Margin	5.7	17.9	24.2	23.7	29.1
ROA	1.4	9.1	13.5	13.8	17.4
ROE	2.3	14.2	21.7	22.2	25.7
배당수익률	0.6	1.0	0.7	0.6	0.6
배당성향	22.9	8.5	4.7	3.8	2.6
안정성					
순차입금(십억원)	1,337	(423)	905	(1,587)	(5,268)
차입금/자본총계비율(%)	40.6	32.0	42.6	34.4	24.3
Valuation(X)					
PER	36.7	8.3	6.9	5.9	4.1
PBR	0.9	1.1	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA	8.1	3.8	4.2	3.1	1.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
롯데케미칼(011170)	2015.05.12	비중축소	-
	2017.01.05	매수	490,000 원



## Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 2일 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 투자자의견은 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## 업종 투자자의견은 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.