

## 롯데케미칼(011170)

## 매수(유지)

목표주가: 450,000원(상향)

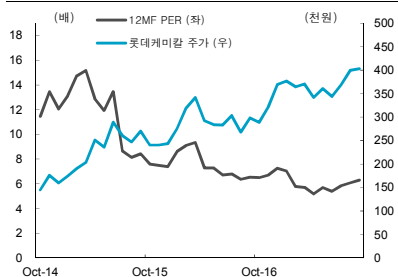
## Stock Data

KOSPI(9/1)	2,358
주가(9/1)	403,000
시가총액(십억원)	13,813
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	407,000/269,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	53,049
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/30.5
주요주주(%)	롯데물산 외 4인 53.6
	국민연금 10.0

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.9	10.6	47.3
상대주가(%p)	8.6	(2.2)	31.4

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 다시금 상승하는 업스트림 가격

## 목표주가 11% 상향

롯데케미칼의 목표주가를 406,000원에서 450,000원으로 11% 상향한다. 2017년 영업이익 추정치를 3조 1,890억원으로 13% 높였기 때문이다. 석유화학제품 스프레드 강세와 롯데케미칼 타이탄 설비 가동률 정상화를 반영해 이익 추정치를 상향했다. 긍정적, 부정적 요인이 동시에 나타나며 따라 제품 스프레드 방향성에 대한 불확실성이 커졌었다. 미국 ECC 증설이 임박해 우려로 작용한 반면, 중국의 계절적 수요 강세로 제품 공급이 타이트해졌기 때문이다. 우리는 하반기 화학제품 스프레드가 강세를 보일 가능성이 더 클 것으로 판단한다. 또한 미국에서 허리케인 하비로 인해 공급차질이 일정 기간 지속될 경우, 업스트림 스프레드의 추가 강세 가능성을 배제할 수 없다. 스프레드가 반등하고 있다는 점에서 롯데케미칼에 대한 긍정적 시각을 유지한다.

## 3분기 영업이익 전분기 대비 44% 증가 전망

업스트림 스프레드와 MEG, SM 스프레드 강세를 반영해 3분기 영업이익 추정치를 23% 높은 9,135억원(+44% QoQ)으로 상향한다. 3분기 누적 평균(QTD) 1개월 후행 부타디엔 스프레드는 톤당 550달러로, 이미 우리 추정치를 20% 넘어섰다. 중국 합성고무 생산업체들의 수요가 늘어나 부타디엔 스프레드는 spot 기준으로 905달러까지 치솟았다. 역내 공급타이트로 영향으로 에틸렌 spot 스프레드는 현재 역사적 고점 수준인 톤당 780달러에 근접해, 우리의 3분기 스프레드 추정치를 30% 상회하고 있다. 성수기 수요 증가로 QTD 평균 1개월 후행 MEG, SM 스프레드는 추정치를 각각 73%, 21% 넘어섰다.

## 업스트림 제품 가격, 상승 가능성 확대

업스트림 제품 공급이 타이트해지는 가운데 허리케인과 홍수 영향으로 미국 설비들의 가동 중단이 길어질 경우, 업스트림 제품 가격은 추가적으로 오를 가능성이 크다. 현재 예방차원에서 가동이 중단된 미국 설비는 에틸렌 기준으로 1,100~1,200만톤이다. 이는 2017년 세계 수요의 8%에 해당한다. 설비들은 이번 주말부터 다음주 초 사이 재가동 절차에 들어갈 예정이다. 그러나 미 현지 언론에 따르면, 설비에 심각한 손상이 없더라도 재가동되는 데에는 수주~수개월이 소요될 것으로 보인다. 허리케인/홍수로 인해 공급체인 전반과 인프라시설들이 마비상태기 때문이다. 미국 설비들의 재가동 시점을 예단하기는 이른 시점이다. 그러나 가동 중단된 설비 규모와 중국의 계절적 수요를 감안할 때, 향후 1~2개월 간 업스트림 제품가격은 상승세를 이어갈 가능성이 점증되고 있다.

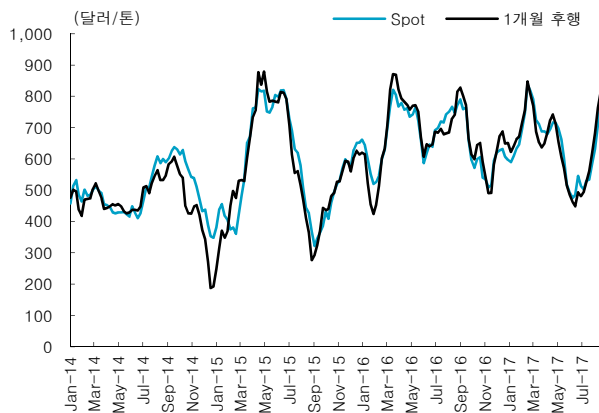
이도연 3276-6162  
daniel.dy.lee@truefriend.com

정호혜 3276-6233  
chohye.jeong@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	11,713	1,611	993	29,458	575.8	2,099	8.3	3.8	1.1	14.2	1.0
2016A	13,224	2,544	1,836	54,488	85.0	3,173	6.8	4.5	1.4	21.7	1.1
2017F	15,746	3,189	2,527	74,021	35.8	3,946	5.4	3.5	1.2	24.0	1.0
2018F	15,971	3,479	2,784	81,235	9.7	4,284	5.0	2.6	1.0	21.4	1.0
2019F	16,334	4,016	3,241	94,568	16.4	4,830	4.3	1.6	0.8	20.4	1.0

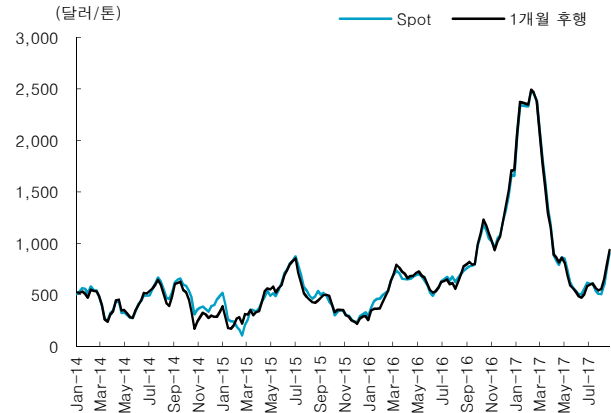
주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

[그림 1] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



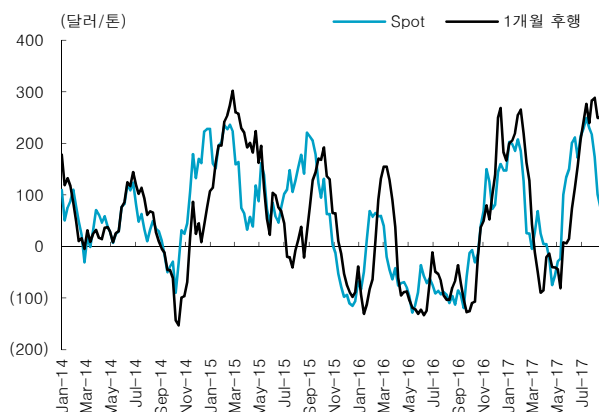
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 2] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



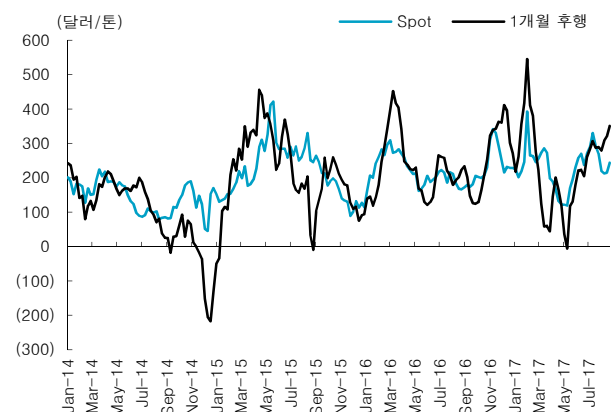
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 3] MEG 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 4] SM 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

## &lt;표 1&gt; 롯데케미칼: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	2,684	3,441	3,427	3,671	3,996	3,853	3,863	4,034	13,224	15,746	15,971
영업이익	474	694	643	734	815	632	913	829	2,544	3,189	3,479
영업이익률 (%)	17.6	20.2	18.8	20.0	20.4	16.4	23.6	20.5	19.2	20.3	21.8
순이익	346	460	451	579	640	515	716	655	1,836	2,527	2,784
<b>증가율 (% YoY)</b>											
매출액	(4.1)	8.3	12.9	36.0	48.9	12.0	12.7	9.9	12.9	19.1	1.4
영업이익	166.1	8.5	32.8	137.5	72.1	(8.9)	42.0	13.0	57.9	25.3	9.1
순이익	186.7	(0.1)	87.8	237.8	85.0	12.1	58.7	13.2	85.0	37.6	10.2
<b>증가율 (% QoQ)</b>											
매출액	(0.6)	28.2	(0.4)	7.1	8.8	(3.6)	0.3	4.4			
영업이익	53.3	46.5	(7.3)	14.1	11.1	(22.4)	44.5	(9.3)			
순이익	101.9	32.8	(1.9)	28.4	10.6	(19.5)	38.9	(8.4)			
컨센서스 추정 영업이익							701	639		2,764	2,685
차이 (%)							30.2	29.8		15.4	29.6
KIS 추정 영업이익 변화 (%)							22.8	31.5		13.1	4.5

자료: 한국투자증권

## &lt;표 2&gt; SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
영업가치	2017 수정 EV/EBITDA 3.5x	13,810
투자유가증권		2,478
총자산가치		16,288
순부채		1,022
총 순자산가치		15,266
발행주식수(천주)		34,275
적정주가(원)		445,398
<b>목표주가 (원)</b>		<b>450,000</b>

자료: 한국투자증권

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	5,405	5,852	7,614	9,561	12,690
현금성자산	1,942	2,203	3,172	5,182	8,259
매출채권및기타채권	1,016	1,552	1,640	1,633	1,688
채고자산	1,163	1,477	1,504	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	18,667	20,576	23,668
유동부채	2,146	3,449	3,793	3,245	3,235
매입채무및기타채무	1,011	1,257	1,070	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	6,871	6,134	5,984
지배주주지분	7,525	9,363	11,659	14,306	17,548
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	479	675	675	675
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,739	8,487	10,865	13,512	16,754
비지배주주지분	31	38	136	136	136
자본총계	7,556	9,401	11,795	14,443	17,684

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	2,596	2,701	3,373	3,271	3,680
당기순이익	991	1,837	2,544	2,806	3,263
유형자산감가상각비	485	561	667	719	733
무형자산상각비	3	68	90	86	82
자산부채변동	739	(139)	157	20	(27)
기타	378	374	(85)	(360)	(371)
투자활동현금흐름	(1,273)	(3,565)	(2,443)	(408)	(408)
유형자산투자	(355)	(1,588)	(1,388)	(400)	(400)
유형자산매각	53	11	0	0	0
투자자산순증	(763)	(122)	(299)	0	0
무형자산순증	(8)	(7)	(7)	(8)	(8)
기타	(200)	(1,859)	(749)	0	0
재무활동현금흐름	(334)	1,101	38	(854)	(196)
자본의증가	0	5	197	0	0
차입금의순증	(230)	1,263	7	(695)	(174)
배당금지급	(34)	(84)	(135)	(137)	(137)
기타	(70)	(83)	(31)	(22)	115
기타현금흐름	5	24	0	0	0
현금의증가	993	261	969	2,010	3,077

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	11,713	13,224	15,746	15,971	16,334
매출원가	9,646	9,957	11,709	11,611	11,413
매출총이익	2,067	3,267	4,037	4,360	4,920
판매관리비	456	722	848	881	905
영업이익	1,611	2,544	3,189	3,479	4,016
금융수익	145	156	216	99	143
이자수익	38	29	46	79	123
금융비용	205	241	298	148	130
이자비용	70	77	131	138	120
기타영업외손익	(107)	(43)	(29)	(48)	(48)
관계기업관련손익	(23)	71	321	359	370
세전계속사업이익	1,421	2,487	3,399	3,742	4,351
법인세비용	431	650	856	935	1,088
연결당기순이익	991	1,837	2,544	2,806	3,263
지배주주지분순이익	993	1,836	2,527	2,784	3,241
기타포괄이익	130	86	(281)	0	0
총포괄이익	1,120	1,923	2,263	2,806	3,263
지배주주지분포괄이익	1,121	1,921	2,248	2,784	3,241
EBITDA	2,099	3,173	3,946	4,284	4,830

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	29,458	54,488	74,021	81,235	94,568
BPS	219,538	273,173	340,156	417,391	511,959
DPS	2,500	4,000	4,000	4,000	4,000
성장성(% YoY)					
매출증가율	(21.2)	12.9	19.1	1.4	2.3
영업이익증가율	359.1	57.9	25.3	9.1	15.4
순이익증가율	575.8	85.0	37.6	10.2	16.4
EPS증가율	575.8	85.0	35.8	9.7	16.4
EBITDA증가율	149.1	51.2	24.3	8.6	12.8
수익성(%)					
영업이익률	13.8	19.2	20.3	21.8	24.6
순이익률	8.5	13.9	16.0	17.4	19.8
EBITDA Margin	17.9	24.0	25.1	26.8	29.6
ROA	9.1	13.4	14.7	14.3	14.8
ROE	14.2	21.7	24.0	21.4	20.4
배당수익률	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
배당성향	8.5	7.3	5.4	4.9	4.2
안정성					
순차입금(십억원)	(431)	1,519	(136)	(2,841)	(6,092)
차입금/자본총계비율(%)	32.0	44.6	35.6	24.2	18.8
Valuation(X)					
PER	8.3	6.8	5.4	5.0	4.3
PBR	1.1	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.5	2.6	1.6

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
롯데케미칼(011170)	2015.07.30	비중축소	-	-	-
	2016.07.30	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 9월 1일 현재 롯데케미칼 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2017.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
78.9%	20.3%	0.9%

※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 결정에 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.