

롯데케미칼(011170)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 490,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/27)	2,209
주가(4/27)	351,500
시가총액(십억원)	12,048
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	407,000/255,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	43,381
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.7/31.3
주요주주(%)	롯데물산 외 4인 53.6
국민연금	9.5

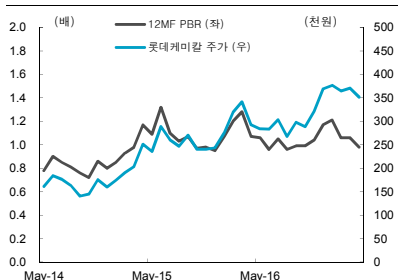
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	6.8	4.5	3.8
PBR(x)	1.4	1.0	0.8
ROE(%)	21.7	24.7	23.6
DY(%)	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	4.5	2.6	1.5
EPS(원)	54,488	77,791	93,638
BPS(원)	273,173	345,640	433,684

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.4	17.2	14.1
상대주가(%p)	(2.1)	8.0	4.5

12MF PBR 추이



자료: WISEfn 컨센서스

머지 않은 제품 스프레드 반등

What's new : 사상 최대 분기 영업이익

롯데케미칼 1분기 영업이익은 8,152억원으로 전분기 대비 11%, 전년동기대비 72% 증가했다. 반면 추정치와 컨센서스를 각각 9%, 5% 하회했는데, 이는 말레이시아 자회사인 LC 타이탄 설비의 정기보수 영향 때문이다. 좋았던 작년 4분기 실적을 뛰어넘으며 사상 최대 분기실적을 달성했지만, 롯데케미칼 주가는 2월 말부터 축소된 제품 스프레드 영향으로 크게 조정 받았다. 그러나 우리는 롯데케미칼에 대한 매수 의견과 목표주가 490,000원을 유지한다. 제품 스프레드 축소에 따른 2분기 실적 하락 가능성은 이미 주가에 반영됐다는 판단이다. 화학제품 스프레드는 5월부터 바닥을 벗어나 반등할 것으로 기대돼, 주가 상승의 촉매로 작용할 것이다.

Positives : 업스트림 실적 대폭 개선

롯데케미칼 별도 기준 1분기 영업이익은 전분기 대비 30% 개선돼 6,975억원을 기록했다. 영업이익률은 작년 4분기 23.5%에서 이번 분기 26.2%로 늘어났다. 중국 춘절 연휴 이전 선구매 활동과 2월까지 석유화학 시황이 강세를 보임에 따라, 업스트림과 다운스트림 제품 스프레드 모두 확대됐기 때문이다. 롯데첨단소재의 경우 ABS 스프레드가 전분기 대비 7% 하락했음에도, 영업이익은 전분기 대비 4% 개선됐다. 작년 4분기 spot 가격 상승분이 판가에 전가되지 못했었는데, 래깅 효과로 1분기 판가가 함께 상승하며 수익이 개선된 것으로 보인다.

Negatives : LCE타이탄 실적 부진

LC타이탄 1분기 영업이익은 전분기 1,447억원 대비 53% 낮아진 692억원을 기록했다. 1분기 제품 스프레드가 역사적 고점 수준을 이어갔음에도 불구하고, 영업이익률은 전분기 25%에서 14%로 축소됐다. 1분기 정기보수 영향으로 매출이 전분기 대비 16% 감소해, 이익이 줄어든 것으로 추정된다.

결론 : 석유화학 스프레드 바닥 지나 반등할 것

롯데케미칼에 대한 추가 매수 전략이 유효한 시점이다. 주가는 현재 밸류에이션 multiple 상 역사적 저점 구간이며, 하락 리스크는 주가에 선반영 됐기 때문이다. 우리는 제품 스프레드가 5월부터 반등할 것으로 전망한다. 1) 재고소진(destocking)이 이뤄지고, 2) 지나치게 축소된 다운스트림 마진이 스프레드 반등의 촉매로 작용할 것이다. 기초유분인 에틸렌 스프레드는 여전히 역사적 고점 구간이다. 화학 제품 체인의 구매 센터먼트가 개선되기 시작하면, 3분기 업스트림 주도의 강세가 재현될 것이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	4,091	3,996	(2.3)	3,918	8.8	48.9	16,957	15,654
영업이익	895	815	(8.9)	856	11.1	72.1	3,516	2,955
영업이익률	21.9	20.4	(1.5)	21.8	0.4pt	2.8pt	20.7	18.9
세전이익	870	861	(1.0)	864	12.9	87.7	3,525	2,892
순이익	647	639	(1.2)	639	10.4	84.7	2,621	2,146

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

정초혜 3276-6233
chohye.jeong@truefriend.com

<표 1> 롯데케미칼: 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017F	2018F
매출액	2,684	3,441	3,427	3,671	4,091	4,012	4,415	4,439	13,224	16,957	18,026
영업이익	474	694	643	734	815	678	1,102	921	2,544	3,516	4,248
영업이익률 (%)	17.6	20.2	18.8	20.0	19.9	16.9	25.0	20.7	19.2	20.7	23.6
순이익	346	460	451	579	639	492	811	679	1,836	2,621	3,155
증가율 (% YoY)											
매출액	(4.1)	8.3	12.9	36.0	52.4	16.6	28.8	20.9	12.9	28.2	6.3
영업이익	166.1	8.5	32.8	137.5	72.1	(2.3)	71.3	25.6	57.9	38.2	20.8
순이익	186.7	(0.1)	87.8	237.8	84.7	7.0	79.9	17.2	85.0	42.8	20.4
증가율 (% QoQ)											
매출액	(0.6)	28.2	(0.4)	7.1	11.4	(1.9)	10.0	0.6			
영업이익	53.3	46.5	(7.3)	14.1	11.1	(16.8)	62.6	(16.4)			
순이익	101.9	32.8	(1.9)	28.4	10.4	(23.0)	64.8	(16.3)			
컨센서스 추정 영업이익						806	777	681		2,955	2,739
차이 (%)						(15.9)	41.8	35.3		19.0	55.1

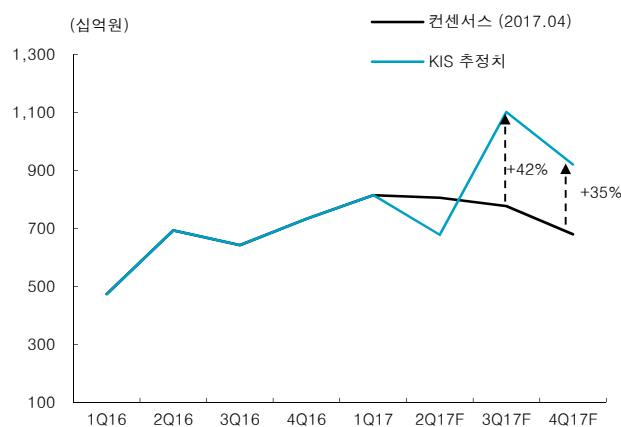
자료: 한국투자증권

<표 2> SotP 밸류에이션

	가정	(십억원)
영업가치	2017 수정 EV/EBITDA 3.0x	12,529
투자유가증권		2,154
총자산가치		14,682
순부채		(877)
총 순자산가치		15,560
발행주식수(천주)		34,275
적정주가(원)		453,960
목표주가 (원)		490,000

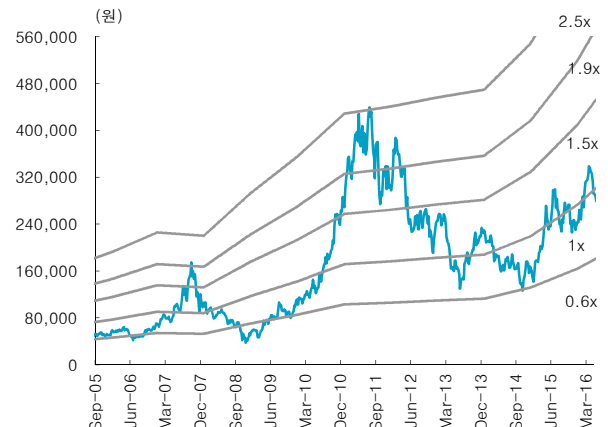
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기 영업이익 컨센서스 vs. 한국투자증권 추정치



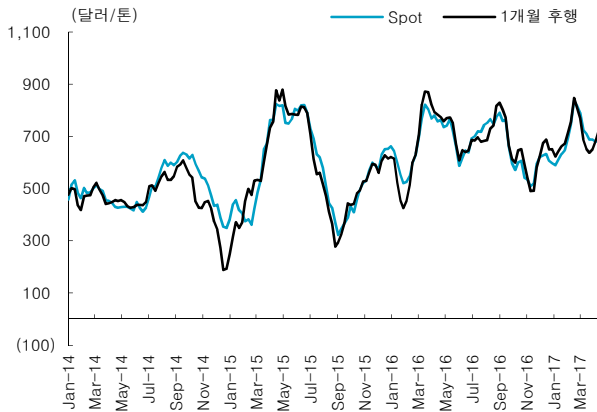
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



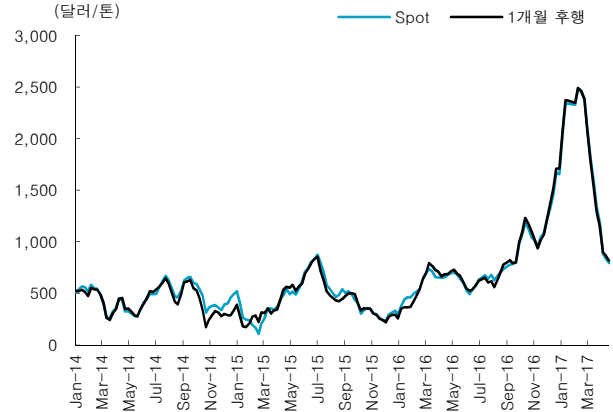
자료: 블룸버그, 한국투자증권

[그림 3] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



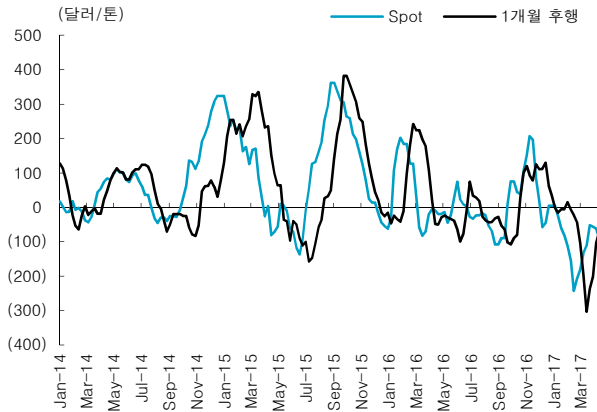
자료: 씨스캠, 블룸버그, 한국투자증권

[그림 4] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



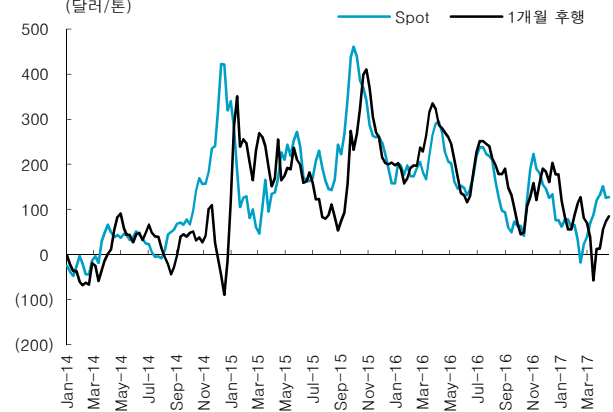
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 5] HDPE 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



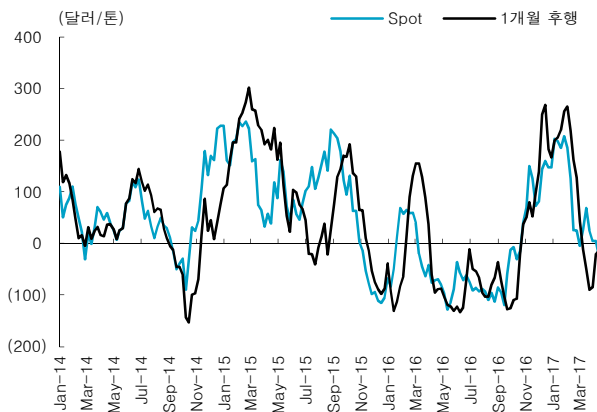
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 6] PP 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



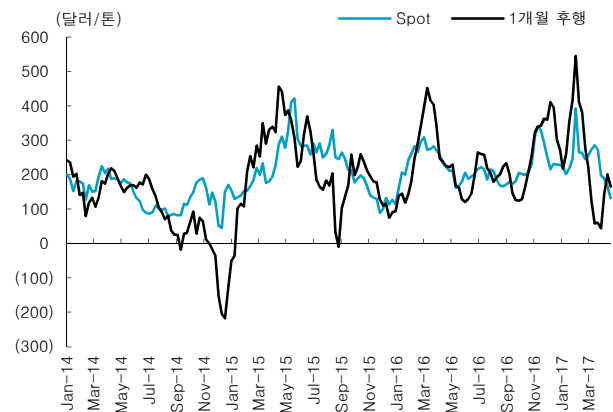
자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 7] MEG 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

[그림 8] SM 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스캠, 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
유동자산	4,322	5,405	5,852	9,390	12,455
현금성자산	949	1,942	2,203	5,086	8,175
매출채권및기타채권	1,276	1,016	1,552	1,876	1,921
채고자산	1,528	1,163	1,477	1,776	1,703
비유동자산	6,001	6,062	10,015	9,576	9,142
투자자산	1,747	1,916	2,529	2,546	2,565
유형자산	3,976	3,965	5,547	5,163	4,779
무형자산	24	38	1,792	1,720	1,650
자산총계	10,323	11,468	15,867	18,966	21,596
유동부채	2,058	2,146	3,449	4,314	3,927
매입채무및기타채무	817	1,011	1,257	1,355	1,299
단기차입금및단기사채	589	445	1,415	1,415	1,415
유동성장기부채	504	467	331	605	250
비유동부채	1,796	1,766	3,017	2,767	2,767
사채	1,048	1,329	1,894	1,644	1,644
장기차입금및금융부채	475	173	547	547	547
부채총계	3,854	3,912	6,466	7,082	6,694
지배주주지분	6,437	7,525	9,363	11,847	14,865
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	477	479	479	479
기타자본	(0)	0	0	0	0
이익잉여금	5,791	6,739	8,487	10,971	13,989
비지배주주지분	32	31	38	38	38
자본총계	6,469	7,556	9,401	11,885	14,902

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
영업활동현금흐름	308	2,596	2,701	3,219	3,810
당기순이익	144	991	1,837	2,638	3,182
유형자산감가상각비	490	485	561	584	584
무형자산상각비	2	3	68	77	73
자산부채변동	(493)	739	(139)	(112)	(9)
기타	166	378	374	32	(20)
투자활동현금흐름	(391)	(1,273)	(3,565)	(203)	(204)
유형자산투자	(291)	(355)	(1,588)	(200)	(200)
유형자산매각	34	53	11	0	0
투자자산순증	(189)	(763)	(122)	(0)	0
무형자산순증	(0)	(8)	(7)	(4)	(4)
기타	55	(200)	(1,859)	1	0
재무활동현금흐름	48	(334)	1,101	(132)	(518)
자본의증가	0	0	5	0	0
차입금의순증	176	(230)	1,263	22	(355)
배당금지급	(34)	(34)	(84)	(135)	(135)
기타	(94)	(70)	(83)	(19)	(28)
기타현금흐름	5	5	24	0	0
현금의증가	(30)	993	261	2,883	3,088

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

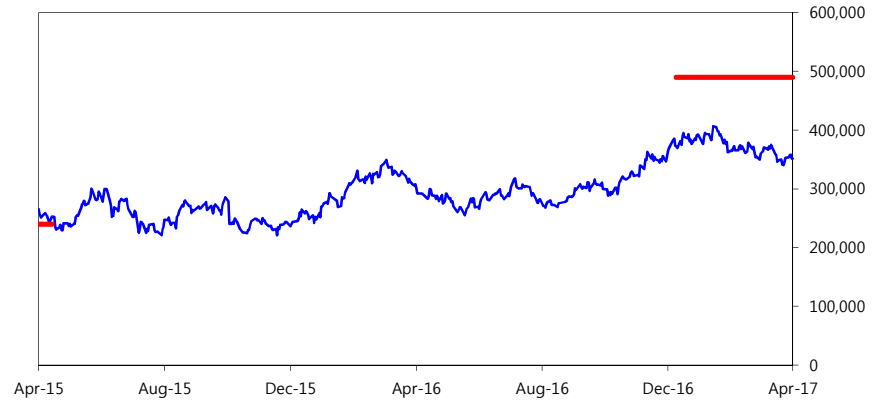
	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	14,859	11,713	13,224	16,957	18,026
매출원가	14,059	9,646	9,957	12,484	12,760
매출총이익	800	2,067	3,267	4,473	5,266
판매관리비	449	456	722	957	1,018
영업이익	351	1,611	2,544	3,516	4,248
금융수익	129	145	156	75	117
이자수익	31	38	29	55	97
금융비용	188	205	241	100	101
이자비용	88	70	77	90	91
기타영업외손익	(17)	(107)	(43)	17	(42)
관계기업관련손익	1	(23)	71	17	19
세전계속사업이익	277	1,421	2,487	3,525	4,242
법인세비용	134	431	650	886	1,061
연결당기순이익	144	991	1,837	2,638	3,182
지배주주지분순이익	147	993	1,836	2,621	3,155
기타포괄이익	71	130	86	0	0
총포괄이익	215	1,120	1,923	2,638	3,182
지배주주지분포괄이익	215	1,121	1,921	2,621	3,155
EBITDA	843	2,099	3,173	4,176	4,906

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	4,359	29,458	54,488	77,791	93,638
BPS	187,805	219,538	273,173	345,640	433,684
DPS	1,000	2,500	4,000	4,000	4,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(9.6)	(21.2)	12.9	28.2	6.3
영업이익증가율	(28.0)	359.1	57.9	38.2	20.8
순이익증가율	(49.0)	575.8	85.0	42.8	20.4
EPS증가율	(49.0)	575.8	85.0	42.8	20.4
EBITDA증가율	(15.3)	149.1	51.2	31.6	17.5
수익성(%)					
영업이익률	2.4	13.8	19.2	20.7	23.6
순이익률	1.0	8.5	13.9	15.5	17.5
EBITDA Margin	5.7	17.9	24.0	24.6	27.2
ROA	1.4	9.1	13.4	15.1	15.7
ROE	2.3	14.2	21.7	24.7	23.6
배당수익률	0.6	1.0	1.1	1.1	1.1
배당성향	22.9	8.5	7.3	5.1	4.3
안정성					
순차입금(십억원)	1,337	(431)	1,519	(1,344)	(4,787)
차입금/자본총계비율(%)	40.6	32.0	44.6	35.4	25.9
Valuation(X)					
PER	36.7	8.3	6.8	4.5	3.8
PBR	0.9	1.1	1.4	1.0	0.8
EV/EBITDA	8.1	3.8	4.5	2.6	1.5

투자 의견 및 목표주가 변경내역

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



Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 28일 현재 롯데케미칼 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 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.