



하나금융그룹

2018년 7월 6일 | Equity Research

# 롯데케미칼 (011170)

## 분기 영업이익 1,000억원 수준의 Valuation은 아니지 않나?

### 2014~15년 초 수준까지 하락한 Valuation

미국 증설과 무역분쟁에 따른 우려에도 불구하고 현 주가는 너무도 과도한 저평가라고 생각한다. 업황과 글로벌 경기에 대한 걱정을 감안하고라도 회사의 편더먼털 변화와 Valuation 관점에서 매수해야 하는 구간이다. 현 주가는 2018년 PBR 0.8배, 12M Fwd PBR 0.76배 수준에 도달했다. 현 수준의 Valuation까지 하락했던 가장 최근의 사례는 2014년~2015년 초로 유가가 본격적으로 하락해 40\$/bbl까지 찍으면서 업황에 대한 공포심이 극대화되었을 때다. 물론 현재도 당시만큼의 공포심이 있을 수 있지만, 감안해야 할 것은 너무나 달라진 회사의 편더먼털이다.

### 외형성장과 이익의 다각화로 달라진 현재

2014년~15년 초 당시 분기 영업이익은 1,000억원 내외였다. 하지만, 현재는 최악을 가정하고라도 분기 실적 5,000억 대(ROE 10%)는 충분히 가능하다. 구조적으로 달라진 부분이 있기 때문이다. 2014~2015년 당시는 롯데첨단소재가 연결 반영되기 전이었고, 타이탄은 BEP, 아로마틱은 대규모 적자가 발생하던 시기였다. 지분법도 적자였다. 하지만, 지금은 롯데첨단, 타이탄, 아로마틱 만으로도 최소 분기 2,000~3,000억원은 가능하며, 지분법 또한 우즈벡 증설과 MMA 호조로 연간 2,000억원은 충분히 가능하다. 즉, 당시 와 달라진 점은 외형성장과 이익의 다각화가 충분히 이루어졌다는 점이다. 올해~내년에는 타이탄 PP증설, 미국 ECC 증설, 여수NCC증설, 여수 PC증설로 또 한번 외형이 업그레이드 되기에 이익체력이 한번 더 레벨업될 전망이다.

### 현저히 높아진 배당 수익률

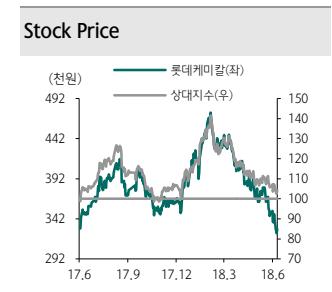
또한 달라진 점은 배당이다. 2014년 DPS가 1,000원(배당수익률 0.6%수준)이었으나 작년 DPS 10,500원으로 10배가 늘었다. 배당수익률은 3.2%에 육박한다. 배당성향을 중장기적으로 30%까지 상향할 것이기에 중장기 배당매력 또한 현저하게 높아졌다. 외형이 성장하는 업체의 시총은 결코 배신하지 않는다. 15년 전 대한유화와 롯데케미칼은 시총/Capa 모두 비슷한 회사였지만 지금은 시총이 10배 차이가 난다. 차이점은 투자를 통한 성장 여부였다. 성장하는 업체에 대한 과도한 Valuation 할인을 제거할 때라고 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 700,000원 | CP(7월 5일): 329,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,257.55		
52주 최고/최저(원)	474,500/324,000		
시가총액(십억원)	11,276.6		
시가총액비중(%)	0.94		
발행주식수(천주)	34,275.4		
60일 평균 거래량(천주)	119.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	45.2		
18년 배당금(예상,원)	14.00		
0			
18년 배당수익률(예상,%)	4.26		
외국인지분율(%)	32.06		
주요주주 지분율(%)			
롯데물산 외 4 인	53.55		
국민연금	9.08		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(11.7) (6.4) (6.0)		
상대	(4.0) 3.5 (0.6)		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	13,223.5	15,874.5	17,431.5	19,665.6	20,319.4
영업이익	십억원	2,544.3	2,929.7	3,006.9	3,525.6	3,654.2
세전이익	십억원	2,487.4	3,084.7	3,311.5	3,854.6	4,015.9
순이익	십억원	1,835.8	2,243.9	2,441.3	2,841.7	2,960.6
EPS	원	53,561	65,466	71,227	82,908	86,376
증감률	%	85.0	22.2	8.8	16.4	4.2
PER	배	6.89	5.62	4.62	3.97	3.81
PBR	배	1.35	1.10	0.83	0.71	0.61
EV/EBITDA	배	4.48	3.53	2.75	2.01	1.48
ROE	%	21.74	21.52	19.48	19.26	17.24
BPS	원	273,173	335,215	395,942	464,850	537,226
DPS	원	4,000	10,500	14,000	14,000	14,000



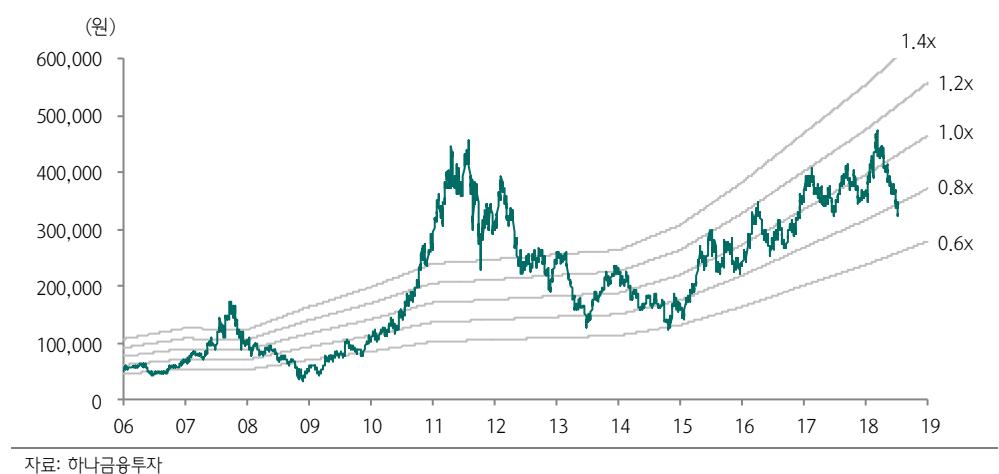
Analyst 윤재성  
02-3771-7567  
js.yoon@hanafn.com

RA 김정연  
02-3771-7617  
jeonghyeon.kim@hanafn.com

하나금융투자

7/5일 종가 기준 롯데케미칼 12M Fwd PBR은 0.76배 수준

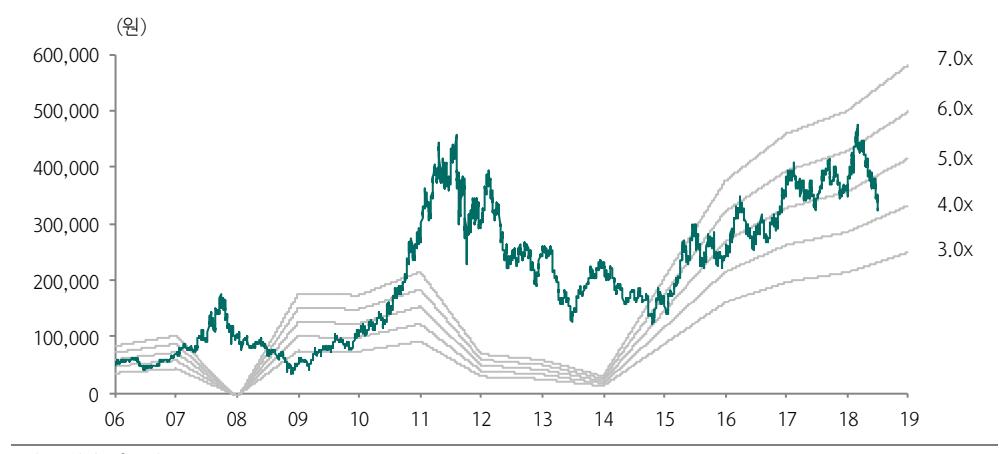
그림 1. 롯데케미칼 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

7/5일 종가 기준 롯데케미칼 12M Fwd PER은 4.3배 수준

그림 2. 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>13,223.5</b>	<b>15,874.5</b>	<b>17,431.5</b>	<b>19,665.6</b>	<b>20,319.4</b>
매출원가	9,956.8	12,081.9	13,456.3	15,139.3	15,649.5
매출총이익	3,266.7	3,792.6	3,975.2	4,526.3	4,669.9
판관비	722.5	862.9	968.3	1,000.7	1,015.7
<b>영업이익</b>	<b>2,544.3</b>	<b>2,929.7</b>	<b>3,006.9</b>	<b>3,525.6</b>	<b>3,654.2</b>
금융순익	(84.9)	(20.1)	73.9	98.3	131.0
종속/관계기업순익	71.4	284.4	284.4	284.4	284.4
기타영업외순익	(43.5)	(109.3)	(53.7)	(53.7)	(53.7)
<b>세전이익</b>	<b>2,487.4</b>	<b>3,084.7</b>	<b>3,311.5</b>	<b>3,854.6</b>	<b>4,015.9</b>
법인세	650.2	800.1	794.8	925.1	963.8
계속사업이익	1,837.2	2,284.6	2,516.8	2,929.5	3,052.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>1,837.2</b>	<b>2,284.6</b>	<b>2,516.8</b>	<b>2,929.5</b>	<b>3,052.1</b>
비지배주주지분순이익	1.4	40.7	75.4	87.8	91.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,835.8</b>	<b>2,243.9</b>	<b>2,441.3</b>	<b>2,841.7</b>	<b>2,960.6</b>
지배주주지분포괄이익	1,920.5	1,859.1	2,520.7	2,934.1	3,056.8
NOPAT	1,879.2	2,169.8	2,285.3	2,679.4	2,777.2
EBITDA	3,173.4	3,620.9	3,729.2	4,307.8	4,489.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	12.9	20.0	9.8	12.8	3.3
NOPAT증가율	67.4	15.5	5.3	17.2	3.7
EBITDA증가율	51.2	14.1	3.0	15.5	4.2
영업이익증가율	57.9	15.1	2.6	17.3	3.6
(지배주주)순익증가율	85.0	22.2	8.8	16.4	4.2
EPS증가율	85.0	22.2	8.8	16.4	4.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	24.7	23.9	22.8	23.0	23.0
EBITDA이익률	24.0	22.8	21.4	21.9	22.1
영업이익률	19.2	18.5	17.2	17.9	18.0
계속사업이익률	13.9	14.4	14.4	14.9	15.0

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	53,561	65,466	71,227	82,908	86,376
BPS	273,173	335,215	395,942	464,850	537,226
CFPS	93,730	106,472	115,309	132,189	137,503
EBITDAPS	92,585	105,641	108,802	125,682	130,996
SPS	385,802	463,146	508,573	573,753	592,828
DPS	4,000	10,500	14,000	14,000	14,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	6.9	5.6	4.6	4.0	3.8
PBR	1.4	1.1	0.8	0.7	0.6
PCFR	3.9	3.5	2.9	2.5	2.4
EV/EBITDA	4.5	3.5	2.7	2.0	1.5
PSR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	21.7	21.5	19.5	19.3	17.2
ROA	13.4	12.7	11.8	12.3	11.5
ROIC	25.6	22.6	22.0	24.4	24.3
부채비율	68.8	59.5	50.7	45.3	38.3
순부채비율	16.2	(5.0)	(13.0)	(21.1)	(29.0)
이자보상배율(배)	33.3	27.3	27.8	32.6	35.0

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>5,851.7</b>	<b>8,225.5</b>	<b>9,738.6</b>	<b>11,758.9</b>	<b>13,685.8</b>
금융자산	2,664.8	4,879.5	6,139.9	7,826.9	9,623.6
현금성자산	2,202.9	1,685.2	2,632.2	3,869.7	5,534.9
매출채권 등	1,556.4	1,682.0	1,847.0	2,083.7	2,153.0
재고자산	1,477.2	1,536.0	1,612.8	1,693.4	1,749.7
기타유동자산	153.3	128.0	138.9	154.9	159.5
<b>비유동자산</b>	<b>10,015.2</b>	<b>11,325.5</b>	<b>11,980.3</b>	<b>12,735.2</b>	<b>13,184.6</b>
투자자산	2,528.2	2,727.2	2,994.7	3,378.6	3,490.9
금융자산	392.0	342.7	376.3	424.5	438.6
유형자산	5,546.7	6,716.2	7,181.9	7,625.2	8,028.7
무형자산	1,792.4	1,710.6	1,632.1	1,559.9	1,493.5
기타비유동자산	147.9	171.5	171.6	171.5	171.5
<b>자산총계</b>	<b>15,866.8</b>	<b>19,551.0</b>	<b>21,718.9</b>	<b>24,494.0</b>	<b>26,870.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,448.8</b>	<b>3,790.9</b>	<b>3,728.1</b>	<b>3,947.7</b>	<b>3,720.8</b>
금융부채	1,747.2	1,514.4	1,515.9	1,518.1	1,227.7
매입채무 등	1,256.9	1,688.5	1,617.1	1,824.4	1,885.0
기타유동부채	444.7	588.0	595.1	605.2	608.1
<b>비유동부채</b>	<b>3,017.2</b>	<b>3,505.3</b>	<b>3,579.1</b>	<b>3,685.1</b>	<b>3,716.0</b>
금융부채	2,444.8	2,752.7	2,752.7	2,752.7	2,752.7
기타비유동부채	572.4	752.6	826.4	932.4	963.3
<b>부채총계</b>	<b>6,466.0</b>	<b>7,296.2</b>	<b>7,307.3</b>	<b>7,632.7</b>	<b>7,436.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>9,363.1</b>	<b>11,489.7</b>	<b>13,571.0</b>	<b>15,932.9</b>	<b>18,413.7</b>
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	478.6	880.7	880.7	880.7	880.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	226.2	(144.6)	(144.6)	(144.6)	(144.6)
이익잉여금	8,487.0	10,582.1	12,663.5	15,025.4	17,506.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>37.7</b>	<b>765.1</b>	<b>840.6</b>	<b>928.4</b>	<b>1,019.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>9,400.8</b>	<b>12,254.8</b>	<b>14,411.6</b>	<b>16,861.3</b>	<b>19,433.5</b>
순금융부채	1,527.1	(612.4)	(1,871.2)	(3,556.1)	(5,643.2)

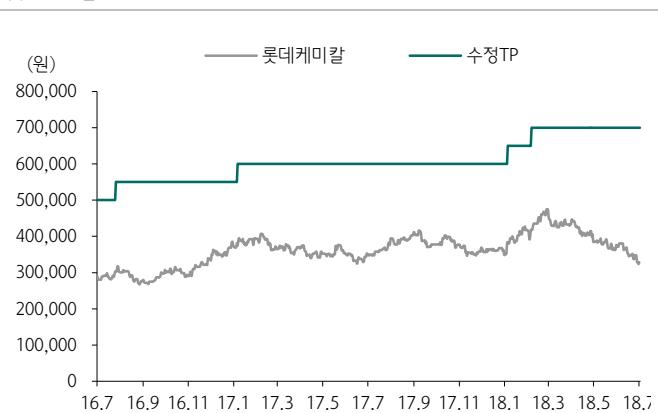
## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,700.6</b>	<b>3,129.0</b>	<b>2,914.2</b>	<b>3,595.8</b>	<b>3,713.5</b>
당기순이익	1,837.2	2,284.6	2,516.8	2,929.5	3,052.1
조정	1,002.1	774.4	640.7	676.2	697.0
감가상각비	629.2	691.2	722.3	782.2	835.8
외환거래손익	34.7	(38.5)	(36.6)	(36.6)	(36.6)
지분법손익	(71.4)	(284.4)	0.0	0.0	0.0
기타	409.6	406.1	(45.0)	(69.4)	(102.2)
영업활동자산부채변동	(138.7)	70.0	(243.3)	(9.9)	(35.6)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(3,564.6)</b>	<b>(4,717.6)</b>	<b>(1,500.7)</b>	<b>(1,772.5)</b>	<b>(1,173.6)</b>
투자자산감소(증가)	(612.2)	(199.1)	(267.5)	(383.8)	(112.3)
유형자산감소(증가)	(1,577.2)	(2,017.0)	(1,109.5)	(1,153.3)	(1,172.8)
기타	(1,375.2)	(2,501.5)	(123.7)	(235.4)	111.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,100.5</b>	<b>1,114.5</b>	<b>(466.4)</b>	<b>(585.8)</b>	<b>(874.8)</b>
금융부채증가(감소)	1,776.7	75.1	1.5	2.2	(290.5)
자본증가(감소)	2.1	402.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(594.1)	772.0	(108.0)	(108.1)	(104.4)
배당지급	(84.2)	(134.8)	(359.9)	(479.9)	(479.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>260.7</b>	<b>(517.7)</b>	<b>947.0</b>	<b>1,237.5</b>	<b>1,665.1</b>
Unlevered CFO	3,212.6	3,649.4	3,952.3	4,530.8	4,713.0
Free Cash Flow	1,112.5	1,109.1	1,804.6	2,442.5	2,540.7



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 롯데케미칼



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.2.9	BUY	700,000		
18.1.8	BUY	650,000	-37.88%	-34.23%
17.1.9	BUY	600,000	-38.41%	-30.58%
16.7.29	BUY	550,000	-43.16%	-29.91%
16.7.10	BUY	500,000	-41.76%	-39.30%
16.4.3	BUY	450,000	-35.57%	-26.44%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.1%	6.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 7월 5일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 07월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.