

롯데케미칼(011170)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

가파르게 침체된 제품시황 우려 지속

3분기 영업이익 전분기대비 28% 감소, 컨센서스 13% 하회
 현재 주요 제품 스프레드는 3분기 대비 대폭 축소
 석유화학 하락기 진입에 대한 부담 지속

Facts : 영업이익 컨센서스 13% 하회

영업이익은 전분기대비 28%, 전년동기대비 34% 감소하고 컨센서스 및 당사 추정치를 각각 13%, 10% 하회했다. 미국 및 중국의 신규 증설과 기존 설비의 정기 보수 후 재가동이 공급 증가로 이어진 반면, 무역분쟁으로 인한 구매심리 약세로 수요는 침체되었다. 또한 유가까지 강세를 보여 전반적인 제품 마진이 축소되었다.

Pros & cons : 수급 악화로 주요 제품 스프레드 축소

Olefin 및 aromatics 부문의 영업이익이 전분기대비 19% 감소하며 추정치를 11% 하회했다. LC Titan의 영업이익이 전분기대비 30% 감소하고 aromatics 부문도 PTA 강세에도 불구하고 주력제품인 PIA 가격하락으로 영업이익이 4% 감소한 점이 추정치를 하회한 이유다. 롯데첨단소재는 영업이익이 ABS 및 PC 마진 축소로 전분기대비 24% 감소했다.

Action : 실적 추정치 하향

2018년과 2019년 영업이익 추정치를 각각 10%, 12% 하향한다. 과거 3년 동안의 호실적을 견인한 에틸렌 스프레드가 수급 악화로 현재 전분기대비 53% 축소되었다. 부타디엔 또한 56% 축소되며 손익분기점을 하회하는 스프레드를 기록했다. 주요제품의 스프레드 반등을 감안해도 4분기 영업이익은 전분기대비 42%, 전년동기대비 59% 감소할 것으로 전망된다. 빠르게 축소된 주요 제품의 스프레드를 감안하면 컨센서스 추정치의 지속적인 하락은 불가피할 것으로 예상된다. 또한 2019년기준 SotP 적정주가를 감안해도 상승여력은 제한적이다. 이에 보수적인 시각을 유지한다.

종립(유지)

Stock Data

KOSPI(11/1)	2,024
주가(11/1)	265,000
시가총액(십억원)	9,083
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저(원)	474,500/254,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	65,711
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.5/31.1
주요주주(%)	롯데물산 외 5인 53.6
	국민연금 9.1

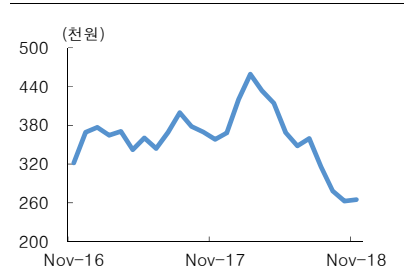
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	5.6	5.1	6.1
PBR(x)	1.1	0.7	0.6
ROE(%)	21.5	14.7	11.1
DY(%)	2.9	4.0	4.1
EV/EBITDA(x)	3.5	3.3	3.7
EPS(원)	65,625	52,341	43,554
BPS(원)	335,215	377,106	410,365

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(3.1)	(36.0)	(29.6)
KOSPI 대비(%p)	10.3	(16.5)	(8.8)

주가추이



자료: WISEfn

이도연

daniel.dy.lee@truefriend.com

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	3,990	4,035	4,123	4,330	4,248	(1.9)	6.5	4,438
영업이익	766	717	662	701	504	(28.2)	(34.3)	578
영업이익률	19.2	17.8	16.1	16.2	11.9	(4.3)	(7.3)	13.0
세전이익	833	702	745	818	603	(26.2)	(27.5)	646
순이익	616	472	527	555	439	(20.9)	(28.7)	456

자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	17,048	16,936	(0.7)	16,813	17,428	3.7
영업이익	2,409	2,161	(10.3)	1,944	1,708	(12.1)
영업이익률	14.1	12.8	(1.4)	11.6	9.8	(1.8)
세전이익	2,755	2,533	(8.1)	2,255	2,010	(10.8)
순이익	1,971	1,794	(9.0)	1,677	1,493	(11.0)

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	4,123	4,330	4,248	4,235	4,389	4,366	4,466	4,207	15,875	16,936	17,428
영업이익	662	701	504	294	429	421	471	387	2,930	2,160	1,708
영업이익률(%)	16.1	16.2	11.9	6.9	9.8	9.7	10.5	9.2	18.5	12.8	9.8
순이익	527	555	459	272	371	367	408	347	2,244	1,794	1,493
증가율(% YoY)											
매출액	3.2	12.4	6.5	5.0	6.4	0.8	5.1	(0.6)	20.0	6.7	2.9
영업이익	(18.8)	10.9	(34.3)	(59.0)	(35.2)	(39.9)	(6.5)	31.8	15.2	(26.3)	(21.0)
순이익	(17.7)	7.8	(25.6)	(42.3)	(29.6)	(33.9)	(11.0)	27.3	22.2	(20.0)	(16.8)
증가율(% QoQ)											
매출액	2.2	5.0	(1.9)	(0.3)	3.6	(0.5)	2.3	(5.8)			
영업이익	(7.6)	5.9	(28.2)	(41.7)	46.1	(1.8)	11.8	(17.9)			
순이익	11.6	5.4	(17.4)	(40.6)	36.1	(1.0)	11.3	(15.2)			
컨센서스 추정 영업이익				505	555	600	629	609		2,429	2,433
차이(%)				(41.9)	(22.8)	(29.8)	(25.1)	(36.5)		(11.1)	(29.8)
KIS 추정 영업이익 변화(%)				(39.4)	(12.1)	(12.3)	(11.1)	(13.3)		(10.3)	(12.1)

자료: Bloomberg, 한국투자증권

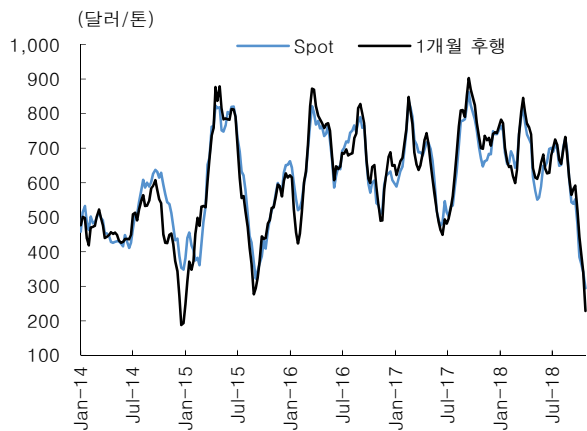
<표 4> SotP 밸류에이션

(단위: 십억원)

	가정	
사업가치	2019F 추정 EV/EBITDA 3.5x	8,415
투자유가증권		2,986
총자산가치		11,311
순부채		1,739
총 순자산가치		9,572
발행주식수(천주)		34,275
적정주가(원)		279,256

자료: 한국투자증권

[그림 1] 에틸렌 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



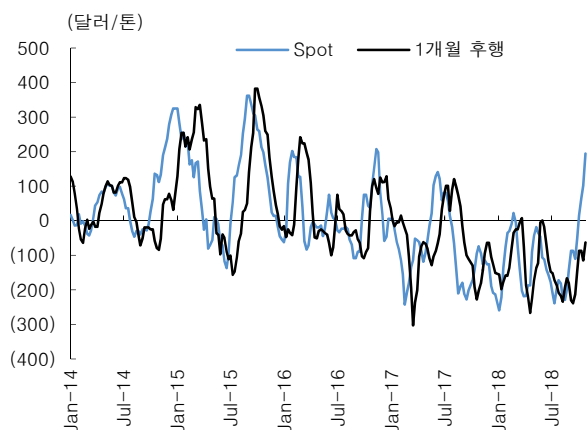
자료: 씨스켐, 한국투자증권

[그림 2] 부타디엔 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



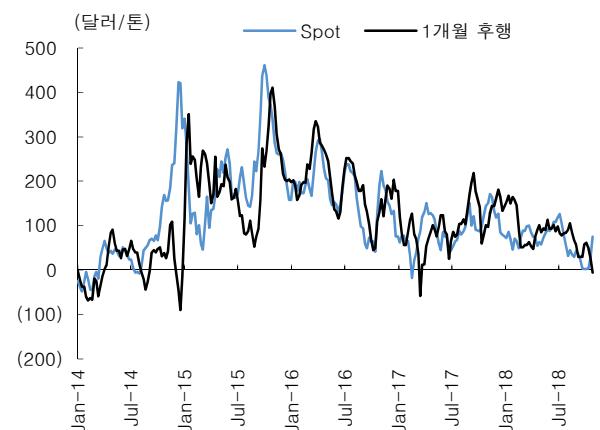
자료: 씨스켐, 한국투자증권

[그림 3] HDPE 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



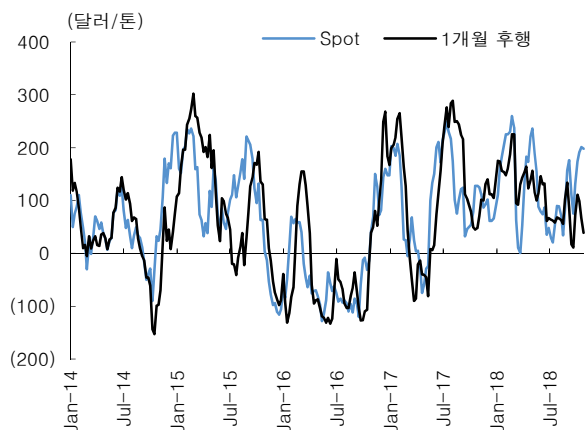
자료: 씨스켐, 한국투자증권

[그림 4] PP 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



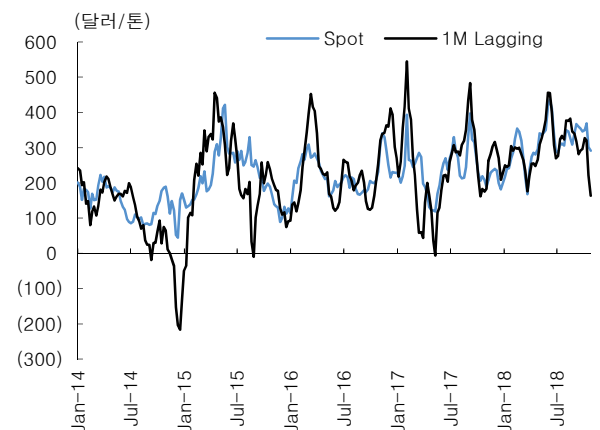
자료: 씨스켐, 한국투자증권

[그림 5] MEG 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스켐, 한국투자증권

[그림 6] SM 스프레드: Spot vs. 1개월 후행



자료: 씨스켐, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

롯데케미칼은 1976년에 설립된 순수석유화학회사로 롯데그룹의 계열사이며 2005년 롯데대산유화(2003년에 LG화학과 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)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	5,852	8,225	7,824	8,318	8,147
현금성자산	2,203	1,685	1,062	1,631	1,729
매출채권및기타채권	1,556	1,682	1,801	1,789	1,656
재고자산	1,477	1,536	1,883	1,821	1,697
비유동자산	10,015	11,326	12,827	13,235	13,640
투자자산	2,528	2,727	3,044	3,358	3,674
유형자산	5,547	6,716	8,044	8,149	8,247
무형자산	1,792	1,711	1,683	1,673	1,663
자산총계	15,867	19,551	20,651	21,554	21,787
유동부채	3,449	3,791	3,449	3,359	3,197
매입채무및기타채무	1,257	1,688	1,539	1,489	1,388
단기차입금및단기사채	1,415	703	747	697	697
유동성장기부채	331	795	250	266	273
비유동부채	3,017	3,505	3,372	3,232	2,672
사채	1,894	1,288	829	719	279
장기차입금및금융부채	551	1,464	1,767	1,737	1,617
부채총계	6,466	7,296	6,821	6,591	5,869
지배주주지분	9,363	11,490	12,929	14,062	15,018
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	881	881	881
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,582	12,022	13,155	14,110
비지배주주지분	38	765	905	898	942
자본총계	9,401	12,255	13,830	14,963	15,918

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	2,701	3,129	2,020	1,886	1,797
당기순이익	1,836	2,244	1,794	1,493	1,265
유형자산감가상각비	561	606	614	616	622
무형자산상각비	68	85	81	81	80
자산부채변동	(139)	70	(401)	18	101
기타	375	124	(68)	(322)	(271)
투자활동현금흐름	(3,565)	(4,718)	(1,735)	(790)	(791)
유형자산투자	(1,588)	(2,020)	(1,943)	(720)	(720)
유형자산매각	11	3	0	0	0
투자자산순증	(122)	(2,812)	(13)	0	0
무형자산순증	(7)	(2)	(53)	(70)	(71)
기타	(1,859)	113	274	0	0
재무활동현금흐름	1,101	1,115	(1,013)	(534)	(862)
자본의증가	5	1,149	0	0	0
차입금의순증	1,263	190	(659)	(174)	(553)
배당금지급	(84)	(135)	(360)	(360)	(375)
기타	(83)	(89)	6	0	66
기타현금흐름	24	(44)	0	0	0
현금의증가	261	(518)	(729)	562	143

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

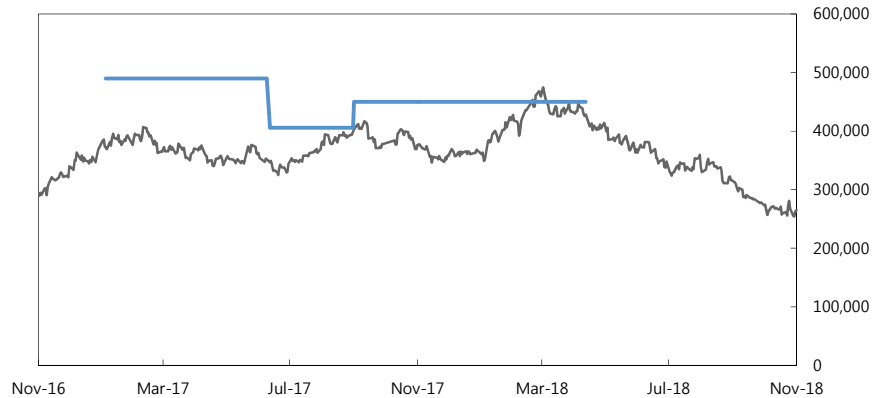
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,224	15,875	16,936	17,428	16,282
매출원가	9,957	12,082	14,014	14,941	14,072
매출총이익	3,267	3,793	2,922	2,487	2,210
판매관리비	722	863	762	779	761
영업이익	2,544	2,930	2,160	1,708	1,449
금융수익	156	253	684	411	425
이자수익	29	63	90	64	77
금융비용	241	273	312	109	100
이자비용	77	107	96	74	65
기타영업외손익	(43)	(109)	(304)	(314)	(316)
관계기업관련손익	71	284	304	314	316
세전계속사업이익	2,487	3,085	2,533	2,010	1,773
법인세비용	650	800	677	503	443
연결당기순이익	1,837	2,285	1,856	1,508	1,330
지배주주지분순이익	1,836	2,244	1,794	1,493	1,265
기타포괄이익	86	(428)	0	0	0
총포괄이익	1,923	1,856	1,856	1,508	1,330
지배주주지분포괄이익	1,921	1,859	1,794	1,493	1,265
EBITDA	3,173	3,621	2,856	2,404	2,151

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	54,488	65,625	52,341	43,554	36,902
BPS	273,173	335,215	377,106	410,365	436,941
DPS	4,000	10,500	10,500	10,935	9,285
성장성(%, YoY)					
매출증가율	12.9	20.0	6.7	2.9	(6.6)
영업이익증가율	57.9	15.2	(26.3)	(21.0)	(15.2)
순이익증가율	85.0	22.2	(20.0)	(16.8)	(15.3)
EPS증가율	85.0	20.4	(20.2)	(16.8)	(15.3)
EBITDA증가율	51.2	14.1	(21.1)	(15.8)	(10.5)
수익성(%)					
영업이익률	19.2	18.5	12.8	9.8	8.9
순이익률	13.9	14.1	10.6	8.6	7.8
EBITDA Margin	24.0	22.8	16.9	13.8	13.2
ROA	13.4	12.9	9.2	7.1	6.1
ROE	21.7	21.5	14.7	11.1	8.7
배당수익률	1.1	2.9	4.0	4.1	3.5
배당성향	7.3	16.0	20.1	25.1	25.2
안정성					
순차입금(십억원)	1,527	(612)	(431)	(1,174)	(1,825)
차입금/자본총계비율(%)	44.6	34.8	25.6	22.5	17.7
Valuation(X)					
PER	6.8	5.6	5.1	6.1	7.2
PBR	1.4	1.1	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.5	3.5	3.3	3.7	3.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
롯데케미칼(011170)	2016.10.30	비중축소	-	-	-
	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	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 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 배우자는 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 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 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.