

# 롯데케미칼 (011170)

화학

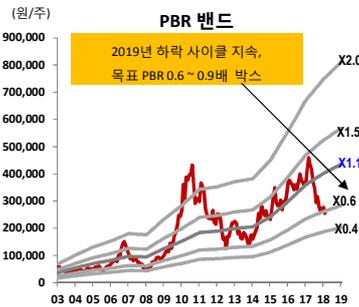
황규원



02 3770 5607  
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	<b>HOLD (M)</b>
목표주가	<b>300,000원 (M)</b>
현재주가 (1/4)	<b>256,500원</b>
상승여력	<b>17%</b>

시가총액	87,916억원
총발행주식수	34,275,419주
60일 평균 거래대금	795억원
60일 평균 거래량	286,372주
52주 고	474,500원
52주 저	254,000원
외인지분율	31.38%
주요주주	롯데물산 외 5 인 53.55%



	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	36,896	-8.6	-13.1	39,599	-6.8
영업이익	2,206	-69.2	-56.2	3,672	-39.9
세전계속사업이익	1,852	-73.6	-69.0	4,206	-56.0
지배순이익	1,355	-71.3	-68.8	2,894	-53.2
영업이익률 (%)	6.0	-11.8 %pt	-5.9 %pt	9.3	-3.3 %pt
지배순이익률 (%)	3.7	-8.0 %pt	-6.5 %pt	7.3	-3.6 %pt

자료: 유안타증권

## 2018년 4분기 예상 영업이익 2,000억원 전후...

### 2018년 4분기 예상 영업이익 2,207억원

롯데케미칼(주)의 2018년 4분기 예상 실적은 '매출액 3.7조원, 영업이익 2,207억원, 지배주주 순이익 1,355억원' 등이다. 정기보수, 설비 트러블, 미중 무역분쟁에 따른 스프레드 약화 등이 동시에 겹치면서, 영업이익은 전분기 5,036억원과 전년동기 7,165억원에 비해서 각각 56%와 69% 급감할 전망이다. 시장 컨센서스(1월 4일 기준)는 3,672억원 과대 평가된 것으로 보이는데, 40% 정도 하향조정이 필요해 보인다. [표1]

부문별 예상 특징을 요약하면, '기초소재, 첨단소재, 말레이시아 타이탄(주) 전부문 감익' 등이다.

- ① 기초소재 부문(올레핀, 아로마틱) 예상 영업이익은 1,745억원(전분기 3,959억원)이다. 여수 100만톤 NCC 설비 정기보수와 신규 설비에 연결하는 전력공급 과정에서 트러블이 발생되면서, 600억원 규모의 기회비용이 발생된 것으로 보인다. 부타디엔, 벤젠, SM, EG 가격 하락폭이 크게 나타나면서, 기초소재 1톤당 스프레드(=가중평균 판매가격 - 스팟 나프타 가격)는 전분기 보다 80\$ 정도 낮아졌다. 뿐만 아니라, 나프타 도입 시차로 인해, 55\$ 정도 높은 원료가 투입되면서 900억원 규모의 이익 감소 요인이 발생된 것으로 보인다.
- ② PE/PP 범용제품을 생산하는 롯데타이탄(지분율 76%, 말레이시아 및 인도네시아) 예상 영업이익은 65억원(전분기 487억원) 등이다. 중국으로 수출길이 막혔던 미국산 PE제품과 경제봉쇄가 시작된 이란산 PE 물량이 동남 아시아지역에 집중되면서 상황을 악화시켰다.
- ③ ABS, PC 등 IT외장재 원료를 생산하는 롯데첨단소재(지분율 90%) 예상 영업이익은 397억원(전분기 590억원)이다. ABS △226\$, PC △312\$ 등 주력제품의 판매가격 급락세가 두드러졌다.

### 2019년 목표주가 30만원 유지, 인내가 더 필요해(Bottom Fishing은 아직...)

2019년 주가는 박스권 하단에서 움직임 전망이다. 범용석화제품 사이클 하락세가 이어져, 실적 모멘텀이 뚜렷하지 않기 때문이다. 1분기 단기적인 실적 회복은 가능하지만 2분기 다시 조정 우려가 있다. 하락 사이클을 가정한 주가는 30만원이며, 최악 사이클(수요급락+중설 쓰나미)를 가정한 주가는 22만원 수준이다. [표3]

- ① 2019년 예상 실적은 매출액 17.5조원, 영업이익 1.7조원, 지배순이익 1.4조원 등이다. 석화 스프레드 톤당 77\$ 하락과 10월 대신 NCC공장 정기보수 가정한 것으로, 영업이익은 전년 2.1조원 대비 20% 감소하는 수치이다. 1 ~ 2분기 미국의 ECC(에탄석화설비)/EG 신규 공장 가동으로, 연간 1,000억원 규모의 영업이익 기여를 고려했다.
- ② 범용 석화제품(에틸렌, PE/PP 등) 사이클은 2019년 중반 바닥 도달 후, 아주 천천히 회복(또는 회복기간이 길어지는)될 전망이다. 글로벌 에틸렌 신규 증설 규모가 2018년 577만톤에서 2019년 1,150만톤, 2020년 682만톤으로 늘어나면서, 연간 수요 증가분 550만톤을 크게 넘어서기 때문이다. [표2/그림1~2]

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	132,235	158,745	163,906	175,343
영업이익	25,443	29,297	20,876	16,848
지배순이익	18,358	22,439	16,527	14,212
PER	5.6	5.7	5.3	6.2
PBR	1.1	1.1	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.7	3.5	3.4	4.2
ROE	21.7	21.5	13.6	10.6

자료: 유안타증권

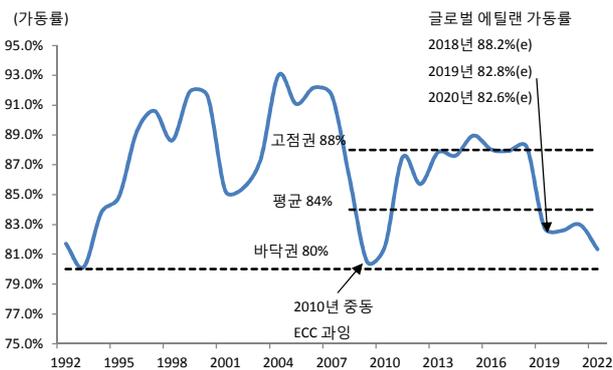


표 2. 글로벌 에틸렌 증설 계획 : 2019년 증설 집중 → 2020 ~ 2021년 완화 → 2022년 증설 집중

지역 구분	2017년 (만톤/년)	2018년 (만톤/년)	2019년 (만톤/년)	2020년 (만톤/년)	2021년 (만톤/년)	2022년 (만톤/년)	2023년 (만톤/년)	
아메리카 미국	DOW	150	Chevron 150 ExxonMobil 150 Indorama 37	SASOL 150 Formosa 100 Sintech 50 Lotte/Axiall 100		Shell Total 160 100	PTT/태림산업 100	
	캐나다					Nova Chem 40		
	남미							
	소 계	150	337	400	-	300	100	
동유럽	러시아			Angarsk polymer plant 25	Novy urengoy GCC 40	ZabSibNeftekhim 150	Far Eastern Petrochem 140	
	투르크메니스탄		Turkmen gaz 40					
소 계		40	25	40			140	
아프리카	이집트						TAHRIR 48	
	소 계		-	-	-	-	48	
아시아	중국	CTO/MTO 120	CNOOC/Shell 100	Shanghai PC 65 Hengli Dalian 150 MTO 110 CTO 120	Sinopec Kuwait 80 Zhejiang Rongsheng 140 Gulei Refinery 100	Sinopec Hainan 100	Shanghai PC 65 Gulei Refinery 100 Sinopec Ningbo 120 Sinopec Nanjing 80 Shenghong Lianyungan 100	Sinochem Quanzhou 100 Wanhua Petchem 100 Norinco/Aramco 100 Exxon Nobil Huizhou 120 BASF Zhangqian 100
	중국 소계	120	100	445	320	100	465	520
	한국	대한유화 33		롯데케미칼 20 LG화학 20 한화토탈 30	여전NCC 34		LG화학 80 현대케미칼 80 GS칼텍스 80	S-Oil 150
	인도	Reliance 135						
	태국					PTT Chemical 50		
	말레이시아	Petronas 100		Petronas 100				
	베트남						Niphsun Petrochem 100	
	인도네시아	PT Pertamina 25						Lotte Titan 100
	아시아 소계	413	100	615	404	100	805	770
	중동	이란	Persian Gulf PC 60	Kavyan 100	Sepid Mehr Ethylene 110		Bushehr Petchem Gacharan 100	Fiروزabad 100
사우디아라비아		Petrorabigh 30						
UAE					Borouge 3 150			
오만					ORPC 88			
소 계		90	100	110	238	200	100	-
<b>글로벌 신규증설 합계</b>	<b>653</b>	<b>577</b>	<b>1,150</b>	<b>682</b>	<b>600</b>	<b>1,193</b>	<b>770</b>	
<b>[글로벌 수급]</b>								
글로벌 에틸렌 capa	17,033	17,610	18,760	19,442	20,042	21,235	22,005	
Capa 증감	653	577	1,150	682	600	1,193	770	
글로벌 에틸렌수요	14,976	15,533	15,533	16,055	16,633	17,272	17,935	
수요 증감	676	557	-	522	578	639	663	
<b>글로벌 설비 가동률</b>	<b>87.9%</b>	<b>88.2%</b>	<b>82.8%</b>	<b>82.6%</b>	<b>83.0%</b>	<b>81.3%</b>	<b>81.5%</b>	

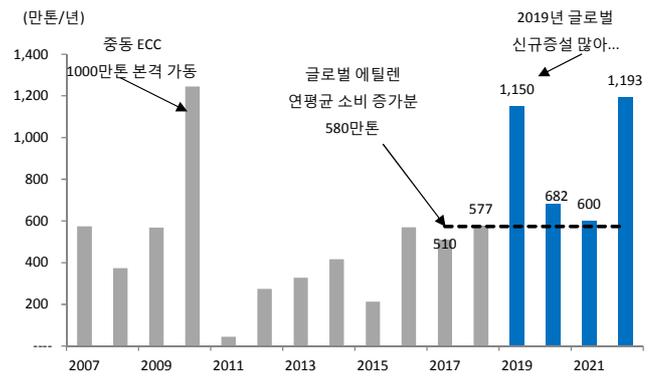
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 에틸렌 가동률 : 2019년 급락 → 2020 ~ 2021년 소폭 회복



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 에틸렌 수급 전망 : 2019년 1,000만톤 이상 설비 가동



자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 롯데케미칼(주) 적정주가 : 30 만원(석화 업황 평균 ~ 바닥권 수준 진행되는 하락 사이클 진입을 고려)

구분	기준일 (2019.1월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	8.7조원	① 본사(올레핀/아로마틱) EBITDA 1.4조원 × EV/EBITDA 3.5배 = 4.9조원 ② 롯데타이탄 EBITDA 3,200억원 × EV/EBITDA 3.5배 × 지분율 76% = 0.9조원 ③ 롯데첨단소재 EBITDA 4,100억원 × EV/EBITDA 6.5배 × 지분율 90% × 비상장 적용율 80% = 1.9조원 ④ 미국 ECC/EG EBITDA 3,400억원 × EV/EBITDA 4.5배 × 지분율 90.4% × 비상장 적용율 80% = 1.1조원  ※ 본사 및 롯데타이탄(주) EBITDA는 평균적인 이익 창출능력을 고려하기 위해 과거 10개년간 영업이익률 적용 ※ 본사 및 롯데타이탄(주) EV/EBITDA 배율은 주력제품인 PE 고점에서 평균 이하 하락사이클 진입을 고려해, 과거 사이클 바닥권에서 적용받는 3.5배 적용(범위 2.5 ~ 7.5배) ※ 롯데첨단소재(주) EV/EBITDA 배율은 주력제품인 ABS 평균적인 업황 사이클을 고려해, 상승사이클인 6.5배 적용
(+) 투자자산가치	1.7조원	롯데건설(31%) 4,682억원, Kor-Uz Gas Chemical(49%) 3,301억원, 현대케미칼(40%) 2,027억원 롯데MRC(50%) 1,565억원, 씨텍(50%) 1,001억원, 롯데정밀화학(32%) 3,212억원, 기타 1,269억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 x 0.7배로 계산함
(-) 순차입금	0.3조원	
총차입금	5.4조원	기존 차입금 4.6조원 + 미국 ECC 프로젝트 추가 차입금 예정 금액 7,500억원
현금성 자산	5.1조원	
순자산 가치	10.1조원	
발행주식수	3,427.5만주	발행주식 34,275,419주 - 자사주 0주
주당순자산(적정가)	30만원	※ 2018년 주당 장부가액 35.6만원으로, PBR 0.8배. 업황에 따른 PBR밴드 0.5~1.5배의 중하단에 해당
(불황기 가정 적정가)	22만원	※ 주력제품 PE 최하락사이클 반영(EV/EBITDA 2.5배)시 적정주가 45만원
(호황기 가정 적정가)	45만원	※ 주력제품 PE 호황사이클 반영(EV/EBITDA 7.5배)시 적정주가 45만원

자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	132,235	158,745	163,906	175,343	175,200
매출원가	99,568	120,819	135,135	149,653	153,436
매출충이익	32,667	37,926	28,771	25,690	21,763
판매비	7,225	8,629	7,896	8,842	3,403
영업이익	25,443	29,297	20,876	16,848	18,360
EBITDA	31,734	36,209	27,725	23,551	25,106
영업외손익	-569	1,550	2,574	1,988	2,381
외환관련손익	-371	366	-104	-2	0
이자손익	-477	-444	125	-173	-233
관계기업관련손익	714	2,844	2,864	2,793	2,798
기타	-435	-1,217	-310	-630	-183
법인세비용차감전순이익	24,874	30,847	23,450	18,836	20,741
법인세비용	6,502	8,001	6,282	4,229	4,688
계속사업순이익	18,372	22,846	17,167	14,606	16,054
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	18,372	22,846	17,167	14,606	16,054
지배지분순이익	18,358	22,439	16,527	14,212	15,520
포괄순이익	19,231	18,562	18,435	14,606	16,054
지배지분포괄이익	19,205	18,591	17,688	14,398	15,802

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	58,517	82,255	98,501	95,522	89,768
현금및현금성자산	22,029	16,852	19,025	14,043	9,890
매출채권 및 기타채권	15,564	16,820	33,414	36,097	35,281
재고자산	14,772	15,360	14,045	16,621	15,837
비유동자산	100,152	113,255	126,153	139,242	152,294
유형자산	55,467	67,162	79,165	90,240	101,207
관계기업 등 자본관련자산	21,362	23,846	25,271	28,064	30,862
기타투자자산	3,920	3,427	3,561	3,561	3,561
자산총계	158,668	195,510	224,654	234,764	242,062
유동부채	34,488	37,909	50,177	50,207	45,401
매입채무 및 기타채무	12,569	16,885	26,226	28,215	27,610
단기차입금	14,147	7,035	7,557	8,538	8,239
유동성장기부채	3,312	7,951	9,131	6,191	2,289
비유동부채	30,172	35,053	37,778	36,236	34,741
장기차입금	5,458	14,155	20,421	19,231	18,236
사채	18,937	12,883	8,984	8,632	8,132
부채총계	64,660	72,962	87,955	86,443	80,142
지배지분	93,631	114,896	128,250	139,205	151,984
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
자본잉여금	4,786	8,807	8,808	8,808	8,808
이익잉여금	84,870	105,821	118,841	129,796	142,575
비지배지분	377	7,651	8,448	9,116	9,937
자본총계	94,008	122,548	136,698	148,321	161,920
순차입금	15,258	-6,282	-3,142	1,595	53
총차입금	41,907	42,513	46,742	43,241	37,545

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	27,006	31,290	16,112	14,779	20,624
당기순이익	18,372	22,846	17,167	14,606	16,054
감가상각비	5,612	6,060	6,032	5,925	6,033
외환손익	347	-385	1	2	0
종속, 관계기업 관련손익	-714	-2,844	-2,864	-2,793	-2,798
자산부채의 증감	-1,387	700	-4,766	-4,345	-13
기타현금흐름	4,777	4,915	541	1,384	1,348
투자활동 현금흐름	-35,646	-47,176	-13,258	-13,741	-16,996
투자자산	-5,542	-268	3	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-15,881	-20,199	-16,835	-17,000	-17,000
유형자산 감소	109	29	132	0	0
기타현금흐름	-14,332	-26,738	3,442	3,259	4
재무활동 현금흐름	11,005	11,145	-733	-7,328	-9,012
단기차입금	6,421	-5,759	863	981	-299
사채 및 장기차입금	6,211	7,656	2,973	-4,482	-5,397
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-842	-1,348	-4,067	-3,725	-3,211
기타현금흐름	-785	10,596	-502	-103	-105
연결범위변동 등 기타	242	-437	52	1,308	1,230
현금의 증감	2,607	-5,177	2,173	-4,982	-4,153
기초 현금	19,422	22,029	16,852	19,025	14,043
기말 현금	22,029	16,852	19,025	14,043	9,890
NOPLAT	25,443	29,297	20,876	16,848	18,360
FCF	7,815	9,110	531	-1,577	3,944

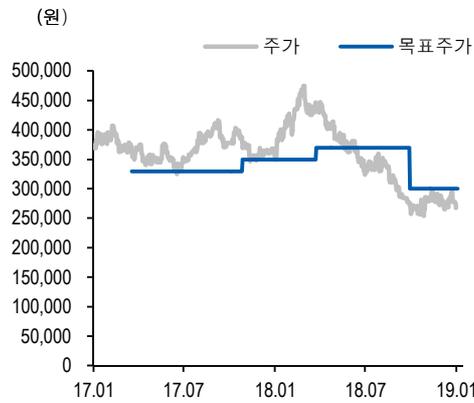
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	53,561	65,466	48,220	41,463	45,281
BPS	277,903	335,215	374,175	406,138	443,418
EBITDAPS	92,585	105,641	80,889	68,711	73,247
SPS	385,802	463,146	478,203	511,572	511,152
DPS	4,000	10,500	9,500	8,000	8,500
PER	5.6	5.7	5.3	6.2	5.7
PBR	1.1	1.1	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.7	3.5	3.4	4.2	3.9
PSR	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	12.9	20.0	3.3	7.0	-0.1
영업이익 증가율 (%)	57.9	15.2	-28.7	-19.3	9.0
지배순이익 증가율 (%)	85.0	22.2	-26.3	-14.0	9.2
매출총이익률 (%)	24.7	23.9	17.6	14.7	12.4
영업이익률 (%)	19.2	18.5	12.7	9.6	10.5
지배순이익률 (%)	13.9	14.1	10.1	8.1	8.9
EBITDA 마진 (%)	24.0	22.8	16.9	13.4	14.3
ROIC	26.6	23.7	14.8	11.0	10.9
ROA	13.4	12.7	7.9	6.2	6.5
ROE	21.7	21.5	13.6	10.6	10.7
부채비율 (%)	68.8	59.5	64.3	58.3	49.5
순차입금/자기자본 (%)	16.3	-5.5	-2.4	1.1	0.0
영업이익/금융비용 (배)	33.3	27.3	23.3	16.1	17.6

롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-07	HOLD	300,000	1년		
2018-10-02	HOLD	300,000	1년		
2018-03-28	HOLD	370,000	1년	-3.79	-
2017-10-30	HOLD	350,000	1년	12.86	-
2017-02-02	1년 경과 이후		1년	12.16	-
2016-02-02	HOLD	330,000	1년	1.62	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중 축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-02

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.