2019. 5. 7

▲ 정유/화학
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

롯데케미칼(011170)	Buy	360,000원

화학

5 월, 화학 업황 반등을 앞둔 변곡점

- ✓ 롯데케미칼 1Q19 영업이익 2,957억원을 기록, 이익 회복 기조 시현 / 기대치 부합
  2Q19 이익 4,564억원(+54% QoQ) 추정
- ✓ 업황 회복 Signal '중국 동부 MEG 재고량 변동'을 제시
  → 중국 MEG설비들 정기보수 돌입과 점진적 수요 회복으로 가격 반등 여력 높아
- ✓ 2H19 화학 수요 정상화를 예상, 5월 현 시점을 업황 반등을 앞둔 변곡점이라 판단
  화학업종 비중확대 전략과 롯데케미칼(TP 36만원)을 화학업종 최선호주로 제시

롯데케미칼 이익 바닥 확인, 분기별 회복 기조 시현

5/3 롯데케미칼은 1Q19 영업이익 2,957억원(+194% QoQ)을 공시, 시장 예상치에 부합한 실적을 달성했다. 당분기 이익 개선은 (1) 원재료 긍정적 래깅효과 발생, (2) LC Titan 가동률 회복, (3) 롯데첨단소재 이익 개선에 기인한다. 특히 본사 아로마틱스와 롯데첨단소재의 수익성 개선이 중국 수요 회복과 연관성이 높다는 점이 긍정적이다. 19.3월 중국 정부는 경기부양책(내수 소비) 시행 계획을 발표했고, 정책 시행으로 중간재에 해당하는 ABS, PVC 수요 증가가 예상된다. 또한 연초 중국의 폴리에스터 판매/생산 비율은 180%까지 상승, 수요 정상화 시점에 근접하고 있다. 롯데케미칼의 2Q19 이익은 4,564억원을 추정, 회복 기조가 유효하다. 특히 (1) PE/PP 스프레드 바닥 확인, (2) MEG 강세 전환, (3) 중국 안정적인 수요 흐름으로 이익 반등 여력이 충분한 바, 현 시점을 매수 적기라 판단한다.

화학 업황 회복의 Signal '중국 MEG 재고량 변화'

5/3 기준 중국 동부 항구 MEG재고량은 142만톤, 이는 5년새 가장 높은 수준이다. 중국 동부 항구 화학제품 재고수준에 주목하는 이유는 수출입 거래가 가장 빈번하며, MEG는 재고확충/비축 등 수요 움직임이 가장 활발하기 때문이다. 해당 지역의 MEG 재고수준/가격변화를 통해 업황 흐름을 유추할 수 있다. 2H18 이후 MEG재고량 증가는 (1) 대외변수 불확실성(무역분쟁 등)으로 전방 업체들의 감산, (2) 역내 MEG 신규 가동과 이들 설비들의 가동률 상승에 기인한다.
현 시점을 MEG 업황 바닥, 점진적 회복을 예상한다. 이는 (1) 단기적 관점에서 5월 중국 MEG설비들의 정기보수가 집중되며, (2) 전방 폴리에스터 설비들의 가동률 상승 및 중국 경기부양책 시행으로 수요 회복이 명확이다. 19년 하반기를 화학 수요 정상화 시점으로 예상, 현 시점이 업황 반등을 앞둔 변곡점이라 판단한다.

2H19 화학업황 정상화→ 현 시점이 바닥, Pure-NCC 비중확대 전략

5월 현 시점 화학업종 비중확대, 롯데케미칼을 최선호주로 제시한다. 연초 대외변수에 따라 부진했던 수요가 중국 경기부양책에 힘입어 회복 중이다. 현재 제품별 수급을 감안해도 가격/스프레드는 바닥권에 놓여있어 19년 연말까지 점진적 반등이 예상된다. Pure-NCC 롯데케미칼을 최선호주로 제시한다.

MERITZ
메리츠종금증권

롯데케미칼(011170)

1Q19 Review 요약

- 이익 2,956억원(+194.58% QoQ, -55.3% YoY) 달성하며 시장 기대치 부합
: 원재료 긍정적 래깅효과 및 LC Titan 가동률 회복에 힘입은 이익 회복

사업부별 이익 흐름

(a) 올레핀
- 유가 하락에 따른 긍정적 래깅효과 반영
- MEG 수익성 악화에 따른 가동률 조절

(b) 아로마틱스
- P-X 견조한 수익성 유지
- 19.2월 중국 폴리에스터 판매/생산비율 상승하며 이익 개선에 기여

(c) LC Titan
- 전 공정 가동률 회복에 따른 비용 감소 효과

(d) 롯데첨단소재
- ABS 반등: (1) 낮아진 중국 내 ABS 재고량, (2) 19년 중국 경기부양책 효과

표1 롯데케미칼 1Q19 실적 Review

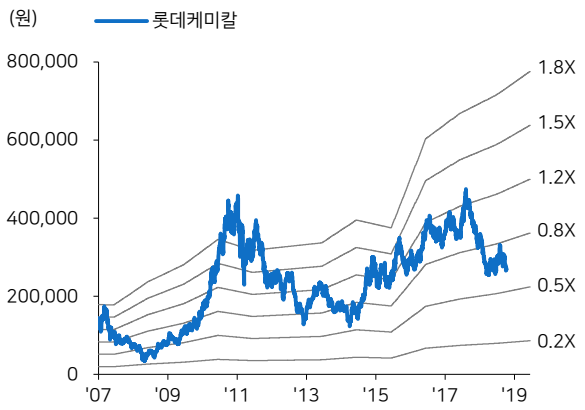
(십억원)	1Q19P	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	3,721.8	4,123.2	-9.7	3,844.0	-3.2	3,755.6	-0.9	3,442.7	8.1
영업이익	295.7	662.0	-55.3	100.4	194.5	317.9	-7.0	299.2	-1.2
세전이익	362.9	744.5	-51.2	92.8	291.1	388.9	-6.7	388.1	-6.5
순이익(지배주주)	217.3	526.9	-58.8	62.0	250.5	279.1	-22.1	280.2	-22.4

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

2Q19 Preview

– 이익 4,564억원(+54% QoQ), 19년 연간 1.5조원 추정

사업부별 이익 흐름

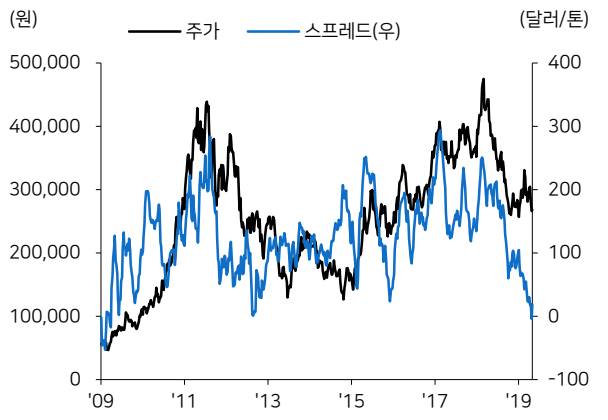
(a) 올레핀
– PE/PP 신규 공급압박 강도 약해지며, 저가 원재료 투입으로 수익성 개선 전망
– MEG 반등 여력 높아, 이는 중국 MEG 설비들의 정기보수 돌입에 기인
(b) 아로마틱스
– P-X 수익성은 전분기 대비 감소하겠으나, 기타 제품들의 수익성 개선 전망
(c) LC Titan
– 계절적 성수기 도래 및 저가 원재료 투입에 따른 이익 개선 전망
(d) 롯데첨단소재
– 중국 경기부양책(내수 소비진작&증치세 인하) 시행에 따른 ABS 강세 지속

표2 롯데케미칼 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	**4,123.2**	**4,330.2**	**4,247.6**	**3,844.0**	**3,721.8**	**3,844.3**	**3,815.4**	**4,040.0**	**16,545.0**	**15,421.5**	**17,638.8**
Olefin	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,843.2	1,791.0	1,933.8	1,926.5	1,986.9	8,190.7	7,638.2	9,204.7
Aromatics	779.9	801.8	832.9	704.1	718.2	710.4	680.9	690.1	3,118.7	2,799.6	2,973.1
Lc Titan	596.6	626.5	669.1	634.4	591.9	569.3	556.1	588.7	2,526.6	2,306.0	2,696.6
롯데첨단소재	763.2	788.6	814.9	704.0	705.0	630.9	651.9	774.4	3,070.7	2,762.2	2,764.5
영업이익	**662.0**	**701.3**	**503.6**	**100.4**	**295.7**	**456.4**	**275.1**	**495.4**	**1,967.3**	**1,522.6**	**1,920.1**
%OP	16.1%	16.2%	11.9%	2.6%	7.9%	11.9%	7.2%	12.3%	11.9%	9.9%	10.9%
Olefin	412.8	470.3	311.9	88.4	190.6	274.1	90.2	298.5	1,283.4	853.4	1,310.6
Aromatics	108.8	100.4	96.8	23.8	57.8	46.2	47.7	51.8	329.8	203.5	195.1
Lc Titan	71.9	69.2	48.7	-4.3	26.2	54.3	60.6	57.1	185.5	198.2	132.1
롯데첨단소재	90.1	77.9	59.0	8.8	31.4	81.8	76.7	88.0	235.8	277.9	282.2
세전이익	**744.5**	**817.9**	**597.4**	**92.8**	**362.9**	**553.1**	**385.0**	**598.0**	**2,252.6**	**1,899.0**	**2,389.1**
순이익(지배주주)	**526.9**	**555.4**	**434.9**	**62.0**	**217.3**	**399.4**	**278.0**	**431.8**	**1,579.2**	**1,326.5**	**1,725.0**
%YoY											
매출액	3.2%	12.4%	6.5%	-4.7%	-9.7%	-11.2%	-10.2%	5.1%	4.2%	-6.8%	14.4%
영업이익	-18.8%	10.9%	-34.3%	-86.0%	-55.3%	-34.9%	-45.4%	393.4%	-32.8%	-22.6%	26.1%
세전이익	-13.8%	19.2%	-28.3%	-86.8%	-51.3%	-32.4%	-35.6%	544.4%	-27.0%	-15.7%	25.8%
순이익(지배)	-17.7%	7.8%	-29.4%	-86.9%	-58.8%	-28.1%	-36.1%	596.5%	-29.6%	-16.0%	30.0%
%QoQ											
매출액	2.2%	5.0%	-1.9%	-9.5%	-3.2%	3.3%	-0.8%	5.9%			
영업이익	-7.6%	5.9%	-28.2%	-80.1%	194.5%	54.3%	-39.7%	80.1%			
세전이익	6.1%	9.9%	-27.0%	-84.5%	291.1%	52.4%	-30.4%	55.3%			
순이익(지배)	11.6%	5.4%	-21.7%	-85.7%	250.5%	83.8%	-30.4%	55.3%			

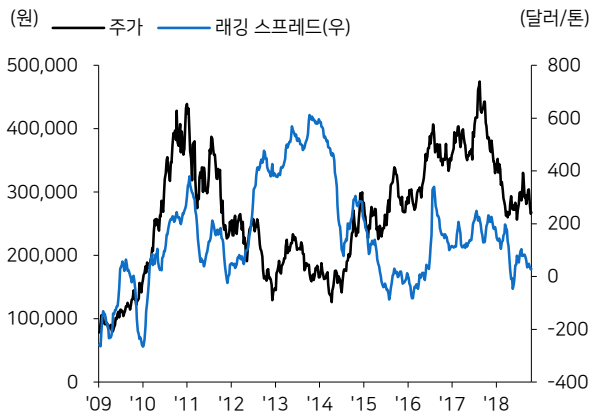
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 통합스프레드(스팟 기준)



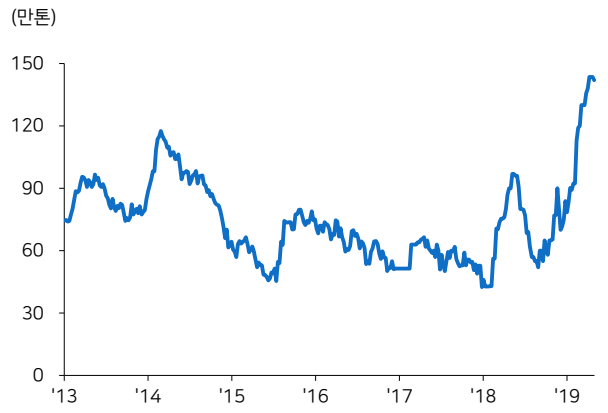
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 통합스프레드(래깅 기준)



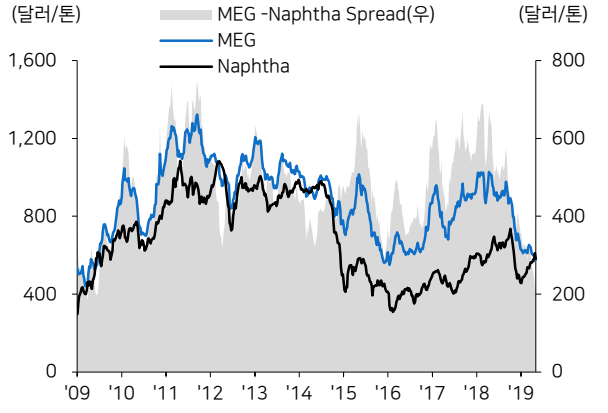
자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 중국 동부 연안 MEG 재고량



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 MEG 가격/스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 중국 PMI 지수 추이

자료: Wind, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 중국 신규주문-재고 지수 추이

자료: CEIC, 메리츠종금증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 5 월 7 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 5 월 7 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 5 월 7 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

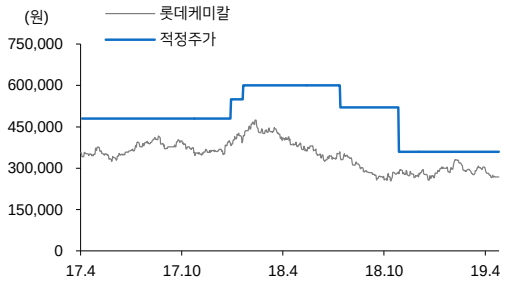
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019 년 3 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1 년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2017.05.30	산업분석	Buy	480,000	노우호	-26.9	-21.6
2017.06.26	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-27.2	-21.6
2017.07.10	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.7	-21.6
2017.08.01	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.4	-20.2
2017.08.04	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-25.5	-17.8
2017.08.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-23.9	-13.2
2017.09.13	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-22.8	-13.2
2017.10.31	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-23.1	-13.2
2017.11.29	산업분석	Buy	480,000	노우호	-23.1	-13.2
2018.01.18	기업브리프	Buy	550,000	노우호	-25.9	-22.3
2018.02.09	기업브리프	Buy	600,000	노우호	-26.5	-20.9
2018.04.04	산업분석	Buy	600,000	노우호	-27.9	-20.9
2018.05.03	기업브리프	Buy	600,000	노우호	-28.1	-20.9
2018.05.08	산업브리프	Buy	600,000	노우호	-28.4	-20.9
2018.05.10	산업브리프	Buy	600,000	노우호	-28.6	-20.9
2018.05.14	산업브리프	Buy	600,000	노우호	-30.0	-20.9
2018.05.31	산업분석	Buy	600,000	노우호	-34.3	-20.9
2018.08.01	기업브리프	Buy	520,000	노우호	-43.3	-32.2
2018.11.13	산업분석	Buy	360,000	노우호	-22.4	-17.9
2019.01.08	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-21.7	-15.4
2019.02.13	기업브리프	Buy	360,000	노우호	-21.6	-15.4
2019.02.14	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-20.6	-8.1
2019.02.25	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-20.0	-8.1
2019.03.04	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-19.7	-8.1
2019.03.19	산업분석	Buy	360,000	노우호	-19.8	-8.1
2019.04.01	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-19.5	-8.1
2019.04.15	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-19.8	-8.1
2019.05.07	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이