

2019. 7. 2



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 340,000 원

현재주가 (7.1) 256,000 원

상승여력 32.8%

KOSPI 2,129.74pt

시가총액 87,745억원

발행주식수 3,428만주

유동주식비율 46.45%

외국인비중 32.41%

52주 최고/최저가 359,500원/248,000원

평균거래대금 318.9억원

주요주주(%)

롯데물산 외 5 인 53.55

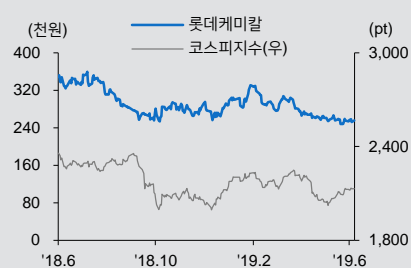
국민연금공단 9.08

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.8 -7.6 -26.4

상대주가 -4.9 -11.4 -19.7

주가그래프



롯데케미칼 011170

부정적 외부환경을 견뎌낸 이익 체력

- ✓ 2Q19 이익 3,454억원 추정, 최근 낮아진 눈높이 부합할 전망
올레핀(원재료 긍정적 래깅효과)&첨단소재(재고이익) 선방, 아로마틱스 & Titan 부진
- ✓ 2H19 이익 6,835억원(+7% H-H): 해외 사업부문 이익 회복이 핵심 Key-word
- ✓ 매크로 불확실성 지속, 단 바닥권에 놓인 석유화학 수요 → 재고확충 수요 여건 마련
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 34만원(19년 추정치 기준 PBR 0.8배) 제시

2Q19 이익 3,454억원 추정: 심리적 서프라이즈

동사의 2Q19 이익은 3,454억원을 추정, 최근 낮아진 이익 눈높이에 부합할 전망이다. 당분기 부문별 이익 흐름은 (1) 올레핀(원재료 긍정적 래깅효과 및 일부 제품 가격 반등), (2) 첨단소재(고마진 제품 판매량 증가, 재고이익), (3) 원/달러 환율 상승(+400억원) 효과를 예상하여 아로마틱스(P-X 급락)와 LC Titan(PE/PP 수익성 악화) 실적 부진을 상쇄하겠다.

수요 바닥권, 올 하반기까지 추가 악화 요인 제한적

1년 이상 지속된 미-중 무역분쟁 등 매크로 불확실성에 따라 주요 구매자들의 수요 관망세, 구매 주문건수가 급락 중이다. 수요 둔화 움직임이 누적되며 19.6월 말, 에틸렌 스프레드 250달러/톤, MEG 스프레드는 21달러/톤을 기록하며 BEP를 하회했다. 그럼에도 올 하반기 수요 반등 가능성을 제시한다. 이는 (1) 19.6월 미-중 정상회담 후, 휴전 분위기가 감지되며 화학 구매 심리는 다소 완화된 모습, (2) 재고 확충 수요 여건 마련(EG 제외한 주요 제품들의 적정수준 이하의 재고량), (3) 공급량 감소(수익성 한계 수준까지 하락한 설비들의 감산) 때문이다.

2H19 이익 6,835억원(+7% H-H): 해외 사업부문 이익 회복이 핵심

동사의 이익 회복 기조는 유효하다. 하반기 이익은 6,835억원(+7% H-H, 3Q19 정 기보수 기회손실 800억원)을 추정, 이는 해외 사업부문(LC Titan & 미국 ECC) 이익 기여도 증가에 기인한다. 현재 동사의 주가는 19년 추정치 기준 PBR 0.6배, 업황 부진이 기 반영된 주가 수준이다. 바닥권 대비 개선될 업황을 고려하면 현 주가 수준에서 투자 매력도가 높다는 의견이다. 투자 의견 Buy와 적정주가 34만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	15,874.5	2,929.7	2,243.9	65,466	24.4	335,215	5.6	1.1	3.5	21.5	59.5
2018	16,545.0	1,967.4	1,579.2	46,074	-28.1	371,541	6.0	0.7	3.9	13.0	53.6
2019E	15,447.3	1,324.6	1,169.3	34,736	-25.3	383,994	7.4	0.7	5.5	9.2	65.2
2020E	17,806.3	1,815.9	1,630.7	48,640	40.0	416,634	5.3	0.6	4.2	12.2	65.2
2021E	18,495.9	1,981.5	1,890.9	55,169	13.4	455,802	4.6	0.6	3.5	12.6	61.7

표1 롯데케미칼 2Q19 Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,847.5	4,330.2	-11.1	3,721.8	3.4	3,755.6	2.4
영업이익	345.4	701.3	-50.7	295.7	16.8	317.9	8.6
세전이익	436.0	817.9	-46.7	362.9	20.1	388.9	12.1
순이익(지배주주)	314.8	555.4	-43.3	217.3	44.9	279.1	12.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표1 롯데케미칼 분기별 이익 추정 Table

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	4,123.2	4,330.2	4,247.6	3,844.0	3,721.8	3,847.5	3,806.2	4,071.7	16,545.0	15,447.2	17,806.3
Olefin	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,843.2	1,791.0	1,910.5	1,909.7	1,998.0	8,190.7	7,609.2	9,308.4
Aromatics	779.9	801.8	832.9	704.1	718.2	729.0	686.9	702.4	3,118.7	2,836.5	3,006.4
Lc Titan	596.6	626.5	669.1	634.4	591.9	577.1	557.7	596.9	2,526.6	2,323.6	2,726.9
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	345.4	248.3	435.2	1,967.3	1,324.6	1,815.9
%OP	16.1%	16.2%	11.9%	2.6%	7.9%	9.0%	6.5%	10.7%	11.9%	8.6%	10.2%
Olefin	412.8	470.3	311.9	88.4	190.6	223.8	109.1	286.5	1,283.4	810.0	1,323.2
Aromatics	108.8	100.4	96.8	23.8	57.8	13.1	15.1	14.0	329.8	100.0	110.7
Lc Titan	71.9	69.2	48.7	-4.3	26.2	42.3	56.3	55.4	185.5	180.2	132.8
롯데첨단소재	90.1	77.9	59.0	8.8	31.4	66.2	67.9	79.2	235.8	244.7	249.2
세전이익	744.5	817.9	597.4	92.8	362.9	436.0	351.7	530.9	2,252.6	1,681.5	2,258.5
순이익(지배주주)	526.9	555.4	434.9	62.0	217.3	314.8	253.9	383.3	1,579.2	1,169.3	1,630.7
%YoY											
매출액	3.2%	12.4%	6.5%	-4.7%	-9.7%	-11.1%	-10.4%	5.9%	4.2%	-6.6%	15.3%
영업이익	-18.8%	10.9%	-34.3%	-86.0%	-55.3%	-50.7%	-50.7%	333.5%	-32.8%	-32.7%	37.1%
세전이익	-13.8%	19.2%	-28.3%	-86.8%	-51.3%	-46.7%	-41.1%	472.1%	-27.0%	-25.4%	34.3%
순이익(지배)	-17.7%	7.8%	-29.4%	-86.9%	-58.8%	-43.3%	-41.6%	518.2%	-29.6%	-26.0%	39.5%
%QoQ											
매출액	2.2%	5.0%	-1.9%	-9.5%	-3.2%	3.4%	-1.1%	7.0%			
영업이익	-7.6%	5.9%	-28.2%	-80.1%	194.5%	16.8%	-28.1%	75.3%			
세전이익	6.1%	9.9%	-27.0%	-84.5%	291.1%	20.1%	-19.3%	51.0%			
순이익(지배)	11.6%	5.4%	-21.7%	-85.7%	250.5%	44.9%	-19.3%	51.0%			

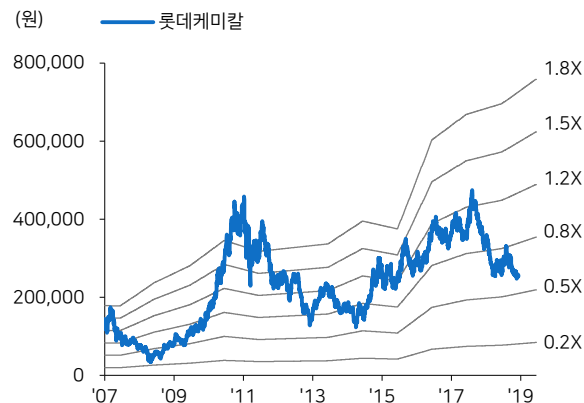
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드



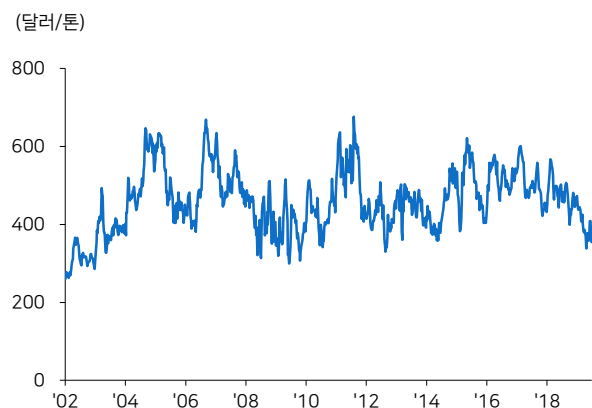
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드



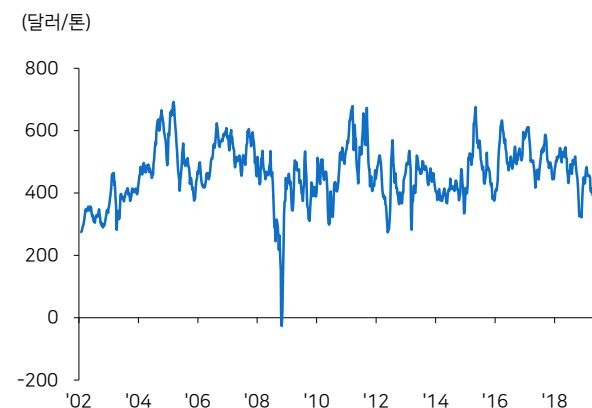
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 통합 스프레드: 스팟



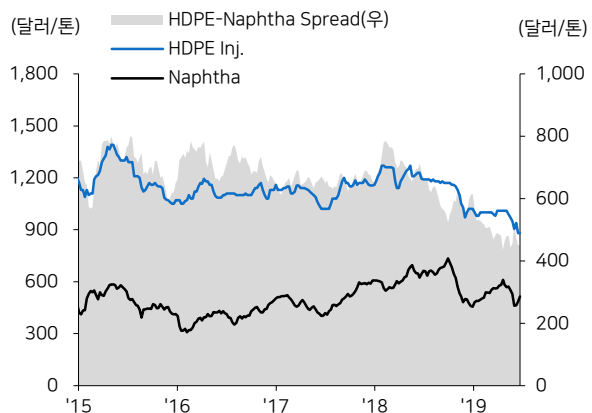
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 통합 스프레드: 래깅



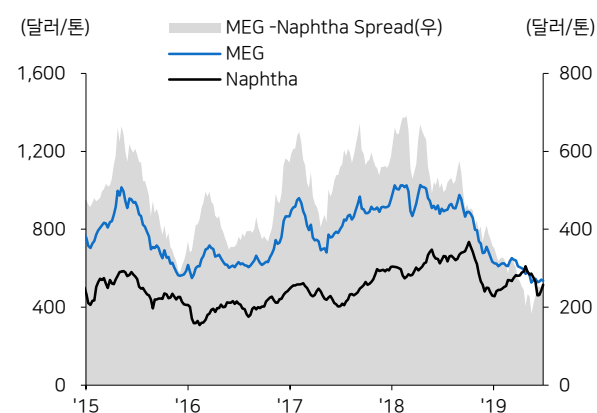
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 HDPE 스프레드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 MEG 스프레드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	15,874.5	16,545.0	15,447.3	17,806.3	18,495.9
매출액증가율 (%)	20.0	4.2	-6.6	15.3	3.9
매출원가	12,081.9	13,792.2	13,435.6	15,255.2	15,752.0
매출총이익	3,792.6	2,752.8	2,011.7	2,551.1	2,743.9
판매관리비	862.9	785.4	687.1	735.2	762.5
영업이익	2,929.7	1,967.4	1,324.6	1,815.9	1,981.5
영업이익률	18.5	11.9	8.6	10.2	10.7
금융손익	-20.1	-9.7	31.7	57.6	80.8
중속/관계기업손익	284.4	202.3	321.7	385.0	499.4
기타영업외손익	-109.4	92.6	3.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	3,084.7	2,252.7	1,681.5	2,258.6	2,561.7
법인세비용	800.1	610.7	455.7	542.1	614.8
당기순이익	2,284.6	1,641.9	1,225.8	1,716.5	1,946.9
지배주주지분 순이익	2,243.9	1,579.2	1,169.3	1,630.7	1,890.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	3,129.0	1,380.9	847.8	2,451.4	2,777.2
당기순이익(손실)	2,284.6	1,641.9	1,225.8	1,716.5	1,946.9
유형자산상각비	606.0	602.9	665.4	781.8	852.1
무형자산상각비	85.2	82.1	54.8	43.2	41.0
운전자본의 증감	70.0	-543.2	-1,049.2	-52.5	-2.0
투자활동 현금흐름	-4,717.6	-1,763.1	-996.0	-1,544.0	-1,001.0
유형자산의증가(CAPEX)	-2,019.9	-1,846.5	-1,290.1	-1,280.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-199.1	-78.0	-184.1	-386.8	47.8
재무활동 현금흐름	1,114.5	44.8	-37.0	-258.3	-247.1
차입금의 증감	49.9	560.9	777.6	306.7	391.8
자본의 증가	402.2	0.1	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-517.7	-355.2	-189.4	649.1	1,529.2
기초현금	2,202.9	1,685.2	1,330.0	1,140.6	1,789.7
기말현금	1,685.2	1,330.0	1,140.6	1,789.7	3,318.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	8,225.5	8,143.9	9,326.2	10,410.0	11,885.5
현금및현금성자산	1,685.2	1,330.0	1,140.6	1,789.7	3,318.8
매출채권	1,600.0	1,479.8	1,567.5	1,765.5	1,741.0
재고자산	1,536.0	1,777.3	1,874.6	2,111.4	2,082.1
비유동자산	11,325.5	12,655.2	13,846.5	14,688.2	14,947.3
유형자산	6,716.2	8,036.1	8,619.4	9,117.6	9,465.5
무형자산	1,710.6	1,653.0	1,707.3	1,664.1	1,623.1
투자자산	2,727.2	2,805.2	3,061.8	3,448.6	3,400.7
자산총계	19,551.0	20,799.1	23,172.6	25,098.2	26,832.8
유동부채	3,790.9	3,961.4	5,634.4	6,063.9	6,010.8
매입채무	1,186.0	858.0	908.9	1,023.6	1,009.5
단기차입금	703.5	806.2	638.3	638.3	638.3
유동성장기부채	795.1	1,379.6	1,595.5	1,595.5	1,595.5
비유동부채	3,505.3	3,293.4	3,514.8	3,842.8	4,231.9
사채	1,288.3	898.5	598.6	278.6	118.6
장기차입금	1,415.5	1,702.1	2,093.0	2,653.0	3,213.0
부채총계	7,296.2	7,254.8	9,149.2	9,906.7	10,242.7
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.7	880.9	880.8	880.8	880.8
기타포괄이익누계액	-144.6	-102.2	-20.8	-20.8	-20.8
이익잉여금	10,582.1	11,784.7	12,130.1	13,248.8	14,591.4
비지배주주지분	765.1	809.6	861.9	911.3	967.2
자본총계	12,254.8	13,544.3	14,023.5	15,191.5	16,590.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	463,146	482,708	450,680	519,508	539,626
EPS(지배주주)	65,466	46,074	34,736	48,640	55,169
CFPS	106,472	80,208	67,244	88,867	99,022
EBITDAPS	105,641	77,386	59,660	77,050	83,868
BPS	335,215	371,541	383,994	416,634	455,802
DPS	10,500	10,500	14,000	16,000	16,000
배당수익률(%)	2.9	3.8	5.5	6.3	6.3
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	6.0	7.4	5.3	4.6
PCR	3.5	3.5	3.8	2.9	2.6
PSR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	1.1	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDA	3,620.9	2,652.4	2,044.9	2,640.9	2,874.6
EV/EBITDA	3.5	3.9	5.5	4.2	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	13.0	9.2	12.2	12.6
EBITDA 이익률	22.8	16.0	13.2	14.8	15.5
부채비율	59.5	53.6	65.2	65.2	61.7
금융비용부담률	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
이자보상배율(x)	27.3	23.6	16.6	21.3	21.9
매출채권회전율(x)	10.3	10.7	10.1	10.7	10.5
재고자산회전율(x)	10.5	10.0	8.5	8.9	8.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.07.10	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-26.5	-23.0	
2017.08.01	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-25.9	-20.2	
2017.08.04	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-24.3	-17.8	
2017.08.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-21.9	-13.2	
2017.09.13	산업브리프	Buy	480,000	노우호	-21.0	-13.2	
2017.10.31	기업브리프	Buy	480,000	노우호	-21.8	-13.2	
2017.11.29	산업분석	Buy	480,000	노우호	-22.1	-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	-20.8	-8.1	
2019.05.30	산업분석	Buy	360,000	노우호	-21.9	-8.1	
2019.07.02	기업브리프	Buy	340,000	노우호	-	-	