

롯데케미칼 (011170)

바닥을 논하다: 2013~14년 주가 저점의 Deja-vu

2Q19 영업이익 컨센 7% 상회. ECC OPM 23%로 호조

2Q19 영업이익은 3,461억원(QoQ +17%, YoY -51%)으로 컨센(3,241억원)을 7% 상회했다. 아로마틱/Titan의 감익에도 불구하고 올레핀/첨단소재가 개선되었고, LC USA가 OPM 23.2%를 시현한 점이 긍정적이었다. 올레핀 영업이익은 2,252억원(QoQ +18%)으로 개선되었다. 전분기 발생한 일회성비용 250억원 제거와 긍정적 환율 영향이다. 롯데첨단소재 영업이익도 588억원(QoQ +87%)으로 개선되었는데, 매출의 70% 가량을 차지하는 ABS/PC컴파운드 제품이 시장 가보다 견조했기 때문이다. LC USA는 EG만 실적에 반영되었고, ECC는 8월 말부터 반영된다. 또한 EG는 단기 가동중단과 외부 에틸렌 구매, 온기 물량의 40%만 판매되었음에도 높은 이익률을 기록했다는 점이 긍정적이었다.

3Q19 영업이익 QoQ 유사한 수준 전망. ECC 기여도 상승

3Q19 영업이익은 3,540억원(QoQ +2%, YoY -30%)을 전망한다. 환율상승과 납사하락으로 기존 사업은 QoQ 유사한 가운데, LC USA 영업이익이 382억원(OPM 26%)으로 증가할 것이다. 1) 미국 에탄이 100\$/톤으로 작년 고점 대비 76% 급락해 ECC를 통한 EG제조원가가 2Q19 에틸렌 외부구매 후 EG 제조원가보다 100\$/톤 내외로 좋아져 EG의 이익률이 상승하며 2) 최근 EXM 화재로 Spot 에틸렌이 30% 급등해 Spot보다 150\$/톤 가량 높은 계약가 또한 상향되어 ECC 에틸렌 외부판매의 수익성도 매우 좋을 것이기 때문이다.

OPM 20%이상의 ECC와 배당수익률 4.8%의 가치 부각

BUY, TP 35만원을 유지한다. 미국 에탄 약세는 높은 ECC 이익률의 핵심이다. 미국 LYB의 PER이 7~8배 수준임을 감안하면 ECC의 가치는 최소 1조원이다. IMO2020에 따른 납사의 공급과잉에 더해 프로판 약세도 전망되는 만큼 NCC의 원가구조도 좋아진다. 납사/프로판 중 저렴한 원료를 선택할 수 있기 때문이다. 롯데케미칼은 NCC의 프로판 투입을 기존 6%에서 14%까지 상향해 대응하기로 했다. 1H19 별도 순이익이 타이탄/롯데정밀 등 배당수익까지 더해져 5천억원에 육박하므로 배당성향 30%를 감안하면 DPS는 최소 9천원은 가능하다. 현 주가기준 배당수익률은 최소 4%다. 2013~14년 주가 저점의 Deja-vu다. 적극매수를 권한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(8월 5일): 217,000원

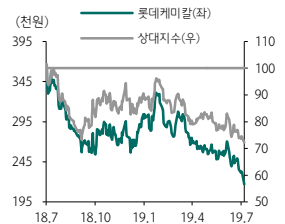
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,946.98
52주 최고/최저(원)	352,500/217,000
시가총액(십억원)	7,437.8
시가총액비중(%)	0.62
발행주식수(천주)	34,275.4
60일 평균 거래량(천주)	115.9
60일 평균 거래대금(십억원)	29.3
19년 배당금(예상.원)	10,500
19년 배당수익률(예상,%)	4.84
외국인지분율(%)	31.73
주요주주 지분율(%)	
롯데지주 외 5인	53.55
국민연금공단	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.9) (27.7) (34.4)
상대	(12.1) (18.1) (23.0)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	15,675.8	16,572.7
영업이익(십억원)	1,331.2	1,585.6
순이익(십억원)	1,155.0	1,383.4
EPS(원)	32,407	38,640
BPS(원)	393,356	422,008

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	15,874.5	16,545.0	15,222.8	16,636.5	17,221.1
영업이익	십억원	2,929.7	1,967.4	1,289.7	1,502.1	1,662.8
세전이익	십억원	3,084.7	2,252.7	1,489.3	1,733.1	1,893.5
순이익	십억원	2,243.9	1,579.2	1,086.8	1,264.7	1,381.8
EPS	원	65,466	46,074	31,708	36,899	40,314
증감률	%	22.2	(29.6)	(31.2)	16.4	9.3
PER	배	5.62	6.01	6.84	5.88	5.38
PBR	배	1.10	0.75	0.55	0.52	0.48
EV/EBITDA	배	3.53	3.94	4.04	3.59	3.31
ROE	%	21.52	13.04	8.30	9.09	9.29
BPS	원	335,215	371,541	392,748	419,147	448,962
DPS	원	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500

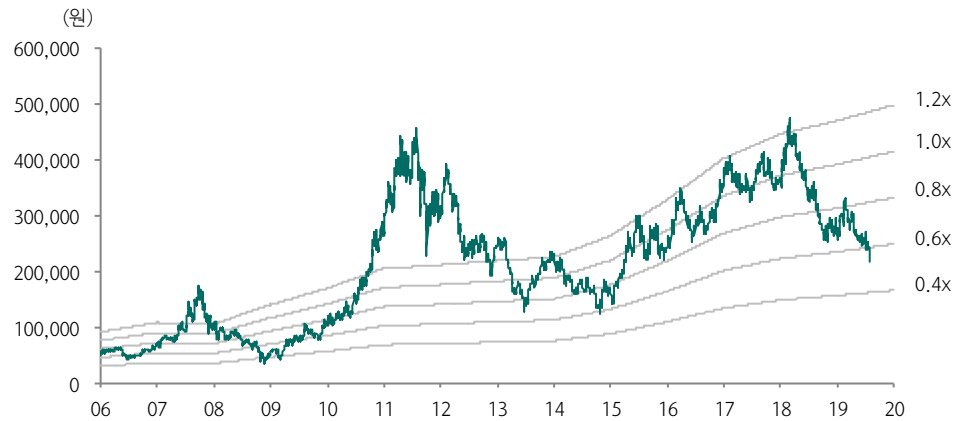


Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafin.com

RA 손진원
02-3771-7617
jwshon@hanafin.com

현 주가는 2014년 전사 BEP 수준의 Valuation을 하향 이탈

그림 1. 현 주가는 2014년 전사 BEP 수준의 Valuation을 하향 이탈



자료: 하나금융투자

ECC 가동으로 EG 제조 시 마진이 에틸렌 외부구매보다 좋아지는 모습이 나타날 것 이는 3Q~4Q19에 본격화될 것

그림 2. EG 제조원가 비교(에틸렌 외부 구매 vs. ECC 가동 시)



자료: 하나금융투자

에틸렌 계약가격(추정)과 에탄의 마진은 최근 개선세 나타나

그림 3. 에틸렌-에탄 마진 추이



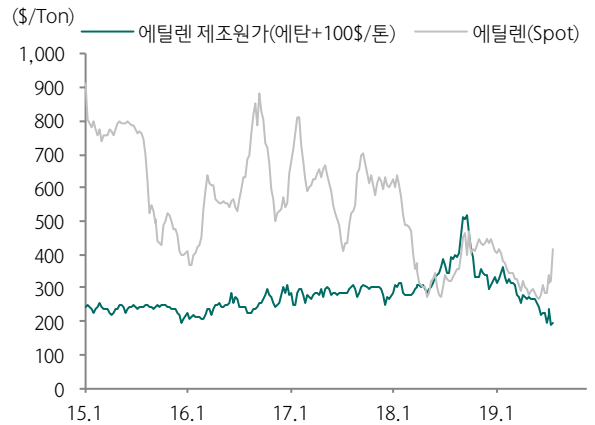
자료: 하나금융투자

그림 4. 미국 에탄가격 작년 고점 대비 76% 급락



자료: 하나금융투자

그림 5. 에틸렌 Spot과 ECC가동에 따른 에틸렌 제조원가 비교



자료: 하나금융투자

표 1. 롯데케미칼 2Q19 Review

(십억원, %, %p)

	2Q19	1Q19	2Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	4,034.6	3,721.8	4,330.2	-6.8	8.4	3,758.3	7.4	3,938.2	2.4
영업이익	346.1	295.7	701.3	-50.6	17.0	322.4	7.4	324.1	6.8
세전이익	374.8	362.9	817.9	-54.2	3.3	377.1	-0.6	389.6	-3.8
순이익	260.2	217.3	555.4	-53.2	19.7	278.4	-6.5	304.4	-14.5
영업이익률	8.6	7.9	16.2	-7.6	0.6	8.6	0.0	8.2	0.3
세전이익률	9.3	9.8	18.9	-9.6	-0.5	10.0	-0.7	9.9	-0.6
순이익률	6.4	5.8	12.8	-6.4	0.6	7.4	-1.0	7.7	-1.3

자료: 하나금융투자

표 2. 롯데케미칼 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	15,222.8	14,485.3	5.1	16,636.5	15,416.5	7.9
영업이익	1,289.7	1,348.3	-4.3	1,502.1	1,543.9	-2.7
세전이익	1,489.3	1,576.9	-5.6	1,733.1	1,771.3	-2.2
순이익	1,086.8	1,164.3	-6.7	1,264.7	1,307.9	-3.3
영업이익률	8.5	9.3	-0.8	9.0	10.0	-1.0
세전이익률	9.8	10.9	-1.1	10.4	11.5	-1.1
순이익률	7.1	8.0	-0.9	7.6	8.5	-0.9

자료: 하나금융투자

표 3. 롯데케미칼 부문별 실적 BreakDown

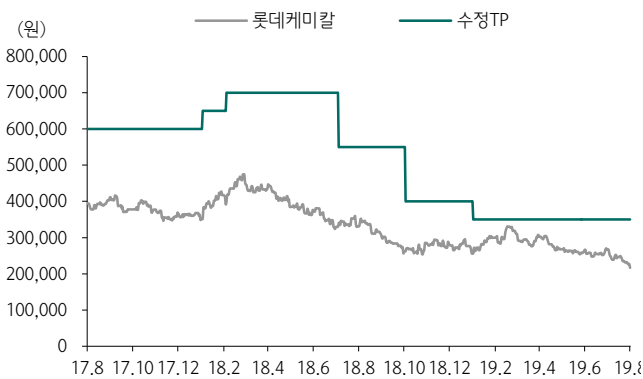
(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
매출액	4,123.2	4,330.2	4,247.6	3,844.0	3,721.8	4,034.6	3,955.6	3,510.8	15,874.5	16,545.0	15,222.8	16,636.5
QoQ(%)	2.2%	5.0%	-1.9%	-9.5%	-3.2%	8.4%	-2.0%	-11.2%				
YoY(%)	3.2%	12.4%	6.5%	-4.7%	-9.7%	-6.8%	-6.9%	-8.7%	20.0%	4.2%	-8.0%	9.3%
Olefin 부문	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,843.2	1,791.0	2,019.8	1,936.1	1,501.3	8,114.9	8,190.7	7,248.2	8,147.3
Aromatic 부문	779.9	801.8	832.9	692.5	718.2	729.7	691.6	677.1	2,964.5	3,107.1	2,816.7	2,855.2
LC Titan	596.6	626.5	669.1	634.4	591.9	602.5	576.1	558.4	2,044.9	2,526.6	2,329.0	2,331.2
롯데첨단소재	763.2	788.6	814.9	704.0	705.0	766.6	730.9	708.4	2,894.1	3,070.7	2,910.9	2,957.2
LC USA						42.2	147.0	191.8			381.0	850.4
영업이익	662.0	701.3	503.6	100.4	295.7	346.1	354.0	293.9	2,929.7	1,967.4	1,289.7	1,502.1
영업이익률(%)	16.1%	16.2%	11.9%	2.6%	7.9%	8.6%	8.9%	8.4%	18.5%	11.9%	8.5%	9.0%
QoQ(%)	-7.6%	5.9%	-28.2%	-80.1%	194.5%	17.0%	2.3%	-17.0%				
YoY(%)	-18.8%	10.9%	-34.3%	-86.0%	-55.3%	-50.7%	-29.7%	192.6%	15.2%	-32.8%	-34.4%	16.5%
Olefin 부문	412.8	470.3	311.9	88.4	190.6	225.2	231.4	171.1	1,952.1	1,283.4	818.3	878.9
영업이익률(%)	19.7%	21.2%	15.3%	4.8%	10.6%	11.1%	12.0%	11.4%	24.1%	15.7%	11.3%	10.8%
QoQ(%)	-8.3%	13.9%	-33.7%	-71.7%	115.6%	18.2%	2.7%	-26.1%				
YoY(%)	-31.3%	18.0%	-38.0%	-80.4%	-53.8%	-52.1%	-25.8%	93.5%	14.7%	-34.3%	-36.2%	7.4%
Aromatic 부문	108.8	100.4	96.8	22.8	57.8	50.4	39.9	38.3	417.4	328.8	186.4	213.0
영업이익률(%)	14.0%	12.5%	11.6%	3.3%	8.0%	6.9%	5.8%	5.7%	14.1%	10.6%	6.6%	7.5%
QoQ(%)	22.2%	-7.7%	-3.6%	-76.4%	153.5%	-12.8%	-20.9%	-4.0%				
YoY(%)	6.4%	-11.7%	-13.9%	-74.4%	-46.9%	-49.8%	-58.8%	67.9%	193.9%	-21.2%	-43.3%	14.3%
LC Titan	71.9	69.2	48.7	-5.3	26.2	20.6	13.9	11.8	281.1	184.5	72.4	86.2
영업이익률(%)	12.1%	11.0%	7.3%	-0.8%	4.4%	3.4%	2.4%	2.1%	13.7%	7.3%	3.1%	3.7%
QoQ(%)	-22.7%	-3.8%	-29.6%	적전	흑전	-21.4%	-32.6%	-15.3%				
YoY(%)	3.9%	31.3%	-26.4%	적전	-63.6%	-70.2%	-71.5%	흑전	-45.2%	-34.4%	-60.7%	19.0%
롯데첨단소재	90.1	77.9	59.0	8.8	31.4	58.8	49.3	41.6	332.5	235.8	181.1	177.7
영업이익률(%)	11.8%	9.9%	7.2%	1.3%	4.5%	7.7%	6.8%	5.9%	11.5%	7.7%	6.2%	6.0%
QoQ(%)	9.1%	-13.5%	-24.3%	-85.1%	256.8%	87.3%	-16.1%	-15.8%				
YoY(%)	27.6%	-0.5%	-41.6%	-89.3%	-65.1%	-24.5%	-16.4%	372.2%	38.7%	-29.1%	-23.2%	-1.9%
LC USA						9.8	38.2	49.9			97.9	221.1
영업이익률(%)						23.2%	26.0%	26.0%			25.7%	26.0%
QoQ(%)							290.0%	30.5%				
YoY(%)												125.9%
당기순이익	543.2	579.0	454.3	65.4	223.7	271.0	310.0	327.1	2,284.6	1,641.9	1,131.8	1,317.2
당기순이익률(%)	13.2%	13.4%	10.7%	1.7%	6.0%	6.7%	7.8%	9.3%	14.4%	9.9%	7.4%	7.9%
QoQ(%)	9.4%	6.6%	-21.5%	-85.6%	242.0%	21.1%	14.4%	5.5%				
YoY(%)	-15.3%	12.3%	-28.0%	-86.8%	-58.8%	-53.2%	-31.8%	400.0%	24.4%	-28.1%	-31.1%	16.4%
지배순이익	526.9	555.4	434.9	62.0	217.3	260.2	297.7	311.6	2,243.9	1,579.2	1,086.8	1,264.7

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데케미칼



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	350,000		
18.10.8	BUY	400,000	-31.09%	-26.13%
18.7.10	BUY	550,000	-42.12%	-34.64%
18.2.9	BUY	700,000	-42.39%	-32.21%
18.1.8	BUY	650,000	-38.21%	-34.23%
17.8.6	BUY	600,000	-37.08%	-30.58%
17.1.1	BUY	550,000	-33.74%	-26.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 8월 6일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 08월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 08월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.