

롯데케미칼 (011170)

달라지는 성장 전략에 주목. 시황둔화 불구 견조한 실적 전망

3Q19 영업이익 컨센 10% 하회하나, ECC 기여도는 상승

3Q19 영업이익은 3,101억원(QoQ -10%, YoY -38%)으로 컨센(3,469억원)을 10% 하회할 전망이다. 환율 상승에도 불구하고 주요 제품의 시황이 부진함에 따라 LC USA를 제외한 전 사업부의 QoQ 소폭 감익이 예상된다. 특히, 아로마틱은 PET 시황 둔화로 감익폭(QoQ -59%)이 가장 클 것으로 예상된다. 반면, 롯데첨단소재는 ABS의 부진에도 불구하고 PC의 미국 성수기 영향으로 수익성이 예상보다 견조(QoQ -10%)할 전망이다. LC USA는 EG 매출 상승, 8/15일부터 ECC가동으로 에틸렌 판매분이 반영되며 영업이익 382억원(OPM 26%, QoQ +284억원)으로 개선이 기대된다.

4Q19 영업이익 정기보수로 감익 예상되나, 시황은 바닥권

4Q19 영업이익은 2,740억원(QoQ -12%, YoY +173%)으로 전분기 대비 감익이 예상되나, 이는 대산NCC 정기보수 및 울산 PTA의 PIA 설비로의 전환 등에 따른 기회손실이 500~600억원 가량 반영되기 때문이다. 반면, MEG 등 제품 재고는 감소세를 보이고 있고, 일부 제품을 중심으로 재고확보 움직임이 나타나며 시황은 바닥을 통과하는 과정이다.

스페셜티 업체로의 도약을 위한 성장전략의 변화가 포착

롯데케미칼의 성장전략 변화에 주목한다. 현재 롯데케미칼의 에틸렌 Capa는 450만톤(NCC 310만톤+ECC 140만톤)으로 글로벌 12~13위권이다. 향후 예정된 현대오일뱅크와의 합작 75만톤 및 말레이시아 100만톤(미정) 및 미국 ECC 추가증설(미정) 등을 감안하면 2022~24년경 롯데케미칼의 에틸렌 Capa는 약 600~700만톤으로 글로벌 6~7위권으로 도약한다. 이제부터는 몸집 불리기보다 다운스트림 확장 및 스페셜티 제품 확장, 사업다각화 등을 통한 새로운 성장전략을 구상하는 단계에 도달한 것으로 판단된다. 최근 롯데첨단소재 합병 및 PC/MeX, EOA 증설, GS에너지와의 JV설립을 통한 페놀/아세톤/BPA 등설 계획 등은 이러한 일련의 과정 하에 있다. 이러한 관점에서 최근 거론되는 히타치케미칼 인수를 통한 전자재료 및 2차전지로의 사업 확장 또한 높은 의지가 담겨있을 것으로 추정한다. 히타치케미칼 인수 결과를 떠나 이제부터 롯데케미칼의 성장 전략의 방향성은 저평가된 Valuation이 상향되는 쪽으로의 변화일 것이라 판단한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 350,000원 | CP(9월 26일): 237,000원

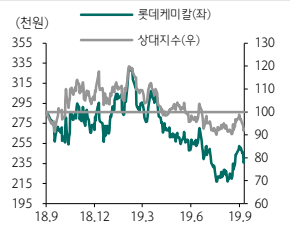
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,074.52
52주 최고/최저(원)	331,000/217,000
시가총액(십억원)	8,123.3
시가총액비중(%)	0.67
발행주식수(천주)	34,275.4
60일 평균 거래량(천주)	120.9
60일 평균 거래대금(십억원)	28.9
19년 배당금(예상, 원)	10,500
19년 배당수익률(예상, %)	4.43
외국인지분율(%)	31.20
주요주주 지분율(%)	
롯데지주 외 5인	53.55
국민연금공단	8.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	9.2 (14.6) (16.5)
상대	0.9 (11.5) (5.9)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	15,619.5	16,539.8
영업이익(십억원)	1,304.3	1,497.0
순이익(십억원)	1,099.5	1,303.1
EPS(원)	30,937	36,619
BPS(원)	391,886	418,448

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	15,874.5	16,545.0	15,088.1	16,565.2	17,159.6
영업이익	십억원	2,929.7	1,967.4	1,225.8	1,496.3	1,653.8
세전이익	십억원	3,084.7	2,252.7	1,425.2	1,726.5	1,883.4
순이익	십억원	2,243.9	1,579.2	1,040.0	1,259.9	1,374.4
EPS	원	65,466	46,074	30,343	36,759	40,100
증감률	%	22.2	(29.6)	(34.1)	21.1	9.1
PER	배	5.62	6.01	7.81	6.45	5.91
PBR	배	1.10	0.75	0.61	0.57	0.53
EV/EBITDA	배	3.53	3.94	4.54	3.91	3.61
ROE	%	21.52	13.04	7.95	9.09	9.27
BPS	원	335,215	371,541	391,384	417,643	447,242
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

표 1. 롯데케미칼 3Q19 실적 Preview

(십억원, %, %p)

	3Q19F	2Q19	3Q18	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	3,880.4	4,034.6	4,247.6	-8.6	-3.8	3,933.1	-1.3
영업이익	310.1	346.1	503.6	-38.4	-10.4	346.9	-10.6
세전이익	362.8	374.4	597.4	-39.3	-3.1	427.2	-15.1
순이익	264.8	260.5	434.9	-39.1	1.7	314.8	-15.9
영업이익률	8.0	8.6	11.9	-3.9	-0.6	8.8	-0.8
세전이익률	9.3	9.3	14.1	-4.7	0.1	10.9	-1.5
순이익률	6.8	6.5	10.2	-3.4	0.4	8.0	-1.2

자료: 하나금융투자

표 2. 롯데케미칼 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	15,088.1	15,222.8	-0.9	16,565.2	16,636.5	-0.4
영업이익	1,225.8	1,289.7	-5.0	1,496.3	1,502.1	-0.4
세전이익	1,425.2	1,489.3	-4.3	1,726.5	1,733.1	-0.4
순이익	1,040.0	1,086.8	-4.3	1,259.9	1,264.7	-0.4
영업이익률	8.1	8.5	-0.3	9.0	9.0	0.0
세전이익률	9.4	9.8	-0.3	10.4	10.4	0.0
순이익률	6.9	7.1	-0.2	7.6	7.6	0.0

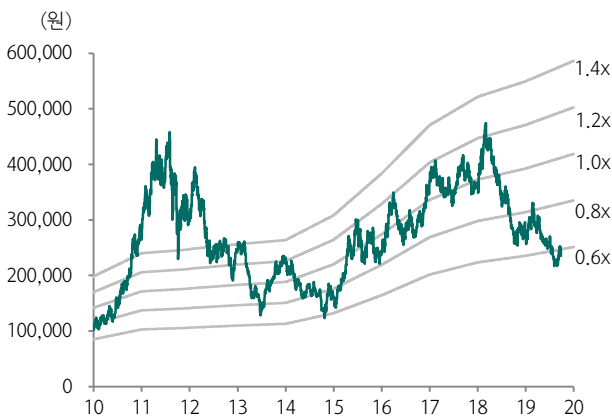
자료: 하나금융투자

표 3. 기업별 에틸렌 Capa. 롯데케미칼 현재 13위권. 향후 Top 10에 진입할 전망

Rank	Shareholder	2019	% of total
1	SABIC	11,392	6.23%
2	Dow Inc.	11,176	6.11%
3	Exxon Mobil Corp.	10,244	5.60%
4	SINOPEC	9,513	5.20%
5	Abu Dhabi Gov't	7,843	4.29%
6	LyondellBasell	7,452	4.07%
7	Royal Dutch/Shell	6,639	3.63%
8	NPC-Iran	6,501	3.55%
9	INEOS	4,912	2.68%
10	CNPC	4,910	2.68%
11	Formosa Group	4,334	2.37%
12	Total	3,665	2.00%
13	Lotte Chemical	3,658	2.00%
14	Reliance Industries	3,580	1.96%
15	Phillips 66	3,243	1.77%
16	Chevron Corp.	3,220	1.76%
17	BASF SE	2,744	1.50%
18	DowDuPont	2,707	1.48%
19	PTT Group	2,378	1.30%
20	LG Group	2,353	1.29%

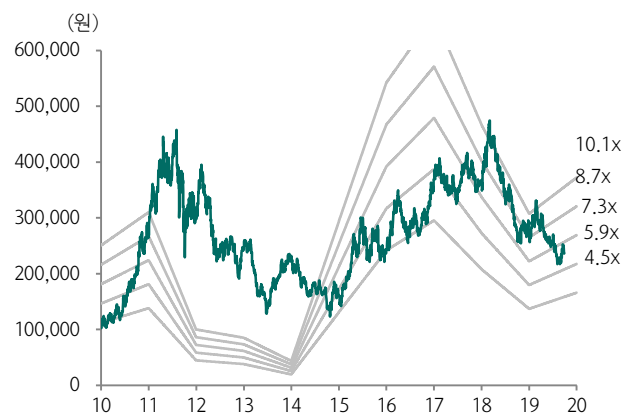
자료: 하나금융투자

그림 1. 롯데케미칼 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 4. 롯데케미칼 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	3,880.4	3,451.3	15,874.5	16,545.0	15,088.1	16,565.2
QoQ(%)	2.2%	5.0%	-1.9%	-9.5%	-3.2%	8.4%	-3.8%	-11.1%				
YoY(%)	3.2%	12.4%	6.5%	-4.7%	-9.7%	-6.8%	-8.6%	-10.2%	20.0%	4.2%	-8.8%	9.8%
Olefin 부문	2,092.0	2,221.1	2,034.4	1,843.2	1,791.0	2,019.8	1,917.3	1,478.8	8,114.9	8,190.7	7,206.9	8,133.5
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	564.5	539.3	2,044.9	2,526.6	2,298.2	2,288.2
롯데첨단소재	763.2	788.6	814.9	704.0	705.0	766.6	686.3	687.4	2,894.1	3,070.7	2,845.3	2,921.6
LC USA						42.2	146.9	194.7			383.8	871.4
영업이익	662.0	701.3	503.6	100.4	295.7	346.1	310.1	274.0	2,929.7	1,967.4	1,225.8	1,496.3
영업이익률(%)	16.1%	16.2%	11.9%	2.6%	7.9%	8.6%	8.0%	7.9%	18.5%	11.9%	8.1%	9.0%
QoQ(%)	-7.6%	5.9%	-28.2%	-80.1%	194.5%	17.0%	-10.4%	-11.6%				
YoY(%)	-18.8%	10.9%	-34.3%	-86.0%	-55.3%	-50.7%	-38.4%	172.8%	15.2%	-32.8%	-37.7%	22.1%
Olefin 부문	412.8	470.3	311.9	88.4	190.6	225.2	201.3	155.6	1,952.1	1,283.4	772.7	851.9
영업이익률(%)	19.7%	21.2%	15.3%	4.8%	10.6%	11.1%	10.5%	10.5%	24.1%	15.7%	10.7%	10.5%
QoQ(%)	-8.3%	13.9%	-33.7%	-71.7%	115.6%	18.2%	-10.6%	-22.7%				
YoY(%)	-31.3%	18.0%	-38.0%	-80.4%	-53.8%	-52.1%	-35.5%	76.1%	14.7%	-34.3%	-39.8%	10.2%
Aromatic 부문	108.8	100.4	96.8	22.8	57.8	50.4	20.9	19.6	417.4	328.8	148.7	139.8
영업이익률(%)	14.0%	12.5%	11.6%	3.3%	8.0%	6.9%	3.0%	2.9%	14.1%	10.6%	5.3%	4.9%
QoQ(%)	22.2%	-7.7%	-3.6%	-76.4%	153.5%	-12.8%	-58.6%	-6.1%				
YoY(%)	6.4%	-11.7%	-13.9%	-74.4%	-46.9%	-49.8%	-78.4%	-14.1%	193.9%	-21.2%	-54.8%	-5.9%
LC Titan	71.9	69.2	48.7	-5.3	26.2	20.6	15.6	12.9	281.1	184.5	75.3	115.0
영업이익률(%)	12.1%	11.0%	7.3%	-0.8%	4.4%	3.4%	2.8%	2.4%	13.7%	7.3%	3.3%	5.0%
QoQ(%)	-22.7%	-3.8%	-29.6%	적전	흑전	-21.4%	-24.4%	-17.0%				
YoY(%)	3.9%	31.3%	-26.4%	적전	-63.6%	-70.2%	-68.0%	흑전	-45.2%	-34.4%	-59.2%	52.7%
롯데첨단소재	90.1	77.9	59.0	8.8	31.4	58.8	52.9	53.9	332.5	235.8	196.9	237.9
영업이익률(%)	11.8%	9.9%	7.2%	1.3%	4.5%	7.7%	7.7%	7.8%	11.5%	7.7%	6.9%	8.1%
QoQ(%)	9.1%	-13.5%	-24.3%	-85.1%	256.8%	87.3%	-10.1%	1.9%				
YoY(%)	27.6%	-0.5%	-41.6%	-89.3%	-65.1%	-24.5%	-10.4%	512.3%	38.7%	-29.1%	-16.5%	20.8%
LC USA						9.8	38.2	50.6			98.6	226.6
영업이익률(%)						23.2%	26.0%	26.0%			25.7%	26.0%
QoQ(%)							289.7%	32.6%				
YoY(%)												129.7%
당기순이익	543.2	579.0	454.3	65.4	223.7	271.3	275.7	312.4	2,284.6	1,641.9	1,083.1	1,312.1
당기순이익률(%)	13.2%	13.4%	10.7%	1.7%	6.0%	6.7%	7.1%	9.1%	14.4%	9.9%	7.2%	7.9%
QoQ(%)	9.4%	6.6%	-21.5%	-85.6%	242.0%	21.2%	1.6%	13.3%				
YoY(%)	-15.3%	12.3%	-28.0%	-86.8%	-58.8%	-53.1%	-39.3%	377.6%	24.4%	-28.1%	-34.0%	21.1%
지배순이익	526.9	555.4	434.9	62.0	217.3	260.5	264.8	297.5	2,243.9	1,579.2	1,040.0	1,259.9

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

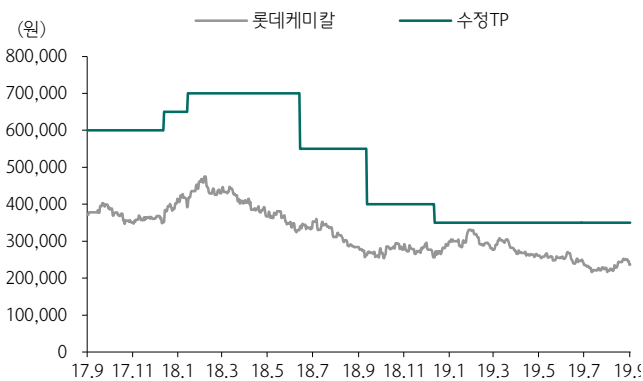
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액	15,874.5	16,545.0	15,088.1	16,565.2	17,159.6	
매출원가	12,081.9	13,792.2	13,082.2	14,209.3	14,619.9	
매출총이익	3,792.6	2,752.8	2,005.9	2,355.9	2,539.7	
판매비	862.9	785.4	780.0	859.5	885.9	
영업이익	2,929.7	1,967.4	1,225.8	1,496.3	1,653.8	
금융손익	(20.1)	(9.7)	(52.7)	(21.9)	(22.4)	
중속/관계기업손익	284.4	202.3	250.0	250.0	250.0	
기타영업외손익	(109.3)	92.6	2.1	2.1	2.1	
세전이익	3,084.7	2,252.7	1,425.2	1,726.5	1,883.4	
법인세	800.1	610.7	342.0	414.4	452.0	
계속사업이익	2,284.6	1,641.9	1,083.1	1,312.1	1,431.4	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	2,284.6	1,641.9	1,083.1	1,312.1	1,431.4	
비지배주주지분순이익	40.7	62.7	43.1	52.2	57.0	
지배주주순이익	2,243.9	1,579.2	1,040.0	1,259.9	1,374.4	
지배주주지분포괄이익	1,859.1	1,658.9	1,027.0	1,244.1	1,357.2	
NOPAT	2,169.8	1,434.0	931.6	1,137.2	1,256.9	
EBITDA	3,620.9	2,652.4	1,941.8	2,320.5	2,503.5	
성장성(%)						
매출액증가율	20.0	4.2	(8.8)	9.8	3.6	
NOPAT증가율	15.5	(33.9)	(35.0)	22.1	10.5	
EBITDA증가율	14.1	(26.7)	(26.8)	19.5	7.9	
영업이익증가율	15.1	(32.8)	(37.7)	22.1	10.5	
(지배주주)순이익증가율	22.2	(29.6)	(34.1)	21.1	9.1	
EPS증가율	22.2	(29.6)	(34.1)	21.1	9.1	
수익성(%)						
매출총이익률	23.9	16.6	13.3	14.2	14.8	
EBITDA이익률	22.8	16.0	12.9	14.0	14.6	
영업이익률	18.5	11.9	8.1	9.0	9.6	
계속사업이익률	14.4	9.9	7.2	7.9	8.3	
투자지표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
EPS	65,466	46,074	30,343	36,759	40,100	
BPS	335,215	371,541	391,384	417,643	447,242	
CFPS	106,472	80,208	59,806	71,732	77,070	
EBITDAPS	105,641	77,386	56,651	67,702	73,040	
SPS	463,146	482,708	440,202	483,295	500,638	
DPS	10,500	10,500	10,500	10,500	10,500	
주기지표(배)						
PER	5.6	6.0	7.8	6.4	5.9	
PBR	1.1	0.7	0.6	0.6	0.5	
PCFR	3.5	3.5	4.0	3.3	3.1	
EV/EBITDA	3.5	3.9	4.5	3.9	3.6	
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	
재무비율(%)						
ROE	21.5	13.0	8.0	9.1	9.3	
ROA	12.7	7.8	4.9	5.6	5.7	
ROIC	22.6	13.2	7.7	8.9	9.1	
부채비율	59.5	53.6	51.2	52.8	53.0	
순부채비율	(5.0)	1.0	(0.8)	0.9	0.6	
이자보상배율(배)	27.3	23.6	13.9	16.1	16.2	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
유동자산	8,225.5	8,143.9	8,347.1	8,918.6	9,599.8	
금융자산	4,879.5	4,706.6	4,965.0	5,207.7	5,756.7	
현금성자산	1,685.2	1,330.0	1,879.9	1,827.0	2,257.0	
매출채권 등	1,682.0	1,563.2	1,425.5	1,565.1	1,621.2	
재고자산	1,536.0	1,777.3	1,866.2	2,048.9	2,122.4	
기타유동자산	128.0	96.8	90.4	96.9	99.5	
비유동자산	11,325.5	12,655.2	13,150.7	14,193.2	15,124.1	
투자자산	2,727.2	2,805.2	2,568.4	2,808.5	2,905.1	
금융자산	342.7	88.3	80.5	88.4	91.6	
유형자산	6,716.2	8,036.1	8,843.8	9,715.6	10,613.5	
무형자산	1,710.6	1,653.0	1,577.6	1,508.3	1,444.6	
기타비유동자산	171.5	160.9	160.9	160.8	160.9	
자산총계	19,551.0	20,799.1	21,497.7	23,111.8	24,723.9	
유동부채	3,790.9	3,961.4	4,038.4	4,687.6	5,250.0	
금융부채	1,514.4	2,196.5	2,195.5	2,700.5	3,204.9	
매입채무 등	1,688.5	1,248.1	1,339.0	1,470.1	1,522.8	
기타유동부채	588.0	516.8	503.9	517.0	522.3	
비유동부채	3,505.3	3,293.4	3,236.7	3,294.2	3,317.3	
금융부채	2,727.5	2,606.2	2,606.2	2,606.2	2,606.2	
기타비유동부채	777.8	687.2	630.5	688.0	711.1	
부채총계	7,296.2	7,254.8	7,275.1	7,981.7	8,567.3	
지배주주지분	11,489.7	12,734.7	13,414.9	14,314.9	15,329.4	
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4	
자본잉여금	880.7	880.9	880.9	880.9	880.9	
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타포괄이익누계액	(144.6)	(102.2)	(102.2)	(102.2)	(102.2)	
이익잉여금	10,582.1	11,784.7	12,464.8	13,364.8	14,379.4	
비지배주주지분	765.1	809.6	807.8	815.1	827.2	
자본총계	12,254.8	13,544.3	14,222.7	15,130.0	16,156.6	
순금융부채	(612.4)	139.4	(119.9)	142.3	97.7	
현금흐름표						
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	3,129.0	1,380.9	1,784.3	1,917.2	2,138.5	
당기순이익	2,284.6	1,641.9	1,083.1	1,312.1	1,431.4	
조정	774.4	282.2	624.8	732.1	758.2	
감가상각비	691.2	685.0	715.9	824.2	849.7	
외환거래손익	(38.5)	12.0	17.8	17.8	17.8	
지분법손익	(284.4)	(244.7)	0.0	0.0	0.0	
기타	406.1	(170.1)	(108.9)	(109.9)	(109.3)	
영업활동자산부채변동	70.0	(543.2)	76.4	(127.0)	(51.1)	
투자활동 현금흐름	(4,717.6)	(1,763.1)	(785.1)	(2,022.1)	(1,750.7)	
투자자산감소(증가)	(199.1)	(78.0)	191.9	(285.0)	(141.5)	
유형자산감소(증가)	(2,017.0)	(1,831.6)	(1,448.2)	(1,626.7)	(1,684.0)	
기타	(2,501.5)	146.5	471.2	(110.4)	74.8	
재무활동 현금흐름	1,114.5	44.8	(449.3)	52.0	42.2	
금융부채증가(감소)	49.9	560.9	(0.9)	505.0	504.4	
자본증가(감소)	402.2	0.1	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	797.2	(104.7)	(88.5)	(93.1)	(102.3)	
배당지급	(134.8)	(411.5)	(359.9)	(359.9)	(359.9)	
현금의 증감	(517.7)	(355.2)	549.9	(52.8)	430.0	
Unlevered CFO	3,649.4	2,749.2	2,049.9	2,458.6	2,641.6	
Free Cash Flow	1,109.1	(465.5)	336.1	290.6	454.5	

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데케미칼



날짜	투자 의견	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%
17.9.26	BUY	600,000	-38.52%	-32.83%
17.1.1	BUY	550,000	-32.72%	-24.27%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	89.1%	10.2%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 9월 26일

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 09월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 09월 27일 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.