



## △ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

## RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

**Hold****적정주가 (12개월)** 240,000 원**현재주가 (2.7)** 209,000 원**상승여력** 14.8%

KOSPI 2,211.95pt

시가총액 71,636억원

발행주식수 3,428만주

유동주식비율 45.93%

외국인비중 30.28%

52주 최고/최저가 331,000원/187,500원

평균거래대금 263.1억원

**주요주주(%)**

롯데지주 외 8 인 54.07

국민연금공단 8.41

**주가상승률(%)** 1개월 6개월 12개월

절대주가 -0.5 -5.4 -31.3

상대주가 -2.1 -18.4 -31.5

**주가그래프**

(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
2019P	15,388.6	1,099.1	727.0	21,212	-54.0	384,196	10.6	0.6	5.3	5.6	55.7
2020E	14,964.1	668.8	744.2	21,821	3.6	397,518	9.6	0.5	5.4	5.6	56.2
2021E	16,036.0	812.3	933.5	27,374	25.4	414,392	7.6	0.5	4.8	6.7	57.7

# 롯데케미칼 011170

## 회복을 논하기에는 이른 시점

- ✓ 4Q19 영업이익 1,426억원, 19년 연간 영업이익 1.1조원 달성  
LC USA 고수익성 유지, 올레핀 기초체력 확인, 아로마틱스/LC Titan 적자전환
- ✓ 2020년 영업이익 6,688억원 전망(-39% YoY): 아로마틱스/LC Titan 연간 적자
- ✓ 중국 우한폐렴 확산과 수요 위축→ 중국 PE 수요 기준 전망치 대비 -8% 감소
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가 24만원. Valuation 수준보다 업황 반등 여력을 고민

**4Q19 영업이익 1,426억원, 시장 예상치에 부합한 실적**

동사는 4Q19 영업이익 1,426억원(-55% QoQ), 연간 1.1조원(-44% QoQ)으로 부진했다. 19년 연중 대외변수 불확실성(원가-중동 Risk, 수요-미/중 무역갈등)이 확대되며 절대적 이익수준이 급감한 탓이다. 당분기 특이사항은 (1) 서산 크래커 정기보수, (2) 울산 아로마틱스 설비 교체 비용이 반영, (3) 아로마틱스/LC Titan 적자전환이다. 19년 연간 DPS는 6,700원(별도기준 성향 58%)이다.

**중국 우한폐렴 확산: 1H20 위축→2H20 회복 / PE 수요 전망치 하향 조정**

당사는 2020년 연초 중국의 춘절 연휴 전/후 재고확충 수요에 따른 단기 업황 개선을 예상했다. 그러나 1월 중국 우한폐렴 확산의 부작용으로 기존 수요 전망치 변경이 불가피하다. 당사는 (1) 중국 GDP 성장을 변경(6.1%→5.8%), (2) 중국 내 PE 수요 전망치 하향(기준대비 -8%), (3) 중국의 화섬체인(P-X, MEG) 수입량(수요) 감소를 예상한다. 특히 올레핀 PE 부진이 장기화겠다. 글로벌 PE 수요비중 50%를 담당하는 중국은 1~4월 질병 확산으로 전방 제품 가동률 하락, 주문건수/물동량 감소가 확인된다. 연간 PE 수요는 기준 전망치 대비 3백만톤이 하락한 3.3천만톤을 전망한다. 2020년 연중 화학업종 Down-cycle 의견을 유지한다.

**매력적인 Valuation에도 업황 부진 장기화 감안 시, 주가 상승여력 제한적**

1H20 역내 수요 위축으로 동사에 대한 2020년 연간 영업이익은 6,687억원(기준 -18% 하향, -39% YoY)을 추정한다. 동사의 현 주가는 20년 기준 PBR 0.5배 수준으로 화학업종 내 Valuation 저평가 매력이 부각된다. 단, 업황/이익의 더딘 회복 전망으로 주가의 상승여력은 제한적이다. 동사에 투자의견 Hold와 적정주가는 24만원을 제시한다.

표1 롯데케미칼 4Q19 실적 Review

(십억원)	4Q19P	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	3,692.1	3,844.0	-4.0	3,940.0	-6.3	3,617.9	2.1	3,652.2	1.1
영업이익	142.6	100.4	42.0	314.6	-54.7	156.8	-9.1	71.4	99.7
세전이익	115.9	92.8	24.9	315.5	-63.3	142.6	-18.7	-52.6	흑전
순이익(지배주주)	34.3	62.0	-44.7	204.4	-83.2	93.9	-63.5	-38.0	흑전

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 롯데케미칼 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>3,721.8</b>	<b>4,034.6</b>	<b>3,940.0</b>	<b>3,692.1</b>	<b>3,562.4</b>	<b>3,713.8</b>	<b>3,865.3</b>	<b>3,822.7</b>	<b>15,388.5</b>	<b>14,964.2</b>	<b>16,035.9</b>
Olefin	1,791.0	2,019.8	1,922.6	1,740.4	1,784.8	1,844.5	1,925.1	1,952.9	7,473.8	7,507.3	8,414.6
Aromatics	718.2	729.7	667.8	497.5	555.9	568.5	589.8	587.3	2,613.2	2,301.5	2,352.2
Lc Titan	591.9	602.5	622.5	555.9	562.1	602.4	613.2	613.2	2,372.8	2,390.9	2,504.8
롯데첨단소재	705.0	766.6	761.7	703.4	659.6	698.4	737.2	669.3	2,936.7	2,764.5	2,764.5
LC USA	0.0	42.2	141.0	126.8	114.1	125.5	128.0	128.2	310.0	495.8	433.3
<b>영업이익</b>	<b>295.7</b>	<b>346.1</b>	<b>314.6</b>	<b>142.6</b>	<b>132.5</b>	<b>182.2</b>	<b>184.8</b>	<b>169.2</b>	<b>1,099.0</b>	<b>668.7</b>	<b>812.1</b>
% OP	7.9%	8.6%	8.0%	3.9%	3.7%	4.9%	4.8%	4.4%	7.1%	4.5%	5.1%
Olefin	190.6	225.2	210.2	114.1	140.5	146.8	153.6	153.6	740.1	594.5	654.8
Aromatics	57.8	50.4	5.4	-27.0	-22.8	-19.9	-18.3	-11.7	86.6	-72.7	-28.1
Lc Titan	26.2	20.6	20.7	-2.5	-10.3	-9.3	-16.1	-16.1	65.0	-51.8	-34.4
롯데첨단소재	31.4	58.8	54.7	36.3	25.1	64.7	65.6	43.6	181.2	199.0	220.0
LC USA	0.0	9.8	34.6	32.6	21.7	25.1	26.9	23.1	77.0	96.8	74.3
<b>세전이익</b>	<b>362.9</b>	<b>374.4</b>	<b>315.5</b>	<b>115.9</b>	<b>211.0</b>	<b>271.0</b>	<b>288.6</b>	<b>260.0</b>	<b>1,168.7</b>	<b>1,030.6</b>	<b>1,292.8</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>217.3</b>	<b>260.5</b>	<b>204.4</b>	<b>34.3</b>	<b>152.4</b>	<b>195.7</b>	<b>208.4</b>	<b>187.7</b>	<b>716.5</b>	<b>744.2</b>	<b>933.5</b>
<b>% YoY</b>											
매출액	-9.7%	-6.8%	-7.2%	-4.0%	-4.3%	-8.0%	-1.9%	3.5%	-7.0%	-2.8%	7.2%
영업이익	-55.3%	-50.6%	-37.5%	42.0%	-55.2%	-47.4%	-41.3%	18.7%	-44.1%	-39.2%	21.4%
세전이익	-51.3%	-54.2%	-47.2%	24.9%	-41.9%	-27.6%	-8.5%	124.3%	-48.1%	-11.8%	25.4%
순이익(지배)	-58.8%	-53.1%	-53.0%	-44.7%	-29.9%	-24.9%	2.0%	447.2%	-54.6%	3.9%	25.4%
<b>% QoQ</b>											
매출액	-3.2%	8.4%	-2.3%	-6.3%	-3.5%	4.2%	4.1%	-1.1%			
영업이익	194.5%	17.0%	-9.1%	-54.7%	-7.1%	37.5%	1.4%	-8.4%			
세전이익	291.1%	3.2%	-15.7%	-63.3%	82.1%	28.4%	6.5%	-9.9%			
순이익(지배)	250.5%	19.9%	-21.5%	-83.2%	344.3%	28.4%	6.5%	-9.9%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드



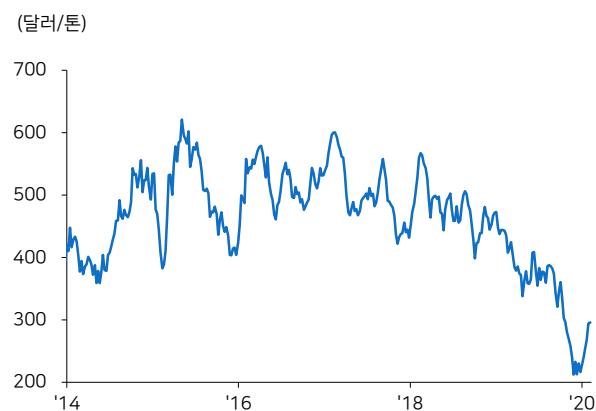
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드



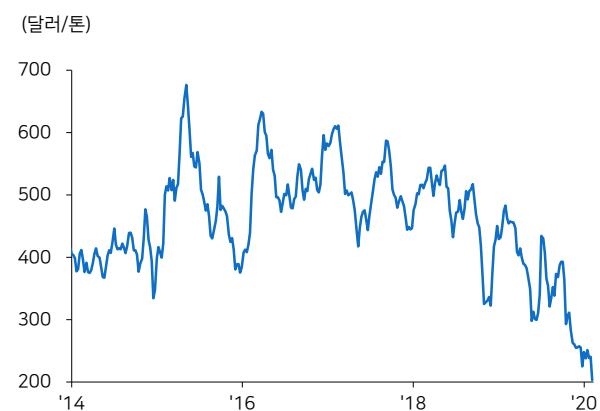
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 통합스프레드: 스팟



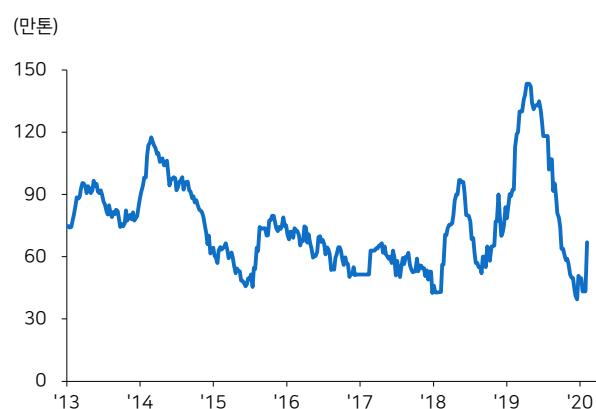
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 통합스프레드: 래깅



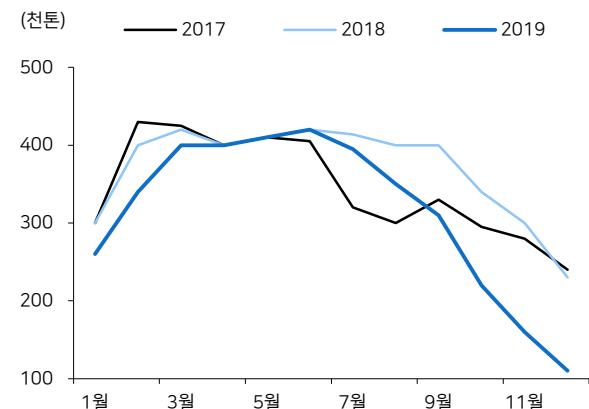
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 중국 동부 항구 MEG 재고량



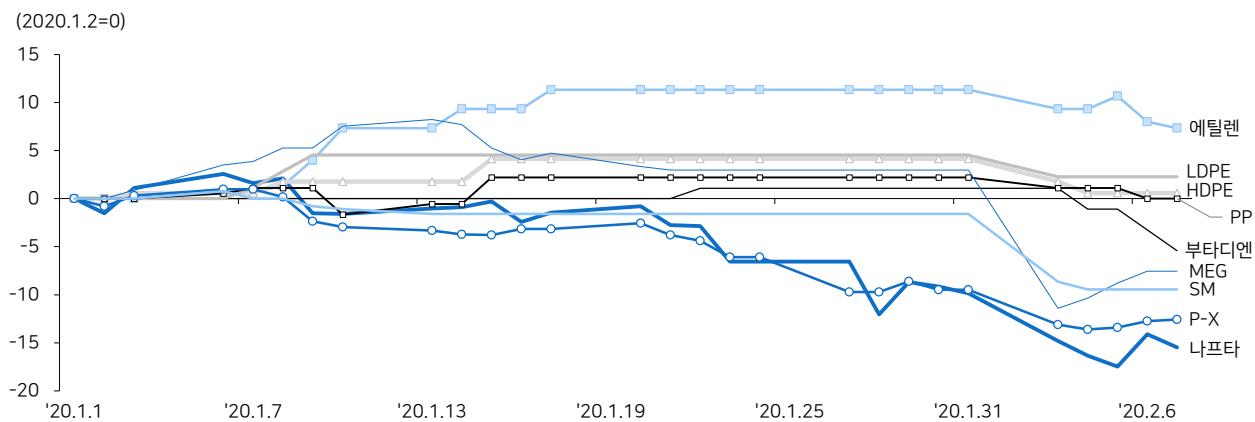
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 중국 동부 항구 PE 재고량



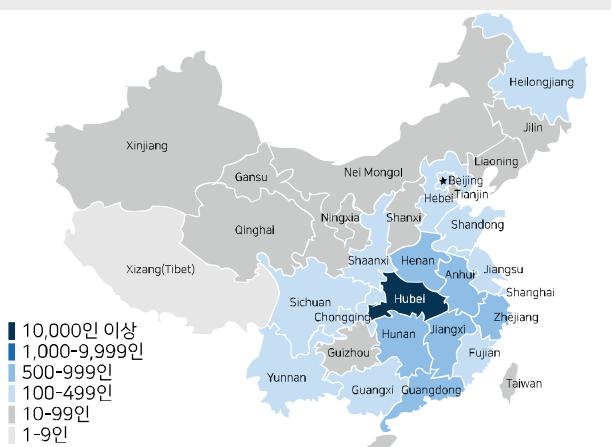
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 2020년 연초 이후 동북아 화학제품별 가격 동향



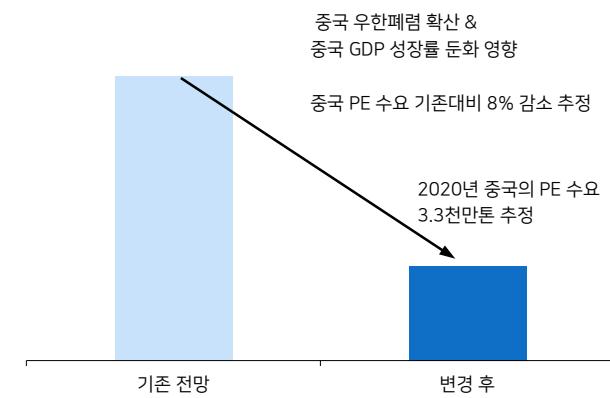
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 중국 우한폐렴 확산에 따른 설비 가동 중단 지역



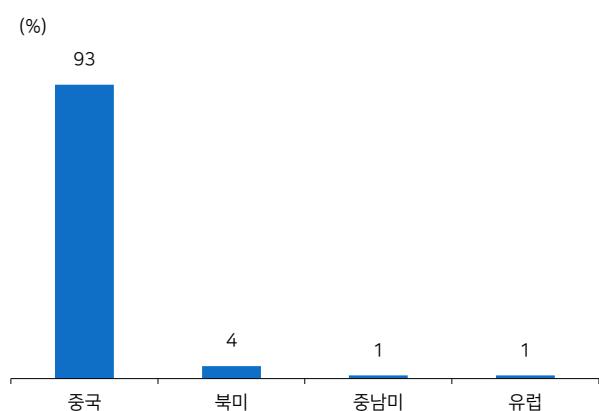
자료: 언론기사, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2020년 중국의 PE 수요 전망치 변화



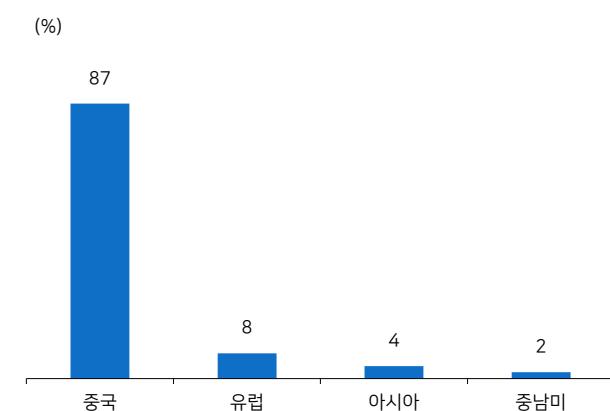
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 대륙별 P-X 순수입 비중



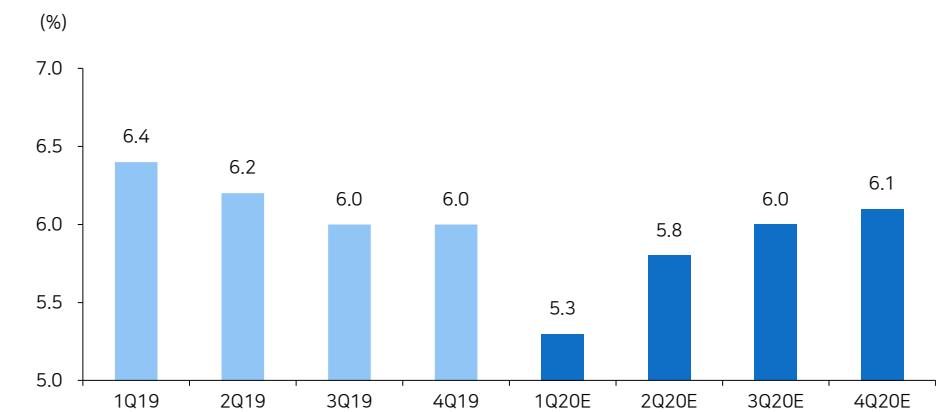
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 대륙별 MEG 순수입 비중



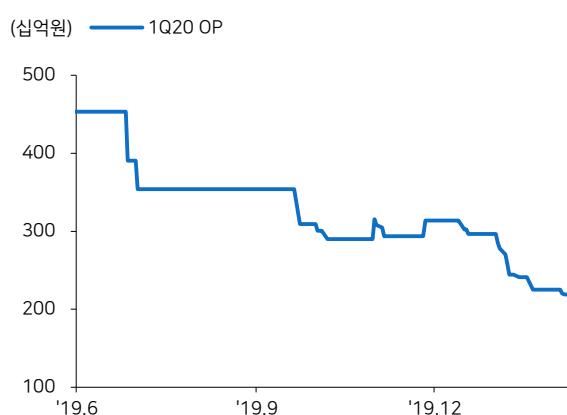
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 분기별 GDP 성장을 전망치



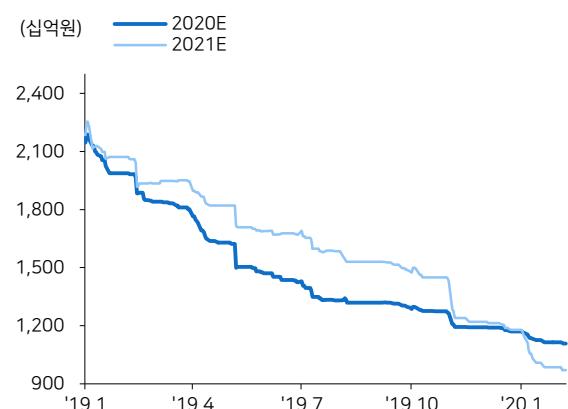
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 롯데케미칼 1Q20 영업이익 컨센서스 변화



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

그림14 롯데케미칼 연간 영업이익 컨센서스 변화



자료: Wisefn, 메리츠증권 리서치센터

## 롯데케미칼 (011170)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>15,874.5</b>	<b>16,545.0</b>	<b>15,388.6</b>	<b>14,964.1</b>	<b>16,036.0</b>
매출액증가율 (%)	20.0	4.2	-7.0	-2.8	7.2
매출원가	12,081.9	13,792.2	13,506.6	13,677.6	14,562.0
매출총이익	3,792.6	2,752.8	1,882.0	1,286.5	1,473.9
판매관리비	862.9	785.4	783.0	617.7	661.7
<b>영업이익</b>	<b>2,929.7</b>	<b>1,967.4</b>	<b>1,099.1</b>	<b>668.8</b>	<b>812.3</b>
영업이익률	18.5	11.9	7.1	4.5	5.1
금융손익	-20.1	-9.7	-56.6	-23.3	-18.8
종속/관계기업손익	284.4	202.3	184.8	385.0	499.4
기타영업외손익	-109.4	92.6	-57.1	0.0	0.0
세전계속사업이익	3,084.7	2,252.7	1,168.7	1,030.6	1,292.8
법인세비용	800.1	610.7	413.3	247.3	310.3
<b>당기순이익</b>	<b>2,284.6</b>	<b>1,641.9</b>	<b>758.2</b>	<b>783.3</b>	<b>982.6</b>
지배주주지분 순이익	2,243.9	1,579.2	716.5	744.2	933.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3,129.0</b>	<b>1,380.9</b>	<b>265.6</b>	<b>1,852.7</b>	<b>2,057.4</b>
당기순이익(손실)	2,284.6	1,641.9	758.2	783.3	982.6
유형자산상각비	606.0	602.9	728.0	1,054.4	1,078.4
무형자산상각비	85.2	82.1	74.1	41.2	39.2
운전자본의 증감	70.0	-543.2	-1,081.1	-69.4	-81.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-4,717.6</b>	<b>-1,763.1</b>	<b>854.4</b>	<b>-1,287.9</b>	<b>-1,265.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-2,019.9	-1,846.5	-990.2	-1,280.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-199.1	-78.0	72.9	-101.9	-172.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,114.5</b>	<b>44.8</b>	<b>-823.5</b>	<b>-123.4</b>	<b>-31.4</b>
차입금의 증감	49.9	560.9	140.7	243.6	406.0
자본의 증가	402.2	0.1	-0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-517.7	-355.2	301.1	441.5	760.8
기초현금	2,202.9	1,685.2	1,330.0	1,631.1	2,072.5
기말현금	1,685.2	1,330.0	1,631.1	2,072.5	2,833.3

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019P	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>8,225.5</b>	<b>8,143.9</b>	<b>8,307.2</b>	<b>8,857.4</b>	<b>9,802.3</b>
현금및현금성자산	1,685.2	1,330.0	1,631.1	2,072.5	2,833.3
매출채권	1,600.0	1,479.8	1,421.4	1,471.6	1,556.7
재고자산	1,536.0	1,777.3	1,654.7	1,713.2	1,812.2
<b>비유동자산</b>	<b>11,325.5</b>	<b>12,655.2</b>	<b>13,547.6</b>	<b>13,833.9</b>	<b>14,088.7</b>
유형자산	6,716.2	8,036.1	8,457.0	8,682.6	8,804.2
무형자산	1,710.6	1,653.0	1,697.5	1,656.3	1,617.1
투자자산	2,727.2	2,805.2	2,934.9	3,036.7	3,209.2
<b>자산총계</b>	<b>19,551.0</b>	<b>20,799.1</b>	<b>21,854.8</b>	<b>22,691.3</b>	<b>23,891.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,790.9</b>	<b>3,961.4</b>	<b>4,273.9</b>	<b>4,354.5</b>	<b>4,490.9</b>
매입채무	1,186.0	858.0	824.1	853.3	902.6
단기차입금	703.5	806.2	1,091.3	1,091.3	1,091.3
유동성장기부채	795.1	1,379.6	898.7	898.7	898.7
<b>비유동부채</b>	<b>3,505.3</b>	<b>3,293.4</b>	<b>3,544.7</b>	<b>3,808.7</b>	<b>4,249.3</b>
사채	1,288.3	898.5	1,098.0	778.0	618.0
장기차입금	1,415.5	1,702.1	1,637.6	2,197.6	2,757.6
<b>부채총계</b>	<b>7,296.2</b>	<b>7,254.8</b>	<b>7,818.7</b>	<b>8,163.2</b>	<b>8,740.3</b>
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	158.2	158.2	158.2
이익잉여금	10,582.1	11,784.7	11,958.1	12,414.7	12,993.1
비지배주주지분	765.1	809.6	867.6	903.0	947.3
<b>자본총계</b>	<b>12,254.8</b>	<b>13,544.3</b>	<b>14,036.1</b>	<b>14,528.0</b>	<b>15,150.7</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2017	2018	2019P	2020E	2021E
SPS	463,146	482,708	448,970	436,584	467,856
EPS(지배주주)	65,466	46,074	21,212	21,821	27,374
CFPS	106,472	80,208	56,939	63,294	71,458
EBITDAPS	105,641	77,386	55,469	51,477	56,304
BPS	335,215	371,541	384,196	397,518	414,392
DPS	10,500	10,500	6,700	8,500	10,500
배당수익률(%)	2.9	3.8	3.0	4.1	5.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	5.6	6.0	10.6	9.6	7.6
PCR	3.5	3.5	3.9	3.3	2.9
PSR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5
EBITDA	3,620.9	2,652.4	1,901.2	1,764.4	1,929.8
EV/EBITDA	3.5	3.9	5.3	5.4	4.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	21.5	13.0	5.6	5.6	6.7
EBITDA 이익률	22.8	16.0	12.4	11.8	12.0
부채비율	59.5	53.6	55.7	56.2	57.7
금융비용부담률	0.7	0.5	0.7	0.9	0.9
이자보상배율(X)	27.3	23.6	9.7	4.9	5.6
매출채권회전율(X)	10.3	10.7	10.6	10.3	10.6
재고자산회전율(X)	10.5	10.0	9.0	8.9	9.1

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%
2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2018.08.01	기업브리프	Buy	520,000	노우호	-43.3	-32.2		
2018.11.13	산업분석	Buy	360,000	노우호	-21.9	-8.1	(원)	롯데케미칼
2019.07.02	기업브리프	Buy	340,000	노우호	-30.7	-20.4	800,000	
2019.09.03	기업브리프	Buy	300,000	노우호	-20.7	-15.8	600,000	적정주가
2019.10.31	산업분석	Hold	260,000	노우호	-16.4	-9.8	400,000	
2020.02.10	기업브리프	Hold	240,000	노우호	-	-	200,000	