

2017. 4. 28



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 480,000 원

현재주가 (4.27) 351,500 원

상승여력 36.6 %

KOSPI 2,209.46pt

시가총액 120,478억원

발행주식수 3,428만주

유동주식비율 44.75%

외국인비중 31.32%

52주 최고/최저가 407,000원 / 255,000원

평균거래대금 533.7억원

주요주주(%)

롯데물산 외 4인 53.6

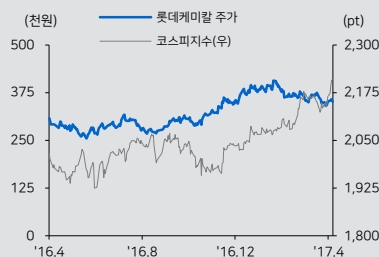
국민연금 9.5

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.43 17.17 14.12

상대주가 -2.85 7.46 8.16

주가그래프



롯데케미칼 011170

예상된 분기 사상 최대 이익과
강화된 지분법 이익

- ✓ 1Q17 영업이익은 8,152억원으로 분기사상 최대 이익 달성
- ✓ LC Titan의 정기보수 및 일회성비용이 반영되며 시장 예상치 소폭 하회
- ✓ 현대케미칼과 우즈벡 가스전 투자는 지분법 이익 증가라는 투자의 결실로 증명됨
- ✓ 2Q17 영업이익 7,402억원, 17년 연간 영업이익 3.0조원으로 이익 규모 증가를 예상
- ✓ 화학업종 내 최선호주 및 적정주가 48만원 유지

1Q17 영업이익은 8,152억원과 지분법이익 606억원 달성

1Q17 영업이익은 +11.1% QoQ 증가한 8,152억원을 시현했으나, 최근 상승한 시장 예상치(8,605억원)는 소폭 하회했다. 부타디엔(4Q16 1,605달러/톤→1Q17 3,000달러/톤)과 MEG(4Q16 746달러/톤→1Q17 867달러/톤)의 강세로 별도기준 이익은 증가한 반면, LC Titan의 이익이 감소되며 시장 예상치를 하회했다. LC Titan의 이익에는 (1) 정기보수에 따른 기회손실비용 약 500억원 발생, (2) 임차토지복구비용충당금 191억원이 반영되었다.

지분법 이익(+606억원)규모 증가로 세전이익까지 8,607억원으로 개선되었다. P-X 시황 강세에 따른 현대케미칼의 지분법 기여도(+251억원)가 증가했고, 우즈벡 가스전 정상 가동에 따른 이익(+93억원), 롯데정밀화학(+58억원), MRC(+65억원), 롯데건설(+88억원), 기타(+51억원)이 발생했다.

2Q17 영업이익 7,402억원(-9.2% QoQ), 연간 영업이익 3.0조원을 추정

2Q17 영업이익은 7,402억원, 세전이익 7,953억원(지분법이익 617억원)을 예상한다. 이는 (1) 정기보수 등 일회성요인이 소멸, (2) 올레핀 계열 타이탄한 수급 지속된 가운데, (3) 수요 회복에 따른 업황 반등으로 연간 이익 규모가 증가할 전망이다.

2Q17 지분법이익은 617억원을 예상한다. 역대 PX 신규가동에 따라 PX 스프레드의 소폭 하락이 예상되나, 기타 회사들의 지분법이익 기여도가 증가하기 때문이다.

화학업종 최선호주 및 적정주가 48만원 유지

17년 NCC의 호황은 지속된다. (1) 저가 원재료 투입에 따른 스프레드 확대, (2) 양치기 소년과 같은 미국/중동의 신증설 지연으로 NCC의 이익 규모가 증가하기 때문이다. 당사는 (1) 3Q17 Titan 상장에 따른 ECC 대비 저평가 매력 부각, (2) 19년 Westlake와의 ECC 프로젝트 가동에 따른 원재료 다변화가 가능하다. 제품가격 조정에 따른 down-cycle 우려로 동사의 주가는 하락했으나, 저평가 매력이 부각된다는 판단이다. 업종 내 최선호주로 제시하고, 현재 구간에서 적극 매수전략을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	11,713.3	1,611.1	992.5	28,957	575.8	218,440	8.4	1.1	3.8	14.2	51.8
2016	13,223.5	2,544.3	1,835.8	53,561	85.0	220,879	5.0	1.2	3.4	21.7	68.8
2017E	15,555.1	3,036.5	2,456.4	71,668	33.8	289,472	4.9	1.2	2.8	23.4	59.1
2018E	17,234.0	3,311.8	2,687.2	78,400	9.4	365,202	4.5	1.0	2.3	20.8	51.2
2019E	18,740.4	3,549.2	2,871.2	83,769	6.8	446,248	4.2	0.8	1.4	18.4	44.0

표1 롯데케미칼 1Q17 Earnings Preview

(십억원)	1Q17P	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,996.0	2,684.5	48.9	3,671.4	8.8	3,631.3	10.0	3,914.9	2.1
영업이익	815.2	473.6	72.1	737.1	10.6	806.2	1.1	860.5	-5.3
순이익(지배)	639.2	346.2	84.6	538.0	18.8	577.1	10.8	640.2	-0.2

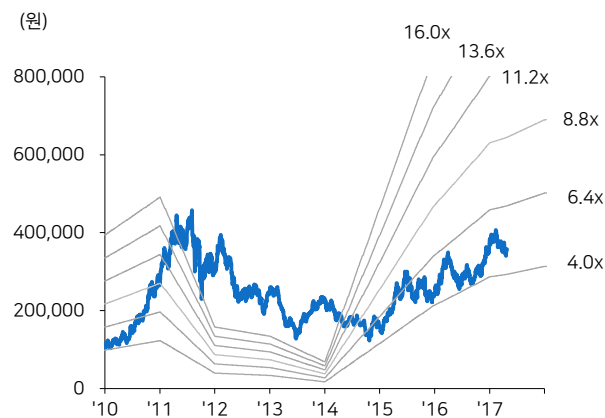
자료: 롯데케미칼, WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 롯데케미칼 사업부문별 추정치 괴리율

(단위: 십억원)	1Q17P	메리츠	차이(%)
매출액	3,996.0	3,631.3	10.0%
Olefin	2,055.7	2,037.0	0.9%
Aromatics	583.6	539.9	8.1%
LC Titan	495.8	396.3	25.1%
롯데첨단소재	705.2	658.1	7.2%
영업이익	815.2	806.2	1.1%
Olefin	660.8	646.9	2.1%
Aromatics	8.9	7.1	25.4%
LC Titan	69.2	78.0	-11.3%
롯데첨단소재	70.6	74.2	-4.9%
세전이익	860.7	799.4	7.7%
순이익(지배주주)	639.2	577.1	10.8%

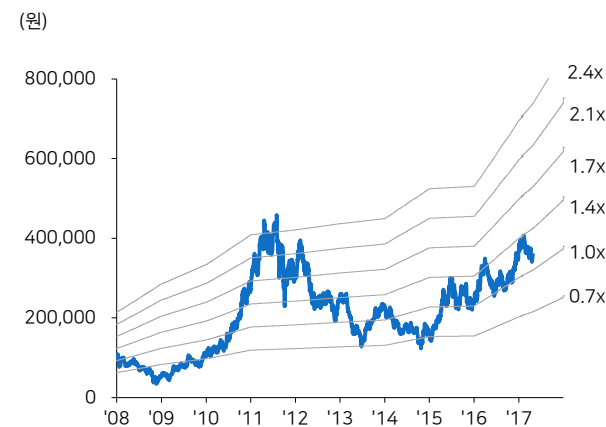
자료: 롯데케미칼, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M Fwd. PER 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드차트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 롯데케미칼 사업부문별 실적 추정치

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	2,684.5	3,441.1	3,426.6	3,671.4	3,996.0	3,713.5	3,924.8	3,920.8	13,223.5	15,555.1	17,234.0
Olefin	1,651.0	1,471.9	1,601.4	1,901.9	2,055.7	1,840.9	1,882.8	1,931.4	6,626.2	7,710.8	8,722.1
Aromatics	465.0	516.1	492.0	539.9	583.6	574.2	591.4	595.3	2,013.0	2,344.5	2,521.5
LC Titan	558.7	580.1	556.1	590.3	495.8	627.3	729.4	724.8	2,285.2	2,577.3	3,225.9
롯데첨단소재	9.0	653.0	650.8	646.9	705.2	671.2	721.2	669.3	1,959.7	2,766.9	2,764.5
영업이익	473.6	693.9	643.2	733.5	815.2	740.2	749.0	732.1	2,544.3	3,036.5	3,311.8
%OP	17.6%	20.2%	18.8%	20.0%	20.4%	19.9%	19.1%	18.7%	19.2%	19.4%	19.2%
Olefin	365.0	441.4	480.1	509.1	660.8	504.3	520.9	559.2	1,796.5	2,245.2	2,357.8
Aromatics	11.0	38.9	11.1	5.9	8.9	12.5	18.2	14.5	66.9	54.1	52.8
LC Titan	89.8	152.5	125.6	144.7	69.2	145.4	125.8	89.0	512.6	429.4	597.0
롯데첨단소재	8.0	88.6	82.9	68.2	70.6	78.0	84.1	69.4	247.7	302.1	304.3
세전이익	458.6	657.0	609.1	762.7	860.7	795.3	806.6	792.0	2,487.4	3,254.6	3,540.3
순이익(지배주주)	346.2	459.7	450.9	579.0	639.2	574.2	582.4	571.8	1,835.8	2,456.4	2,687.2
% YoY											
매출액	-4.1%	8.3%	12.9%	36.0%	48.9%	7.9%	14.5%	6.8%	12.9%	17.6%	10.8%
영업이익	166.1%	8.5%	32.8%	137.5%	72.1%	6.7%	16.4%	-0.2%	57.9%	18.4%	9.9%
세전이익	175.0%	5.0%	56.6%	217.7%	87.7%	21.1%	32.4%	3.8%	75.0%	30.8%	8.8%
당기순이익	186.8%	-0.1%	87.8%	237.8%	84.7%	24.9%	29.2%	-1.2%	85.0%	17.6%	18.4%
% QoQ											
매출액	-0.6%	28.2%	-0.4%	7.1%	8.8%	-7.1%	5.7%	-0.1%			
영업이익	53.3%	46.5%	-7.3%	14.0%	11.1%	-9.2%	1.2%	-2.3%			
세전이익	91.0%	43.3%	-7.3%	25.2%	12.8%	-7.6%	1.4%	-1.8%			
당기순이익	102.0%	32.8%	-1.9%	28.4%	10.4%	-10.2%	1.4%	-1.8%			

자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 주간 통합스프레드

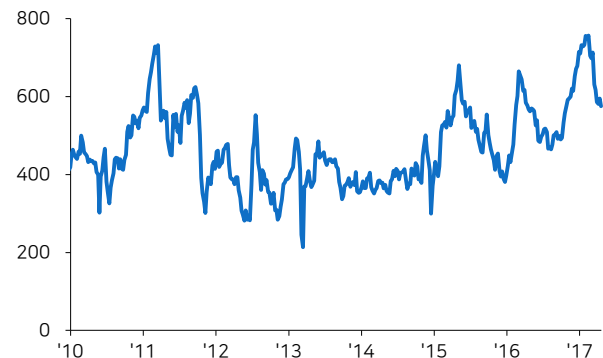
(원) 롯데케미칼 주간 통합스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 주간 5주 래깅 스프레드

(원) 롯데케미칼 주간 5주 래깅 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

롯데케미칼(011170)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,713.3	13,223.5	15,555.1	17,234.0	18,740.4
매출액증가율 (%)	-21.2	12.9	17.6	10.8	8.7
매출원가	9,646.3	9,956.8	11,876.8	13,210.1	14,417.5
매출총이익	2,067.0	3,266.7	3,678.3	4,023.9	4,322.9
판매비와관리비	455.9	722.5	641.8	712.1	773.8
영업이익	1,611.1	2,544.3	3,036.5	3,311.8	3,549.2
영업이익률 (%)	13.8	19.2	19.5	19.2	18.9
금융수익	-59.2	-84.9	-31.8	-8.8	19.1
종속/관계기업관련손익	-23.4	71.4	249.7	237.4	214.5
기타영업외손익	-107.1	-43.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,421.4	2,487.4	3,254.4	3,540.3	3,782.8
법인세비용	430.7	650.2	794.8	849.7	907.9
당기순이익	990.7	1,837.2	2,459.6	2,690.7	2,874.9
지배주주지분 손이익	992.5	1,835.8	2,456.4	2,687.2	2,871.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,405.5	5,851.7	7,467.2	9,086.4	12,326.3
현금및현금성자산	1,942.2	2,202.9	2,974.9	4,087.4	7,094.6
매출채권	1,006.2	1,483.7	1,742.6	2,019.2	2,146.2
재고자산	1,162.7	1,477.2	1,449.8	1,679.9	1,785.5
비유동자산	6,062.3	10,015.2	11,163.5	12,486.5	12,164.1
유형자산	3,964.9	5,546.7	6,568.4	7,506.0	7,028.2
무형자산	37.6	1,792.4	1,747.2	1,703.9	1,662.5
투자자산	1,916.0	2,528.8	2,700.7	3,129.3	3,326.2
자산총계	11,467.8	15,866.8	18,630.7	21,572.9	24,490.5
유동부채	2,146.1	3,448.8	3,464.5	3,753.2	3,885.7
매입채무	631.6	911.6	973.6	1,128.1	1,199.0
단기차입금	444.8	1,414.7	1,314.7	1,314.7	1,314.7
유동성장기부채	466.6	331.2	331.2	331.2	331.2
비유동부채	1,766.1	3,017.2	3,456.4	3,554.0	3,598.9
사채	1,329.0	1,893.7	2,293.7	2,293.7	2,293.7
장기차입금	171.8	545.8	545.8	545.8	545.8
부채총계	3,912.2	6,466.0	6,920.9	7,307.2	7,484.6
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	476.5	478.6	478.6	478.6	478.6
기타포괄이익누계액	137.5	226.2	210.4	210.4	210.4
이익잉여금	6,739.3	8,487.0	10,808.7	13,361.1	16,097.5
비지배주주지분	30.8	37.7	40.9	44.3	48.0
자본총계	7,555.6	9,400.8	11,709.9	14,265.7	17,005.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,595.6	2,700.6	2,791.6	3,124.6	3,348.6
당기순이익(손실)	990.7	1,837.2	2,459.6	2,690.7	2,874.9
유형자산감가상각비	484.8	561.2	398.3	482.4	486.8
무형자산상각비	2.8	67.9	45.2	43.3	41.4
운전자본의 증감	739.1	-138.7	-155.3	-120.6	-55.4
투자활동 현금흐름	-1,273.5	-3,564.6	-2,095.8	-1,787.5	-116.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-355.4	-1,588.1	-1,420.0	-1,420.0	-9.0
투자자산의 감소(증가)	-168.8	-612.9	-171.8	-428.7	-196.8
재무활동 현금흐름	-333.9	1,100.5	76.1	-224.5	-224.6
차입금증감	-212.9	1,772.9	300.1	0.2	0.1
자본의증가	0.0	2.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가	992.9	260.7	771.9	1,112.5	3,007.2
기초현금	949.3	1,942.2	2,202.9	2,974.9	4,087.4
기말현금	1,942.2	2,202.9	2,974.9	4,087.4	7,094.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	341,742	385,802	453,827	502,810	546,760
EPS(지배주주)	28,957	53,561	71,668	78,400	83,769
CFPS	60,880	93,730	109,166	119,468	125,800
EBITDAPS	61,233	92,585	101,530	111,960	118,960
BPS	218,440	220,879	289,472	365,202	446,248
DPS	2,500	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	5.0	4.9	4.5	4.2
PCR	4.0	2.9	3.2	2.9	2.8
PSR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
PBR	1.1	1.2	1.2	1.0	0.8
EBITDA	2,098.8	3,173.4	3,480.0	3,837.5	4,077.4
EV/EBITDA	3.8	3.4	2.8	2.3	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.2	21.7	23.4	20.8	18.4
EBITDA 이익률	17.9	24.0	22.4	22.3	21.8
부채비율	51.8	68.8	59.1	51.2	44.0
금융비용부담률	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	23.0	33.3	34.0	36.8	39.5
매출채권회전율(x)	10.4	10.6	9.6	9.2	9.0
재고자산회전율(x)	8.7	10.0	10.6	11.0	10.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 28일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 28일 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 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데케미칼(011170) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.29	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	(원) 롯데케미칼 주가 적정주가 0 100,000 200,000 300,000 400,000 500,000 600,000 '15.4 '15.10 '16.4 '16.10 '17.4
2015.05.12	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.03	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.10	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.06.30	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.07.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.05	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.08.31	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.02	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.06	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	400,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
2016.02.03	기업브리프	StrongBuy	400,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	430,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.07.29	기업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	430,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.02.03	기업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	480,000	노우호	
2017.04.05	산업분석	Buy	480,000	노우호	
2017.04.28	기업브리프	Buy	480,000	노우호	