

2017/07/26

# 롯데케미칼 (011170)

운송/정유/화학 하준영  
(2122-9213) jyha@hi-ib.com

## ECC 증설에도 여전한 밸류에이션 매력

### ■ 북미지역 ECC 증설 영향은 제한적일 전망

북미지역의 ECC 증설 영향은 제한적일 전망이다. 북미 에틸렌 증설물량은 2017년 하반기 약 400만톤, 2018년 약 500만톤인데 글로벌 수요가 연간 4~500만톤 증가하기 때문에 시장에 미치는 영향은 단기적일 것으로 예상된다. 2017년 하반기부터 본격적으로 증설된 PE 물량이 출회되기 때문에 일시적인 스프레드 감소는 있을 것이다. 다만, 2018년에는 수요가 증가하면서 제품 스프레드가 균형점을 찾아갈 것으로 예상된다.

### ■ 증설 이어지면서 동사의 외형과 이익 모두 성장 예상

동사의 증설이 이어지면서 외형과 이익도 지속 성장할 것으로 예상된다. 동사는 금년 특수고무와 타이탄 NCC 에틸렌 9만톤 증설에 이어서 2018년에는 여수 NCC 에틸렌 20만톤의 증설 설비가 가동될 예정이다. 또한 2019년에는 미국 ECC 100만톤 설비도 가동될 예정이기 때문에 향후 3년간 외형과 이익이 모두 증가할 것으로 판단한다. 비록 2017년 하반기 북미지역의 ECC 증설로 일부 제품 스프레드가 축소될 수 있겠지만 동사는 증설을 통해 지속적인 성장을 이룰 것으로 예상된다.

### ■ 여전히 부각되는 밸류에이션 매력

동사의 2Q17 실적은 매출액 35,568억원(YoY +3.4%), 영업이익 6,114억원(YoY -11.9%)을 기록하면서 낮아진 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다. 영업이익이 당초 기대보다 낮아질 것으로 예상하는 이유는 유가 하락으로 2Q17 수요가 약했고 제품 스프레드가 기대보다 빨리 축소되었기 때문이다. 이익 추정치가 낮아졌음에도 불구하고 동사의 밸류에이션 매력은 여전히 유효하다는 판단이다. 동사의 2017년 예상 PER은 6.7배로 KOSPI 화학업종 평균 PER 10.3배 대비 저평가 되어있다는 판단이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	480,000원
종가 (2017/07/24)	364,000원

#### Stock Indicator

자본금	171십억원
발행주식수	3,428만주
시가총액	12,476십억원
외국인지분율	30.1%
배당금(2016)	4,000원
EPS(2017E)	54,662원
BPS(2017E)	325,341원
ROE(2017E)	18.3%
52주 주가	268,000~407,000원
60일평균거래량	171,047주
60일평균거래대금	60.0십억원

#### Price Trend



&lt;표 1&gt; 롯데케미칼 2Q17 Preview

(단위: 억원)

	2Q16	1Q17	당사추정			컨센서스		
			2Q17	YoY	QoQ	2Q17	YoY	QoQ
매출액	34,411	39,960	35,568	3.4%	-11.0%	36,359	5.7%	-9.0%
영업이익	6,939	8,148	6,114	-11.9%	-25.0%	6,231	-10.2%	-23.5%

자료: Quantwise, 하이투자증권

&lt;표 2&gt; 롯데케미칼 부문별 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
<b>매출</b>	<b>2,684.5</b>	<b>3,441.1</b>	<b>3,426.6</b>	<b>3,671.4</b>	<b>3,996.0</b>	<b>3,556.8</b>	<b>3,479.0</b>	<b>3,430.8</b>	<b>13,223.5</b>	<b>14,462.5</b>	<b>13,969.4</b>
QoQ	-0.6%	28.2%	-0.4%	7.1%	8.8%	-11.0%	-2.2%	-1.4%	-	-	-
YoY	-4.1%	8.3%	12.9%	36.0%	48.9%	3.4%	1.5%	-6.6%	12.9%	9.4%	-3.4%
Olefin 부문	1,651.2	1,683.2	1,750.9	1,894.9	2,170.2	1,803.8	1,706.4	1,651.7	6,980.2	7,332.1	6,688.1
YoY	-5.1%	-14.9%	-7.8%	16.6%	31.4%	7.2%	-2.5%	-12.8%	-3.6%	5.0%	-8.8%
Aromatic 부문	465.2	554.7	478.2	577.9	724.1	571.9	573.7	580.4	2,076.0	2,450.1	2,320.2
YoY	-9.4%	-5.6%	-3.8%	22.7%	55.7%	3.1%	20.0%	0.4%	0.3%	18.0%	-5.3%
Titan Chemical	558.7	580.1	556.1	590.3	495.8	516.9	520.0	517.4	2,285.2	2,050.1	2,118.7
YoY	1.2%	-6.0%	-11.4%	-1.3%	-11.3%	-10.9%	-6.5%	-12.3%	-4.6%	-10.3%	3.3%
롯데첨단소재	658.5	653.0	650.8	646.9	705.2	679.1	663.8	666.3	0.0	2,609.2	2,714.4
YoY	-	-	-	-	-	4.0%	2.0%	3.0%	-	-	4.0%
<b>영업이익</b>	<b>473.6</b>	<b>693.9</b>	<b>643.2</b>	<b>733.5</b>	<b>815.2</b>	<b>611.4</b>	<b>601.7</b>	<b>588.1</b>	<b>2,544.3</b>	<b>2,616.4</b>	<b>2,743.3</b>
OPM	17.6%	20.2%	18.8%	20.0%	20.4%	17.2%	17.3%	17.1%	19.2%	18.1%	19.6%
QoQ	53.3%	46.5%	-7.3%	14.1%	11.1%	-25.0%	-1.6%	-2.3%	-	-	-
YoY	166.1%	8.5%	32.8%	137.5%	72.1%	-11.9%	-6.4%	-19.8%	57.9%	2.8%	4.9%
Olefin 부문	364.5	436.2	421.7	479.3	600.7	393.2	396.7	392.9	1,701.7	1,783.5	1,768.2
OPM	22.1%	25.9%	24.1%	25.3%	27.7%	21.8%	23.2%	23.8%	24.3%	24.1%	26.4%
YoY	81.0%	-13.1%	4.9%	102.2%	64.8%	-9.9%	-5.9%	-18.0%	26.8%	4.8%	-0.9%
Aromatic 부문	10.8	48.7	25.8	56.7	102.3	74.4	57.4	66.7	142.0	300.8	212.4
OPM	2.3%	8.8%	5.4%	9.8%	14.1%	13.0%	10.0%	11.5%	6.6%	12.2%	9.1%
YoY	흑전	153.6%	흑전	흑전	847.2%	52.7%	122.4%	17.7%	흑전	111.8%	-29.4%
Titan Chemical	89.8	152.5	125.6	144.7	69.2	62.3	78.0	61.8	512.6	271.3	475.5
OPM	16.1%	26.3%	22.6%	24.5%	14.0%	12.1%	15.0%	11.9%	22.4%	13.2%	22.4%
YoY	590.8%	29.7%	25.3%	49.5%	-22.9%	-59.1%	-37.9%	-57.3%	56.5%	-47.1%	75.3%
롯데첨단소재	97.3	88.6	82.9	68.2	70.6	81.5	69.7	66.6	337.0	288.4	287.2
OPM	-	14%	13%	10.5%	10.0%	12.0%	10.5%	10.0%	9.2%	10.6%	10.3%
YoY	-	-	-	-	-27.4%	-8.0%	-15.9%	-2.3%	-	-14.4%	-0.4%
<b>지배주주순이익</b>	<b>346.2</b>	<b>459.7</b>	<b>450.9</b>	<b>384.1</b>	<b>640.2</b>	<b>429.3</b>	<b>419.9</b>	<b>384.1</b>	<b>1,640.8</b>	<b>1,873.6</b>	<b>1,978.6</b>
NPM	12.9%	13.4%	13.2%	10.5%	16.0%	12.1%	12.1%	11.2%	12.4%	13.0%	14.2%
YoY	186.7%	-0.1%	87.8%	124.0%	85.0%	-6.6%	-6.9%	0.0%	65.3%	14.2%	5.6%

자료: 하이투자증권

&lt;표 3&gt; 북미지역 ECC 증설 계획

증설시점	기업명	위치	생산능력(천 톤/년)
2017	Dow Chemical	Freeport, TX	1,500
	Chevron Phillips Chemical	Cedar Bayou, TX	1,500
	Mexichem/Occidental Chemical	Ingliside, TX	544
	Indorama	Lake Charles, LA	370
	합계		3,914
2018	Exxon Mobil	Baytown, TX	1,500
	Appalachian Resins	Wheeling, WV	227
	Formosa Plastics Group	Point Comfort, TX	1,150
	Shin-Etsu (via Shintech)	Plaquemine, LA	500
	Sasol	Lake Charles, LA	1,550
	합계		4,927
2019	Lotte Chemical/Axiall (LACC)	Louisiana	1,000
2020	Total/Borealis/Nova	Port Arthur, TX	1,000

자료: 산업자료, 하이투자증권

&lt;그림 1&gt; 롯데케미칼 12개월 선행 PER 추이



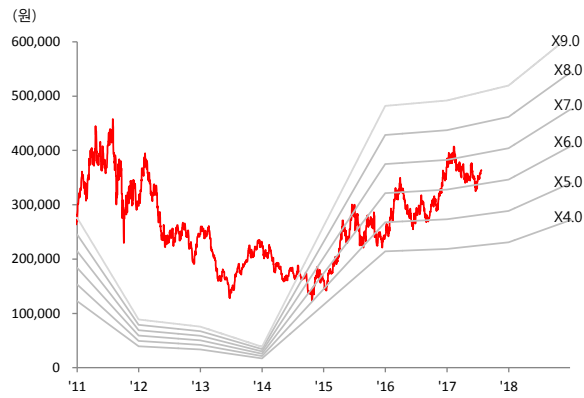
자료: Quantwise, 하이투자증권

&lt;그림 2&gt; KOSPI화학업종 12개월 선행 PER 추이



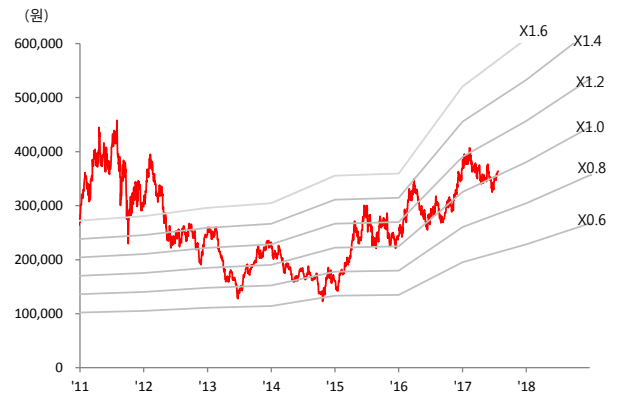
자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 3> 롯데케미칼 PER 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

<그림 4> 롯데케미칼 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,852	5,077	5,103	5,566
현금 및 현금성자산	2,203	1,320	1,446	1,533
단기금융자산	466	513	523	523
매출채권	1,552	1,461	1,397	1,570
재고자산	1,477	1,616	1,560	1,754
비유동자산	10,015	12,970	14,817	15,466
유형자산	5,547	8,069	9,720	10,163
무형자산	1,792	1,675	1,570	1,477
자산총계	15,867	18,048	19,920	21,032
유동부채	3,449	3,403	3,241	3,035
매입채무	912	997	963	1,083
단기차입금	1,415	1,315	1,215	915
유동성장기부채	331	331	331	331
비유동부채	3,017	3,417	3,518	2,564
사채	1,894	2,294	2,314	1,664
장기차입금	547	547	628	324
부채총계	6,466	6,821	6,760	5,599
지배주주지분	9,363	11,151	13,044	15,269
자본금	171	171	171	171
자본잉여금	479	479	479	479
이익잉여금	8,487	10,189	11,996	14,135
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	38	76	116	164
자본총계	9,401	11,227	13,161	15,433

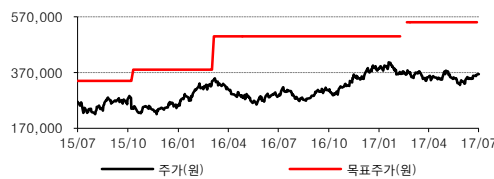
포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,224	14,463	13,969	15,703
증가율(%)	12.9	9.4	-3.4	12.4
매출원가	9,957	11,028	10,432	11,692
매출총이익	3,267	3,434	3,537	4,012
판매비와관리비	722	818	794	829
연구개발비	64	58	56	63
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,544	2,616	2,743	3,183
증가율(%)	57.9	2.8	4.9	16.0
영업이익률(%)	19.2	18.1	19.6	20.3
이자수익	29	29	32	33
이자비용	77	139	144	104
지분법이익(손실)	71	50	100	100
기타영업외손익	-43	30	14	14
세전계속사업이익	2,487	2,584	2,728	3,209
법인세비용	650	672	709	834
세전계속이익률(%)	18.8	17.9	19.5	20.4
당기순이익	1,837	1,912	2,019	2,375
순이익률(%)	13.9	13.2	14.5	15.1
지배주주귀속 순이익	1,836	1,874	1,979	2,327
기타포괄이익	86	86	86	86
총포괄이익	1,923	1,998	2,105	2,461
지배주주귀속총포괄이익	1,922	1,958	2,063	2,411

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,701	2,360	3,240	3,534
당기순이익	1,837	1,912	2,019	2,375
유형자산감가상각비	561	577	1,049	1,358
무형자산상각비	68	118	105	93
지분법관련손실(이익)	71	50	100	100
투자활동 현금흐름	-3,565	-5,502	-4,816	-3,905
유형자산의 처분(취득)	-1,577	-3,100	-2,700	-1,800
무형자산의 처분(취득)	7	-	-	-
금융상품의 증감	-177	-837	136	87
재무활동 현금흐름	1,101	87	-249	-1,504
단기금융부채의증감	835	-100	-100	-300
장기금융부채의증감	400	101	-954	-1,050
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-84	-135	-171	-171
현금및현금성자산의증감	261	-883	126	87
기초현금및현금성자산	1,942	2,203	1,320	1,446
기말현금및현금성자산	2,203	1,320	1,446	1,533

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	53,561	54,662	57,726	67,900
BPS	273,173	325,341	380,573	445,480
CFPS	71,916	74,935	91,381	110,225
DPS	4,000	5,000	5,000	5,500
Valuation(배)				
PER	6.9	6.7	6.3	5.4
PBR	1.4	1.1	1.0	0.8
PCR	5.1	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	4.5	4.6	3.8	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.7	18.3	16.4	16.4
EBITDA 이익률	24.0	22.9	27.9	29.5
부채비율	68.8	60.8	51.4	36.3
순부채비율	16.1	23.6	19.1	7.6
매출채권회전율(x)	10.3	9.6	9.8	10.6
재고자산회전율(x)	10.0	9.4	8.8	9.5

자료 : 롯데케미칼, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-26	Buy	480,000
2017-03-15(담당자변경)	Buy	550,000
2016-03-28	Buy	500,000
2015-11-02	Buy	380,000

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 하준영\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-