



2017/04/28

롯데케미칼(011170)

밸류에이션은 여전히 매력적

■ 1Q17 Review: 예상보다 컸던 타이탄 정기보수 영향

동사의 1Q17 실적은 매출액 39,960억원(YoY +48.9%), 영업이익 8,152억원(YoY +72.1%)을 기록하며 사상최대 영업이익을 간신히 기록했지만 시장의 기대치는 하회했다. 이는 말레이시아 타이탄의 정기보수 여파가 예상보다 컸기 때문이다.

올레핀사업부문은 PE/PP, MEG, BD 등 대부분 제품의 스프레드가 확대되면서 영업이익률이 27.7%로 사상최대 수준을 기록했다. 아로마틱사업부문은 중국 폴리에스터 시황이 개선되었고 현대케미칼로부터 MX를 공급받은 효과가 본격화 되면서 영업이익률이 14.1%에 도달했다. 타이탄은 2월초부터 약 45일간 정기보수를 진행했고 임차토지복구비용도 191억원 발생하면서 매출액과 영업이익이 모두 QoQ 감소했다. 롯데첨단소재는 외형은 QoQ 성장했으나 원재료 가격 인상이 판가에 전가되지 못하며 마진률이 소폭하락해 영업이익률 10.0%를 기록했다. 지분법이익은 총 606억원으로 현대케미칼 215억원, MRC 115억원, 우즈벡 93억원, 정밀화학 58억원이 인식되었다.

■ 2Q17에도 양호한 수익성 보여줄 것

동사는 2Q17에도 양호한 수익성을 시현할 것으로 예상한다. 타이탄이 정기보수를 마치고 가동률이 상승하면서 영업이익이 증가하고, 롯데첨단소재의 경우 원재료인 SM과 BD가격이 하락하면서 스프레드가 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 다만, 제품 스프레드 축소로 올레핀사업부문과 아로마틱사업부문의 영업이익은 감소할 전망이다.

동사의 주가는 2017년 예상 기준 PER 5.4배로 여전히 저평가 되었다는 판단이다. 동사의 현재 PER 배수는 금융위기 이 후 가장 낮은 수준이다. 1Q17 영업이익이 시장 기대치를 하회했지만 이제는 지나간 실적보다는 동사가 연간 영업이익이 3조원에 육박하는 회사로 한 체급 성장한 점에 주목해야 한다는 판단이다.

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

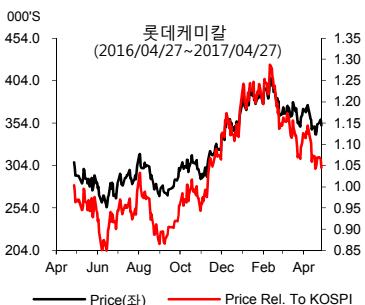
Buy(Maintain)

| | |
|--------------------|----------|
| 목표주가(6M) | 550,000원 |
| 종가 (2017/04/27) | 351,500원 |

Stock Indicator

| | |
|------------|------------------|
| 자본금 | 171십억원 |
| 발행주식수 | 3,428만주 |
| 시가총액 | 12,048십억원 |
| 외국인지분율 | 31.3% |
| 배당금(2016) | 4,000원 |
| EPS(2017E) | 63,040원 |
| BPS(2017E) | 334,295원 |
| ROE(2017E) | 20.8% |
| 52주 주가 | 255,000~407,000원 |
| 60일평균거래량 | 144,935주 |
| 60일평균거래대금 | 53.4십억원 |

Price Trend



COMPANY BRIEF

<표 1> 롯데케미칼 1Q17 Review

| | 1Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 증감률 | | 컨센서스 | |
|------|---------|---------|---------|-------|-------|---------|-------|
| | | | | YoY | QoQ | 1Q17 | 차이 |
| 매출액 | 2,684.5 | 3,671.4 | 3,996.0 | 48.9% | 8.8% | 3,870.0 | 3.3% |
| 영업이익 | 473.6 | 733.6 | 815.2 | 72.1% | 11.1% | 856.1 | -4.8% |
| OPM | 17.6% | 20.0% | 20.4% | - | - | 22.1% | - |
| 순이익 | 346.2 | 579.0 | 639.2 | 84.7% | 10.4% | 644.1 | -0.8% |

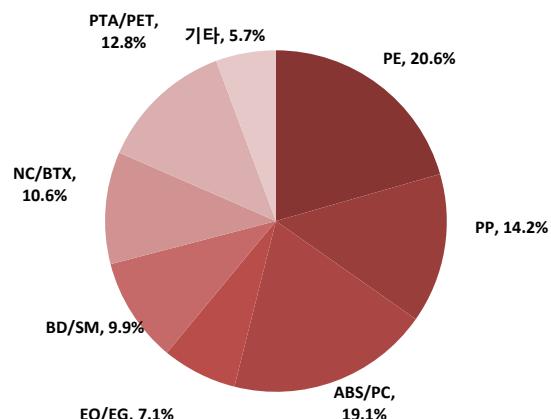
자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 2> 롯데케미칼 부문별 실적추이 및 전망

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | (단위: 십억원) | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|----------|----------|
| | | | | | | | | | 2016 | 2017E | 2018E |
| 매출 | 2,684.5 | 3,441.1 | 3,426.6 | 3,671.4 | 3,996.0 | 3,531.7 | 3,546.7 | 3,699.3 | 13,223.5 | 14,773.7 | 15,463.4 |
| QoQ | -0.6% | 28.2% | -0.4% | 7.1% | 8.8% | -11.6% | 0.4% | 4.3% | - | - | - |
| YoY | -4.1% | 8.3% | 12.9% | 36.0% | 48.9% | 2.6% | 3.5% | 0.8% | 12.9% | 11.7% | 4.7% |
| Olefin 부문 | 1,651.2 | 1,683.2 | 1,750.9 | 1,894.9 | 2,170.2 | 1,730.4 | 1,713.0 | 1,787.5 | 6,980.2 | 7,401.1 | 7,552.2 |
| YoY | -5.1% | -14.9% | -7.8% | 16.6% | 31.4% | 2.8% | -2.2% | -5.7% | -3.6% | 6.0% | 2.0% |
| Aromatic 부문 | 465.2 | 554.7 | 478.2 | 577.9 | 724.1 | 601.9 | 607.7 | 637.7 | 2,076.0 | 2,571.4 | 2,590.6 |
| YoY | -9.4% | -5.6% | -3.8% | 22.7% | 55.7% | 8.5% | 27.1% | 10.3% | 0.3% | 23.9% | 0.7% |
| Titan Chemical | 558.7 | 580.1 | 556.1 | 590.3 | 495.8 | 535.3 | 547.2 | 592.8 | 2,285.2 | 2,171.1 | 2,478.2 |
| YoY | 1.2% | -6.0% | -11.4% | -1.3% | -11.3% | -7.7% | -1.6% | 0.4% | -4.6% | -5.0% | 14.1% |
| 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% |
| 영업이익 | 473.6 | 693.9 | 643.2 | 733.5 | 815.2 | 692.9 | 639.6 | 674.6 | 2,544.3 | 2,822.3 | 2,945.1 |
| OPM | 17.6% | 20.2% | 18.8% | 20.0% | 20.4% | 19.6% | 18.0% | 18.2% | 19.2% | 19.1% | 19.0% |
| QoQ | 53.3% | 46.5% | -7.3% | 14.1% | 11.1% | -15.0% | -7.7% | 5.5% | - | - | - |
| YoY | 166.1% | 8.5% | 32.8% | 137.5% | 72.1% | -0.1% | -0.6% | -8.0% | 57.9% | 10.9% | 4.4% |
| Olefin 부문 | 364.5 | 436.2 | 421.7 | 479.3 | 600.7 | 437.3 | 427.7 | 455.1 | 1,701.7 | 1,920.7 | 2,034.4 |
| OPM | 22.1% | 25.9% | 24.1% | 25.3% | 27.7% | 25.3% | 25.0% | 25.5% | 24.3% | 25.8% | 26.9% |
| YoY | 81.0% | -13.1% | 4.9% | 102.2% | 64.8% | 0.2% | 1.4% | -5.1% | 26.8% | 12.9% | 5.9% |
| Aromatic 부문 | 10.8 | 48.7 | 25.8 | 56.7 | 102.3 | 72.2 | 51.0 | 51.0 | 142.0 | 276.6 | 171.6 |
| OPM | 2.3% | 8.8% | 5.4% | 9.8% | 14.1% | 12.0% | 8.4% | 8.0% | 6.6% | 10.6% | 6.6% |
| YoY | 흑전 | 153.6% | 흑전 | 흑전 | 847.2% | 48.3% | 97.9% | -10.0% | 흑전 | 94.8% | -38.0% |
| Titan Chemical | 89.8 | 152.5 | 125.6 | 144.7 | 69.2 | 98.6 | 91.1 | 101.9 | 512.6 | 360.8 | 460.9 |
| OPM | 16.1% | 26.3% | 22.6% | 24.5% | 14.0% | 18.4% | 16.7% | 17.2% | 22.4% | 16.6% | 18.6% |
| YoY | 590.8% | 29.7% | 25.3% | 49.5% | -22.9% | -35.4% | -27.4% | -29.6% | 56.5% | -29.6% | 27.7% |
| 롯데첨단소재 | 97.3 | 88.6 | 82.9 | 68.2 | 70.6 | 84.9 | 69.7 | 66.6 | 337.0 | 291.8 | 278.2 |
| OPM | - | 14% | 13% | 10.5% | 10.0% | 12.5% | 10.5% | 10.0% | 9.2% | 10.8% | 10.0% |
| YoY | - | - | - | - | -27.4% | -4.2% | -15.9% | -2.3% | - | -13.4% | -4.7% |
| 지배주주순이익 | 346.2 | 459.7 | 450.9 | 513.1 | 639.2 | 530.8 | 477.5 | 513.1 | 1,769.9 | 2,160.7 | 2,256.9 |
| NPM | 12.9% | 13.4% | 13.2% | 14.0% | 16.0% | 15.0% | 13.5% | 13.9% | 13.4% | 14.6% | 14.6% |
| YoY | 186.7% | -0.1% | 87.8% | 199.3% | 84.7% | 15.5% | 5.9% | 0.0% | 78.3% | 22.1% | 4.5% |

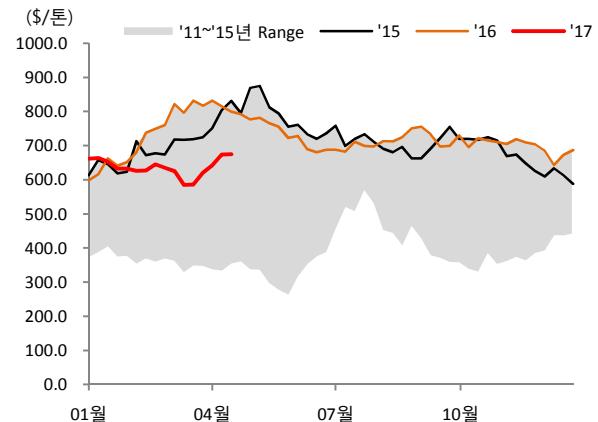
자료: 하이투자증권

<그림 1> 롯데케미칼 매출 구성(2016년 기준)



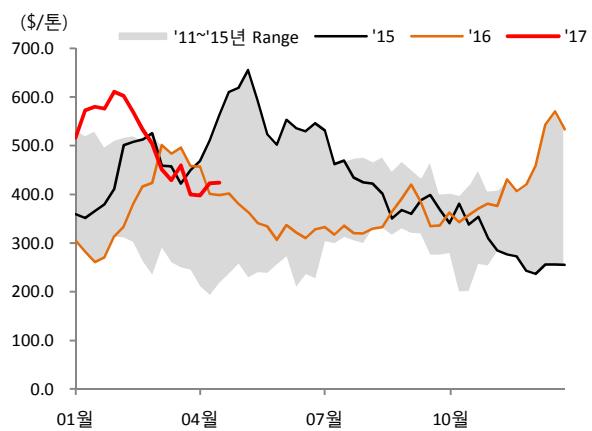
자료: 롯데케미칼, 하이투자증권

<그림 2> HDPE 스프레드 추이



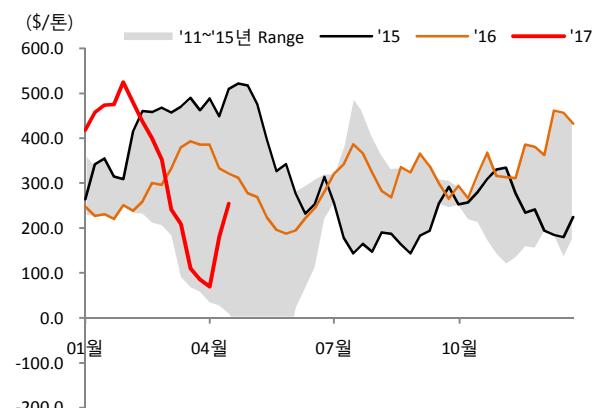
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 3> MEG 스프레드 추이



자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 4> ABS-AN/BD/SM(4W Lagging) 스프레드 추이



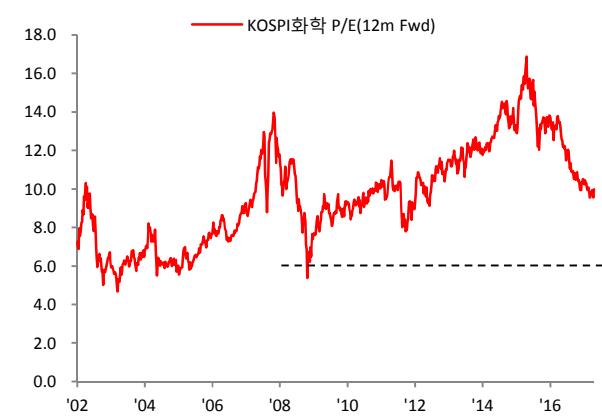
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 롯데케미칼 12개월 선행 PER 추이



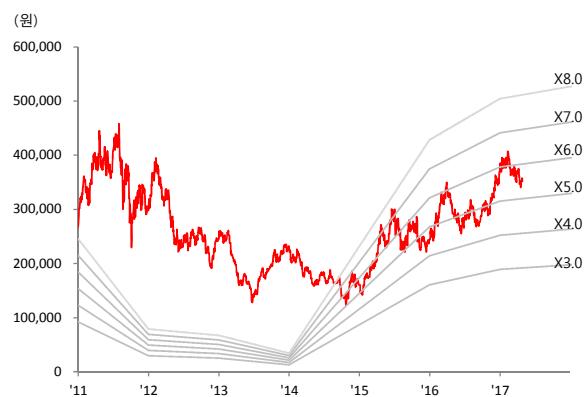
자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 6> KOSPI 화학업종 12개월 선행 PER 추이



자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 7> 롯데케미칼 PER 밴드



자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 8> 롯데케미칼 PBR 밴드



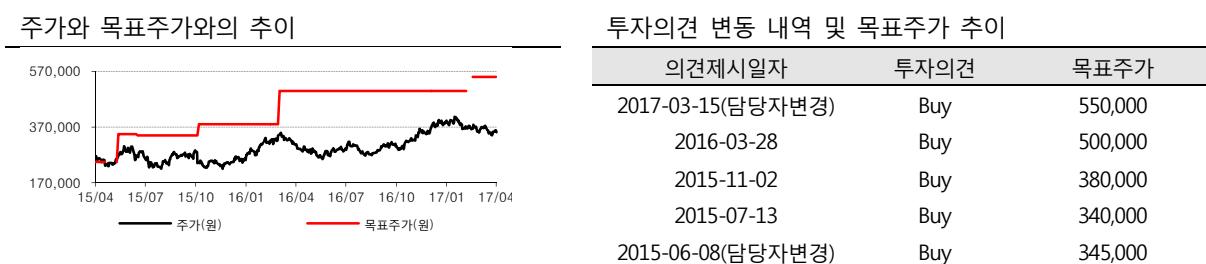
자료: Cischem, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | (단위:십억원) | | | | 포괄손익계산서 | | (단위:십억원, %) | | | |
|------------|--|----------|--------|--------|--------|-------------|--|-------------|--------|--------|--------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 유동자산 | | 5,852 | 5,090 | 5,307 | 5,668 | 매출액 | | 13,224 | 14,774 | 15,463 | 16,215 |
| 현금 및 현금성자산 | | 2,203 | 1,266 | 1,333 | 1,515 | 증가율(%) | | 12.9 | 11.7 | 4.7 | 4.9 |
| 단기금융자산 | | 466 | 513 | 523 | 534 | 매출원가 | | 9,957 | 11,178 | 11,721 | 12,182 |
| 매출채권 | | 1,552 | 1,492 | 1,546 | 1,622 | 매출총이익 | | 3,267 | 3,595 | 3,742 | 4,034 |
| 재고자산 | | 1,477 | 1,650 | 1,727 | 1,811 | 판매비와관리비 | | 722 | 773 | 797 | 853 |
| 비유동자산 | | 10,015 | 13,180 | 15,187 | 15,990 | 연구개발비 | | 64 | 59 | 62 | 65 |
| 유형자산 | | 5,547 | 8,069 | 9,720 | 10,163 | 기타영업수익 | | - | - | - | - |
| 무형자산 | | 1,792 | 1,724 | 1,661 | 1,601 | 기타영업비용 | | - | - | - | - |
| 자산총계 | | 15,867 | 18,270 | 20,495 | 21,658 | 영업이익 | | 2,544 | 2,822 | 2,945 | 3,181 |
| 유동부채 | | 3,449 | 3,456 | 3,403 | 3,155 | 증가율(%) | | 57.9 | 10.9 | 4.4 | 8.0 |
| 매입채무 | | 912 | 1,018 | 1,066 | 1,118 | 영업이익률(%) | | 19.2 | 19.1 | 19.0 | 19.6 |
| 단기차입금 | | 1,415 | 1,315 | 1,215 | 915 | 이자수익 | | 29 | 28 | 30 | 33 |
| 유동성장기부채 | | 331 | 331 | 331 | 331 | 이자비용 | | 77 | 136 | 140 | 100 |
| 비유동부채 | | 3,017 | 3,317 | 3,418 | 2,464 | 지분법이익(손실) | | 71 | 210 | 220 | 220 |
| 사채 | | 1,894 | 2,194 | 2,214 | 1,564 | 기타영업외손익 | | -43 | 14 | 14 | 14 |
| 장기차입금 | | 547 | 547 | 628 | 324 | 세전계속사업이익 | | 2,487 | 2,922 | 3,052 | 3,331 |
| 부채총계 | | 6,466 | 6,773 | 6,821 | 5,619 | 법인세비용 | | 650 | 760 | 794 | 866 |
| 지배주주지분 | | 9,363 | 11,458 | 13,632 | 15,996 | 세전계속이익률(%) | | 18.8 | 19.8 | 19.7 | 20.5 |
| 자본금 | | 171 | 171 | 171 | 171 | 당기순이익 | | 1,837 | 2,162 | 2,259 | 2,465 |
| 자본잉여금 | | 479 | 479 | 479 | 479 | 순이익률(%) | | 13.9 | 14.6 | 14.6 | 15.2 |
| 이익잉여금 | | 8,487 | 10,496 | 12,585 | 14,862 | 지배주주귀속 순이익 | | 1,836 | 2,161 | 2,257 | 2,463 |
| 기타자본항목 | | - | - | - | - | 기타포괄이익 | | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 비지배주주지분 | | 38 | 39 | 41 | 43 | 총포괄이익 | | 1,923 | 2,248 | 2,345 | 2,551 |
| 자본총계 | | 9,401 | 11,497 | 13,673 | 16,039 | 지배주주귀속총포괄이익 | | 1,922 | 2,247 | 2,343 | 2,549 |

| 현금흐름표 | | (단위:십억원) | | | | 주요투자지표 | | | | | |
|--------------|--|----------|--------|--------|--------|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름 | | 2,701 | 2,563 | 3,267 | 3,768 | 주당지표(원) | | | | | |
| 당기순이익 | | 1,837 | 2,162 | 2,259 | 2,465 | EPS | | 53,561 | 63,040 | 65,846 | 71,855 |
| 유형자산감가상각비 | | 561 | 577 | 1,049 | 1,358 | BPS | | 273,173 | 334,295 | 397,733 | 466,689 |
| 무형자산상각비 | | 68 | 68 | 64 | 60 | CFPS | | 71,916 | 81,864 | 98,305 | 113,201 |
| 지분법관련손실(이익) | | 71 | 210 | 220 | 220 | DPS | | 4,000 | 4,500 | 5,000 | 5,500 |
| 투자활동 현금흐름 | | -3,565 | -5,662 | -4,936 | -4,036 | Valuation(배) | | | | | |
| 유형자산의 처분(취득) | | -1,577 | -3,100 | -2,700 | -1,800 | PER | | 6.9 | 5.6 | 5.3 | 4.9 |
| 무형자산의 처분(취득) | | 7 | - | - | - | PBR | | 14 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| 금융상품의 증감 | | -177 | -890 | 77 | 192 | PCR | | 5.1 | 4.3 | 3.6 | 3.1 |
| 재무활동 현금흐름 | | 1,101 | -13 | -229 | -1,501 | EV/EBITDA | | 4.5 | 4.2 | 3.6 | 2.9 |
| 단기금융부채의증감 | | 835 | -100 | -100 | -300 | Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 장기금융부채의증감 | | 300 | 101 | -954 | -700 | ROE | | 21.7 | 20.8 | 18.0 | 16.6 |
| 자본의증감 | | - | - | - | - | EBITDA 이익률 | | 24.0 | 23.5 | 26.2 | 28.4 |
| 배당금지급 | | -84 | -135 | -152 | -168 | 부채비율 | | 68.8 | 58.9 | 49.9 | 35.0 |
| 현금및현금성자산의증감 | | 261 | -937 | 67 | 182 | 순부채비율 | | 16.1 | 22.7 | 18.5 | 6.8 |
| 기초현금및현금성자산 | | 1,942 | 2,203 | 1,266 | 1,333 | 매출채권회전율(x) | | 10.3 | 9.7 | 10.2 | 10.2 |
| 기밀현금및현금성자산 | | 2,203 | 1,266 | 1,333 | 1,515 | 재고자산회전율(x) | | 10.0 | 9.4 | 9.2 | 9.2 |

자료 : 롯데케미칼, 하이투자증권 리서치센터



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 돋기 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 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 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 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

| 구분 | 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|------------|--------|--------|----|
| 투자의견 비율(%) | 87.3 % | 12.7 % | - |