

2017/04/28

롯데케미칼 (011170)

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

밸류에이션은 여전히 매력적

Buy (Maintain)

■ 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 갱신했지만 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. **아로마틱사업부문**은 중국 폴리에스터 시황이 개선되었고 현대케미칼로부터 MX를 공급받은 효과가 본격화 되면서 영업이익률이 14.1%에 도달했다. **타이탄**은 2월초부터 약 45일간 정기보수를 진행했고 임차토지복구비용도 191억원 발생하면서 매출액과 영업이익이 모두 QoQ 감소했다. **롯데첨단소재**는 외형은 QoQ 성장했으나 원재료 가격 인상이 판가에 전가되지 못하며 마진률이 소폭 하락해 영업이익률 10.0%를 기록했다. **지분법이익**은 총 606억원으로 현대케미칼 215억원, MRC 115억원, 우즈벡 93억원, 정밀화학 58억원이 인식되었다.

■ 2Q17에도 양호한 수익성 보여줄 것

동사는 2Q17에도 양호한 수익성을 시현할 것으로 예상된다. 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.

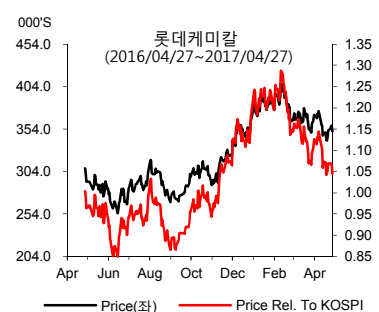
동사의 주가는 2017년 예상 기준 PER 5.4배로 여전히 저평가 되었다는 판단이다. 동사의 현재 PER 배수는 금융위기 이후 가장 낮은 수준이다. 1Q17 영업이익이 시장 기대치를 하회했지만 이제는 지나간 실적보다는 동사가 연간 영업이익이 3조원에 육박하는 회사로 한 체급 성장한 점에 주목해야한다는 판단이다.

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



<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%

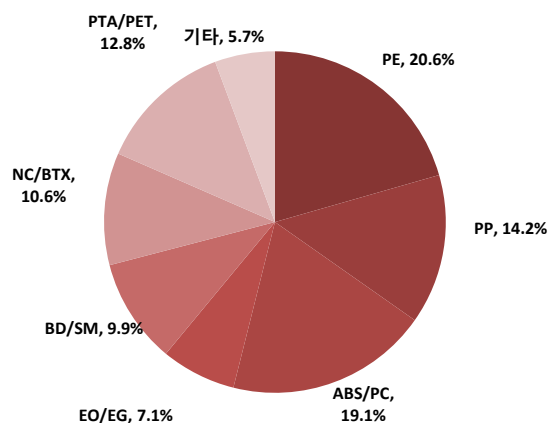
자료: Quantwise, 하이투자증권

<표 2> 롯데케미칼 부문별 실적추이 및 전망

									(단위: 십억원)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	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%

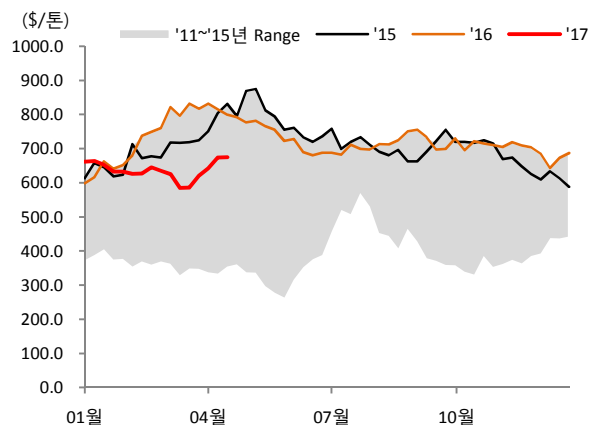
자료: 하이투자증권

<그림 1> 롯데케미칼 매출 구성(2016 년 기준)



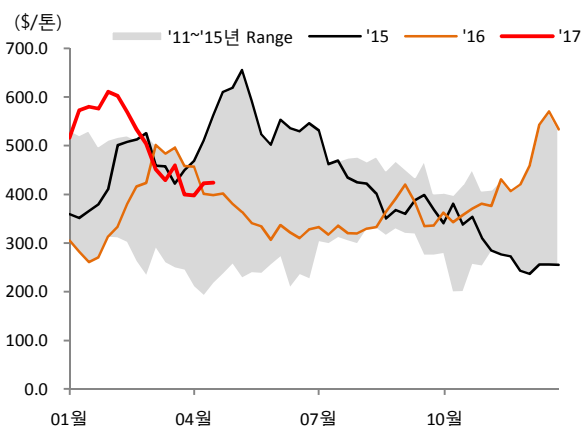
자료: 롯데케미칼, 하이투자증권

<그림 2> HDPE 스프레드 추이



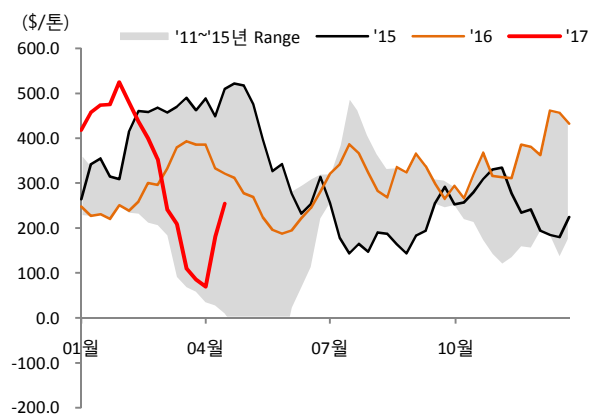
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 3> MEG 스프레드 추이



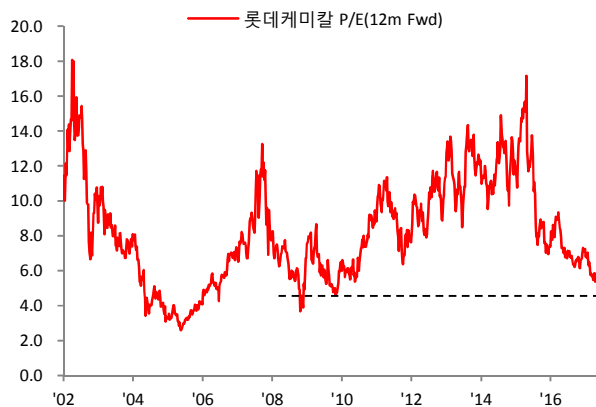
자료: Cischem, 하이투자증권

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



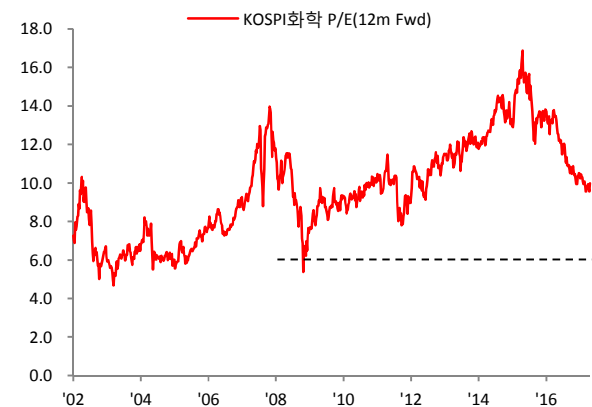
자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 5> 롯데케미칼 12 개월 선행 PER 추이



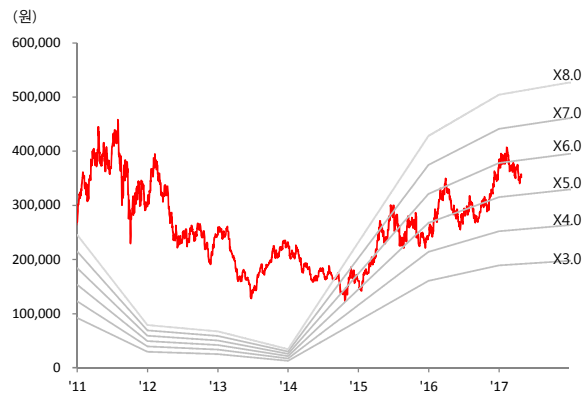
자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 6> KOSPI 화학업종 12 개월 선행 PER 추이



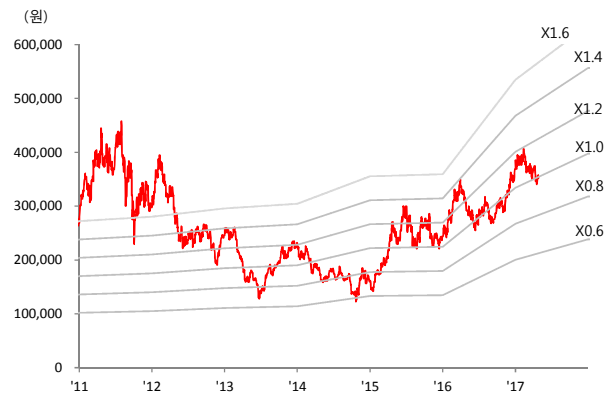
자료: Quantwise, 하이투자증권

<그림 7> 롯데케미칼 PER 밴드



자료: Cischem, 하이투자증권

<그림 8> 롯데케미칼 PBR 밴드



자료: Cischem, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,852	5,090	5,307	5,668
현금 및 현금성자산	2,203	1,266	1,333	1,515
단기금융자산	466	513	523	534
매출채권	1,552	1,492	1,546	1,622
재고자산	1,477	1,650	1,727	1,811
비유동자산	10,015	13,180	15,187	15,990
유형자산	5,547	8,069	9,720	10,163
무형자산	1,792	1,724	1,661	1,601
자산총계	15,867	18,270	20,495	21,658
유동부채	3,449	3,456	3,403	3,155
매입채무	912	1,018	1,066	1,118
단기차입금	1,415	1,315	1,215	915
유동성장기부채	331	331	331	331
비유동부채	3,017	3,317	3,418	2,464
사채	1,894	2,194	2,214	1,564
장기차입금	547	547	628	324
부채총계	6,466	6,773	6,821	5,619
지배주주지분	9,363	11,458	13,632	15,996
자본금	171	171	171	171
자본잉여금	479	479	479	479
이익잉여금	8,487	10,496	12,585	14,862
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	38	39	41	43
자본총계	9,401	11,497	13,673	16,039

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,224	14,774	15,463	16,215
증가율(%)	12.9	11.7	4.7	4.9
매출원가	9,957	11,178	11,721	12,182
매출총이익	3,267	3,595	3,742	4,034
판매비와관리비	722	773	797	853
연구개발비	64	59	62	65
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	2,544	2,822	2,945	3,181
증가율(%)	57.9	10.9	4.4	8.0
영업이익률(%)	19.2	19.1	19.0	19.6
이자수익	29	28	30	33
이자비용	77	136	140	100
지분법이익(손실)	71	210	220	220
기타영업외손익	-43	14	14	14
세전계속사업이익	2,487	2,922	3,052	3,331
법인세비용	650	760	794	866
세전계속이익률(%)	18.8	19.8	19.7	20.5
당기순이익	1,837	2,162	2,259	2,465
순이익률(%)	13.9	14.6	14.6	15.2
지배주주귀속 순이익	1,836	2,161	2,257	2,463
기타포괄이익	86	86	86	86
총포괄이익	1,923	2,248	2,345	2,551
지배주주귀속총포괄이익	1,922	2,247	2,343	2,549

현금흐름표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2,701	2,563	3,267	3,768
당기순이익	1,837	2,162	2,259	2,465
유형자산감가상각비	561	577	1,049	1,358
무형자산상각비	68	68	64	60
지분법관련손실(이익)	71	210	220	220
투자활동 현금흐름	-3,565	-5,662	-4,936	-4,036
유형자산의 처분(취득)	-1,577	-3,100	-2,700	-1,800
무형자산의 처분(취득)	7	-	-	-
금융상품의 증감	-177	-890	77	192
재무활동 현금흐름	1,101	-13	-229	-1,501
단기금융부채의증감	835	-100	-100	-300
장기금융부채의증감	300	101	-954	-700
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-84	-135	-152	-168
현금및현금성자산의증감	261	-937	67	182
기초현금및현금성자산	1,942	2,203	1,266	1,333
기말현금및현금성자산	2,203	1,266	1,333	1,515

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	53,561	63,040	65,846	71,855
BPS	273,173	334,295	397,733	466,689
CFPS	71,916	81,864	98,305	113,201
DPS	4,000	4,500	5,000	5,500
Valuation(배)				
PER	6.9	5.6	5.3	4.9
PBR	1.4	1.1	0.9	0.8
PCR	5.1	4.3	3.6	3.1
EV/EBITDA	4.5	4.2	3.6	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.7	20.8	18.0	16.6
EBITDA 이익률	24.0	23.5	26.2	28.4
부채비율	68.8	58.9	49.9	35.0
순부채비율	16.1	22.7	18.5	6.8
매출채권회전율(x)	10.3	9.7	10.2	10.2
재고자산회전율(x)	10.0	9.4	9.2	9.2

자료 : 롯데케미칼, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-03-15(담당자변경)	Buy	550,000
2016-03-28	Buy	500,000
2015-11-02	Buy	380,000
2015-07-13	Buy	340,000
2015-06-08(담당자변경)	Buy	345,000

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 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

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

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-03-31 기준

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