



BUY(Maintain)

목표주가: 580,000원

주가(12/8): 357,000원

시가총액: 122,363억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/8)	2,464.00pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	416,500원	325,000원
등락률	-14.29%	9.85%
수익률	절대	상대
1W	-3.1%	0.4%
6M	1.1%	-3.0%
1Y	-1.7%	-18.9%

Company Data

발행주식수	34,275천주
일평균 거래량(3M)	118천주
외국인 지분율	31.89%
배당수익률(17E)	2.24%
BPS(17E)	336,417원
주요 주주	롯데물산 외 3인 국민연금관리공단
	53.51% 9.75%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	132,235	163,967	188,947	207,361
보고영업이익	25,443	28,975	32,437	36,612
핵심영업이익	25,443	28,975	32,437	36,612
EBITDA	31,734	34,710	39,095	44,102
세전이익	24,874	30,996	34,057	38,103
순이익	18,372	23,310	25,543	28,578
자배주주지분순이익	18,358	3,019	24,941	27,904
EPS(원)	53,561	67,160	72,765	81,411
증감률(%YoY)	85.0	25.4	8.3	11.9
PER(배)	6.9	5.3	4.9	4.4
PBR(배)	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.5	3.8	3.2	2.6
보고영업이익률(%)	19.2	17.7	17.2	17.7
핵심영업이익률(%)	19.2	17.7	17.2	17.7
ROE(%)	21.7	22.2	20.1	18.
순부채비율(%)	16.1	8.0	0.9	-6.4

Price Trend



기업브리프

롯데케미칼 (011170)

PMMA/PC/가성소다/ECH 등도 좋아지고 있다



롯데케미칼은 제품믹스 개선 효과로 영업단도 실적 호조세가 지속되고 있는 가운데, 롯데정밀화학/현대케미칼/롯데엠시시/우즈베키스탄 에탄 크래커 등 지분법 업체의 실적 개선으로 세전이익이 영업이익을 상회하는 구조로 변경되었습니다. 또한 미국 에탄 크래커 가동에 대한 걱정이 많지만, 동사의 PE부문 매출 비중은 21%에 불과하며, 내년에도 PP, ABS/PC, EO/EG, BD/SM, NC/BTX, PTA/PET 등 전부문의 실적 호조세가 지속될 전망입니다. 올해 200번째 리포트를 롯데케미칼로 발간합니다.

>>> 세전이익, 영업이익을 상회하다

내년에도 롯데케미칼의 세전이익은 영업이익을 상회할 전망이다. 제품믹스 개선 효과로 영업단도 실적 호조세가 이어질 것으로 전망되는 가운데, 롯데정밀화학/현대케미칼/롯데엠시시/우즈베키스탄 에탄 크래커 등 지분법 업체의 이익이 내년에도 개선되기 때문이다. 동사의 지분법이익은 작년 714억원에서 올해 3,155억원, 내년 3,600억원으로 증가할 전망이다.

1) 롯데정밀화학(지분율 31.5%)은 중국 환경 규제 강화 및 유럽 전해조 설비의 전환으로 가성소다/ECH부문의 실적 개선이 최근 두드러지고 있다. 특히 ECH에는 연간 400~500억원의 적자를 기록하였는데, 경쟁 공법(글리세린)의 경제성 급감 및 에폭시 수급 타이트로 최근 마진율이 급속히 개선되고 있다.

2) 롯데엠시시(미쓰비시케미칼과 합작, 지분율 50%)는 여수/대산에서 MMA 및 그 유도체(PMMA, MAA, HEMA 등)를 생산하고 있다. PMMA/MMA는 PC/ABS 등 대체 제품의 가격 상승, 역내/외 공급 차질 발생(예: 중국 환경 규제로 ACH 공법 관련 트러블) 및 자동차/인조대리석 향 수요 개선으로 최근 마진이 급등하고 있다. 이에 롯데엠시시의 영업이익은 작년 620억원에서 올해 1,810억원으로 192% 증가할 전망이다. 또한 영업이익률도 지난 3분기 부터 32%를 상회하고 있다.

3) 현대케미칼(현대오일뱅크과 합작, 지분율 40%)은 가동 이후 실적 호조세가 이어지고 있다. 특히 MX, 경질 나프타 통합 효과로 동사의 아로마틱 및 올레핀부문의 원가 감소 효과도 동시에 발생하고 있다. 또한 최근 유가 상승으로 CFU 가동에 따른 재고평가이익도 고려할 필요가 있어 보인다.

4) 우즈베키스탄 크래커(지분율 24.5%)도 실적 개선세가 지속되고 있으며, 동 크래커는 GSP(Gas Separate Plant)의 통합으로 에탄이 통합되지 못한 미국 에탄 크래커 대비 경제성이 높은 설비로 평가된다. 또한 동사의 우즈베키스탄 사업은 지난 9월 최초 배당수익률을 실현한 것으로 보이며, 향후 25년간 연간 약 600억원 이상의 수익이 지속될 전망이다.

>> 내년, 상고하고

내년에도 분기별로 모멘텀이 이어지며, 추가 상고하고 패턴이 예상된다. 아래에 분기별로 우리의 생각을 간단히 부연한다.

1) 1분기는 전반적인 화학제품 가격의 강세 전환을 고려할 필요가 있어 보인다. 중국의 폐플라스틱 및 대기질 규제가 내년 1분기부터 역내 수급에 본격 반영될 것으로 전망되는 가운데, 2월 춘절에 따른 재고 축적 수요가 발생할 가능성이 크기 때문이다. 또한 물량 측면에서는 롯데케미칼 타이탄 NCC 리벳팅 효과(에틸렌 +9.3만톤, 프로필렌 +12.7만톤, BTX +13.4만톤)가 내년 1분기부터 실적에 본격적으로 반영될 전망이다. 동 리벳팅은 K-Cot 기술을 활용하여 프로필렌 수율이 좋다. 또한 에틸렌 추가 증설로 부족하였던 인도네시아 PE 설비의 에틸렌 과부족이 일정 부분 해소될 것으로 보인다.

2) 2분기는 지연된 일부 에탄 크래커의 가동에도 불구하고, 계절적 성수기 효과로 화학제품의 수요 증가가 전망된다.

3) 3분기는 계절적 성수기 효과가 이어지는 가운데, 역내/외 크래커의 정기보수 확대로 실적 호조세가 이어질 전망이다. 또한 롯데케미칼 타이탄은 올해 상반기 PP 20만톤을 완공하고, 3분기부터 본격 판매에 나설 계획이다. 참고로 메탄올 및 석탄 가격의 상승으로 PP는 내년에도 견조한 수익률을 지속할 것으로 보인다.

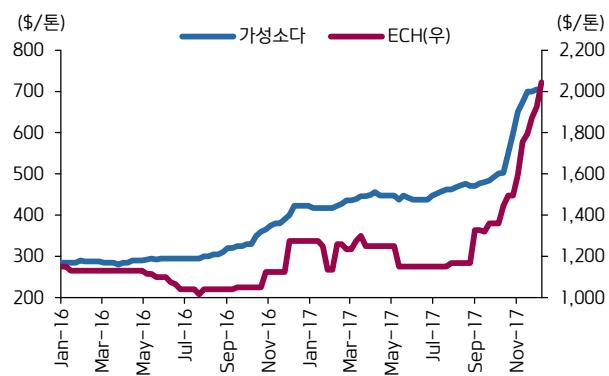
4) 4분기는 미국 크래커 완공 및 여수 크래커의 증설을 고려할 필요가 있다. 동사는 여수 공장에 약 3,000억원(가스터빈발전기 470억원 포함)을 투자하며, 3번째 크래커 증설을 진행 중에 있다. 내년 10월 완공 후 내후년부터 본격적인 상업 생산에 들어갈 전망이다. 현재 제품 가격을 고려 시 매출액 5,000억원 이상이 추가될 것으로 보인다. 또한 미국에서 진행 중인 에탄 크래커 사업도 내년 4분기 중 기계적 완공 후 내후년부터 본격 가동이 전망된다. 북미 에틸렌 가격의 디스카운트로 에틸렌 외부 판매 매출액은 크지 않을 전망이지만, MEG는 차별화된 마진율을 기록할 것으로 예상된다.

>> PE만 생산하는 회사가 아니다

미국dml 에탄 크래커 가동에 따른 PE 스프레드 축소 전망에도 불구하고, 동사의 실적은 내년에도 호조세를 이어갈 전망이다. PE를 제외한, PP, ABS/PC, EO/EG, BD/SM, NC/BTX, PTA/PET 등 전 사업부문이 수급 개선으로 양호한 스프레드를 지속할 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 ABS/PC부문 매출 비중이 19%까지 올라온 가운데, PE부문 매출 비중은 현재 21%에 불과하다. 우리는 현재 미국 에탄 크래커 가동에 따른 우려가 과도하다는 판단이다.

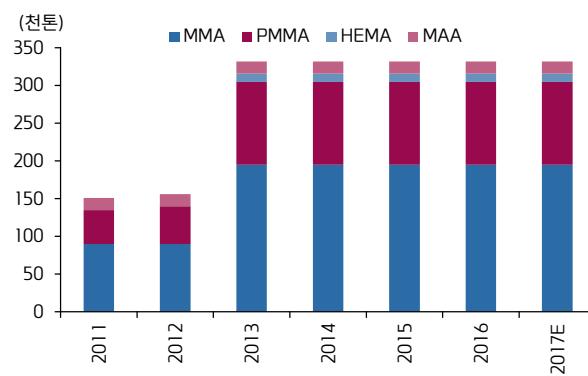
수요 성장성이 큰 시장 진출(동남아시아 나프타 크래커 추가 투자) 및 원재료 투입 믹스 개선 효과(미국 에탄 크래커, 여수 LPG 크래커)를 고려할 필요가 있어 보인다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 제품 믹스(지분법 포함) 개선을 고려해 목표주가는 580,000원으로 상향 조정한다. 화학주 Top-Pick 유지한다.

가성소다/ECH 가격 추이



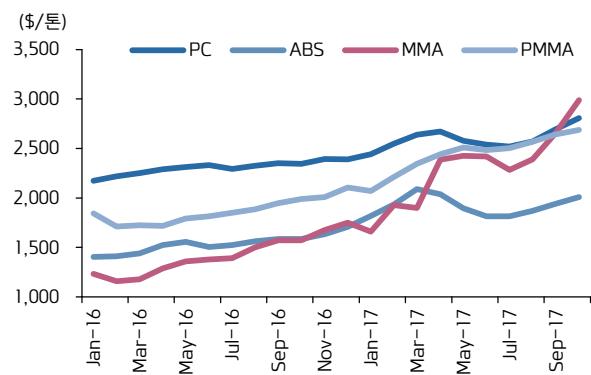
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

롯데엠시시 MMA/PMMA/HEMA/MAA 생산능력 추이



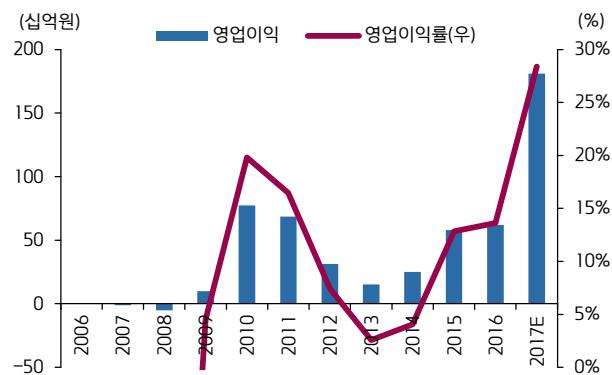
자료: 롯데엠시시, KPIA, 키움증권 리서치

PC/ABS/MMA/PMMA 가격 추이



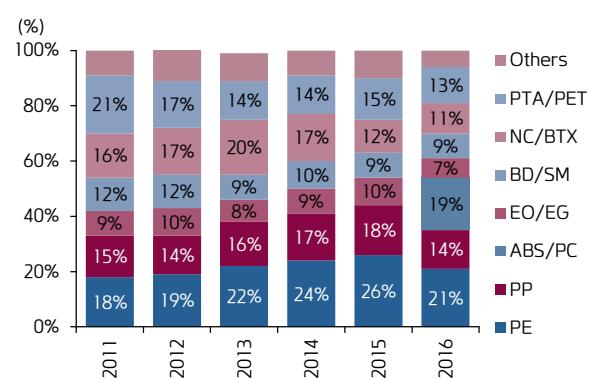
자료: KITA, 키움증권 리서치

롯데엠시시 영업이익/영업이익률 추이



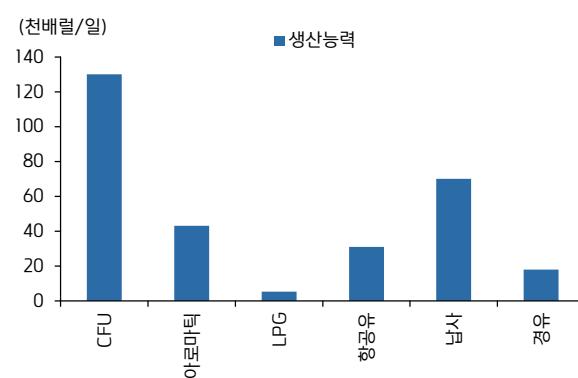
자료: 롯데엠시시, 키움증권 리서치

롯데케미칼 제품별 매출액 비중 추이(연결)



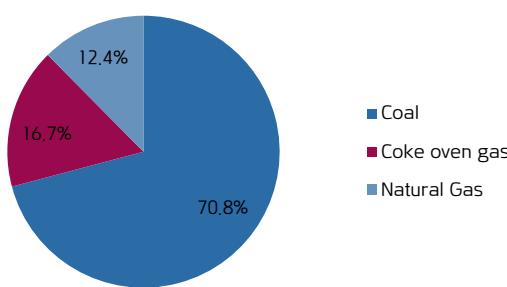
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

현대케미칼(롯데케미칼/현대오일뱅크) 생산능력 현황



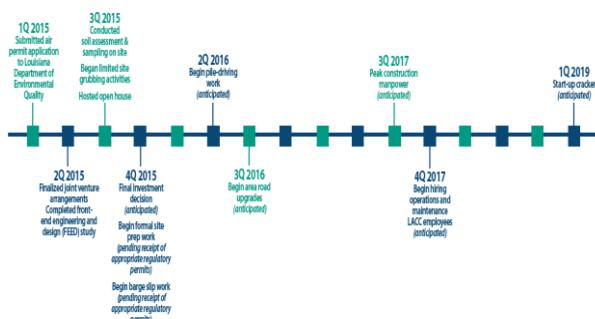
자료: 현대케미칼, 키움증권 리서치

중국 메탄올 원재료 비중 현황(2017년)



자료: CCFG, 키움증권 리서치

롯데케미칼 미국 에탄 크래커 프로젝트 마일스톤



자료: LACC, 키움증권 리서치

롯데케미칼 타이탄 프로젝트 업데이트

	위치	생산능력	상태	기계적 완공
TE3	Pasir Gudang, Johor	- 에틸렌 9.3 만톤	4Q17 상업 가동	100%
		- 프로필렌 17 만톤		
		- BTX 9.3 만톤		
PP3	Pasir Gudang, Johor	- PP 20 만톤	2H18 상업 가동 계획	41.50%
통합 석유화학 설비	Merak, Indonesia	- 에틸렌 100 만톤과 다운스트림	FEEED Study 중	N/A

자료: 롯데케미칼 타이탄, 키움증권 리서치

롯데케미칼 타이탄 TE3 프로젝트 사진



자료: 롯데케미칼 타이탄, 키움증권 리서치

롯데케미칼 실적 전망

(단위: 십억원)	2016				2017				2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE				
매출액	2,684	3,441	3,427	3,671	3,996	3,853	3,990	4,557	11,713	13,224	16,397	18,895
Olefin	1,651	1,683	1,751	1,895	2,170	1,931	1,974	2,190	7,241	6,980	8,264	8,721
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	465	555	478	578	724	751	736	963	2,070	2,076	3,173	3,858
LC Titan	559	580	556	590	496	457	533	676	2,395	2,285	2,162	2,815
롯데첨단소재	653	651	647	705	710	767	729		1,951	2,911	3,500	
영업이익	474	694	643	734	815	632	766	684	1,611	2,544	2,897	3,244
Olefin	365	436	422	479	601	398	503	395	1,342	1,702	1,898	1,993
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	11	49	26	57	102	114	112	106	-64	142	434	463
LC Titan	90	153	126	145	69	53	66	108	328	513	296	453
롯데첨단소재	0	89	83	68	71	78	101	91		240	341	400

자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	117,133	132,235	163,967	188,947	207,361
매출원가	96,463	99,568	125,982	146,307	159,552
매출총이익	20,670	32,667	37,985	42,640	47,809
판매비및일반관리비	4,559	7,225	9,010	10,203	11,198
영업이익(보고)	16,111	25,443	28,975	32,437	36,612
영업이익(핵심)	16,111	25,443	28,975	32,437	36,612
영업외손익	-1,898	-569	2,021	1,620	1,492
이자수익	385	288	479	327	365
배당금수익	6	7	4	-4	-5
외환이익	2,272	3,158	3,446	3,015	2,981
이자비용	699	765	1,293	1,820	2,150
외환손실	2,719	3,529	3,368	3,001	2,983
관계기업지분법손익	-234	714	3,155	3,600	3,800
투자및기타자산처분손익	-223	-199	-7	-81	-91
금융상품평가및기타금융이익	345	93	-224	-117	-97
기타	-1,029	-336	-171	-299	-328
법인세차감전이익	14,214	24,874	30,996	34,057	38,103
법인세비용	4,307	6,502	7,686	8,514	9,526
유효법인세율 (%)	30.3%	26.1%	24.8%	25.0%	25.0%
당기순이익	9,907	18,372	23,310	25,543	28,578
지배주주지분순이익(억원)	9,925	18,358	23,019	24,941	27,904
EBITDA	20,988	31,734	34,710	39,095	44,102
현금순이익(Cash Earnings)	14,783	24,663	29,045	32,201	36,067
수정당기순이익	9,822	18,450	23,540	25,741	28,720
증감율(% YoY)					
매출액	-21.2	12.9	24.0	15.2	9.7
영업이익(보고)	359.1	57.9	13.9	11.9	12.9
영업이익(핵심)	359.1	57.9	13.9	11.9	12.9
EBITDA	149.1	51.2	9.4	12.6	12.8
지배주주지분 당기순이익	575.8	85.0	25.4	8.3	11.9
EPS	575.8	85.0	25.4	8.3	11.9
수정순이익	661.9	87.9	27.6	9.3	11.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	54,055	58,517	82,888	107,789	134,800
현금및현금성자산	19,422	22,029	37,645	55,653	77,584
유동금융자산	9,042	4,664	5,783	6,664	7,314
매출채권및유동채권	10,349	15,683	19,447	22,409	24,593
재고자산	11,627	14,772	18,316	21,107	23,164
기타유동비금융자산	3,614	1,368	1,697	1,955	2,146
비유동자산	60,623	100,152	113,997	127,108	139,402
장기매출채권및기타비유동채권	0	0	0	0	0
투자자산	20,004	26,313	30,425	34,776	39,123
유형자산	39,649	55,467	65,870	75,318	83,897
무형자산	376	17,924	17,365	16,760	16,191
기타비유동자산	594	448	337	254	191
자산총계	114,678	158,668	196,885	234,897	274,203
유동부채	21,461	34,488	38,537	41,728	44,083
매입채무및기타유동채무	10,483	13,095	16,238	18,711	20,535
단기차입금	4,448	14,147	14,147	14,147	14,147
유동성장기차입금	4,666	3,312	3,312	3,312	3,312
기타유동부채	1,865	3,934	4,841	5,558	6,089
비유동부채	17,661	30,172	42,377	54,352	66,094
장기매입채무및비유동채무	126	126	157	181	198
사채및장기차입금	15,008	24,396	35,246	46,096	56,946
기타비유동부채	2,528	5,650	6,975	8,075	8,950
부채총계	39,122	64,660	80,915	96,079	110,177
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
주식발행초과금	229	229	229	229	229
이익잉여금	67,393	84,870	106,547	128,808	153,373
기타자본	5,911	6,818	6,818	6,818	6,818
지배주주지분자본총계	75,248	93,631	115,308	137,569	162,134
비지배주주지분자본총계	308	377	662	1,248	1,892
자본총계	75,556	94,008	115,970	138,817	164,026
순차입금	-4,343	15,161	9,276	1,237	-10,493
총차입금	24,121	41,854	52,704	63,554	74,404

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	25,846	26,821	22,333	25,880	30,304
당기순이익	9,907	18,372	23,310	25,543	28,578
감가상각비	4,848	5,612	5,097	6,052	6,921
무형자산상각비	28	679	639	605	569
외환손익	265	347	-78	-14	2
자산처분손익	290	283	7	81	91
지분법손익	234	-714	-3,155	-3,600	-3,800
영업활동자산부채 증감	7,280	-1,572	-3,557	-2,797	-2,059
기타	2,993	3,815	71	10	2
투자활동현금흐름	-12,693	-35,787	-17,545	-17,126	-16,729
투자자산의 처분	-7,459	-1,547	-2,059	-1,619	-1,191
유형자산의 처분	532	109	0	0	0
유형자산의 취득	-3,554	-15,881	-15,500	-15,500	-15,500
무형자산의 처분	-84	-69	-80	0	0
기타	-2,129	-18,399	94	-7	-38
재무활동현금흐름	-3,270	11,331	10,827	9,255	8,356
단기차입금의 증가	-1,384	6,747	0	0	0
장기차입금의 증가	-847	6,211	10,850	10,850	10,850
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-337	-842	-1,348	-2,695	-3,369
기타	-701	-785	1,325	1,100	875
현금및현금성자산의순증가	9,929	2,607	15,615	18,008	21,931
기초현금및현금성자산	9,493	19,422	22,029	37,645	55,653
기말현금및현금성자산	19,422	22,029	37,645	55,653	77,584
Gross Cash Flow	18,565	28,393	25,889	28,677	32,363
Op Free Cash Flow	19,749	7,561	15,573	20,797	17,683

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	28,957	53,561	67,160	72,765	81,411
BPS	219,538	273,173	336,417	401,363	473,032
주당EBITDA	61,233	92,585	101,268	114,061	128,668
CFPS	43,131	71,956	84,739	93,946	105,228
DPS	2,500	4,000	8,000	10,000	10,000
주가배수(배)					
PER	8.4	6.9	5.3	4.9	4.4
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.5	3.8	3.2	2.6
PCFR	5.6	5.1	4.2	3.8	3.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	13.8	19.2	17.7	17.2	17.7
영업이익률(핵심)	13.8	19.2	17.7	17.2	17.7
EBITDA margin	17.9	24.0	21.2	20.7	21.3
순이익률	8.5	13.9	14.2	13.5	13.8
자기자본이익률(ROE)	14.1	21.7	22.2	20.1	18.9
투하자본이익률(ROIC)	19.7	28.1	33.1	32.4	25.0
안정성(%)					
부채비율	51.8	68.8	69.8	69.2	67.2
순차입금비율	-5.7	16.1	8.0	0.9	-6.4
이자보상배율(배)	23.0	33.3	22.4	17.8	17.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	10.2	9.3	9.0	8.8
재고자산회전율	8.7	10.0	9.9	9.6	9.4
매입채무회전율	12.1	11.2	11.2	10.8	10.6

Compliance Notice

- 당사는 12월 8일 현재 '롯데케미칼' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
롯데케미칼 (011170)	2016/08/09	BUY(Reinitiate)	460,000원	6개월	-37.1	-33.2
	2016/09/02	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-33.2
	2016/09/05	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-37.6	-33.2
	2016/09/08	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-38.4	-33.2
	2016/09/27	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-38.4	-33.2
	2016/09/28	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-38.3	-33.2
	2016/09/30	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-32.4
	2016/10/13	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-37.4	-32.4
	2016/10/14	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-36.8	-31.3
	2016/10/26	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-36.7	-31.3
	2016/10/31	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-36.5	-31.3
	2016/11/14	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-36.3	-30.2
	2016/11/16	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-34.8	-21.1
	2016/12/09	BUY(Maintain)	460,000원	6개월	-31.5	-14.0
	2017/01/16	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-23.5	-21.3
	2017/01/24	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-22.7	-20.9
	2017/02/03	BUY(Maintain)	500,000원	6개월	-23.4	-18.6
	2017/03/13	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-34.0	-33.7
	2017/03/16	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.9	-31.2
	2017/04/18	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-34.4	-31.2
	2017/04/26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2
	2017/05/11	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2
	2017/06/07	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-34.9	-31.2
	2017/06/09	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-35.6	-31.2
	2017/07/05	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-35.7	-31.2
	2017/07/12	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-35.7	-31.2
	2017/07/20	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-35.6	-31.2
	2017/07/26	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-35.5	-31.2
	2017/08/01	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-35.2	-28.3
	2017/08/10	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-33.9	-24.3
	2017/09/13	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-30.5	-24.7
	2017/10/16	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-29.9	-24.7
	2017/10/31	BUY(Maintain)	550,000원	6개월	-31.8	-24.7
	2017/12/11	BUY(Maintain)	580,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%