



BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원

주가(9/1): 273,500원

시가총액: 93,743억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/1)	2,032.72pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	349,500원	221,000원
등락률	-21.75%	23.76%
수익률	절대	상대
1W	-13.7%	-13.9%
6M	-14.4%	-19.3%
1Y	9.0%	2.6%

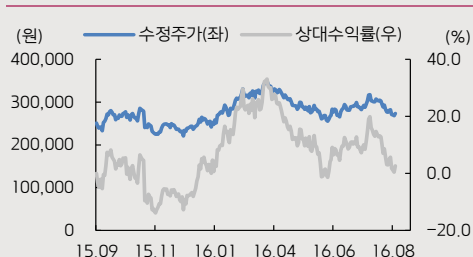
Company Data

발행주식수	34,275천주	
일평균 거래량(3M)	131천주	
외국인 지분율	31.99%	
배당수익률(16E)	0.91%	
BPS(16E)	262,557원	
주요 주주	롯데물산 외 3인	53.5%
	국민연금관리공단	8.4%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	117,133	132,929	150,761	153,193
보고영업이익	16,111	23,059	24,966	25,704
핵심영업이익	16,111	23,059	24,966	25,704
EBITDA	20,988	27,406	31,703	33,403
세전이익	14,214	21,911	24,156	24,894
순이익	9,907	15,593	16,922	17,438
지배주주지분순이익	9,925	15,584	16,903	17,419
EPS(원)	28,957	45,467	49,314	50,820
증감률(%YoY)	575.8	57.0	8.5	3.1
PER(배)	8.4	6.0	5.5	5.4
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.8	3.6	2.9	2.5
보고영업이익률(%)	13.8	17.3	16.6	16.8
핵심영업이익률(%)	13.8	17.3	16.6	16.8
ROE(%)	14.1	18.8	17.2	15.2
순부채비율(%)	-5.6	4.4	-1.6	-9.1

Price Trend



기업분석

롯데케미칼 (011170)

시련 속에 내공은 더 강해지고 있다



롯데케미칼은 그룹 관련 이슈 및 작년에 이어 또 제기된 2분기 실적 Peak 대두에 따라 현재 주가가 어수선한 상황이나, 싸이클 호조 수혜를 활용하며 펀더멘털을 더욱 공고히 하고 있다. 미국/우즈베크 에탄크래커 건설을 진행해 국내 업체 중 원료 다변화를 가장 활발히 추진하고 있으며, 동시에 삼성 화학부문 인수 및 기타 부산물 활용 확대에 그 동안 미진하였던 다운스트림 생산능력을 공격적으로 확대하고 있다.

>>> 올해 하반기 및 내년도 실적 견조세 지속 전망

최근 롯데케미칼은 가동을 정지하였던 일부 역내 크래커(싱가폴 Shell) 재가동 및 신규 크래커 가동(Sadara)으로 올해 3분기 이후 스프레드 축소 전망 확대에 따라 최근 한달 동안 주가 하락세를 기록하고 있다. 하지만 우리는 동사의 올해 하반기와 내년도 실적이 전년 대비 개선세를 지속할 것으로 전망하고 있다. 이는 1) 일부 크래커 가동에도 불구하고, 역내/외 정기보수 집중에 따라 에틸렌/PE 스프레드는 견조세를 유지하고 있으며, 2) ABS/PC 수급타이트 지속으로 롯데첨단소재 실적 개선 추세가 유지되고 있고, 3) BD 등 비에틸렌 계열의 제품 수급이 점진적으로 개선될 것으로 전망되기 때문이다.

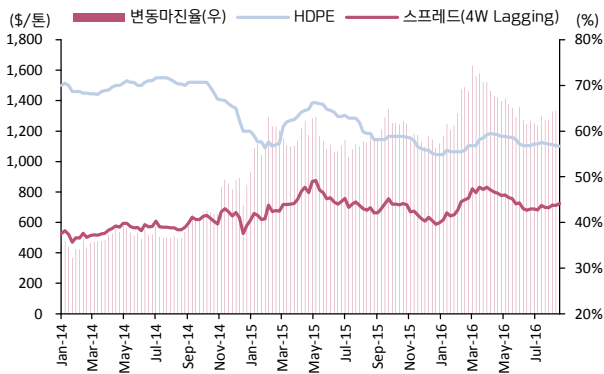
>>> 미국 에탄크래커 프로젝트, 합리적 투자

현재 동사는 미국 루이지애나주에서 미국 셰일가스 기반 에탄크래커 및 MEG 합작 사업을 추진하고 있다. 동사는 JV를 통하여 1) 기존 에틸렌 생산량을 연산 282만톤에서 372만톤으로 확대하고, 2) 저가 기반의 원료를 바탕으로 시장 경쟁력을 강화하며, 3) 미국 시장 진출 교두보를 확보할 전망이다. 하지만 최근 Sasol 등의 에탄크래커 투자비 증가(89억불 → 110억불) 등으로 최근 동사의 미국 에탄크래커 건설 비용 증가 전망이 대두되고 있고, 비슷한 시기에 건설되는 Formosa(+30만톤), MEGlobal(+75만톤) 등의 MEG 신증설 발표로 동 프로젝트의 경제성에 대한 시장의 의문이 증가하고 있는 상황이다. 하지만 동사는 합작사의 부지/유틸리티 등을 활용하여 경쟁사 대비 비교적 저렴한 Capex(총 30.4억불)를 투입할 전망이며, MEG는 시장의 다각화를 통하여 전 세계 시장의 판매처를 확보할 계획으로 보인다.

>>> 콘덴세이트 스플리터 건설로 정유-화학 통합 효과 기대

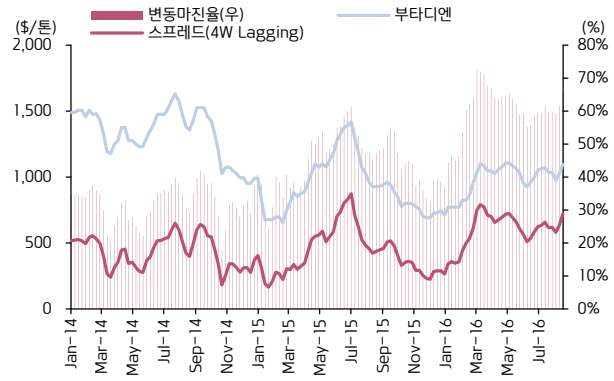
현재 동사는 현대오일뱅크와 합작하여 대산에 콘덴세이트 스플리터 및 MX 공장을 건설하고 있다. 올해 3분기 공장 건설을 마치고 4분기 중 상업가동을 시작할 계획이다. 합작법인에서 생산한 MX와 경질나프타를 통하여 정유-화학 설비를 통합한 효과가 발생할 전망이다. 참고로 MX를 외부 구매하여 생산한 PX의 Cash Cost는 콘덴세이트 통합한 PX 대비 약 \$400/톤 높게 형성되고 있는 상황이다. 동사는 이번 합작 프로젝트를 통하여 연간 400~500억원 수준의 지분법이익이 추가될 것으로 추정된다. 화학주 중 Top-Pick 유지한다.

PE 및 스프레드 추이



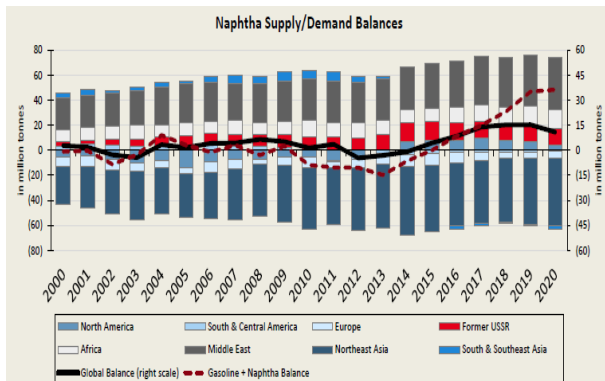
자료: 씨스کم, 키움증권 리서치

부타디엔 및 스프레드 추이



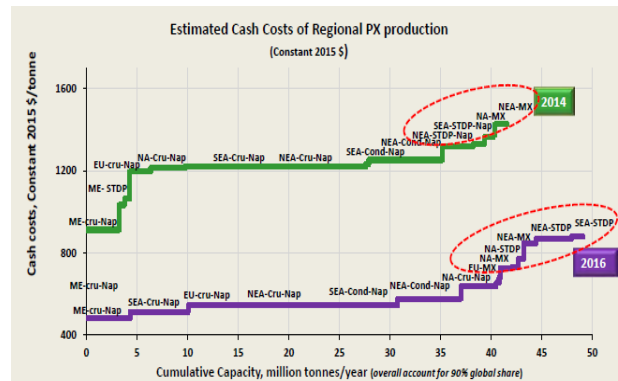
자료: 씨스کم, 키움증권 리서치

세계 나프타 수요 공급 추이



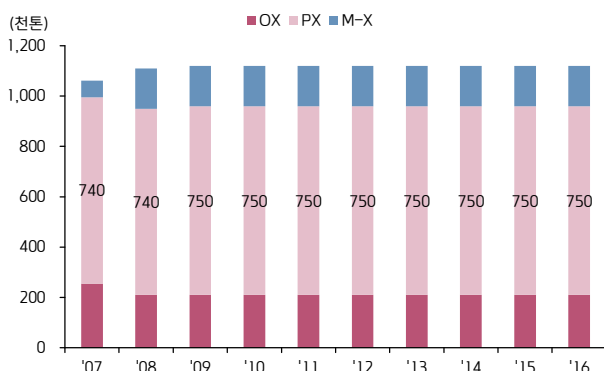
자료: ICIS, 키움증권 리서치

PX Cash Cost 곡선



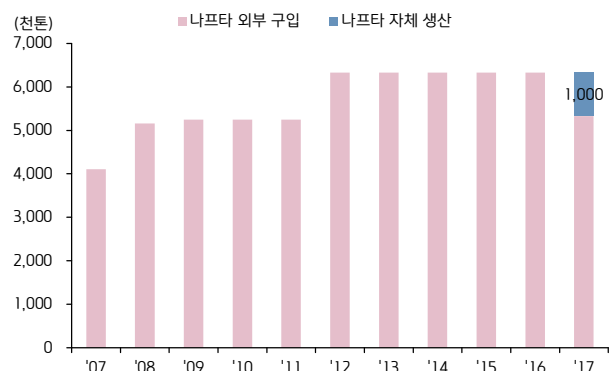
자료: ICIS, 키움증권 리서치

롯데케미칼(울산) PX/OX/M-X 생산능력 추이



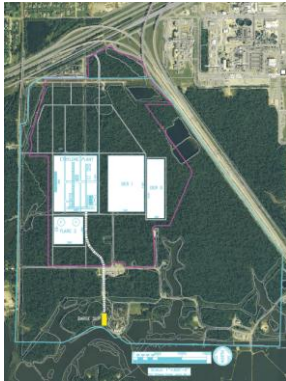
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼(국내) 나프타 수요량 추이(추정)



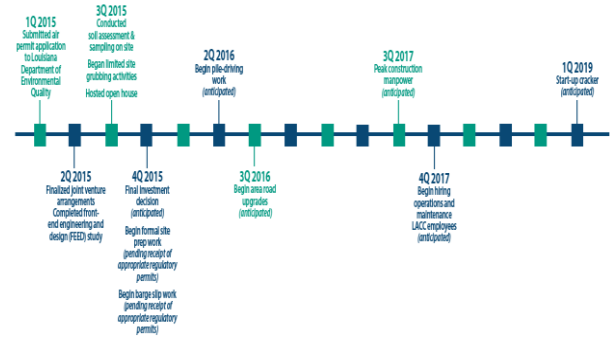
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 미국 에탄크래커 부지 현황



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 미국 에탄크래커 타임라인



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 실적 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	2,800	3,179	3,035	2,700	2,684	3,441	3,579	3,589	14,859	11,713	13,293	15,076
Olefin	1,740	1,978	1,898	1,625	1,651	1,683	1,674	1,667	9,269	7,241	6,675	6,942
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	514	588	497	471	465	555	539	548	2,920	2,070	2,107	2,328
LC Titan	552	617	628	598	559	580	582	584	2,772	2,395	2,305	2,392
롯데첨단소재						653	764	764	0	0	2,181	3,264
영업이익	178	640	484	309	474	694	634	504	351	1,611	2,306	2,497
Olefin	201	502	402	237	365	436	415	346	455	1,342	1,561	1,676
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	-38	19	-12	-33	11	49	23	12	-128	-64	94	102
LC Titan	13	118	100	97	90	153	134	84	20	328	460	478
롯데첨단소재						89	63	63			214	241
영업이익률	6.4%	20.1%	16.0%	11.4%	17.6%	20.2%	17.7%	14.0%	2.4%	13.8%	17.3%	16.6%
Olefin	11.6%	25.4%	21.2%	14.6%	22.1%	25.9%	24.8%	20.7%	4.9%	18.5%	23.4%	24.1%
Aromatics(LCPL/LCUK 포함)	-7.5%	3.3%	-2.4%	-7.0%	2.3%	8.8%	4.3%	2.1%	-4.4%	-3.1%	4.5%	4.4%
LC Titan	2.4%	19.1%	16.0%	16.2%	16.1%	26.3%	23.0%	14.4%	0.7%	13.7%	20.0%	20.0%
롯데첨단소재						13.6%	8.2%	8.2%			9.8%	7.4%

자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	148,590	117,133	132,929	150,761	153,193
매출원가	140,586	96,463	103,722	119,571	121,164
매출총이익	8,004	20,670	29,207	31,190	32,029
판매비및일반관리비	4,495	4,559	6,148	6,224	6,324
영업이익(보고)	3,509	16,111	23,059	24,966	25,704
영업이익(핵심)	3,509	16,111	23,059	24,966	25,704
영업외손익	-736	-1,898	-1,149	-810	-811
이자수익	314	385	362	560	592
배당금수익	39	6	8	4	4
외환이익	2,074	2,272	2,555	2,446	2,437
이자비용	884	699	779	1,035	1,263
외환손실	2,203	2,719	2,775	2,709	2,703
관계기업지분법손익	14	-234	-277	123	323
투자및기타자산처분손익	135	-223	-155	-173	-176
금융상품평가및기타금융이익	149	345	-4	24	24
기타	-374	-1,029	-84	-50	-51
법인세차감전이익	2,773	14,214	21,911	24,156	24,894
법인세비용	1,336	4,307	6,317	7,234	7,455
유효법인세율 (%)	48.2%	30.3%	28.8%	29.9%	29.9%
당기순이익	1,437	9,907	15,593	16,922	17,438
지배주주지분순이익(억원)	1,469	9,925	15,584	16,903	17,419
EBITDA	8,426	20,988	27,406	31,703	33,403
현금순이익(Cash Earnings)	6,353	14,783	19,939	23,659	25,137
수정당기순이익	1,289	9,822	15,752	17,071	17,590
증감율(% YoY)					
매출액	-9.6	-21.2	13.5	13.4	1.6
영업이익(보고)	-28.0	359.1	43.1	8.3	3.0
영업이익(핵심)	-28.0	359.1	43.1	8.3	3.0
EBITDA	-15.3	149.1	30.6	15.7	5.4
지배주주지분 당기순이익	-49.0	575.8	57.0	8.5	3.1
EPS	-49.0	575.8	57.0	8.5	3.1
수정순이익	-56.0	661.9	60.4	8.4	3.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,847	25,846	18,715	22,086	25,868
당기순이익	1,437	9,907	15,593	16,922	17,438
감가상각비	4,901	4,848	4,320	6,707	7,665
무형자산상각비	15	28	26	30	34
외환손익	131	265	220	263	265
자산처분손익	351	290	155	173	176
지분법손익	-14	234	277	-123	-323
영업활동자산부채 증감	-4,166	7,280	-1,651	-1,614	881
기타	1,193	2,993	-226	-271	-269
투자활동현금흐름	-4,359	-12,693	-27,668	-17,397	-15,874
투자자산의 처분	-2,338	-7,459	-1,568	-1,770	-243
유형자산의 처분	340	532	0	0	0
유형자산의 취득	-2,910	-3,554	-26,224	-15,500	-15,500
무형자산의 처분	0	-84	-80	-80	0
기타	549	-2,129	203	-47	-131
재무활동현금흐름	167	-3,270	17,884	10,448	10,192
단기차입금의 증가	1,471	-1,384	0	0	0
장기차입금의 증가	-22	-847	18,356	10,850	10,850
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-337	-337	-842	-842	-842
기타	-944	-701	370	440	184
현금및현금성자산의순증가	-298	9,929	8,931	15,137	20,186
기초현금및현금성자산	9,791	9,493	19,422	28,353	43,490
기말현금및현금성자산	9,493	19,422	28,353	43,490	63,676
Gross Cash Flow	8,013	18,565	20,365	23,700	24,986
Op Free Cash Flow	-342	19,749	-548	14,509	18,784

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	43,216	54,055	67,657	88,066	108,971
현금및현금성자산	9,493	19,422	28,353	43,490	63,676
유동금융자산	3,395	8,943	10,150	11,511	11,697
매출채권및유동채권	15,020	14,027	15,918	18,053	18,345
재고자산	15,281	11,627	13,195	14,966	15,207
기타유동비금융자산	26	35	40	45	46
비유동자산	60,011	60,623	82,326	91,598	99,741
장기매출채권및기타비유동채권	131	99	112	127	129
투자자산	18,312	19,952	20,041	20,580	20,962
유형자산	39,758	39,649	61,552	70,345	78,181
무형자산	236	376	430	480	446
기타비유동자산	1,574	548	191	66	23
자산총계	103,227	114,678	149,983	179,664	208,711
유동부채	20,578	21,461	23,271	25,564	26,978
매입채무및기타유동채무	8,887	10,483	11,896	13,492	13,710
단기차입금	5,888	4,448	4,448	4,448	4,448
유동성장기차입금	5,042	4,666	4,666	4,666	4,666
기타유동부채	761	1,865	2,261	2,959	4,155
비유동부채	17,958	17,661	36,405	47,714	58,751
장기매입채무및비유동채무	141	126	143	162	164
사채및장기차입금	15,109	15,008	33,364	44,214	55,064
기타비유동부채	2,709	2,528	2,898	3,338	3,522
부채총계	38,537	39,122	59,676	73,278	85,729
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
주식발행초과금	229	229	229	229	229
이익잉여금	57,908	67,393	82,138	98,202	114,781
기타자본	4,520	5,911	5,911	5,911	5,911
지배주주지분자본총계	64,371	75,248	89,993	106,056	122,635
비지배주주지분자본총계	319	308	314	330	347
자본총계	64,690	75,556	90,307	106,386	122,982
순차입금	13,150	-4,244	3,975	-1,674	-11,195
총차입금	26,038	24,121	42,478	53,328	64,178

투자지표

(단위: 원, 배, %)

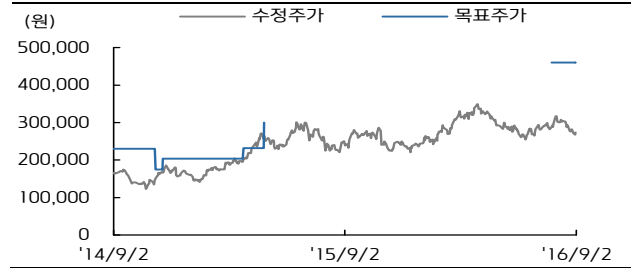
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,285	28,957	45,467	49,314	50,820
BPS	187,805	219,538	262,557	309,422	357,792
주당EBITDA	24,582	61,233	79,957	92,495	97,455
CFPS	18,535	43,131	58,174	69,025	73,339
DPS	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	37.3	8.4	6.0	5.5	5.4
PBR	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.9	3.8	3.6	2.9	2.5
PCFR	8.6	5.6	4.7	4.0	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.4	13.8	17.3	16.6	16.8
영업이익률(핵심)	2.4	13.8	17.3	16.6	16.8
EBITDA margin	5.7	17.9	20.6	21.0	21.8
순이익률	1.0	8.5	11.7	11.2	11.4
자기자본이익률(ROE)	2.3	14.1	18.8	17.2	15.2
투자자본이익률(ROIC)	3.0	19.7	35.4	30.4	28.3
안정성(%)					
부채비율	59.6	51.8	66.1	68.9	69.7
순차입금비율	20.3	-5.6	4.4	-1.6	-9.1
이자보상배율(배)	4.0	23.0	29.6	24.1	20.4
활동성(배)					
매출채권회전율	9.3	8.1	8.9	8.9	8.4
재고자산회전율	9.4	8.7	10.7	10.7	10.2
매입채무회전율	12.3	12.1	11.9	11.9	11.3

- 당사는 9월 1일 현재 '롯데케미칼 (011170)' 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
롯데케미칼 (011170)	2014/11/07	Buy(Maintain)	175,000원
	2014/11/19	Buy(Maintain)	204,000원
	2015/03/10	Buy(Maintain)	204,000원
	2015/03/26	Buy(Maintain)	232,000원
	2015/04/28	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	460,000원
	2016/09/02	Buy(Maintain)	460,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

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

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

투자등급 비율 통계 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%