



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 |
| 최고/최저가 대비 | 349,500원 |
| 등락률 | -21.75% |
| 수익률 | 절대 |
| 1W | -13.7% |
| 6M | -14.4% |
| 1Y | 9.0% |
| | -13.9% |
| | -19.3% |
| | 2.6% |
| | 상대 |

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/우즈벡 에탄크래커 건설을 진행해 국내 업체 중 원료 다양화를 가장 활발히 추진하고 있으며, 동시에 삼성 화학부문 인수 및 기타 부산물 활용 확대로 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.

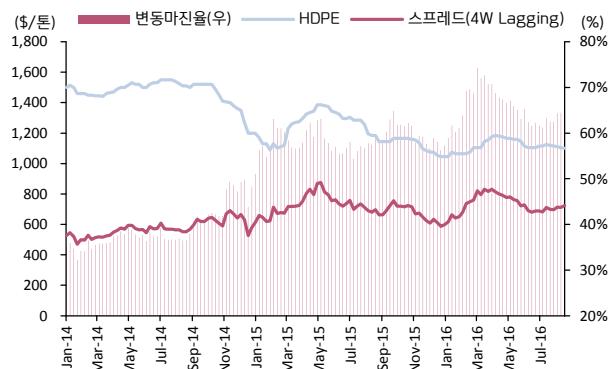
>>> 미국 에탄크래커 프로젝트, 합리적 투자

현재 동사는 미국 루이지애나주에서 미국 세일가스 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

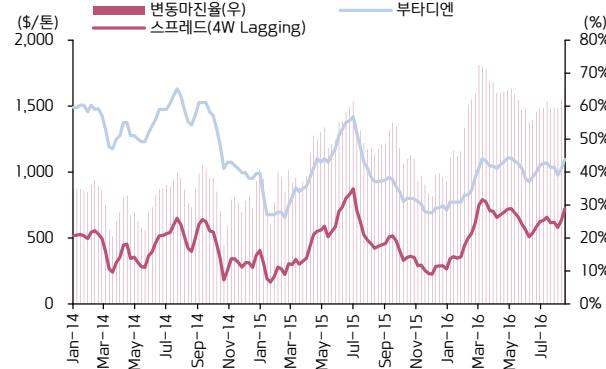
현재 동사는 현대오일뱅크와 합작하여 대산에 콘덴세이트 스플리터 및 MX 공장을 건설하고 있다. 올해 3분기 공장 건설을 마치고 4분기 중 상업가동을 시작할 계획이다. 합작법인에서 생산한 MX와 경질나프타를 통하여 정유-화학 설비를 통합한 효과가 발생할 전망이다. 참고로 MX를 외부 구매하여 생산한 PX의 Cash Cost는 콘덴세이트 통합한 PX 대비 약 \$400/톤 높게 형성되고 있는 상황이다. 동사는 이번 합작 프로젝트를 통하여 연간 400~500억원 수준의 지분법이익이 추가될 것으로 추정된다. 화학주 중 Top-Pick 유지한다.

PE 및 스프레드 추이



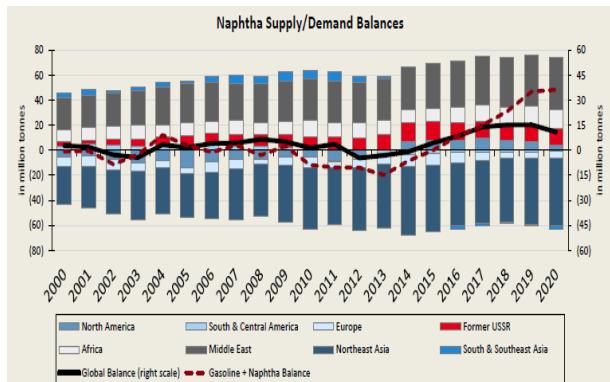
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

부타디엔 및 스프레드 추이



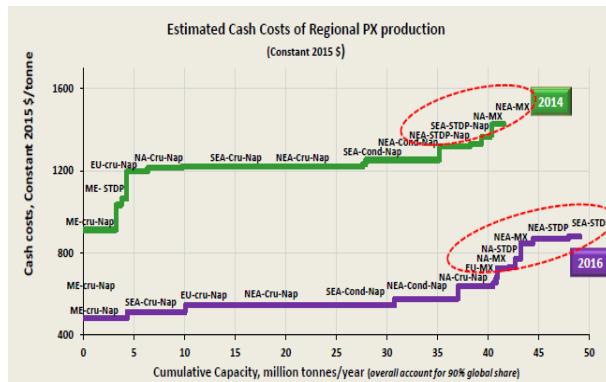
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

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)



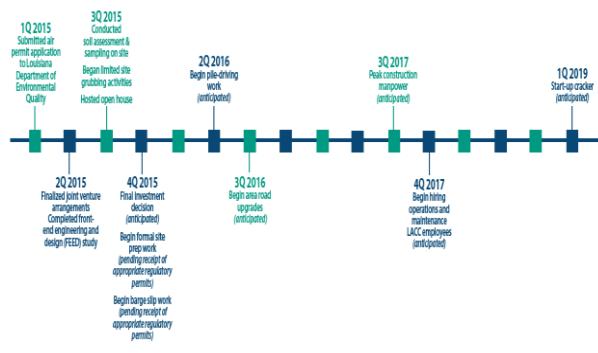
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 미국 에탄크래커 부지 현황



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 미국 에탄크래커 타임라인



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 실적 전망

| 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 | 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 | 63 | | 214 | 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% | 8.2% | | 9.8% | 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)

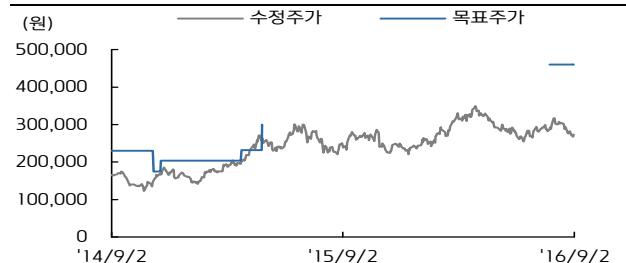
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 43,216 | 54,055 | 67,657 | 88,066 | 108,971 |
| 현금및현금성자산 | 9,493 | 19,422 | 28,353 | 43,490 | 63,676 |
| 유동금융자산 | 3,395 | 8,943 | 10,150 | 11,511 | 11,697 |
| 매출채권및유동채권 | 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 |
| 투하자본이익률(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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 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



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 (2015/6/1~2016/6/30)

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