



BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원

주가(9/2): 277,000원

시가총액: 94,943원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688
treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/2)	2,038.31pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	349,500원
등락률	-20.74%
수익률	절대
1W	-12.8%
6M	-16.3%
1Y	14.0%
	상대
	-13.6%
	-20.0%
	7.1%

Company Data

발행주식수	34,275천주
일평균 거래량(3M)	129천주
외국인 지분율	31.98%
배당수익률(16E)	0.90%
BPS(16E)	262,557원
주요 주주	롯데물산 외 3인 국민연금관리공단
	53.5% 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
자배주주지분순이익	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	6.1	5.6	5.5
PBR(배)	1.1	1.1	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)

부타디엔 등 비에틸렌 계열의 마진 개선



롯데케미칼을 비롯한 국내 NCC 업체는 국외 경쟁사 대비 밸류에이션이 과도하게 저평가 받고 있다. 실적 대비 싸다는 것은 투자자들도 명확히 인식하고 있지만, 북미 ECC 증설 확대 우려 및 특별한 모멘텀이 없기 때문에 보인다. 하지만 국내 NCC는 내년에도 저유가 기조 유지, 에틸렌 및 유도품 수급 타이트 지속 및 수율 측면에서 유리한 부타디엔 등 부산물 스프레드 개선으로 실적 호조세를 지속할 전망이다.

>>> 부타디엔 스프레드 강세 지속

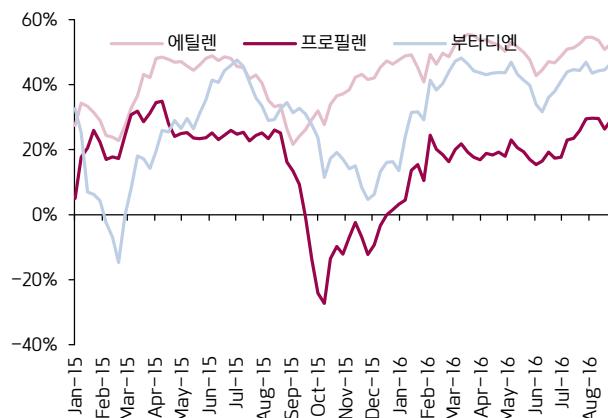
올해 초 에틸렌 대비 약 30% 할인 거래되던 부타디엔은 최근 중국 등 역내 타이트한 수급 상황(10월 Secco 정기보수)을 반영하며 최근 가격이 반등하여 에틸렌 가격과 유사한 수치를 기록하고 있다. 이에 따라 부타디엔 스프레드(나프타)도 현재 톤당 \$730 수준으로, 일부 비용(고정비/변동비/감가)을 고려하더라도 국내 부타디엔 업체의 수익성(부타디엔 생산에 한정한 이론적 가정)은 에틸렌과 동일하게 40%의 이익률을 상회하고 있는 것으로 판단된다.

한편 부타디엔은 작년을 바닥으로 2020년까지 수급이 개선될 전망이다. 주된 이유는 1) 향후 10~15년 동안 신흥국 내에서 중상류층 확대로 자동차 판매량이 증가하며 수요는 2020년까지 연간 약 3%의 성장률이 지속될 것으로 전망되고, 2) 나프타 및 부타디엔 가격의 변동성 심화로 일부 계획된 신증설이 연기되거나 취소되는 비중이 커질 것으로 보이고, 3) 프로필렌과 다르게 부타디엔 대체공법(On-Purpose) 방식은 Capex가 커서 저유가 상황에서는 경제성이 크게 떨어지기 때문이다. 참고로 올해 증가하는 세계 부타디엔 생산능력은 21만톤 수준으로 2014년 대비 30%에 불과하다. 동사의 연결 부타디엔 생산능력은 연산 40만톤으로 국내 1위, 세계 10위권 업체로 최근 부타디엔 스프레드 개선의 대표 수혜주이다.

>>> 롯데첨단소재 실적 추가로 이익의 안정성 확대

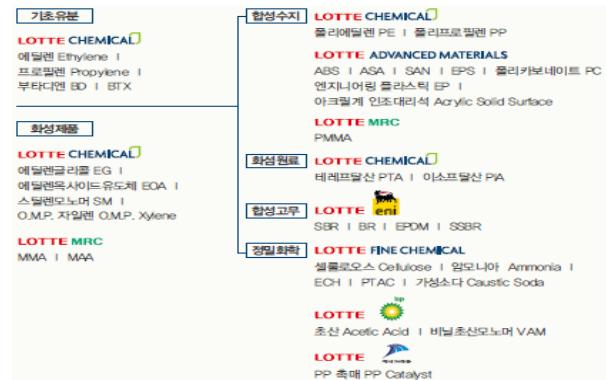
지난 2분기에 롯데첨단소재의 실적이 동사 연결 실적에 계상되기 시작하였다. 이에 따라 동사는 포트폴리오 다각화로 인한 안정적인 이익구조 마련, 수직계열화로 인한 내부거래 확대, 공동구매를 통한 원가절감, 중복사업/해외거점 통합을 통해 시너지가 발생할 전망이다. 특히 롯데첨단소재의 주력 제품인 ABS/PC의 경우 주 수요처인 전기/전자/자동차 소재 용도 등 범용 및 EP계 수지의 수요가 지속적으로 증가하고 있다. 또한 고기능/신소재 EPC 등은 메이저 업체와의 파트너쉽 강화가 중요한데, 롯데첨단소재는 글로벌 1위 기업과의 협업을 통해 시너지 효과 창출 및 전략 제품 개발을 통한 시장/고객 차별화를 확대하고 있다. 한편 공급 측면에서 ABS/PC는 올해 이후 신증설이 제한되어 작년 이후 관련 업체 이익률이 개선세를 보이고 있다. 동사에 투자의견 Buy, 목표주가 460,000원 유지하며, 화학주 Top-Pick으로 제시한다.

올레핀 제품별 이익률 추이(추정)



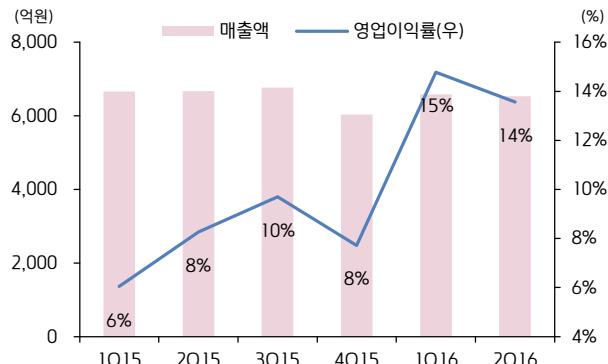
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

롯데그룹 화학부문 사업영역



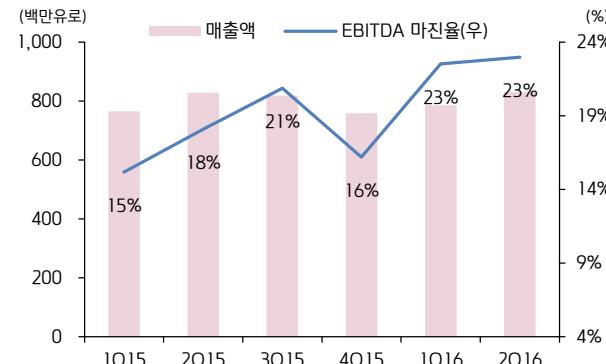
자료: 롯데첨단소재, 키움증권 리서치

롯데첨단소재 실적 추이



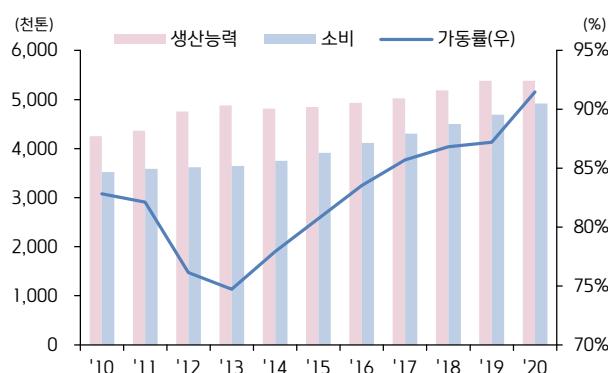
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

Covestro 폴리카보네이트 사업부문 실적 추이



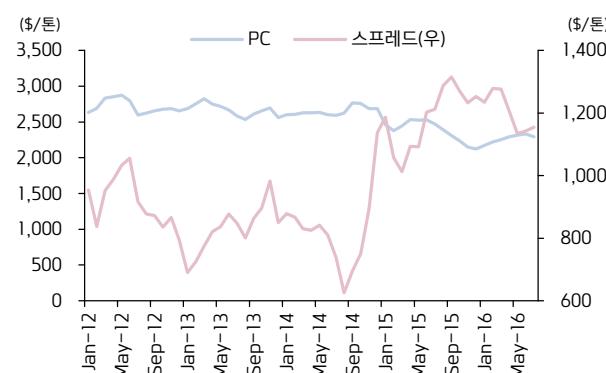
자료: Covestro, 키움증권 리서치

세계 폴리카보네이트 수급 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

국내 폴리카보네이트 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 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
판매비 및 일반관리비	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

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

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

투자지표

(단위: 원, 배, %)

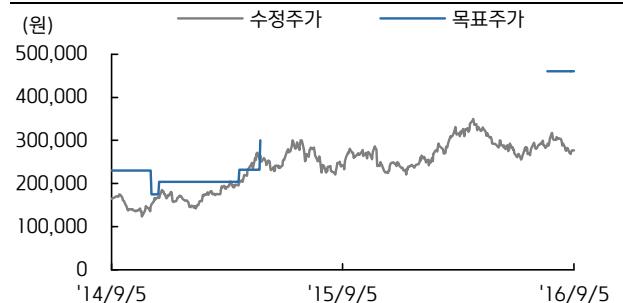
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,285	28,957	45,467	49,314	50,820
BPS	187,805	219,538	262,557	309,422	357,792
주당EBITDA	24,582	61,233	79,957	92,495	97,455
CFPS	18,535	43,131	58,174	69,025	73,339
DPS	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	37.3	8.4	6.1	5.6	5.5
PBR	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.9	3.8	3.6	2.9	2.5
PCFR	8.6	5.6	4.8	4.0	3.8
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 2일 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
	2016/09/05	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%