



## BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원

주가(10/25): 310,500원

시가총액: 106,425억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/25)		2,037.17pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	349,500원	221,000원
등락률	-11.16%	40.50%
수익률	절대	상대
1W	8.0%	8.9%
6M	1.1%	0.0%
1Y	13.7%	13.9%

## Company Data

발행주식수	34,275천주
일평균 거래량(3M)	105천주
외국인 지분율	31.74%
배당수익률(16E)	0.81%
BPS(16E)	265,048원
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	16,448	18,842	19,417
자체주주지분순이익	9,925	16,438	18,821	19,395
EPS(원)	28,957	47,958	54,910	56,586
증감률(%YoY)	575.8	65.6	14.5	3.1
PER(배)	8.4	6.5	5.7	5.5
PBR(배)	1.1	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	3.8	4.0	3.2	2.7
보고영업이익률(%)	13.8	17.3	16.6	16.8
핵심영업이익률(%)	13.8	17.3	16.6	16.8
ROE(%)	14.1	19.7	18.8	16.4
순부채비율(%)	-5.6	3.4	-4.1	-12.5

## Price Trend



## 기업분석

## 롯데케미칼 (011170)

## 3번 중 2번은 무조건 이기는 게임을 한다



1980년 롯데케미칼의 영업이익은 84억원에 불과하였지만, 향후 NCC의 지속적인 신증설, 현대석유화학 인수, 동남아 타이탄 인수를 통한 규모의 경제 추진으로 올해 연간 영업이익은 2.3조원으로 전망되는 등 절대적인 이익 규모가 과거와 전혀 다른 회사가 되었다. 미국/우즈베키스탄/동남아 크래커 신증설 실속으로 그 기조는 향후에도 유지될 전망이며, 원료 다변화 및 유도체 진출이 추가되어 기존에 약점으로 작용한 싸이클 저점 시기에 마진의 급격한 악화도 제한될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 3번의 큰 베팅은 성공하였다

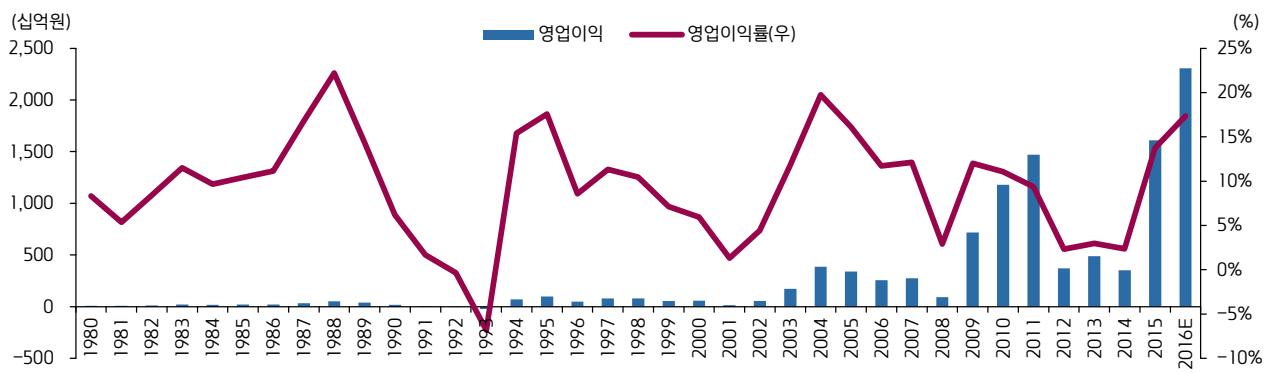
당 리서치센터의 롯데케미칼 2016년 영업이익 추정치는 2조3,059억원이다. 과거 동사(구 호남석유화학)가 본격적인 영업을 시작한 1980년의 영업이익(84억원)과 비교하면 약 275배 이상 증가한 수치이다. 그 36년 동안에 무슨 일이 있었던 것인가?

호남석유화학은 1976년 3월 여수석유화학과 일본 미쓰이 그룹 지주회사인 제일화학공업이 5:5로 설립되었고, 80년대 정부의 공기업 민영화 방침에 따라 90년 3월 롯데물산이 여수석유화학을 흡수/합병하였다. 미쓰이/Shell의 기술을 도입하여 HDPE/PP/MEG를 주로 생산했고, 호남에틸렌(대림산업)에서 에틸렌 등 모노머를 도입하였다. 1980~1991년 시기에는 PE/PP/EG 증설에도 불구하고 업스트림 통합이 제한되어 연간 매출액은 1~2천억원대에서 움직였으며, 싸이클 피크에 달성할 수 있는 최대 영업이익은 5백억원에 불과하였다.

하지만 이후 동사는 3번의 과감한 투자를 통하여 싸이클 고점 시 달성을 할 수 있는 절대적 이익 규모를 점진적으로 확대하였다. 첫 번째, 1992년 35만톤의 NCC 신설로 이후 기존 HDPE/PP/MEG 플랜트의 원료 통합으로 연간 영업이익 천억원 수준의 규모로 키웠고, 두 번째, 현대석유화학 분할 인수 및 여수 크래커 증설로 연간 창출할 수 있는 영업이익을 4~5천억원 규모로 확대하고, 세 번째, 2010년 동남아 타이탄 M&A를 통하여 연간 영업이익이 1.5~2조원 규모까지 증가시켰다. 재작년 국내 상장사 전체 영업이익률이 2.4%에 불과하였다. 허들 목표를 중국 상장사의 영업이익률 7% 수준으로 높여 잡아도, 동사는 과거 36년 동안에 7%의 영업이익률을 달성하지 못한 적은 12번에 불과하다. 장단기 화학 싸이클 변동에 따른 실적 동반 변동과 크래커 신증설 추진에 따른 실적 악화에도 말이다.

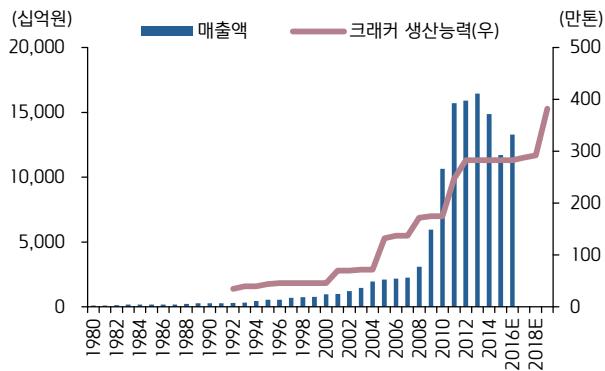
한편 3번의 베팅 성공 이후 동사는 향후 크래커 신증설(미주/동남아 등)을 지속하며 기존의 규모의 경제(레버리지) 효과를 더욱 확대할 계획이다. 또한 에탄크래커/콘덴세이트 스플리터/유도체 다각화 등을 통하여 화학 싸이클 저점 시기에 마진 악화 강도도 동시에 적극적으로 줄이고 있다. 동사의 중장기 사업 체력 대한 기존의 긍정적인 시각을 유지한다.

## 롯데케미칼 영업이익/영업이익률 추이



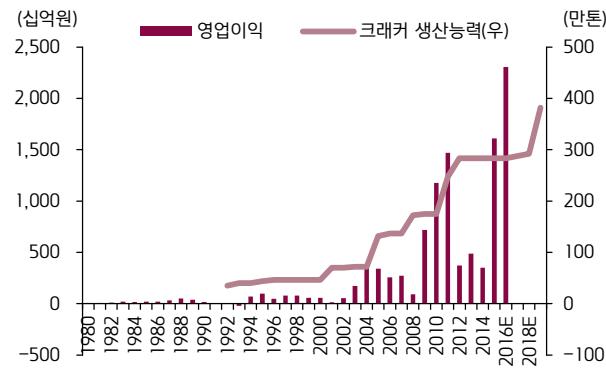
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

## 롯데케미칼 매출액과 크래커 생산능력 추이



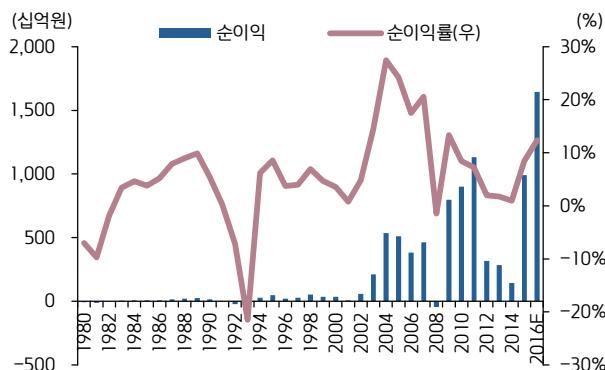
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

## 롯데케미칼 영업이익과 크래커 생산능력 추이



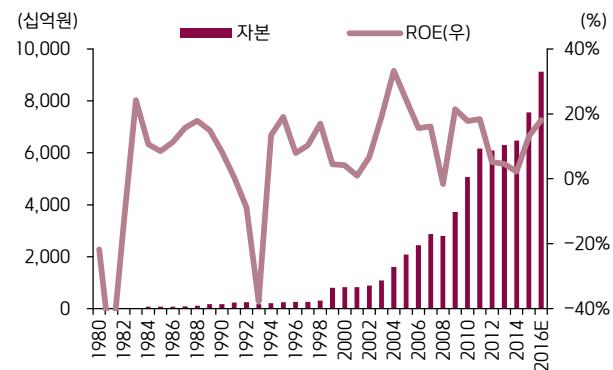
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

## 롯데케미칼 순이익/순이익률 추이



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

## 롯데케미칼 자본/ROE 추이



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	5,463	5,314	5,477
유효법인세율 (%)	48.2%	30.3%	24.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,437	9,907	16,448	18,842	19,417
지배주주지분순이익(억원)	1,469	9,925	16,438	18,821	19,395
EBITDA	8,426	20,988	27,406	31,703	33,403
현금순이익(Cash Earnings)	6,353	14,783	20,794	25,579	27,116
수정당기순이익	1,289	9,822	16,607	18,991	19,569
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	65.6	14.5	3.1
EPS	-49.0	575.8	65.6	14.5	3.1
수정순이익	-56.0	661.9	69.1	14.4	3.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,847	25,846	19,570	24,006	27,846
당기순이익	1,437	9,907	16,448	18,842	19,417
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	9,786	17,057	22,164
기초현금및현금성자산	9,791	9,493	19,422	29,208	46,265
기말현금및현금성자산	9,493	19,422	29,208	46,265	68,430
Gross Cash Flow	8,013	18,565	21,220	25,620	26,965
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	68,511	90,841	113,724
현금및현금성자산	9,493	19,422	29,208	46,265	68,430
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	150,838	182,439	213,465
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	82,992	100,973	119,529
기타자본	4,520	5,911	5,911	5,911	5,911
지배주주지분자본총계	64,371	75,248	90,846	108,827	127,383
비지배주주지분자본총계	319	308	315	333	353
자본총계	64,690	75,556	91,162	109,161	127,736
순차입금	13,150	-4,244	3,120	-4,449	-15,949
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	47,958	54,910	56,586
BPS	187,805	219,538	265,048	317,509	371,645
주당EBITDA	24,582	61,233	79,957	92,495	97,455
CFPS	18,535	43,131	60,668	74,627	79,111
DPS	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	37.3	8.4	6.5	5.7	5.5
PBR	0.9	1.1	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	7.9	3.8	4.0	3.2	2.7
PCFR	8.6	5.6	5.1	4.2	3.9
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	12.4	12.5	12.7
자기자본이익률(ROE)	2.3	14.1	19.7	18.8	16.4
투하자본이익률(ROIC)	3.0	19.7	35.4	30.4	28.3
안정성(%)					
부채비율	59.6	51.8	65.5	67.1	67.1
순차입금비율	20.3	-5.6	3.4	-4.1	-12.5
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 10월 25일 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
담당자 변경	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	460,000원
	2016/09/02	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/08	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/27	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/28	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/09/30	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/10/13	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/10/14	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/10/26	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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%