



## BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원  
주가(10/28): 299,000원  
시가총액: 102,484억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/28)	2,019.42pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	349,500원	221,000원
등락률	-14.45%	35.29%
수익률	절대	상대
1W	2.6%	4.3%
6M	-0.8%	-1.7%
1Y	6.4%	7.6%

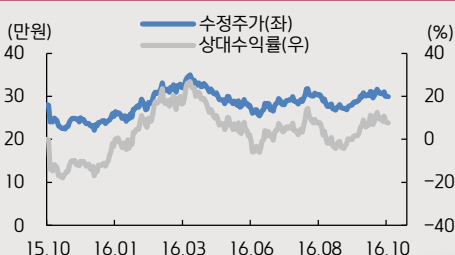
## Company Data

발행주식수	34,275천주
일평균 거래량(3M)	98천주
외국인 지분율	31.76%
배당수익률(16E)	0.84%
BPS(16E)	266,130원
주요 주주	롯데물산 외 3인 53.51%
	국민연금관리공단 8.41%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	117,133	131,827	156,295	161,924
보고영업이익	16,111	23,537	25,859	27,819
핵심영업이익	16,111	23,537	25,859	27,819
EBITDA	20,988	27,883	32,596	35,518
세전이익	14,214	22,386	25,059	27,035
순이익	9,907	16,819	19,546	21,087
지배주주지분순이익	9,925	16,808	19,524	21,064
EPS(원)	28,957	49,039	56,963	61,454
증감률(%YoY)	575.8	69.4	16.2	7.9
PER(배)	8.4	6.1	5.2	4.9
PBR(배)	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.8	3.8	3.0	2.4
보고영업이익률(%)	13.8	17.9	16.5	17.2
핵심영업이익률(%)	13.8	17.9	16.5	17.2
ROE(%)	14.1	20.1	19.4	17.5
순부채비율(%)	-5.6	2.9	-4.4	-13.5

## Price Trend



## 기업분석

## 롯데케미칼 (011170)

## 11월부터 리파이너리/크래커 통합 효과 발생



롯데케미칼의 올해 3분기 영업이익은 6,432억원으로 최근 소폭 높아진 시장기대치에 부합하였다. 이는 부정적인 환율 효과 지속 및 성과급 등 일부 일회성 비용 반영에도 불구하고, 전년 대비 32.8% 증가한 수치이다. 한편 올해 11월부터 현대오일뱅크와 합작한 콘덴세이트 스플리터/혼합자일렌 설비가 본격 상업화가 개시되면서 리파이너리(CFU)와 크래커가 통합된 효과가 회계 장부 상에 추가될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 3분기 실적, 최근 높아진 시장기대치 부합

롯데케미칼의 올해 3분기 실적은 매출액 3조4,266억원(YoY +12.9%, QoQ -0.4%), 영업이익 6,432억원(YoY +32.8%, QoQ -7.3%, OPM: 18.8%)을 기록하여 최근 소폭 높아진 시장기대치(영업이익 6,482억원)에 부합하였다.

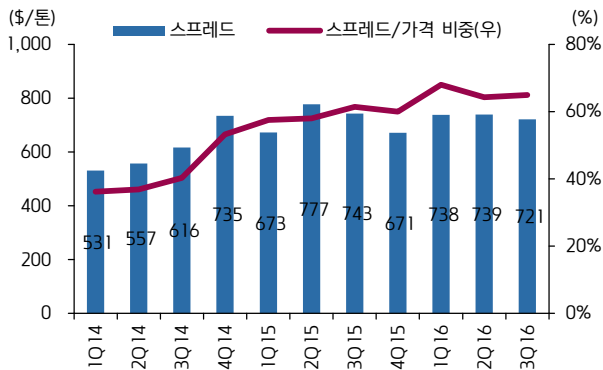
올해 3분기 수출주에 부정적인 환율 효과 지속 및 일부 일회성 비용(성과급, 변호사비용) 증가에도 불구하고, 올해 3분기 영업이익이 전년 대비 32.8% 증가한 이유는 1) 올해 2분기 정기보수 진행/생산 차질에 따른 기회비용 약 1천억원이 3분기에는 없는 등 기저효과가 발생하였고, 2) 일부 역내 크래커 가동에도 불구하고, 역내/외 정기보수 집중에 따라 에틸렌/PE 스프레드가 견조세를 유지하였으며, 3) ABS/PC 수급타이트 지속으로 롯데첨단소재 실적도 견조한 실적을 유지하였으며, 4) 부타디엔 등 비에틸렌 계열의 제품 수급이 점진적으로 개선되었기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익, 비수기에도 견고한 마진을 유지 전망

동사의 4분기 영업이익은 계절적 비수기 영향 및 롯데케미칼 타이탄의 12월 순차적 플랜트 정기보수 진행에도 불구하고 현재 컨센서스(5,071억원)를 상회하는 5,430억원(OPM: 15.0%)으로 전망된다. 이는 최근 스프레드가 급등한 부타디엔의 추가적인 이익률 개선이 반영될 것으로 예상되는 가운데 폴리에스터 성수기 및 원료탄 가격 상승에 따라 2~3분기 가동률을 높였던 중국 CTMEG의 가동률 감축 전망되는 등으로 MEG 수익성이 4분기에는 개선될 것으로 전망되기 때문이다.

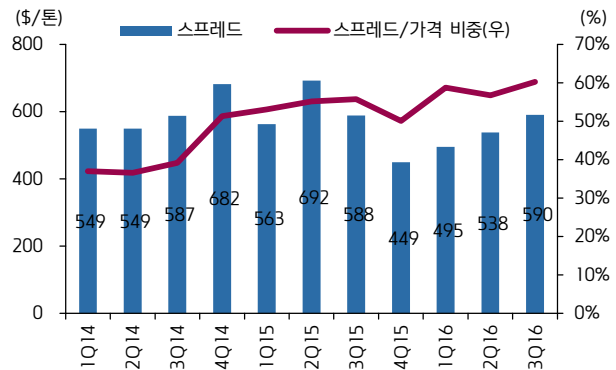
한편 트레이더 뉴스 등에 따르면 동사가 현대오일뱅크와 합작한 콘덴세이트 스플리터/벤젠/MX 설비는 현재 On-Spec 생산을 달성했으며, 오는 11월부터 본격적인 상업화가 시작될 전망이다. 합작사인 현대케미칼은 이번 상업가동으로 연간 매출액 2.5조원, 영업이익률 High single 수준의 실적을 기록할 전망이다. 한편 동사의 지분율(40%)을 고려 시 합작법인 실적은 지분법손익에 계상되지만, 경질 나프타 통합(100만톤), MX 외부 구매 감소(50만톤)로 장부상에는 리파이너리와 크래커가 통합된 효과가 추가될 전망이다. 동사에 대해 기존 투자의견/목표주가 유지한다.

## HDPE 스프레드 추이(원료 통합)



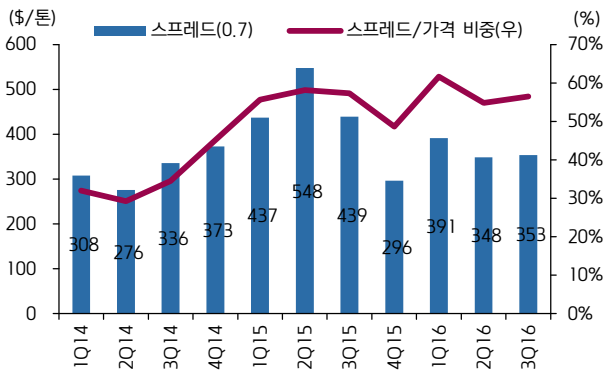
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## PP 스프레드 추이(원료 통합)



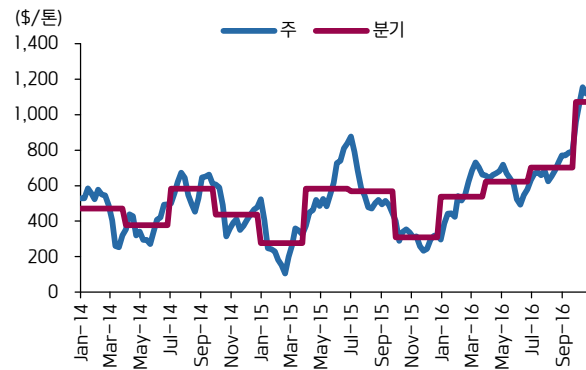
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## MEG 스프레드 추이(원료 통합)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 부타디엔 스프레드(원료 통합)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 롯데케미칼 실적 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	2,800	3,179	3,035	2,700	2,684	3,441	3,427	3,630	14,859	11,713	13,183	15,630
Olefin	1,740	1,978	1,898	1,625	1,651	1,683	1,560	1,802	9,269	7,241	6,696	7,285
Aromatics	514	588	497	471	465	555	478	585	2,920	2,070	2,083	2,483
LC Titan	552	617	628	598	559	580	556	568	2,772	2,395	2,263	2,448
롯데첨단소재					653	651	651		0	0	1,955	3,264
영업이익	178	640	484	309	474	694	643	543	351	1,611	2,354	2,586
Olefin	201	502	402	237	365	436	423	406	455	1,342	1,630	1,688
Aromatics	-38	19	-12	-33	11	49	26	11	-128	-64	97	129
LC Titan	13	118	100	97	90	153	126	93	20	328	461	469
롯데첨단소재					89	83	83				254	300
영업이익률	6.4%	20.1%	16.0%	11.4%	17.6%	20.2%	18.8%	15.0%	2.4%	13.8%	17.9%	16.5%
Olefin	11.6%	25.4%	21.2%	14.6%	22.1%	25.9%	27.1%	22.5%	4.9%	18.5%	24.3%	23.2%
Aromatics	-7.5%	3.3%	-2.4%	-7.0%	2.3%	8.8%	5.4%	1.9%	-4.4%	-3.1%	4.6%	5.2%
LC Titan	2.4%	19.1%	16.0%	16.2%	16.1%	26.3%	22.6%	16.4%	0.7%	13.7%	20.4%	19.2%
롯데첨단소재					13.6%	12.7%	12.7%				13.0%	9.2%

\*기타 제외

자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	148,590	117,133	131,827	156,295	161,924
매출원가	140,586	96,463	102,184	123,983	127,420
매출총이익	8,004	20,670	29,643	32,312	34,504
판매비및일반관리비	4,495	4,559	6,106	6,453	6,685
영업이익(보고)	3,509	16,111	23,537	25,859	27,819
영업이익(핵심)	3,509	16,111	23,537	25,859	27,819
영업외손익	-736	-1,898	-1,151	-800	-784
이자수익	314	385	360	572	621
배당금수익	39	6	8	4	4
외환이익	2,074	2,272	2,555	2,446	2,437
이자비용	884	699	779	1,034	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	-52	-54
법인세차감전이익	2,773	14,214	22,386	25,059	27,035
법인세비용	1,336	4,307	5,567	5,513	5,948
유효법인세율 (%)	48.2%	30.3%	24.9%	22.0%	22.0%
당기순이익	1,437	9,907	16,819	19,546	21,087
지배주주지분순이익(억원)	1,469	9,925	16,808	19,524	21,064
EBITDA	8,426	20,988	27,883	32,596	35,518
현금순이익(Cash Earnings)	6,353	14,783	21,165	26,283	28,786
수정당기순이익	1,289	9,822	16,978	19,696	21,239
증감율(% YoY)					
매출액	-9.6	-21.2	12.5	18.6	3.6
영업이익(보고)	-28.0	359.1	46.1	9.9	7.6
영업이익(핵심)	-28.0	359.1	46.1	9.9	7.6
EBITDA	-15.3	149.1	32.9	16.9	9.0
지배주주지분 당기순이익	-49.0	575.8	69.4	16.2	7.9
EPS	-49.0	575.8	69.4	16.2	7.9
수정순이익	-56.0	661.9	72.9	16.0	7.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	3,847	25,846	20,067	23,951	29,151
당기순이익	1,437	9,907	16,819	19,546	21,087
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	-1,524	-2,373	515
기타	1,193	2,993	-226	-271	-269
투자활동현금흐름	-4,359	-12,693	-27,559	-18,055	-16,191
투자자산의 처분	-2,338	-7,459	-1,458	-2,428	-560
유형자산의 취득	340	532	0	0	0
유형자산의 취득	-2,910	-3,554	-26,224	-15,500	-15,500
무형자산의 취득	0	-84	-80	-80	0
기타	549	-2,129	203	-47	-131
재무활동현금흐름	167	-3,270	17,863	10,574	10,253
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	349	566	245
현금및현금성자산의순증가	-298	9,929	10,372	16,470	23,212
기초현금및현금성자산	9,791	9,493	19,422	29,794	46,264
기말현금및현금성자산	9,493	19,422	29,794	46,264	69,476
Gross Cash Flow	8,013	18,565	21,591	26,325	28,635
Op Free Cash Flow	-342	19,749	56	14,643	20,534

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	43,216	54,055	68,771	92,476	117,352
현금및현금성자산	9,493	19,422	29,794	46,264	69,476
유동금융자산	3,395	8,943	10,065	11,934	12,363
매출채권및유동채권	15,020	14,027	15,786	18,716	19,390
재고자산	15,281	11,627	13,086	15,515	16,074
기타유동비금융자산	26	35	40	47	49
비유동자산	60,011	60,623	82,300	91,729	99,947
장기매출채권및기타비유동채권	131	99	111	132	137
투자자산	18,312	19,952	20,016	20,706	21,161
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	151,071	184,205	217,300
유동부채	20,578	21,461	23,156	26,143	27,892
매입채무및기타유동채무	8,887	10,483	11,798	13,987	14,491
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	2,245	3,042	4,287
비유동부채	17,958	17,661	36,383	47,825	58,926
장기매입채무및비유동채무	141	126	141	168	174
사채및장기차입금	15,109	15,008	33,364	44,214	55,064
기타비유동부채	2,709	2,528	2,877	3,443	3,688
부채총계	38,537	39,122	59,538	73,968	86,818
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714
주식발행초과금	229	229	229	229	229
이익잉여금	57,908	67,393	83,363	102,048	122,272
기타자본	4,520	5,911	5,911	5,911	5,911
지배주주지분자본총계	64,371	75,248	91,217	109,902	130,126
비지배주주지분자본총계	319	308	316	335	356
자본총계	64,690	75,556	91,533	110,237	130,482
순차입금	13,150	-4,244	2,618	-4,870	-17,662
총차입금	26,038	24,121	42,478	53,328	64,178

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

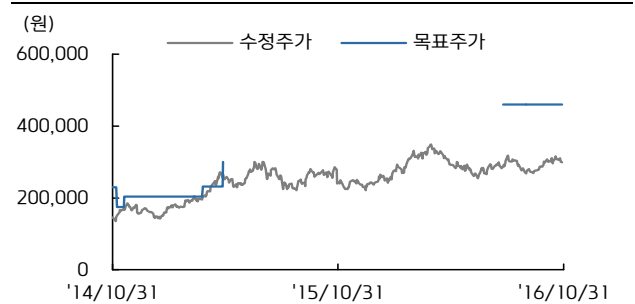
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,285	28,957	49,039	56,963	61,454
BPS	187,805	219,538	266,130	320,644	379,648
주당EBITDA	24,582	61,233	81,351	95,101	103,626
CFPS	18,535	43,131	61,751	76,683	83,985
DPS	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	37.3	8.4	6.1	5.2	4.9
PBR	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.9	3.8	3.8	3.0	2.4
PCFR	8.6	5.6	4.8	3.9	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.4	13.8	17.9	16.5	17.2
영업이익률(핵심)	2.4	13.8	17.9	16.5	17.2
EBITDA margin	5.7	17.9	21.2	20.9	21.9
순이익률	1.0	8.5	12.8	12.5	13.0
자기자본이익률(ROE)	2.3	14.1	20.1	19.4	17.5
투자자본이익률(ROIC)	3.0	19.7	36.2	31.4	30.4
안정성(%)					
부채비율	59.6	51.8	65.0	67.1	66.5
순차입금비율	20.3	-5.6	2.9	-4.4	-13.5
이자보상배율(배)	4.0	23.0	30.2	25.0	22.0
활동성(배)					
매출채권회전율	9.3	8.1	8.8	9.1	8.5
재고자산회전율	9.4	8.7	10.7	10.9	10.3
매입채무회전율	12.3	12.1	11.8	12.1	11.4

- 당사는 10월 28일 현재 '롯데케미칼 (011170)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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
담당자 변경	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
	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
	2016/10/31	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 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%