



BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원
주가(11/15): 318,500원
시가총액: 109,167억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/15)	1,967.53 pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	349,500원	221,000원
등락률	-8.87%	44.12%
수익률	절대	상대
1W	5.5%	8.4%
6M	10.2%	10.2%
1Y	40.9%	41.3%

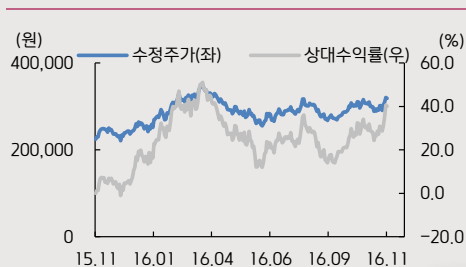
Company Data

발행주식수	34,275천주
일평균 거래량(3M)	101천주
외국인 지분율	31.56%
배당수익률(16E)	0.78%
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	6.5	5.6	5.2
PBR(배)	1.1	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	3.8	4.0	3.2	2.6
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)

콘덴세이트 스플리터 통합의 의미는?



롯데케미칼이 현대오일뱅크와 합작한 콘덴세이트 스플리터 및 MX 공장의 본격적인 상업화를 시작하였다. 당사는 합작사를 통하여 경질 나프타 및 MX를 통합하여 기존 크래커 및 PX 공장의 Cash Cost가 감소될 전망이다. 한편 합작사의 지분율은 40%로 실적은 지분법손익에 계상되지만, 이번 합작사에 대한 동사의 투자금액은 1,920억원으로 상대적으로 작은 투자로 경제설비까지 통합한 크래커로 등극하게 된다.

>>> 콘덴세이트 스플리터/MX 합작 공장, 본격적인 상업화 개시

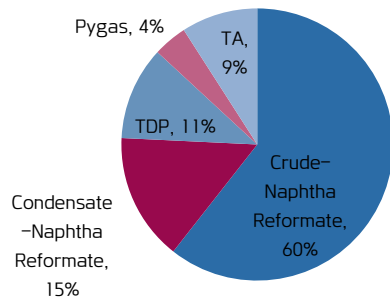
롯데케미칼은 현대오일뱅크와 합작한 콘덴세이트 스플리터 및 혼합자일렌(이하 MX) 공장을 준공하고, 본격적인 상업화에 돌입하였다고 어제(11/15일) 보도자료를 통하여 밝혔다. 동사의 합작사 초기 지분율은 50%에서 MX의 안정적인 조달이 주목적임을 고려해 40%로 감소하였으나, 동사 투자금액도 동시에 감소하여 합작사에 총 1,920억원의 상대적으로 경제적인 투자비가 투입되었다. 아래에 합작 설비 가동에 따른 우리의 생각을 간략히 부연한다.

첫째, 동사를 비롯한 나프타 및 콘덴세이트를 통합하지 못한, 즉 MX를 구입하는 PX 설비는 현재 스프레드 상 생산할수록 손실이 쌓이는 상황이다. 동사의 연간 MX 구입량을 역산하면 현재 동사 PX 가동률(생산능력 75만톤)은 70% 수준에 불과한 것으로 보인다. 외부에서 향후 동사의 MX 이전가격(Transfer Price)을 가늠하긴 불가능하지만, PX-콘덴세이트와 PX-MX의 Cash Cost가 톤당 \$300~400 차이가 나는 것을 고려하면 동사는 콘덴세이트 통합으로 PX 공장의 경제성 개선이 예상된다. 이에 PX 가동률 상승으로 일부 PX 외부 판매 또는 파키스탄 법인에 PX 공급이 가능해질 전망이다.

둘째, 동사 대산 크래커의 생산능력은 연산 111만톤이다. 일반적인 스팀 크래커의 나프타 투입 비율을 고려하면 동사의 대산 크래커는 연간 333만톤의 경질 나프타를 사용하고 있다. 합작사가 생산하게 되는 나프타는 파이프라인을 통하여 전량 동사에 공급되므로 대산 크래커는 연간 나프타 사용의 약 1/3 가량을 자체 생산 가능해질 전망이다. 한편 동사 및 한화토탈의 경질 나프타 자체 생산 비중 확대와 LPG 가격 안정화에 따른 국내 나프타 크래커의 LPG 투입 증가로 국내 경질 나프타 수요는 향후 큰 폭의 상승이 제한되며 역내 나프타 가격 안정화에 일정 부분 기여할 전망이다.

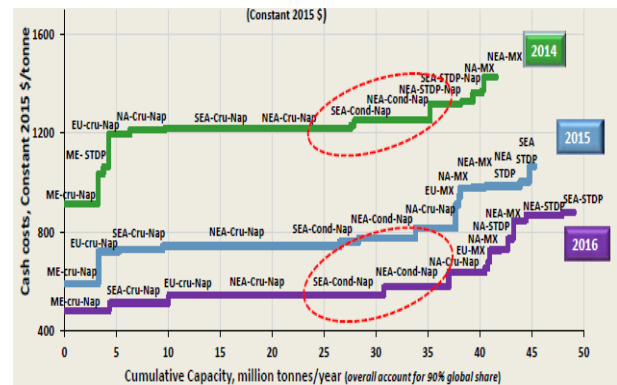
셋째, 동사는 영국 TPA 설비 폐쇄, 국내 TPA 설비를 PIA로 전환하며 TPA 사업을 선제적으로 구조조정하였다. 파키스탄 법인은 자국 유일의 업체로 견조한 판매량이 유지하는 되는 가운데 이번 합작사를 통하여 동사는 국내 TPA 뿐만 아니라 다운스트림인 폴리에스터 설비의 추가적 경제성 개선이 예상된다. 한편 동사는 PET 밸류체인을 완벽히 통합한 국내/외 유일 업체이다.

세계 PX 공법별 비중 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

PX Cash Cost 비교



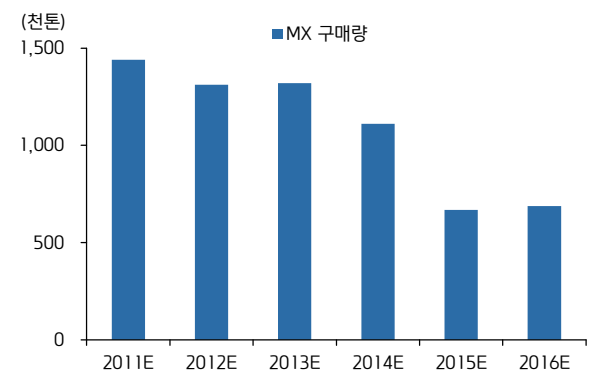
자료: 업계, 키움증권 리서치

현대케미칼 혼합자일렌(MX) 공장 전경



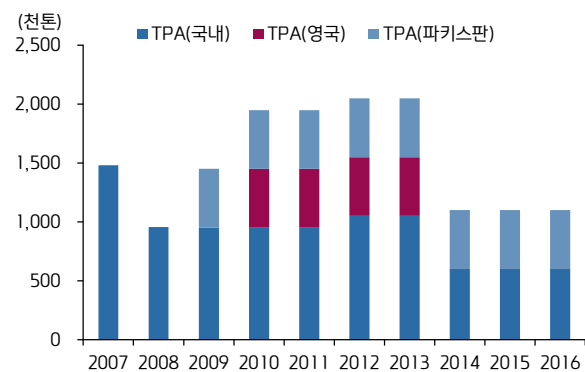
자료: 현대케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 혼합자일렌(MX) 구매량(추정치) 추이



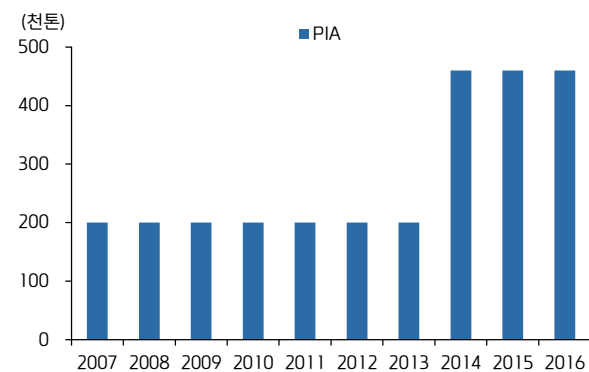
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

롯데케미칼 테레프탈산(TPA) 생산능력 추이



자료: 롯데케미칼, KPIA, 키움증권 리서치

롯데케미칼 이소프탈산(PIA) 생산능력 추이



자료: 롯데케미칼, KPIA, 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 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	17,863	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, %)

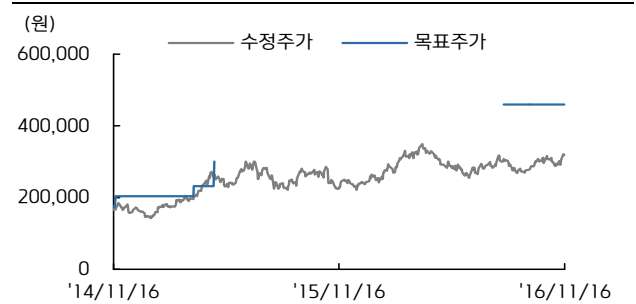
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,285	28,957	49,039	56,963	61,454
BPS	187,805	219,538	266,130	320,644	379,648
주당EBITDA	24,582	61,233	81,351	95,101	103,626
CFPS	18,535	43,131	61,751	76,683	83,985
DPS	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	37.3	8.4	6.5	5.6	5.2
PBR	0.9	1.1	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	7.9	3.8	4.0	3.2	2.6
PCFR	8.6	5.6	5.2	4.2	3.8
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 11월 15일 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
	2016/11/14	Buy(Maintain)	460,000원
	2016/11/16	Buy(Maintain)	460,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	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%