

2020. 8. 10



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 위정원

02. 6454-4883

jungwon.wee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (8.10) 190,000 원

상승여력 15.8%

KOSPI 2,386.38pt

시가총액 65,123억원

발행주식수 3,428만주

유동주식비율 45.66%

외국인비중 28.93%

52주 최고/최저가 252,500원/117,000원

평균거래대금 364.3억원

주요주주(%)

롯데지주 외 14 인 54.34

국민연금공단 8.73

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 13.4 -9.3 -14.0

상대주가 2.2 -16.4 -30.2

주가그래프



롯데케미칼 011170

대산 NCC 설비 트러블의 후유증

- ✓ 2Q20 영업이익 329억원으로 컨센서스 -67% 하회
대산NCC 가동중단의 일회성 비용 대규모 반영: 총 1천억원 규모 추산
- ✓ 3Q20 Preview 903억원 추정: 대산NCC 기회손실 반영 지속, LC USA 적자폭 축소
- ✓ 대산NCC는 연말 정상 가동 예상, 보험금 수령에 따른 연간 순이익 상향 조정 예정
- ✓ 투자의견 Hold, 적정주가는 추정치 기준 PBR 0.5배에 해당하는 22만원 유지

2Q20 Review: 대산NCC 가동중단으로 저가 원재료 효과 미미

동사의 2Q20 영업이익은 시장 예상치를 -67% 하회한 329억원을 기록했다. 20.3월 화재 발생으로 가동이 중단된 대산NCC의 일회성 비용(기회손실과 원재료 조달 불이행에 따른 배상금)이 반영된 점이다. 동사의 올레핀 사업부는 유가 하락의 긍정적 원가 수혜를 충분히 누리지 못했다. 아로마틱스는 재고손실금액 환입과 전방 PET수요 회복으로 흑자전환, LC Titan은 저가 원재료 효과와 북미 PE 유입량 감소(북미 자국 내 수요 증가 추정)로 흑자전환, 첨단소재는 주력 판매 시장(미국/유럽) 수요 부진으로 QoQ 이익이 감소했다.

대산NCC 가동 중단의 부작용: 총 일회성 비용 2천억원 규모로 추산

대산NCC 가동중단은 원료 가열 및 압축된 가스를 이동시켜주는 Gas Compressor의 화재 때문이다. 현재 동사의 Gas Compressor는 국내에서 수리 중, 빠르면 올 연말 전에 설비교체와 정상 가동이 예상된다. 금번 설비 트러블에 따른 일회성 비용은 총 2천억원으로 추산된다. 동사가 연말 전 보험사와의 보험금액 합의 시, 해당 금액은 연간 순이익 추정치에 반영시킬 예정이다.

투자의견 Hold, 20~21년 기준 PBR 0.5배 적용한 적정주가 22만원

전주 금요일 미국 Westlake는 실적발표를 통해 PE/PP의 견조한 수요(포장재/패키징)에 대해 언급, 경기 반등에 근거한 점진적 업황 회복 가이드를 제시했다. 현 유가와 제품별 수급을 고려하면 현 시점이 석유화학 Cycle 바닥권이라 판단한다. 단, 동사에 대해 투자의견 Hold의 보수적 의견은 동사의 더딘 이익 복원력에 기인한다. 20~21년 추정치 기준 PBR 0.5배를 적용한 적정주가는 22만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	16,073.1	1,946.2	1,579.2	46,074	-28.1	371,541	6.0	0.7	4.0	13.0	53.6
2019	15,123.5	1,107.3	715.0	20,860	-53.9	385,244	10.7	0.6	4.6	5.5	42.6
2020E	12,691.0	175.6	113.8	3,031	-84.0	381,274	57.9	0.5	8.2	0.8	53.5
2021E	14,698.6	531.8	406.6	10,725	253.7	384,499	16.4	0.5	6.3	2.8	58.5
2022E	15,837.1	728.5	511.6	14,927	39.2	391,926	11.8	0.4	5.7	3.8	61.0

표1 롯데케미칼 2Q20 Review

(십억원)	2Q20P	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	2,682.2	4,034.6	-33.5	3,275.6	-18.1	2,755.5	-2.7	3,062.9	-12.4
영업이익	32.9	346.1	-90.5	-86.0	흑전	99.1	-66.8	62.4	-47.2
세전이익	34.5	374.4	-90.8	-127.0	흑전	112.3	-69.3	72.4	-52.4
순이익(지배주주)	19.9	260.5	-92.3	-77.5	흑전	78.7	-74.7	45.1	-55.8
영업이익률(%)	1.2	8.6		-2.6		3.6		2.0	
순이익률(%)	0.7	6.5		-2.4		2.9		1.5	

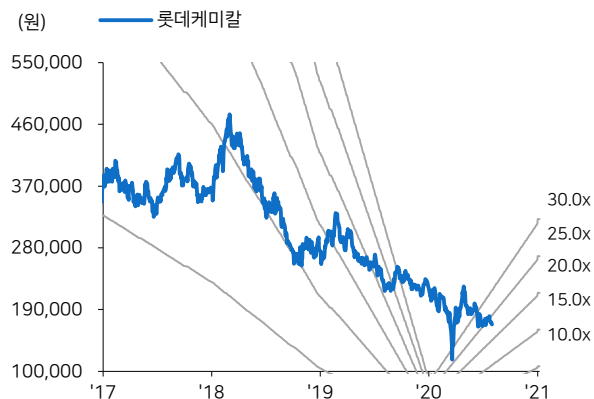
자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

표2 롯데케미칼 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	3,721.8	4,034.6	3,940.0	3,427.0	3,275.6	2,682.2	3,297.8	3,435.4	15,123.4	12,691.0	14,698.5
Olefin	1,791.0	2,019.8	1,922.6	1,740.4	1,603.8	1,100.3	1,696.2	1,769.5	7,473.8	6,169.8	7,592.4
Aromatics	718.2	729.7	667.8	497.5	437.5	349.8	464.8	487.8	2,613.2	1,739.9	1,964.6
Lc Titan	591.9	602.5	622.5	555.9	422.6	443.2	564.5	586.6	2,372.8	2,016.9	2,461.7
롯데첨단소재	705.0	766.6	761.7	703.4	808.7	722.6	729.8	744.4	2,936.7	3,005.5	3,272.7
LC USA		42.2	141.0	126.8	109.2	99.7	94.7	96.6	310.0	400.2	417.3
영업이익	295.7	346.1	314.6	150.8	-86.0	32.9	90.3	138.4	1,107.2	175.6	531.8
%OP	7.9%	8.6%	8.0%	4.4%	-2.6%	1.2%	2.7%	4.0%	7.3%	1.4%	3.6%
Olefin	190.6	225.2	210.2	114.1	-11.7	4.1	11.5	55.0	740.1	58.9	220.3
Aromatics	57.8	50.4	5.4	-27.0	-40.7	2.8	5.6	7.3	86.6	-25.0	54.5
Lc Titan	26.2	20.6	20.7	-2.5	-69.5	32.6	18.0	14.4	65.0	-4.5	60.1
롯데첨단소재	31.4	58.8	54.7	36.3	41.0	24.3	55.2	61.7	181.2	182.2	196.9
LC USA		9.8	34.6	32.6	13.9	-12.8	-3.8	1.1	77.0	-1.6	20.4
세전이익	362.9	374.4	315.5	93.6	-127.0	34.5	104.7	153.3	1,146.4	165.5	578.4
순이익(지배주주)	217.3	260.5	204.4	32.8	-77.5	19.9	69.3	102.1	715.0	113.8	406.6
%YoY											
매출액	-9.7	-6.8	-7.2	1.6	-12.0	-33.5	-16.3	0.2	-5.9	-16.1	15.8
영업이익	-55.3	-50.6	-37.5	90.4	적전	-90.5	-71.3	-8.2	-43.1	-84.1	202.8
세전이익	-51.3	-54.2	-47.2	0.9	적전	-90.8	-66.8	63.8	-49.1	-85.6	249.5
순이익(지배)	-58.8	-53.1	-53.0	-47.1	적전	-92.4	-66.1	211.3	-54.7	-84.1	257.3
%QoQ											
매출액	10.4	8.4	-2.3	-13.0	-4.4	-18.1	23.0	4.2			
영업이익	273.4	17.0	-9.1	-52.1	적전	흑전	174.5	53.3			
세전이익	291.1	3.2	-15.7	-70.3	적전	흑전	203.5	46.4			
순이익(지배)	250.5	19.9	-21.5	-84.0	적전	흑전	248.2	47.3			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드



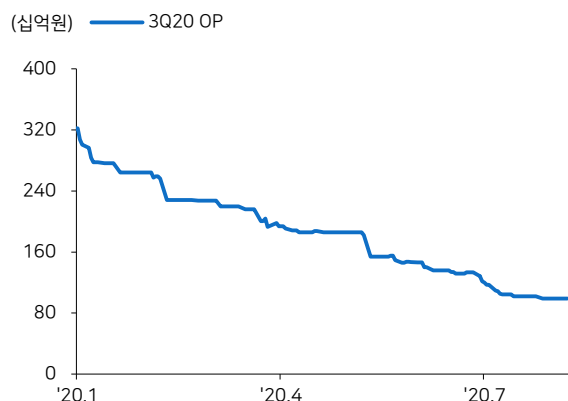
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드



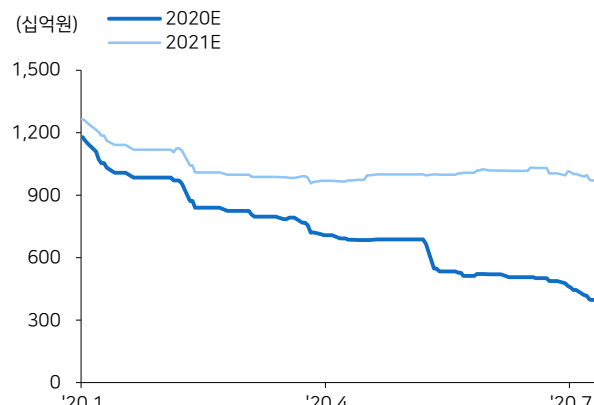
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 3Q20 영업이익의 컨센서스 추이



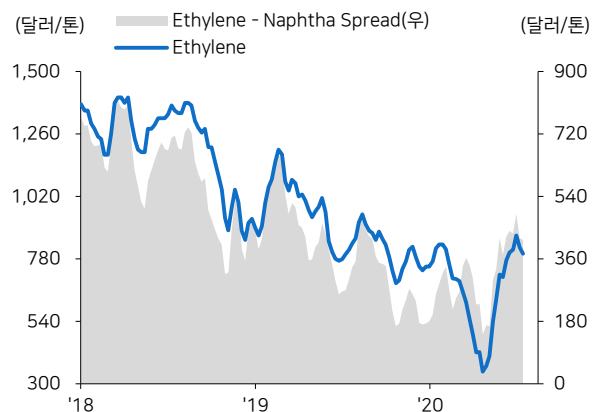
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 연간 영업이익의 컨센서스 추이



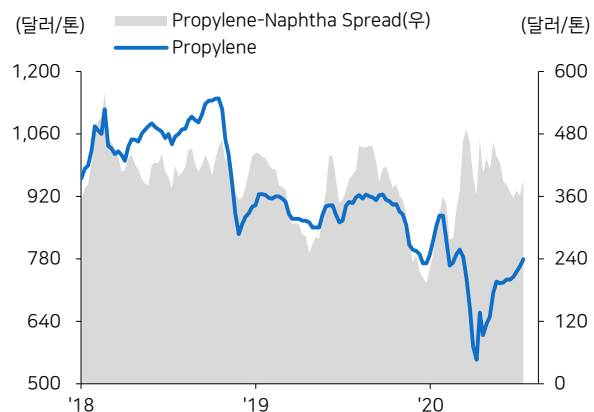
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에틸렌 가격 및 스프레드 추이



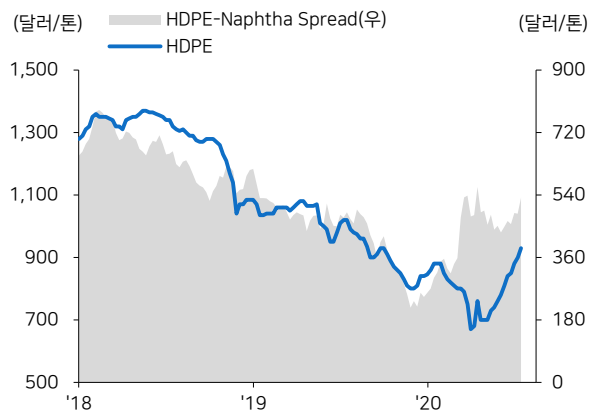
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 프로필렌 가격 및 스프레드 추이



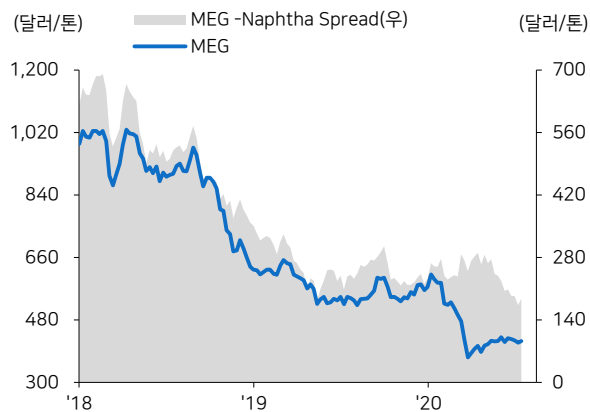
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 HDPE 가격 및 스프레드 추이



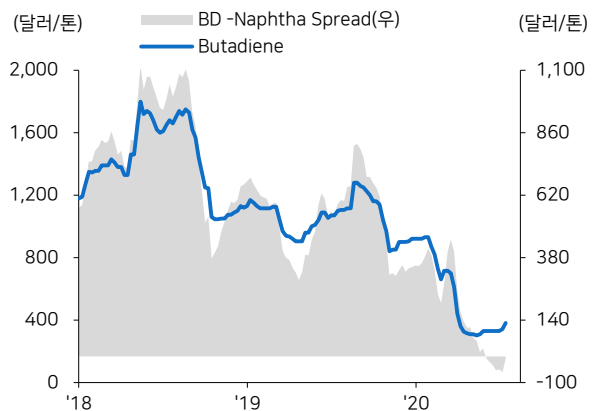
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 MEG 가격 및 스프레드 추이



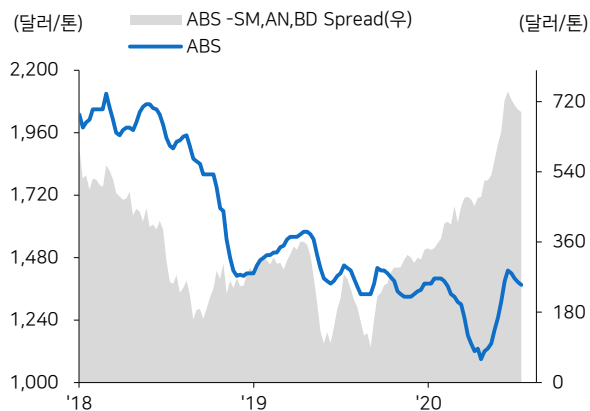
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 부타디엔 가격 및 스프레드 추이



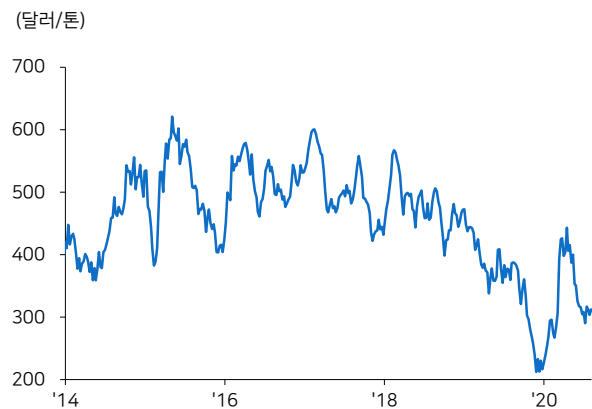
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림10 ABS 가격 및 스프레드 추이



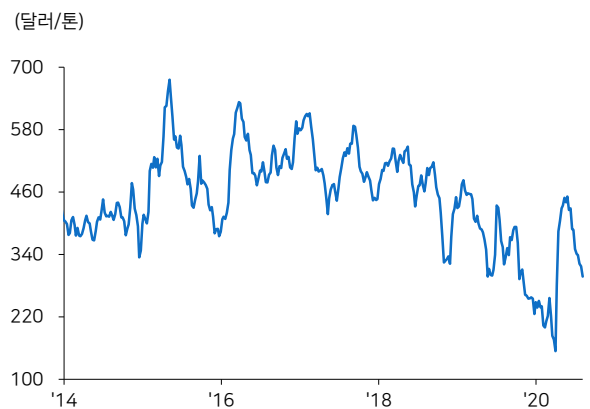
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림11 롯데케미칼 통합 스프레드: 스팟



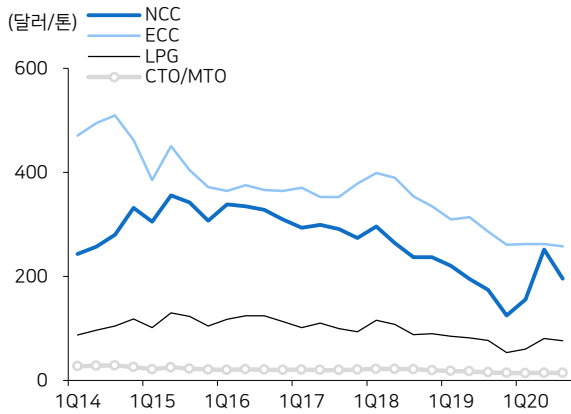
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 롯데케미칼 통합 스프레드: 래깅



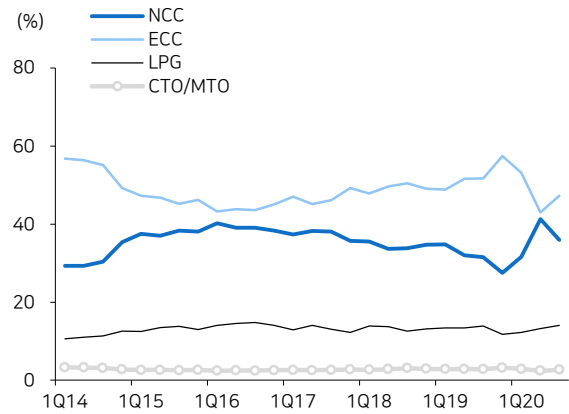
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 석유화학 설비별 HDPE 스프레드 비교



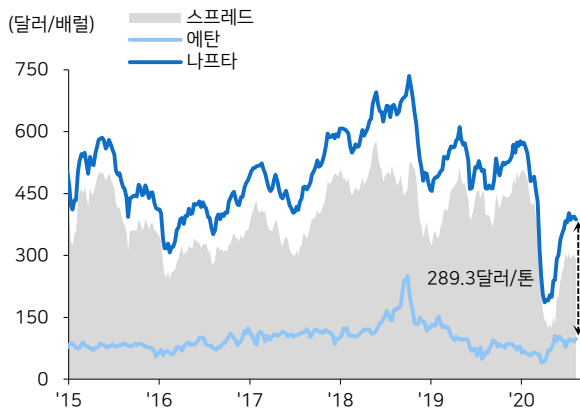
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 석유화학 설비별 HDPE 가중평균 스프레드 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 에탄 납사 가격 흐름



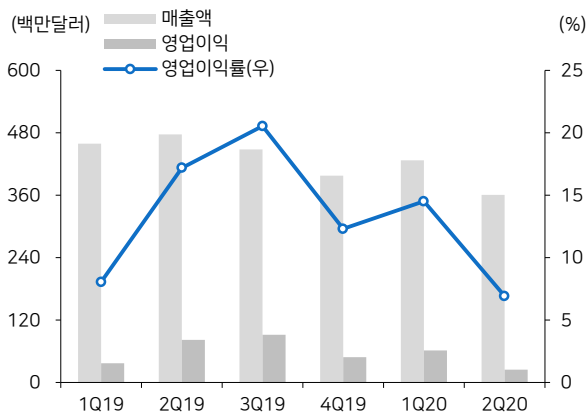
자료: Bloomberg, Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림16 납사/에탄 Ratio('20.8월 7일 기준 4배)



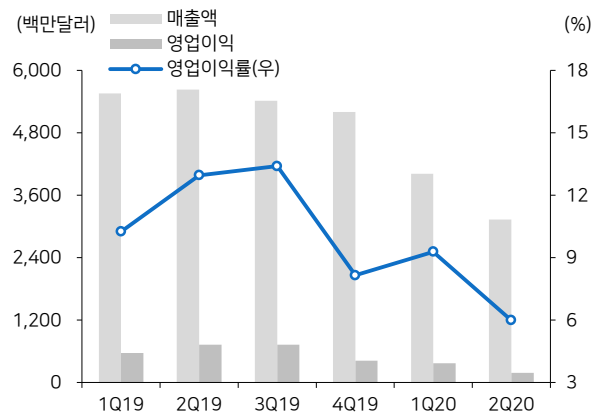
자료: Bloomberg, Platts 메리츠증권 리서치센터

그림17 Westlake Olefins 사업 부문 영업실적



자료: Westlake Chemical, 메리츠증권 리서치센터

그림18 Lyondell basell Olefins 사업 부문 영업실적



주: America 사업부 및 Europe, Asia, International 사업부 실적 합산값
자료: Lyondell basell, 메리츠증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	16,073.1	15,123.5	12,691.0	14,698.6	15,837.1
매출액증가율 (%)	1.3	-5.9	-16.1	15.8	7.7
매출원가	13,368.9	13,208.8	11,923.5	13,559.9	14,455.2
매출총이익	2,704.1	1,914.7	767.5	1,138.7	1,381.9
판매관리비	758.0	807.5	591.9	606.9	653.5
영업이익	1,946.2	1,107.3	175.6	531.8	728.5
영업이익률	12.1	7.3	1.4	3.6	4.6
금융손익	-5.0	-59.3	-75.2	-72.5	-92.6
종속/관계기업손익	202.3	184.9	84.7	119.1	161.9
기타영업외손익	65.1	15.7	-19.6	0.0	0.0
세전계속사업이익	2,208.5	1,248.6	165.5	578.4	797.8
법인세비용	608.7	390.0	44.5	150.4	202.2
당기순이익	1,641.9	756.7	121.0	427.9	595.6
지배주주지분 순이익	1,579.2	715.0	113.89	406.6	511.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	8,143.9	7,220.9	7,781.0	7,762.6	7,826.1
현금및현금성자산	1,330.0	1,352.0	880.1	530.2	409.2
매출채권	1,479.8	1,436.9	1,440.5	1,591.2	1,675.1
재고자산	1,777.3	1,679.7	1,727.5	1,908.2	2,008.9
비유동자산	12,655.2	12,822.3	13,712.1	14,698.8	15,532.8
유형자산	8,036.1	7,505.1	8,302.1	8,991.5	9,677.3
무형자산	1,653.0	1,725.1	1,527.2	1,482.8	1,440.7
투자자산	2,805.2	3,203.3	3,447.1	3,788.8	3,979.1
자산총계	20,799.1	20,043.1	21,493.1	22,461.4	23,358.9
유동부채	3,961.4	2,740.0	3,834.1	4,113.8	4,269.6
매입채무	858.0	947.7	950.1	1,049.5	1,104.8
단기차입금	806.2	586.3	565.3	565.3	565.3
유동성장기부채	1,379.6	593.2	595.2	595.2	595.2
비유동부채	3,293.4	3,249.9	3,661.4	4,179.1	4,582.3
사채	898.5	1,198.1	1,078.2	918.2	758.2
장기차입금	1,702.1	1,124.8	1,699.4	2,299.4	2,819.4
부채총계	7,254.8	5,990.0	7,495.5	8,292.9	8,851.9
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.9	880.8	880.7	880.7	880.7
기타포괄이익누계액	-102.2	-6.2	181.5	181.5	181.5
이익잉여금	11,784.7	12,158.4	11,834.8	11,945.4	12,199.9
비지배주주지분	809.6	848.7	929.3	989.6	1,073.6
자본총계	13,544.3	14,053.1	13,997.6	14,168.5	14,507.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,380.9	1,277.9	387.6	1,374.7	1,717.6
당기순이익(손실)	1,641.9	756.7	121.0	427.9	595.6
유형자산상각비	602.9	636.3	796.3	890.6	974.2
무형자산상각비	82.1	95.3	57.6	44.4	42.1
운전자본의 증감	-543.2	112.3	-721.5	-80.8	-6.8
투자활동 현금흐름	-1,763.1	662.4	-1,126.4	-1,849.6	-1,783.0
유형자산의증가(CAPEX)	-1,846.5	-892.2	-1,388.3	-1,580.0	-1,660.0
투자자산의감소(증가)	-78.0	-398.1	-248.0	-341.7	-190.3
재무활동 현금흐름	44.8	-1,900.0	224.7	125.0	-55.7
차입금의 증감	578.9	-1,194.7	792.9	478.1	381.2
자본의 증가	0.1	-0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-355.2	22.0	-471.8	-349.9	-121.1
기초현금	1,685.2	1,330.0	1,352.0	880.1	530.2
기말현금	1,330.0	1,352.0	880.1	530.2	409.2

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	468,938	441,234	370,266	428,838	462,053
EPS(지배주주)	46,074	20,860	3,031	10,725	14,927
CFPS	80,208	53,405	34,964	46,851	56,208
EBITDAPS	76,767	53,648	30,037	42,794	50,901
BPS	371,541	385,244	381,274	384,499	391,926
DPS	10,500	6,700	5,500	7,500	7,500
배당수익률(%)	3.8	3.0	3.1	4.3	4.3
Valuation(Multiple)					
PER	6.0	10.7	57.9	16.4	11.8
PCR	3.5	4.2	5.0	3.7	3.1
PSR	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA	2,631.2	1,838.8	1,029.5	1,466.8	1,744.7
EV/EBITDA	4.0	4.6	8.2	6.3	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.0	5.5	0.8	2.8	3.8
EBITDA 이익률	16.4	12.2	8.1	10.0	11.0
부채비율	53.6	42.6	53.5	58.5	61.0
금융비용부담률	0.5	0.7	1.1	1.1	1.1
이자보상배율(x)	24.9	9.8	1.2	3.2	4.1
매출채권회전율(x)	10.4	10.4	8.8	9.7	9.7
재고자산회전율(x)	9.7	8.7	7.4	8.1	8.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.01	기업브리프	Buy	520,000	노우호	-43.3	-32.2	
2018.11.13	산업분석	Buy	360,000	노우호	-21.9	-8.1	
2019.07.02	기업브리프	Buy	340,000	노우호	-30.7	-20.4	
2019.09.03	산업브리프	Buy	300,000	노우호	-20.7	-15.8	
2019.10.31	산업분석	Hold	260,000	노우호	-16.4	-9.8	
2020.02.10	기업브리프	Hold	240,000	노우호	-16.8	-12.5	
2020.03.04	기업브리프	Hold	220,000	노우호	-	-	