

2021. 2. 8



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**  
02. 6454-4867  
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**  
02. 6454-4883  
jungwon.wee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **350,000 원**

현재주가 (2.5) **284,000 원**

상승여력 **23.2%**

KOSPI	3,120.63pt
시가총액	97,342억원
발행주식수	3,428만주
유동주식비율	45.08%
외국인비중	26.27%
52주 최고/최저가	316,000원/117,000원
평균거래대금	870.5억원

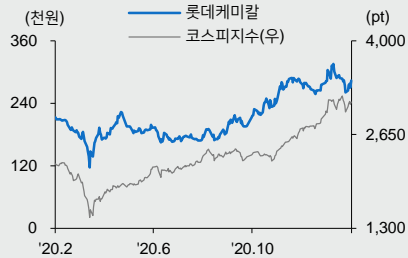
주요주주(%)

롯데지주 외 12 인	54.92
국민연금공단	9.92

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	66.1	43.8
상대주가	-3.7	23.0	-0.2

주가그래프



# 롯데케미칼 011170

## 조용한 변화

- ✓ 4Q20 영업이익 2,125억원, 연간 3,533억원을 시현: 대산NCC 재가동
- ✓ 2021년 영업이익 1.7조원을 전망, 사업부문별 수익성 개선 스토리 진행 중
- ✓ 21년 Highlight: 올레핀의 고부가 PE/PP 판매비중 확대에 따른 가격 방어력
- ✓ 2021년 석유화학 Cycle 반등 국면에서 동사의 수평적/수직적 사업 확장에 주목
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 35만원(21년 추정치 기준 PBR 0.9배) 유지

### 4Q20 Review: 20.12월 대산NCC 재가동

4Q20 영업이익은 2,125억원(OPM 6.6%)으로 20년 연간 영업이익 3,533억원(-68% YoY)을 시현했다. 사업부문별 공통된 흐름은 긍정적 원가 효과, 역대 경쟁 설비들의 트러블에 따른 공급 차질, 계절적 비수기를 상쇄시킨 수요로 요약된다. 올레핀은 대산NCC 가동중단의 마지막 기회손실 1,500억원 반영됨에도 역대 경쟁 설비들의 공급 공백(에틸렌 기준 380만톤)이 긍정적으로 작용했다. LC USA는 가동 중단 손실 반영에도 전분기 대비 적자폭이 축소되었다. 아로마틱스는 부진했던 P-X/PTA에서 PIA로 주력 제품을 교체한 효과가 발생 중이다. 첨단소재는 모빌리티/가전 수요에 대응한 점이다.

### 2021년 영업이익 1.7조원(+394% YoY) 전망: 19~20년 암흑기 통과

당사는 지난 2년간 롯데케미칼을 비롯한 NCC 업황에 비중축소의 보수적 의견을 견지했다. 2년만에 투자 의견 상향 배경은 (1) 무역갈등의 외부변수 불확실성 소멸, (2) 글로벌 올레핀 수급 불균형 해소 및 NCC에 긍정적 업황 전망이다. IHS 등의 글로벌 석유화학 조사기관은 21년 에틸렌 신규 공급 증가량 1,500만톤을 전망, 수급 불균형의 여전한 우려 요인이다. 당사의 판단은 지역별 설비 운영 여력을 고려, 중국/한국 설비들의 정상 가동을 예상한다. 이들의 규모는 총 950만톤이며 Covid19 이후 변화된 수요 증가량을 감안하면 수급 불균형 가능성은 제한적이다. 2021년 NCC 주도의 긍정적 Cycle 흐름을 전망한다.

### 투자 의견 Buy와 적정주가 35만원을 유지

동사의 현 주가는 21년 추정치 기준 PBR 0.7배 수준으로 경쟁사 대비 주가 저평가 구간으로 판단한다. 동사의 성장은 수평적(국내 HPC JV 설립, LC USA 추가 증설) / 수직적(고부가 PE, 모빌리티 변화에 대응한 PP 확대) 확장으로 요약된다. 21년 이익 회복의 큰 그림에서 성장의 조용한 변화가 발생 중인 동사에 대해 매수 의견과 적정주가는 35만원을 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	12,234.6	353.3	168.2	5,121	-75.5	379,840	53.9	0.7	9.6	1.3	44.7
2021E	15,536.7	1,746.3	1,264.2	36,971	618.3	404,311	7.7	0.7	4.4	9.4	57.5
2022E	17,233.8	1,826.5	1,354.4	39,607	7.1	431,418	7.2	0.7	3.7	9.5	68.1

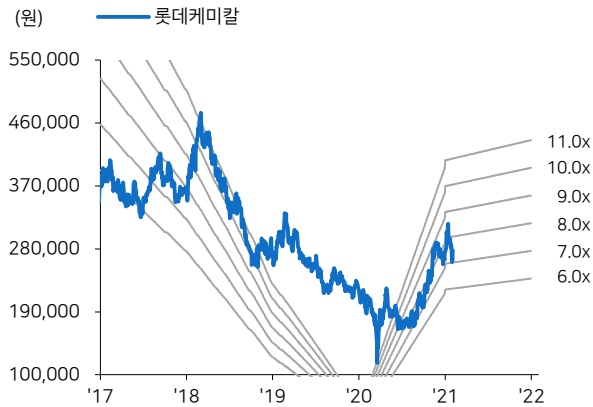
(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	3,231.3	3,427.0	-5.7	3,045.5	6.1	3,283.1	-1.6	3,249.1	-0.5
영업이익	212.6	150.8	41.0	193.8	9.7	227.7	-6.6	253.2	-16.0
세전이익	159.1	93.6	70.0	194.7	-18.3	253.3	-37.2	270.9	-41.3
순이익(지배주주)	85.1	32.8	159.6	140.7	-39.5	176.9	-51.9	184.5	-53.8
영업이익률(%)	6.6	4.4		6.4		6.9		7.8	
순이익률(%)	2.6	1.0		4.6		5.4		5.7	

자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2021E
<b>매출액</b>	<b>3,275.6</b>	<b>2,682.2</b>	<b>3,045.5</b>	<b>3,231.3</b>	<b>3,721.3</b>	<b>3,853.3</b>	<b>3,947.6</b>	<b>4,014.5</b>	<b>12,234.6</b>	<b>15,536.7</b>	<b>17,233.8</b>
올레핀	1,603.8	1,100.3	1,218.6	1,347.3	1,850.7	1,888.7	1,931.8	1,958.8	5,270.0	7,630.0	8,355.2
아로마틱스	437.5	349.8	376.1	390.7	421.7	423.9	433.6	433.5	1,554.1	1,712.7	1,851.8
LC Titan	422.6	443.2	544.0	523.7	608.0	643.5	642.4	641.3	1,933.5	2,535.2	2,622.1
롯데첨단소재	808.7	722.6	863.3	885.2	902.9	948.0	995.5	1,045.2	3,279.8	3,891.6	4,672.3
LC USA	109.2	98.0	64.4	106.1	108.2	113.6	117.0	119.4	377.7	458.2	577.8
<b>영업이익</b>	<b>-86.0</b>	<b>32.9</b>	<b>193.8</b>	<b>212.5</b>	<b>414.3</b>	<b>435.7</b>	<b>449.8</b>	<b>446.5</b>	<b>353.2</b>	<b>1,746.3</b>	<b>1,826.5</b>
%OP	-2.6%	1.2%	6.4%	6.6%	11.1%	11.3%	11.4%	11.1%	2.9%	11.2%	10.6%
올레핀	-11.7	4.1	79.0	88.8	267.1	272.5	274.4	275.6	160.2	1,089.6	1,101.4
아로마틱스	-40.7	2.8	5.5	-5.5	4.6	7.6	9.5	7.4	-37.9	29.1	52.0
LC Titan	-69.5	32.6	48.1	67.0	72.9	80.2	81.3	82.5	78.2	316.9	311.2
롯데첨단소재	41.0	24.3	99.5	82.7	69.7	75.3	84.6	81.0	247.5	310.6	361.8
LC USA	13.9	-12.8	-22.3	-0.4	6.0	9.1	9.9	11.3	-21.6	36.3	62.2
<b>세전이익</b>	<b>-127.0</b>	<b>34.5</b>	<b>194.7</b>	<b>159.1</b>	<b>425.8</b>	<b>447.9</b>	<b>463.9</b>	<b>460.5</b>	<b>261.3</b>	<b>1,798.1</b>	<b>1,910.0</b>
<b>순이익(지배주주)</b>	<b>-77.5</b>	<b>19.9</b>	<b>140.7</b>	<b>85.1</b>	<b>295.3</b>	<b>319.1</b>	<b>321.7</b>	<b>328.1</b>	<b>168.2</b>	<b>1,264.2</b>	<b>1,354.4</b>
%YoY											
매출액	-12.0	-33.5	-22.7	-5.7	13.6	43.7	29.6	24.2	-19.1	27.0	10.9
영업이익	적전	-90.5	-38.4	40.9	흑전	1,224.3	132.1	110.1	-68.1	394.4	4.6
세전이익	적전	-90.8	-38.3	70.0	흑전	1,198.3	138.3	189.4	-77.2	588.1	6.2
순이익(지배)	적전	-92.4	-31.2	159.5	흑전	1,503.5	128.6	285.5	-76.5	651.6	7.1
%QoQ											
매출액	-4.4	-18.1	13.5	6.1	15.2	3.5	2.4	1.7			
영업이익	적전	흑전	489.1	9.6	95.0	5.2	3.2	-0.7			
세전이익	적전	흑전	464.3	-18.3	167.6	5.2	3.6	-0.7			
순이익(지배)	적전	흑전	607.0	-39.5	247.0	8.1	0.8	2.0			

자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드



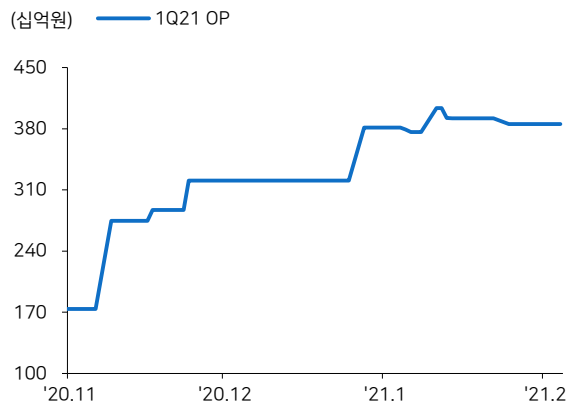
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드



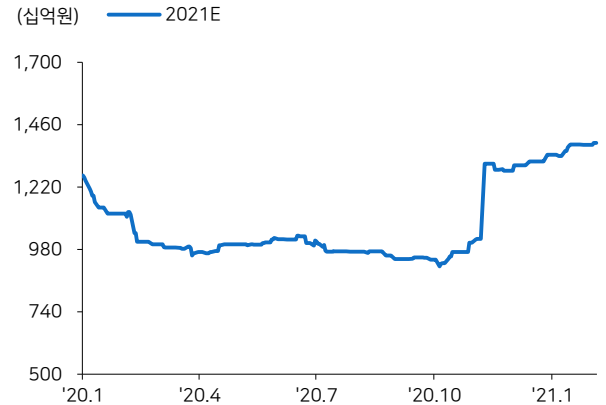
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 1Q21 영업이익 컨센서스 추이



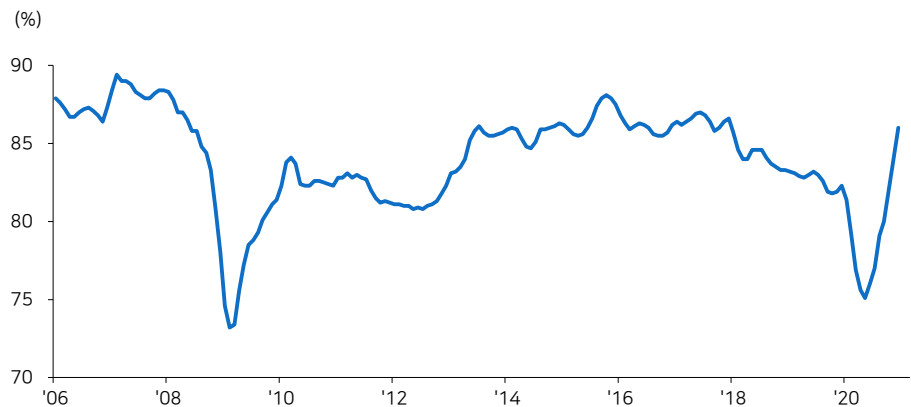
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 연간 영업이익 컨센서스 추이



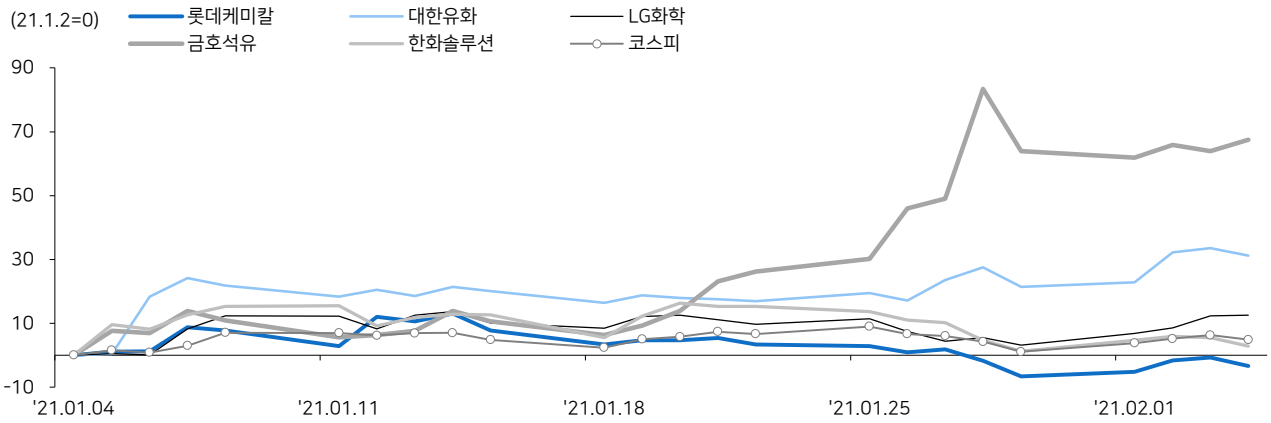
자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림5 글로벌 석유화학 가동률



자료: ICIS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 석유화학 기업 주가 변동 추이



자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림7 HDPE 지역별 가격 추이



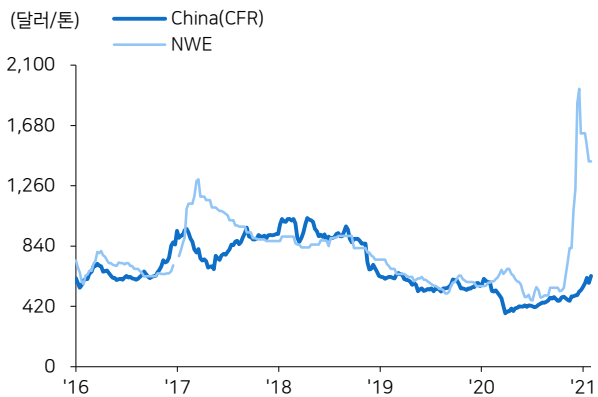
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP 지역별 가격 추이



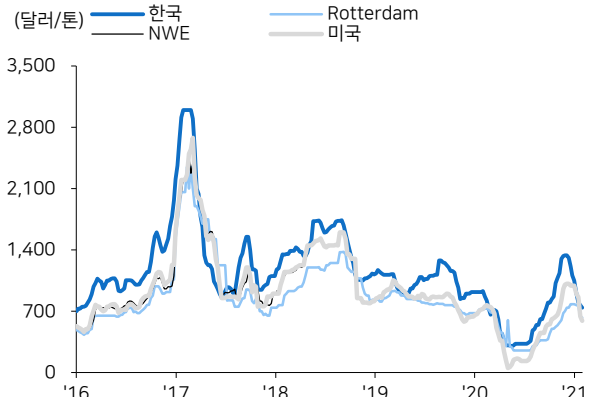
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 MEG 지역별 가격 추이



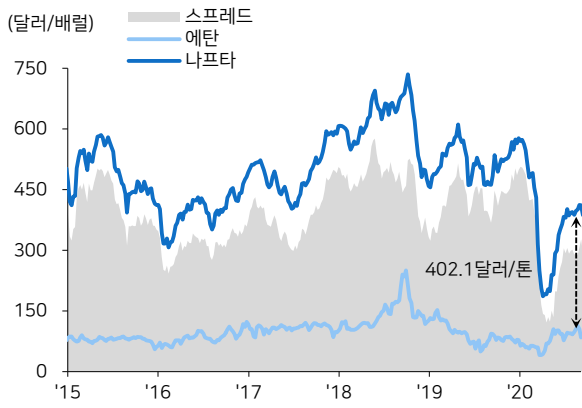
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림10 BD 지역별 가격 추이



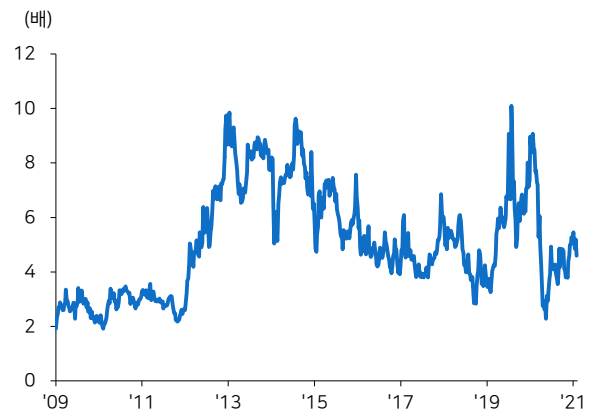
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림11 에탄 및 납사 가격 동향



자료: Bloomberg, Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림12 납사/에탄 Ratio



자료: Bloomberg, Platts, 메리츠증권 리서치센터

## 롯데케미칼 (011170)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>16,073.1</b>	<b>15,123.5</b>	<b>12,234.6</b>	<b>15,536.7</b>	<b>17,233.8</b>
매출액증가율 (%)	1.3	-5.9	-19.1	27.0	10.9
매출원가	13,368.9	13,208.8	11,162.0	13,148.8	14,695.9
매출총이익	2,704.1	1,914.7	1,072.6	2,387.8	2,538.0
판매관리비	758.0	807.5	719.4	641.5	711.5
<b>영업이익</b>	<b>1,946.2</b>	<b>1,107.3</b>	<b>353.3</b>	<b>1,746.3</b>	<b>1,826.5</b>
영업이익률	12.1	7.3	2.9	11.2	10.6
금융손익	-5.0	-59.3	-156.6	-50.4	-55.4
중속/관계기업손익	202.3	184.9	78.4	102.2	139.0
기타영업외손익	65.1	15.7	-13.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	2,208.5	1,248.6	261.2	1,798.1	1,910.0
법인세비용	608.7	390.0	76.0	467.3	484.3
<b>당기순이익</b>	<b>1,641.9</b>	<b>756.7</b>	<b>185.3</b>	<b>1,330.8</b>	<b>1,425.7</b>
지배주주지분 손이익	1,579.2	715.0	168.2	1,264.2	1,354.4

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>8,143.9</b>	<b>7,220.9</b>	<b>6,824.1</b>	<b>9,030.7</b>	<b>11,804.1</b>
현금및현금성자산	1,330.0	1,352.0	664.7	2,193.6	4,608.6
매출채권	1,479.8	1,436.9	1,354.9	1,683.2	1,856.9
재고자산	1,777.3	1,679.7	1,441.6	1,790.9	1,975.7
<b>비유동자산</b>	<b>12,655.2</b>	<b>12,822.3</b>	<b>13,352.8</b>	<b>14,356.1</b>	<b>14,832.8</b>
유형자산	8,036.1	7,505.1	7,789.7	8,005.1	8,084.7
무형자산	1,653.0	1,725.1	1,485.3	1,438.0	1,393.4
투자자산	2,805.2	3,203.3	3,669.1	4,504.3	4,946.0
<b>자산총계</b>	<b>20,799.1</b>	<b>20,043.1</b>	<b>20,176.9</b>	<b>23,386.9</b>	<b>26,636.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>3,961.4</b>	<b>2,740.0</b>	<b>3,368.7</b>	<b>5,055.0</b>	<b>6,441.8</b>
매입채무	858.0	947.7	893.6	1,110.2	1,224.7
단기차입금	806.2	586.3	331.5	731.5	571.5
유동성장기부채	1,379.6	593.2	741.7	981.7	1,181.7
<b>비유동부채</b>	<b>3,293.4</b>	<b>3,249.9</b>	<b>2,865.2</b>	<b>3,486.5</b>	<b>4,352.4</b>
사채	898.5	1,198.1	1,047.8	1,247.8	1,617.8
장기차입금	1,702.1	1,124.8	933.3	1,173.3	1,573.3
<b>부채총계</b>	<b>7,254.8</b>	<b>5,990.0</b>	<b>6,233.8</b>	<b>8,541.5</b>	<b>10,794.2</b>
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.9	880.8	880.5	880.5	880.5
기타포괄이익누계액	-102.2	-6.2	-10.9	-10.9	-10.9
이익잉여금	11,784.7	12,158.4	11,978.2	12,816.9	13,746.0
비지배주주지분	809.6	848.7	923.9	987.5	1,055.7
<b>자본총계</b>	<b>13,544.3</b>	<b>14,053.1</b>	<b>13,943.1</b>	<b>14,845.4</b>	<b>15,842.7</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,380.9</b>	<b>1,277.9</b>	<b>618.8</b>	<b>2,252.5</b>	<b>3,417.1</b>
당기순이익(손실)	1,641.9	756.7	185.3	1,330.8	1,425.7
유형자산상각비	602.9	636.3	745.9	784.6	800.5
무형자산상각비	82.1	95.3	80.0	47.3	44.6
운전자본의 증감	-543.2	112.3	-364.5	19.5	1,070.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,763.1</b>	<b>662.4</b>	<b>-585.7</b>	<b>-1,790.6</b>	<b>-1,250.5</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-1,846.5	-892.2	-1,013.1	-1,000.0	-880.0
투자자산의감소(증가)	-78.0	-398.1	-413.1	-835.2	-441.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>44.8</b>	<b>-1,900.0</b>	<b>-712.1</b>	<b>1,066.9</b>	<b>248.3</b>
차입금의 증감	578.9	-1,194.7	-296.4	1,305.4	823.4
자본의 증가	0.1	-0.0	-0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-355.2	22.0	-687.2	1,528.9	2,414.9
기초현금	1,685.2	1,330.0	1,352.0	664.7	2,193.6
기말현금	1,330.0	1,352.0	664.7	2,193.6	4,608.6

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	468,938	441,234	356,949	453,289	502,805
EPS(지배주주)	46,074	20,860	5,121	36,971	39,607
CFPS	80,208	53,405	32,553	78,785	82,582
EBITDAPS	76,767	53,648	34,401	75,220	77,943
BPS	371,541	385,244	379,840	404,311	431,418
DPS	10,500	6,700	3,600	12,500	12,500
배당수익률(%)	3.8	3.0	1.3	4.4	4.4
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.0	10.7	53.9	7.7	7.2
PCR	3.5	4.2	8.5	3.6	3.4
PSR	0.6	0.5	0.8	0.6	0.6
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
EBITDA	2,631.2	1,838.8	1,179.1	2,578.2	2,671.5
EV/EBITDA	4.0	4.6	9.6	4.4	3.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.0	5.5	1.3	9.4	9.5
EBITDA 이익률	16.4	12.2	9.6	16.6	15.5
부채비율	53.6	42.6	44.7	57.5	68.1
금융비용부담률	0.5	0.7	0.9	0.7	0.9
이자보상배율(x)	24.9	9.8	3.2	15.2	12.5
매출채권회전율(x)	10.4	10.4	8.8	10.2	9.7
재고자산회전율(x)	9.7	8.7	7.8	9.6	9.2

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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)	
2019.01.08	산업브리프	Buy	360,000	노우호	-21.7	-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	-12.4	27.5	
2020.11.17	산업분석	Buy	320,000	노우호	-13.1	-5.0	
2021.01.11	산업브리프	Buy	350,000	노우호	-	-	