



BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원

주가(4/27): 304,500원

시가총액: 104,369억원

화학/정유

Analyst 이동우

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkdu1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/27)	3,215.42pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	328,000원
등락률	-7.2%
수익률	절대 상대
1M	0.0%
6M	31.8%
1Y	36.2%
	-5.4%
	-4.4%
	-18.5%

Company Data

발행주식수	34,275천주
일평균 거래량(3M)	297천주
외국인 지분율	25.7%
배당수익률(2020A)	1.3%
BPS(2020A)	374,803원
주요 주주	롯데지주 외 10인
	54.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	16,073.1	15,123.5	12,223.0	15,521.6
영업이익	1,946.2	1,107.3	356.9	2,365.6
EBITDA	2,631.2	1,838.8	1,187.8	3,112.4
세전이익	2,208.5	1,248.6	246.7	2,703.0
순이익	1,641.9	756.7	175.3	2,108.3
자체주주지분순이익	1,579.2	715.0	158.5	1,905.4
EPS(원)	46,074	20,860	4,623	55,590
증감률(%YoY)	-29.6	-54.7	-77.8	1,102.4
PER(배)	6.0	10.7	59.7	5.5
PBR(배)	0.7	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.9	4.5	8.4	3.7
영업이익률(%)	12.1	7.3	2.9	15.2
ROE(%)	13.0	5.5	1.2	14.1
순부채비율(%)	0.6	-1.2	-2.7	-0.6

Price Trend



기업브리프

롯데케미칼 (011170)

좋은 회사에서 좋은 주식으로 변모



몇 달 동안 고유가/고가 나프타 투입 논리에 너무 몰입되어 있던 것 같습니다. 2분기 정기보수 진행에 따른 일회성 비용은 작년 대산 크래커 셧다운 시기 대비 10% 수준에 불과할 전망입니다. 또한 일부 공급 증가에도 불구하고, 세계 GDP 성장으로 수요가 이를 상쇄할 것으로 예상됩니다. 한편 향후 보험금 수령(작년 가도보험금 등 선수수익의 귀속) 등 일회성 수익(5~6천억원) 증가도 인지할 필요가 있어 보입니다.

>>> 올해 상반기 실적, 시장 기대치 상회 전망

몇 달 동안 생각하고 있었던 롯데케미칼에 대한 보수적 의견을 변경하겠다. 실적 전망이 우리의 기준 예상보다 증가할 것으로 보이기 때문이다. 그간 우리는 1) 정기보수 진행에 따른 타 업체 대비 2분기 실적의 증익 제한 전망, 2) 올해 LG화학/GS칼텍스/여천NCC/한화토탈/현대케미칼 등의 증설 물량 증가로 인한 역내 시장 경쟁 심화, 3) 미국 한파 영향 이후 재가동 물량 출회, 4) 주요 원재료인 나프타 가격 상승 등으로 수익률 관점을 적용하여, 다운스트림/스페셜티/PVC/LDPE 업체 대비 동사의 분석 빈도를 높이지 않았었다.

하지만 동사의 올해 1분기 영업이익은 5,748억원으로 시장 기대치(4,815억 원)를 크게 상회할 전망이다. 대산 공장 본격 가동으로 인한 물량 측면의 증가 효과가 발생하는 가운데, 1) 역내/외 크래커들의 생산 차질로 동사 올레핀/LC Titan의 실적이 크게 개선될 것으로 예상되고, 2) 벤젠/PX 마진 개선 및 한계사업(TPA) 효율화 등 사업 포트폴리오 변경으로 아로마틱스의 실적 턴어라운드가 전망되며, 3) 한국과 미국의 에틸렌 가격 역전 현상 발생으로 LC USA의 마진율도 크게 될 것으로 추정되고, 4) ABS/PC 스프레드 상승으로 첨단소재도 증익 추세를 이어갈 것으로 전망되기 때문이다.

한편 동사의 올해 2분기 영업이익은 5,841억원으로 전 분기 대비 증익 추세를 유지할 전망이다. 계획된 대산 크래커 정기보수 진행으로 에틸렌/프로필렌 등 원재료 구입액이 증가할 전망이나, 이는 약 300~400억원 수준의 비용 증가에 그칠 것으로 보인다. 또한 미국 크래커들의 재가동에도 물류비 영향 및 역내/외 수요 개선으로 전반적인 화학제품 수익성은 올해 1분기를 상회할 가능성이 크기 때문이다.

참고로 동사의 원재료 비용 중 나프타 구매액 비중은 2018~2019년 50% 수준으로 파악되고, 작년에는 대산 크래커 사고 여파로 나프타 구매액은 약 3조 원을 기록하며 전체 원재료 비용의 30% 수준으로 추정된다. 이번 대산 크래커의 정기보수가 길지 않고, 안전을 위한 선제적 조치인 점을 고려하면 올해 2분기 정기보수로 인한 실적 훼손은 크게 의미를 둘 필요가 없어 보인다.

>>> 올해 하반기, 증익 추세 지속 예상

올해 총 293.4만톤의 국내 NCC 설비가 가동에 들어간다. 국내 업체들의 공격적 신증설로 역내 시장에서 일부 공급 증가 여파가 발생할 수도 있다. 하지만 동사의 올해 하반기 실적도 기본적으로 대산 크래커 재가동 효과가 발생하는 가운데, 상반기 대비 증익이 예상된다.

1) 우선 올해 순증(일부 노후화 크래커 폐쇄 고려)되는 273.4만톤 중 약 57%의 물량은 동사와 사업적으로 연결된 물량이다. 동사와 현대오일뱅크의 합작사인 현대케미칼의 HPC 프로젝트는 시운전 TF를 진행 중에 있는 것으로 보인다. 다변화 원재료 투입 효과로 동사는 일부 COTC 통합 효과가 발생할 전망이다. 또한 동사는 GS칼텍스의 신규 크래커를 통하여 BD/페놀유도체 사업을 2022~2023년 단계적으로 완공할 계획이다. 이에 동사의 부타디엔/페놀유도체/PC 사업의 경쟁력도 강화될 전망이다.

2) 공급 부담 요인이 상존하나, 수요의 개선세가 더 클 전망이다. 최근 IMF 등은 올해/내년 경제성장률을 상향 조정하고 있다. 일부 하방 위험이 존재하나, 백신 생산/보급 가속화, 추가 재정 확대 등의 효과가 올해 하반기로 갈수록 빠르게 반영될 전망이다. 이에 일반적인 석유화학제품의 수요 승수를 고려할 경우 제품별로 일부 편차가 있겠으나, 수요의 증가가 예상된다.

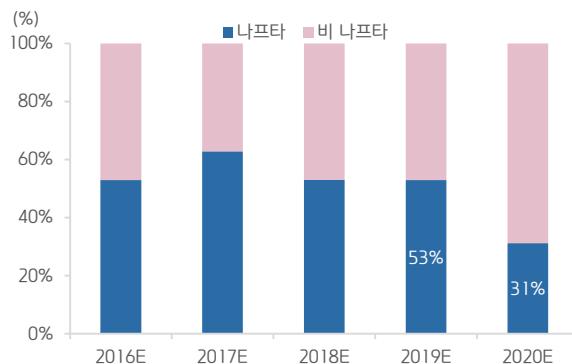
3) 동사의 고부가 제품 믹스 변화를 고려할 필요가 있다. 동사는 수익성 강화를 위하여 EOA, 의료용/마스크용 PP, 분리막용 PE 및 화장품용/항균/항바이러스 등 친환경 제품 등 고부가 제품 비중을 확대하고 있다. 이에 동사의 범용 제품 비중은 2018년 74%에서 2020년 62%로 약 12%p 하락하였다. 올해 하반기도 PIA/EOA/분리막용 PE 판매 확대로 추가적인 범용 비중의 축소가 예상된다.

>>> 여전히 기본에 충실하다

일본 JSR 엘라스토머 사업 인수 불발 뉴스 등을 고려하면, 동사의 원재료 다변화 및 대규모 프로젝트 진행 등이 더욱 탄력을 받을 것으로 전망된다. 동사는 지난 3월 현대케미칼 증자에 이어 LC USA 에탄 크래커 증설에 대한 증자 및 인도네시아 크래커 투자비 등이 올해부터 본격적으로 반영될 것으로 예상된다. 또한 동사는 HPC 프로젝트의 올해 하반기 가동으로 원재료 다변화 비중이 커지는 가운데, 나프타 가격 변동성을 해지하기 위하여 국내 크래커의 LPG 투입 비중(기존 14% → 2020년 20% → 2023년 30%)을 지속적으로 확대할 전망이다. 어려울수록 기본에 충실하는 것이 합당하다는 판단이다. 또한 투자 확대에 따른 Capex 부담이 존재하나, 동사는 JV 투자, LACC 지분 양도 및 보험금 수령 등으로 실질적 무차입 상태를 유지할 것으로 추정된다.

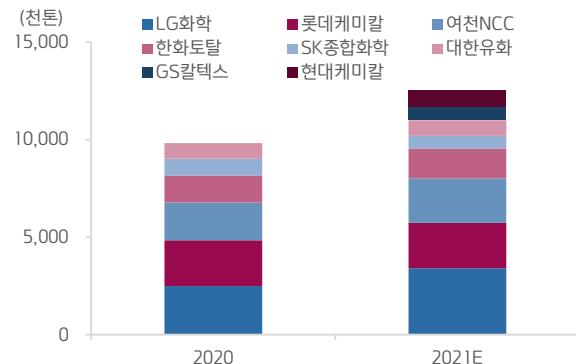
한편 우리는 JSR의 SSBR 사업에 대한 경쟁력과 합성고무 기술력을 긍정적으로 평가하였으나, C4 체인의 비통합 및 부타디엔 수출 제한으로 동사의 JSR 엘라스토머 사업 인수로 인한 부타디엔 통합 시너지는 크지 않았을 것으로 판단하였다. 다음 보고서에서는 신 프로젝트를 포함한 공동/지분법업체에 대한 가치를 부각해 보겠다. 실적 개선을 고려하여 목표주가를 상향 조정한다.

롯데케미칼 나프타 구입액 비중 추이(추정치)



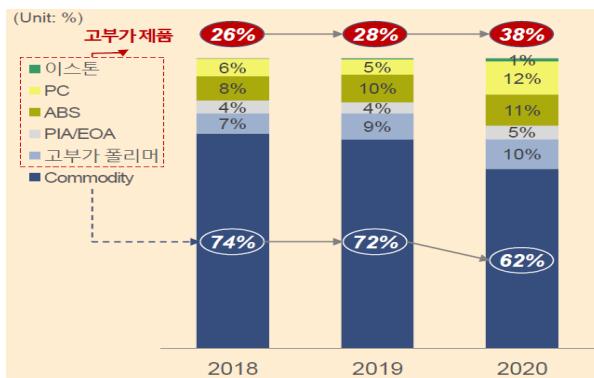
자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

국내 업체별 에틸렌 생산능력(국내 기준) 현황/전망



자료: 각사, KPIA, 키움증권 리서치

롯데케미칼 범용/고부가 제품 비중 추이



자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

미국/국내 에틸렌 가격 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

롯데케미칼 실적 전망

(십억원)	2020				2021				2018	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	3,276	2,682	3,045	3,220	3,592	3,705	4,019	4,205	16,073	15,123	12,223	15,522
Olefin	1,604	1,100	1,219	1,347	1,605	1,598	1,824	1,943	8,191	7,479	5,270	6,969
Aromatics	438	350	376	428	499	528	565	588	3,107	2,343	1,592	2,180
LC Titan	423	443	544	524	593	642	678	699	2,527	2,373	1,934	2,612
첨단소재	918	822	928	991	966	1,008	1,023	1,046	3,071	3,247	3,659	4,043
LC USA	109	100	64	106	117	117	117	117	310	379	467	
영업이익	-86	33	194	216	575	584	574	633	1,946	1,107	357	2,366
Olefin	-12	4	79	89	315	297	284	321	1,283	737	160	1,216
Aromatics	-41	3	6	-6	35	37	45	47	330	99	-38	164
LC Titan	-70	33	48	67	88	108	101	119	186	65	78	416
첨단소재	41	24	100	83	102	107	109	112	236	181	248	429
LC USA	14	-13	-22	0	35	35	35	35	77	-22	140	

자료: 롯데케미칼, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	16,073.1	15,123.5	12,223.0	15,521.6	16,297.6
매출원가	13,368.9	13,208.7	11,069.7	12,160.4	12,646.8
매출총이익	2,704.1	1,914.7	1,153.3	3,361.2	3,650.8
판관비	758.0	807.5	796.4	995.6	1,046.6
영업이익	1,946.2	1,107.3	356.9	2,365.6	2,604.2
EBITDA	2,631.2	1,838.8	1,187.8	3,112.4	3,443.1
영업외손익	262.3	141.3	-110.2	337.4	345.9
이자수익	104.6	103.4	55.0	62.0	80.5
이자비용	78.3	113.2	107.7	131.6	155.5
외환관련이익	253.1	224.3	273.3	216.0	222.4
외환관련손실	269.8	235.8	284.0	229.1	229.1
증속 및 관계기업손익	202.3	184.9	68.1	174.9	282.3
기타	50.4	-22.3	-114.9	245.2	145.3
법인세차감전이익	2,208.5	1,248.6	246.7	2,703.0	2,950.1
법인세비용	608.7	390.0	71.4	594.7	649.0
계속사업순손익	1,599.8	858.6	175.3	2,108.3	2,301.1
당기순이익	1,641.9	756.7	175.3	2,108.3	2,301.1
지배주주순이익	1,579.2	715.0	158.5	1,905.4	2,079.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	1.3	-5.9	-19.2	27.0	5.0
영업이익 증감율	-33.6	-43.1	-67.8	562.8	10.1
EBITDA 증감율	-27.3	-30.1	-35.4	162.0	10.6
지배주주순이익 증감율	-29.6	-54.7	-77.8	1,102.1	9.1
EPS 증감율	-29.6	-54.7	-77.8	1,102.4	9.1
매출총이익률(%)	16.8	12.7	9.4	21.7	22.4
영업이익률(%)	12.1	7.3	2.9	15.2	16.0
EBITDA Margin(%)	16.4	12.2	9.7	20.1	21.1
지배주주순이익률(%)	9.8	4.7	1.3	12.3	12.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	8,143.9	7,220.9	6,876.5	8,163.8	9,609.8
현금 및 현금성자산	1,330.0	1,352.0	1,522.3	2,215.2	3,661.3
단기금융자산	3,376.5	2,455.1	2,219.5	2,006.5	1,814.0
매출채권 및 기타채권	1,563.2	1,533.7	1,423.4	1,807.5	1,897.9
재고자산	1,777.3	1,679.7	1,557.1	1,977.3	2,076.2
기타유동자산	96.9	200.4	154.2	157.3	160.4
비유동자산	12,655.2	12,822.2	12,510.1	13,625.4	14,706.1
투자자산	2,805.0	3,203.3	3,419.1	3,781.3	4,200.9
유형자산	8,036.1	7,505.1	7,173.1	7,995.6	8,720.0
무형자산	1,653.0	1,725.1	1,472.9	1,403.7	1,340.4
기타비유동자산	161.1	388.7	445.0	444.8	444.8
자산총계	20,799.1	20,043.1	19,386.5	21,789.2	24,315.9
유동부채	3,961.4	2,740.0	2,867.7	2,985.3	3,034.2
매입채무 및 기타채무	1,248.1	1,318.8	1,172.8	1,400.4	1,449.4
단기금융부채	2,187.2	1,206.5	1,265.8	1,265.8	1,265.8
기타유동부채	526.1	214.7	429.1	319.1	319.0
비유동부채	3,293.4	3,249.9	2,806.5	3,556.5	4,306.5
장기금융부채	2,603.0	2,428.8	2,109.7	2,859.7	3,609.7
기타비유동부채	690.4	821.1	696.8	696.8	696.8
부채총계	7,254.8	5,990.0	5,674.2	6,541.8	7,340.7
자자지분	12,734.7	13,204.4	12,846.5	14,178.6	15,684.9
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.9	880.8	880.5	880.5	880.5
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-102.2	-6.2	-282.3	-625.9	-969.6
이익잉여금	11,784.7	12,158.4	12,076.9	13,752.7	15,602.6
비자지분	809.6	848.7	865.8	1,068.8	1,290.3
자본총계	13,544.3	14,053.1	13,712.4	15,247.4	16,975.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	1,380.9	1,277.9	1,310.8	2,051.4	2,888.9
당기순이익	1,641.9	756.7	175.3	2,108.3	2,301.1
비현금항목의 가감	1,107.2	1,073.8	958.4	1,403.4	1,455.3
유형자산감가상각비	602.9	636.3	741.0	677.6	775.5
무형자산감가상각비	82.1	95.3	89.9	69.3	63.3
지분법평가손익	-361.8	-440.4	-271.0	0.0	-100.0
기타	784.0	782.6	398.5	656.5	716.5
영업활동자산부채증감	-543.2	112.3	280.5	-796.1	-143.4
매출채권및기타채권의감소	122.3	45.0	3.4	-384.1	-90.4
재고자산의감소	-258.1	60.5	97.9	-420.2	-98.9
매입채무및기타채무의증가	-328.1	170.1	-34.1	227.6	49.0
기타	-79.3	-163.3	213.3	-219.4	-3.1
기타현금흐름	-825.0	-664.9	-103.4	-664.2	-724.1
투자활동 현금흐름	-1,763.1	662.4	-638.5	-1,526.7	-1,504.6
유형자산의 취득	-1,846.4	-892.2	-802.2	-1,500.0	-1,500.0
유형자산의 처분	14.9	21.7	23.2	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.4	-142.4	-1.7	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-80.3	-398.3	-215.8	-362.1	-319.6
단기금융자산의감소(증가)	-182.9	921.4	235.6	213.0	192.5
기타	333.0	1,152.2	122.4	122.4	122.5
재무활동 현금흐름	44.8	-1,900.0	-478.9	565.3	459.0
차입금의 증가(감소)	533.3	-1,376.5	-177.2	750.0	750.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-411.5	-396.7	-240.4	-123.4	-229.6
기타	-77.0	-126.8	-61.3	-61.3	-61.4
기타현금흐름	-17.9	-18.3	-23.0	-397.1	-397.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-355.2	22.0	170.4	692.8	1,446.2
기초현금 및 현금성자산	1,685.2	1,330.0	1,352.0	1,522.3	2,215.2
기말현금 및 현금성자산	1,330.0	1,352.0	1,522.3	2,215.2	3,661.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	46,074	20,860	4,623	55,590	60,672
BPS	371,541	385,244	374,803	413,667	457,613
CFPS	80,208	53,405	33,079	102,455	109,593
DPS	10,500	6,700	3,600	6,700	6,700
주가배수(배)					
PER	6.0	10.7	59.7	5.5	5.0
PER(최고)	10.3	16.1	64.1		
PER(최저)	5.4	9.9	24.8		
PBR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
PBR(최고)	1.3	0.9	0.8		
PBR(최저)	0.7	0.5	0.3		
PSR	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6
PCFR	3.5	4.2	8.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	3.9	4.5	8.4	3.7	3.2
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	21.9	30.3	70.4	10.9	10.0
배당수익률(%),보통주,현금	3.8	3.0	1.3	2.2	2.2
ROA	8.1	3.7	0.9	10.2	10.0
ROE	13.0	5.5	1.2	14.1	13.9
ROIC	12.8	7.6	1.6	16.4	16.4
매출채권회전율	9.9	9.8	8.3	9.6	8.8
재고자산회전율	9.7	8.7	7.6	8.8	8.0
부채비율	53.6	42.6	41.4	42.9	43.2
순차입금비율	0.6	-1.2	-2.7	-0.6	-3.5
이자보상배율	24.9	9.8	3.3	18.0	16.7
총차입금	4,790.2	3,635.3	3,375.5	4,125.5	4,875.5
순차입금	83.7	-171.7	-366.3	-96.2	-599.8
NOPLAT	2,631.2	1,838.8	1,187.8	3,112.4	3,443.1
FCF	-351.1	700.6	508.1	295.9	1,226.7

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 4월 27일 현재 '롯데케미칼' 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.

고지사항

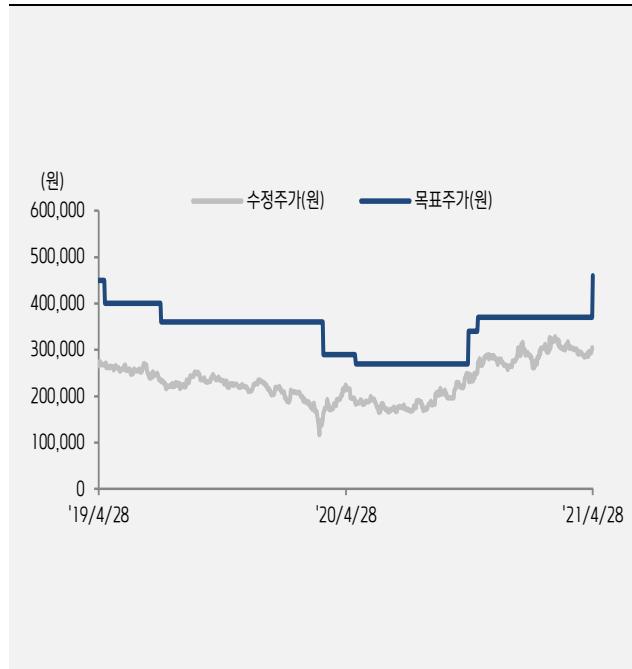
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	乖리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
롯데케미칼 (011170)	2019/05/07	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-33.33	-32.25
	2019/05/10	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-34.26	-32.25
	2019/05/29	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-36.05	-32.25
	2019/07/29	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-36.53	-35.28
	2019/08/06	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-36.05	-29.86
	2019/09/23	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-37.08	-29.86
	2020/03/25	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-33.75	-22.93
	2020/05/12	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-30.53	-26.30
	2020/06/04	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.02	-26.30
	2020/06/18	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-33.46	-26.30
	2020/07/27	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-33.92	-26.30
	2020/08/10	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-32.40	-19.63
	2020/09/23	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-29.88	-7.78
	2020/10/26	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.14	-26.47
	2020/11/09	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-24.27	-21.89
	2020/12/02	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-24.93	-17.84
	2021/01/12	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-21.40	-11.35
	2021/04/28	BUY(Maintain)	460,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 고리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%