

2021. 8. 9



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 350,000 원

현재주가 (8.6) 265,000 원

상승여력 32.1%

KOSPI 3,270.36pt

시가총액 90,830억원

발행주식수 3,428만주

유동주식비율 45.08%

외국인비중 27.02%

52주 최고/최저가 328,000원/169,000원

평균거래대금 490.7억원

## 주요주주(%)

롯데지주 외 9 인 54.92

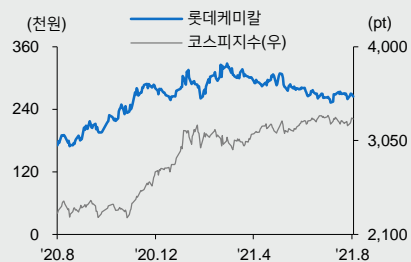
국민연금공단 7.72

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 0.4 -6.7 48.0

상대주가 1.4 -11.0 6.0

## 주가그래프



## 롯데케미칼 011170

## Slow &amp; Steady

- ✓ 2Q21 Review: 일회성 비용을 감안해도 서프라이즈 요인이 부재한 맛있는 실적
- ✓ 원가 및 공급 side 부담감 여전하여 3~4Q21 영업이익의 추정치 하향 조정(올레핀)
- ✓ NCC 모범생의 한계점을 보완하는 성장동력원에 대한 투자 지속  
기존 사업에 대한 Depth 투자와 2차전지소재/수소 등 Green 에너지로 사업 확장
- ✓ Down-cycle을 고민할 시점은 아닌 점 & 성장기반 사업 영위 관점에서 Buy의견  
연간 영업이익의 추정치 하향을 반영하여 적정주가는 35만원 제시(PBR 0.7배 적용)

## 2Q21 Review: 대산NCC 간이보수 비용 반영된 영업이익 5,940억원 달성

동사는 2Q21 영업이익 5,940억원을 달성했다. 예고된 대산NCC의 간이보수에 따른 일회성 비용(600억원)을 고려해도, 화학섹터 내 경쟁 기업들의 영업이익 서프라이즈를 시험했던 사례를 감안하면 다소 맛있는 실적으로 판단한다. 사업부문별 흐름은 (1) 올레핀: 타이트한 수급 여건이 유지되었으나 대산NCC 간이보수 시행으로 기회손실 발생, (2) 아로마틱스: PIA 전환 효과로 이익률 추가 개선, (3) 첨단소재는 전방 수요에 기반한 ABS/PC 호조, (4) LC Titan: 긍정적인 공급여건에도 불구하고, 동남아 지역 Covid19 재확산에 따른 수요심리 위축, (5) LC USA: 유가 강세에 NCC 대비 원가 경쟁력이 부각된 점이다.

## 2H21 분기별 영업이익의 기대치 하향 조정

하반기 석유화학은 (1) 델타 변이 등 단기 수요 심리 위축, (2) 국내/외 신증설 물량 유입으로 단기 고점을 통과한 점이다. 또한 당사의 하반기 유가 예상치(WTI 65~72달러/배럴)를 적용, 3~4Q21 추정 영업이익은 각각 4,525억원과 4,457억원으로 감소할 전망이다.

## Pure-NCC의 고정관점을 극복하는 Green 사업으로 성장 투자 지속

동사는 향후 10년간 수소사업 Value-chain, 2차전지 전해액 유기용매 투자 등으로 기존 석유화학의 익숙함을 벗어나 신규 사업에 투자를 집행할 계획이다. 향후 사업 성과 가시화에 따라 점진적인 Valuation 상승이 예상된다. 동사에 대해 투자의견 Buy 유지, 단 적정주가는 연간 추정치 하향조정(-12%)으로 35만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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
2020	12,223.0	356.9	158.5	4,623	-76.8	374,803	59.7	0.7	8.4	1.2	41.4
2021E	17,287.7	2,115.9	1,746.3	51,204	963.3	424,683	5.2	0.6	2.8	12.8	62.7
2022E	17,982.6	2,120.6	1,836.5	53,087	3.7	465,270	5.0	0.6	0.7	11.9	94.0
2023E	18,760.7	2,261.8	2,074.1	59,957	12.9	512,727	4.4	0.5	-3.3	12.3	138.2

표1 롯데케미칼 2Q21 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	4,352.0	2,682.2	62.3	4,168.3	4.4	4,382.8	-0.7	4,258.5	2.2
영업이익	594.0	32.9	1,704.5	623.8	-4.8	599.0	-0.8	526.9	12.7
세전이익	665.0	34.5	1,829.4	703.7	-5.5	631.8	5.3	617.2	7.7
순이익(지배주주)	473.1	19.9	2,273.9	506.3	-6.6	448.4	5.5	439.8	7.6
영업이익률(%)	13.6	1.2		15.0		13.7		12.4	
순이익률(%)	10.9	0.7		12.1		10.2		10.3	

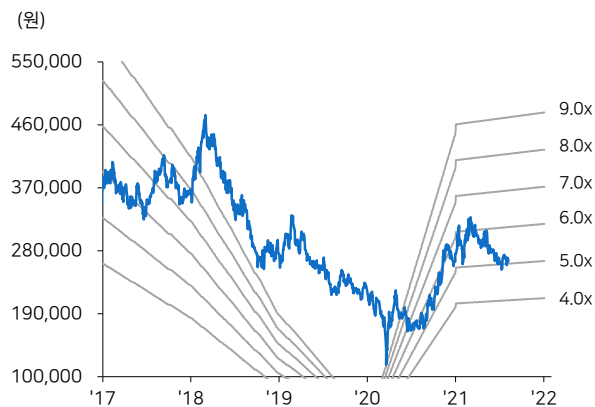
자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

표2 롯데케미칼 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	4,168.3	4,352.0	4,485.0	4,282.4	4,342.1	4,441.5	4,591.7	4,607.3	17,287.7	17,982.6	18,760.7
Olefin	1,928.3	1,897.7	2,114.1	1,966.1	2,016.4	2,044.0	2,095.4	2,132.1	7,906.3	8,288.0	8,735.8
Aromatics	527.8	594.8	513.2	455.3	457.3	459.2	472.3	475.2	2,091.1	1,864.1	1,896.0
LC Titan	651.1	691.5	712.1	672.1	632.8	634.4	634.2	638.1	2,726.8	2,539.6	2,591.3
롯데첨단소재	1,041.4	1,182.3	1,241.4	1,303.5	1,368.7	1,437.1	1,508.9	1,512.0	4,768.6	5,826.7	6,078.2
LC USA	152.2	126.9	130.7	133.3	146.7	161.3	164.5	172.8	543.1	645.3	678.8
영업이익	623.8	594.0	452.5	445.7	529.4	556.0	519.6	515.5	2,115.9	2,120.6	2,261.8
%OP	15.0%	13.6%	10.1%	10.4%	12.2%	12.5%	11.3%	11.2%	12.2%	11.8%	12.1%
Olefin	313.1	271.0	253.1	255.3	299.3	297.3	297.8	299.9	1,092.5	1,194.3	1,264.9
Aromatics	39.9	52.3	42.1	35.5	32.9	33.1	34.0	35.2	169.8	135.2	137.5
LC Titan	133.1	119.9	52.8	59.7	78.4	74.4	70.8	71.1	365.5	294.7	305.7
롯데첨단소재	115.0	126.0	104.5	95.1	118.9	151.2	117.0	109.4	440.6	496.5	553.8
LC USA	48.6	38.1	31.4	38.7	35.2	29.0	31.3	33.7	156.7	129.2	140.4
세전이익	703.7	665.0	548.6	542.4	628.2	666.8	642.3	649.7	2,459.7	2,587.1	2,938.1
순이익(지배주주)	506.3	473.1	380.4	386.4	447.6	473.2	454.2	461.6	1,746.3	1,836.5	2,066.4
%YoY											
매출액	27.3	62.3	47.3	33.0	4.2	2.1	2.4	7.6	41.4	4.0	4.3
영업이익	흑전	1,704.5	133.5	106.2	-15.1	-6.4	14.8	15.7	492.8	0.2	6.7
세전이익	흑전	1,829.4	181.7	275.2	-10.7	0.3	17.1	19.8	896.8	5.2	13.6
순이익(지배)	흑전	2,273.9	170.3	413.1	-11.6	0.0	19.4	19.4	1,002.0	5.2	12.5
%QoQ											
매출액	29.5	4.4	3.1	-4.5	1.4	2.3	3.4	0.3			
영업이익	188.5	-4.8	-23.8	-1.5	18.8	5.0	-6.5	-0.8			
세전이익	386.8	-5.5	-17.5	-1.1	15.8	6.1	-3.7	1.1			
순이익(지배)	572.2	-6.6	-19.6	1.6	15.8	5.7	-4.0	1.6			

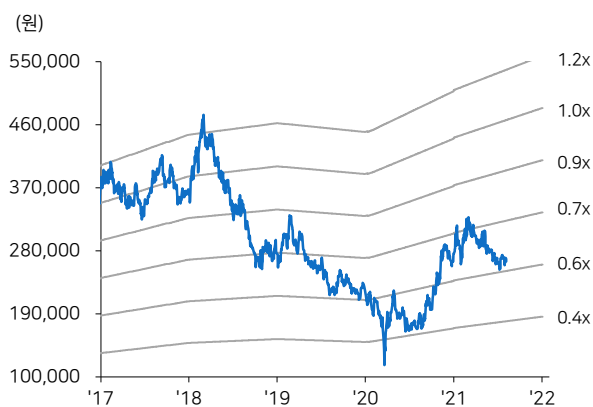
자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M FWD PER 밴드 차트



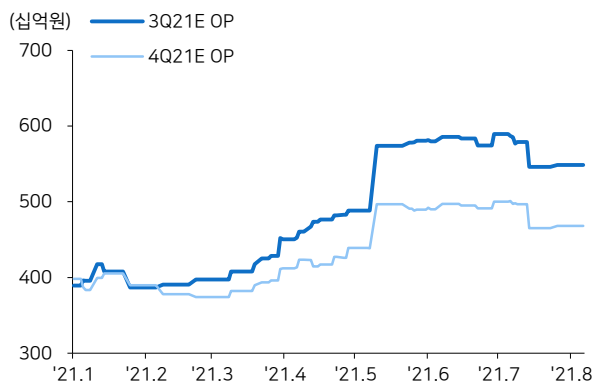
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드 차트



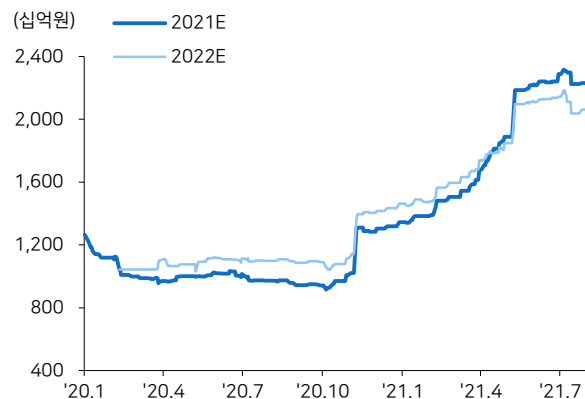
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 3~4Q21 영업이익 컨센서스



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 연간 영업이익 컨센서스



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 롯데케미칼 통합 스팟 스프레드



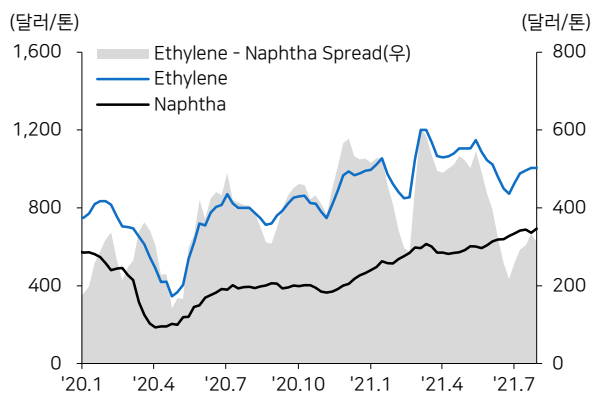
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 롯데케미칼 통합 1개월 래깅 스프레드



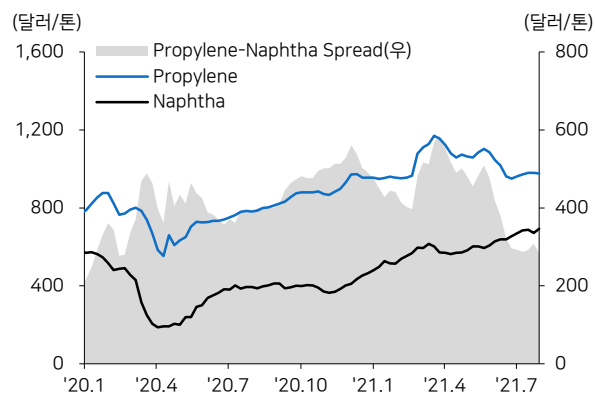
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 에틸렌 스프레드



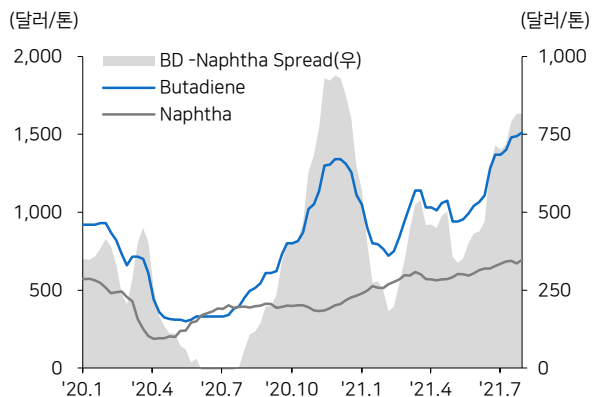
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 프로필렌 스프레드



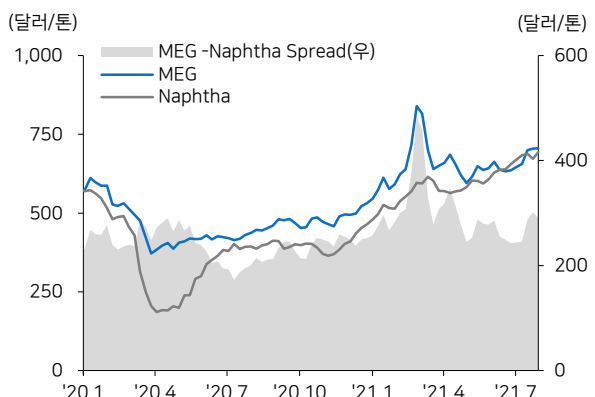
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 부타디엔 스프레드



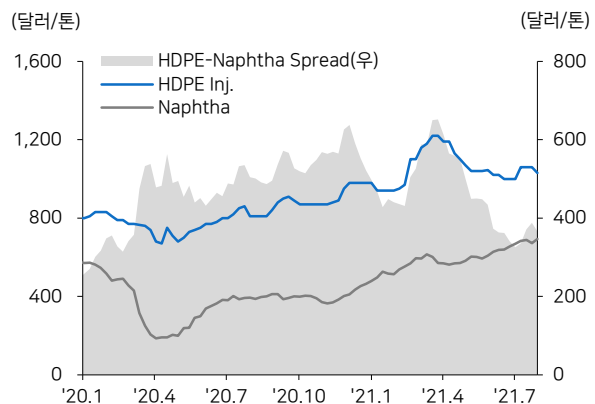
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 MEG 스프레드



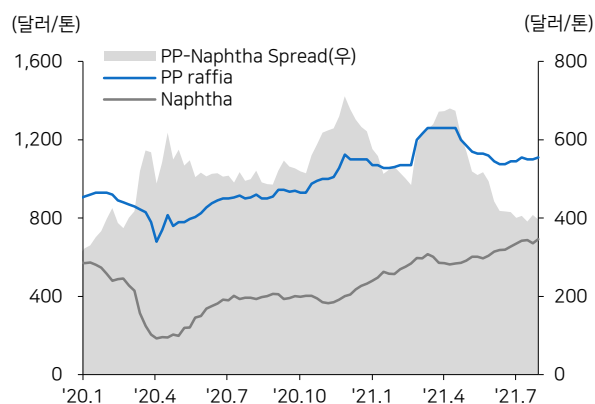
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 HDPE 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림12 PP 스프레드



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 롯데케미칼 (011170)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,123.5	12,223.0	17,287.7	17,982.6	18,760.7
매출액증가율 (%)	-5.9	-19.2	41.4	4.0	4.3
매출원가	13,208.8	11,069.7	14,416.2	15,119.6	15,724.7
매출총이익	1,914.7	1,153.3	2,871.5	2,863.0	3,036.0
판매관리비	807.5	796.4	755.6	742.3	774.1
영업이익	1,107.3	356.9	2,115.9	2,120.6	2,261.8
영업이익률	7.3	2.9	12.2	11.8	12.1
금융손익	-59.3	-72.9	-36.5	13.2	136.2
중속/관계기업손익	184.9	68.1	389.2	453.3	551.0
기타영업외손익	15.7	-105.3	11.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	1,248.6	246.8	2,459.7	2,587.1	2,949.0
법인세비용	390.0	71.4	610.6	653.9	765.7
당기순이익	756.7	175.4	1,846.0	1,933.2	2,183.3
지배주주지분 순이익	715.0	158.5	1,746.3	1,836.5	2,074.1

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,220.9	6,876.5	12,437.4	19,655.7	32,118.3
현금및현금성자산	1,352.0	1,522.3	4,369.6	11,315.4	23,666.9
매출채권	1,436.9	1,390.0	1,848.7	1,989.0	2,046.2
재고자산	1,679.7	1,557.1	1,742.0	1,874.2	1,928.1
비유동자산	12,822.3	12,510.1	12,935.3	13,519.5	12,802.6
유형자산	7,505.1	7,173.2	7,442.6	7,815.5	7,036.1
무형자산	1,725.1	1,473.0	1,410.5	1,366.1	1,324.3
투자자산	3,203.3	3,419.1	3,652.1	3,907.9	4,012.2
자산총계	20,043.1	19,386.6	25,372.6	33,175.2	44,920.9
유동부채	2,740.0	2,867.7	6,546.7	12,198.9	22,197.1
매입채무	947.7	866.0	1,151.9	1,239.3	1,274.9
단기차입금	586.3	619.8	1,160.0	1,080.0	1,080.0
유동성장기부채	618.2	645.4	872.0	1,072.0	1,072.0
비유동부채	3,249.9	2,806.5	3,229.9	3,875.4	3,868.1
사채	1,198.1	1,148.0	1,298.2	1,568.2	1,538.2
장기차입금	1,124.8	859.9	1,051.6	1,371.6	1,371.6
부채총계	5,990.0	5,674.2	9,776.5	16,074.4	26,065.2
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.8	880.5	880.3	880.3	880.3
기타포괄이익누계액	-6.2	-282.3	-82.2	-82.2	-82.2
이익잉여금	12,158.4	12,076.9	13,586.7	14,977.8	16,604.4
비지배주주지분	848.7	865.8	1,040.0	1,153.5	1,281.8
자본총계	14,053.1	13,712.4	15,596.1	17,100.8	18,855.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,277.9	1,310.8	2,857.3	8,111.1	12,791.6
당기순이익(손실)	756.7	175.4	1,846.0	1,933.2	2,183.3
유형자산상각비	636.3	741.0	774.4	827.1	872.8
무형자산상각비	95.3	89.9	57.4	44.4	41.8
운전자본의 증감	112.3	280.5	101.3	5,299.6	9,903.3
투자활동 현금흐름	662.4	-638.5	-1,052.5	-1,332.4	-1,056.0
유형자산의증가(CAPEX)	-892.2	-802.2	-885.5	-1,200.0	-1,200.0
투자자산의감소(증가)	-398.1	-215.8	-141.7	-255.8	-104.4
재무활동 현금흐름	-1,900.0	-478.9	985.4	167.2	-590.5
차입금의 증감	-1,194.7	-233.2	1,470.1	725.8	-23.5
자본의 증가	-0.0	-0.4	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	22.0	170.4	2,847.3	6,945.8	12,351.5
기초현금	1,330.0	1,352.0	1,522.3	4,369.6	11,315.4
기말현금	1,352.0	1,522.3	4,369.6	11,315.4	23,666.9

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	441,234	356,612	504,377	524,650	547,351
EPS(지배주주)	20,860	4,623	51,204	53,087	59,957
CFPS	53,405	33,079	94,159	101,107	106,608
EBITDAPS	53,648	34,655	86,001	87,298	89,950
BPS	385,244	374,803	424,683	465,270	512,727
DPS	6,700	3,600	12,500	12,500	12,500
배당수익률(%)	3.0	1.3	4.7	4.7	4.7
Valuation(Multiple)					
PER	10.7	59.7	5.2	5.0	4.4
PCR	4.2	8.3	2.8	2.6	2.5
PSR	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDA	1,838.8	1,187.8	2,947.7	2,992.2	3,083.1
EV/EBITDA	4.6	8.4	2.8	0.7	-3.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	1.2	12.8	11.9	12.3
EBITDA 이익률	12.2	9.7	17.1	16.6	16.4
부채비율	42.6	41.4	62.7	94.0	138.2
금융비용부담률	0.7	0.9	0.6	0.7	0.7
이자보상배율(x)	9.8	3.3	20.0	16.3	16.3
매출채권회전율(x)	10.4	8.6	10.7	9.4	9.3
재고자산회전율(x)	8.7	7.6	10.5	9.9	9.9

## 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	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.07.22	산업브리프	Buy	340,000	노우호	-33.1	-26.6	
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	-14.2	-6.3	
2021.03.30	기업브리프	Buy	390,000	노우호	-28.3	-20.8	
2021.08.09	기업브리프	Buy	350,000	노우호	-	-	