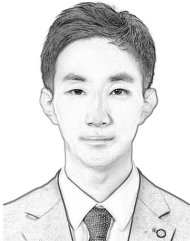


SK COMPANY Analysis



Analyst
박한샘

sam4.park@sk.com
02-3773-8477

Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,832 십억원
주요주주	
롯데지주(외9)	54.92%
국민연금공단	7.72%
외국인지분률	26.00%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(21/11/04)	228,500 원
KOSPI	2983.22 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	328,000 원
52주 최저가	224,500 원
60일 평균 거래대금	35 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.6%	-4.4%
6개월	-20.8%	-16.4%
12개월	-4.8%	-24.8%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(하향))

순수의 부담과 준비하는 성장동력

3Q 영업이익은 2,883 억원을 기록해 컨센서스를 하회. 원가 상승에 따른 수익성 약화와 수요 둔화가 동시에 작용. HDPE/PP 1M lagging spread는 QoQ -18%, -21% 하락. 최근 원가 상승의 제품 가격 전가는 긍정적이나 중장기 증설 물량이 부담. 이에 대응해 동사는 전해액, 재활용 등 신규 사업에 지속 투자 중으로 성장동력 가시화에 주목. Valuation은 Target PBR 0.7 배 부여, 목표주가 29 만원 투자 의견 매수를 제시함

대표 제품 PE/PP의 부진

3분기 매출액과 영업이익은 각각 4조 4,419 억원, 2,883 억원을 기록해 11/4 일 기준 컨센서스(4,463 억원)를 하회하는 수준을 기록했다. 원가 상승에 따른 수익성 약화와 수요 둔화가 동시에 작용했다. 주요 제품인 PE(HDPE)와 PP는 1M lagging Margin 기준 3분기 평균 각각 \$448.6/t, \$559.3/t을 기록해 QoQ -18%, -21%를 시현했다. 결과적으로 올레핀 사업부의 영업이익률은 7%로 지난 분기 14% 대비해서 대폭 감소했다. LC Titan도 코로나19 재확산에 따른 수요 둔화가 겹치며 영업이익률이 4.4%로 저조했다.

순수 화학의 부담과 준비하는 성장동력

올해 하반기에 이어 내년에도 당분간 공급 물량 부담은 지속 가능하다. '22년 에틸렌 생산능력 3년 CAGR은 5.6%로 지난 10년 기준 Peak가 예상되고 있다. 또한, 중국의 일관공정 설비 비율은 매년 증가 추세에 있다. 아시아를 중심으로 한 크래커 증설 물량이 당분간 부담일 전망이다. 이에 대응해 동사는 신규 성장 동력을 제시 중이다. 전기차 배터리용 전해액 유가용매 사업과 화학적 재활용(C-rpet) 및 수소 사업을 추진 중이다. 순수화학의 실적 둔화 폭을 채울 새로운 성장동력의 가시화에 주목할 필요가 있다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 35 만원 → 29 만원 하향

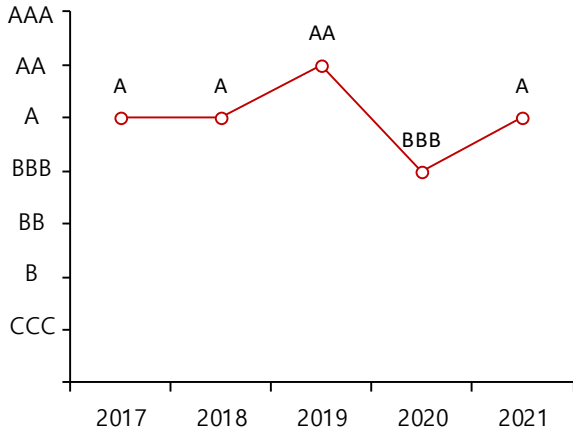
제품 가격 정상화와 원가 상승이 부담인 구간이다. 실적 추정치 하향으로 Valuation은 가중평균 Target PBR을 0.8 → 0.7 배로 조정, 목표주가는 35 만원에서 29 만원으로 하향한다. 투자의견은 수소 등 신규 성장 동력에 대한 투자 기대감으로 매수를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	16,073	15,123	12,223	18,020	17,569	18,998
yoy	%	1.3	-5.9	-19.2	47.4	-2.5	8.1
영업이익	십억원	1,946	1,107	357	1,850	1,438	1,924
yoy	%	-33.6	-43.1	-67.8	418.2	-22.3	33.8
EBITDA	십억원	2,631	1,839	1,188	2,672	2,473	3,021
세전이익	십억원	2,209	1,249	247	2,180	1,628	2,118
순이익(지배주주)	십억원	1,579	715	158	1,566	1,169	1,530
영업이익률%	%	12.1	7.3	2.9	10.3	8.2	10.1
EBITDA%	%	16.4	12.2	9.7	14.8	14.1	15.9
순이익률	%	10.2	5.0	1.4	9.2	7.0	8.5
EPS(계속사업)	원	44,845	23,833	4,623	45,678	34,097	44,644
PER	배	6.2	9.4	59.7	4.8	6.4	4.9
PBR	배	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	4.0	4.7	8.5	3.0	3.2	2.5
ROE	%	13.0	5.5	1.2	11.6	8.1	10.1
순차입금	십억원	143	-152	-320	-667	-859	-1,254
부채비율	%	53.6	42.6	41.4	48.5	47.3	45.3

ESG 하이라이트

롯데케미칼의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
롯데케미칼 종합 등급	A	C+	32.2
환경(Environment)	37.8	B-	19.4
사회(Social)	62.8	B	31.6
지배구조(Governance)	60.0	B+	62.5
<비교업체 종합 등급>			
SKC	AA	C-	39.7
대한유화	A	NA	31.4
금호석유	BBB	C-	34.7
롯데정밀화학	AA	C+	62.4

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 롯데케미칼 ESG 평가

동사는 '20년 이후 지속가능발전소의 ESG 등급 기준 A로 전년도 대비 개선되는 그림. 또한, 올해 9월 ESG 위원회를 설립

화학 사업이 환경에 대한 리스크를 보유하고 있음에도 동사는 화학적 재활용을 비롯한 친환경 비즈니스 진출로 환경 측면을 강화 중. 동시에 ETRS 기준 탄소 배출 관련해 사전 할당량 대비 낮은 인증 배출량을 시현하고 있음.

자료: SK 증권

롯데케미칼의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.04.28	지속가능채권	200,000	1.91

자료: KRX, SK 증권

롯데케미칼의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.15	사회 (Social)	용연공단 롯데케미칼 화재, 보수중 옥외 변압기서 발화
2021.07.29	지배구조 (Governance)	허수영 전 롯데케미칼 사장 200억대 세금환급 무죄 확정
2021.06.30	환경 (Environment)	전남도, 롯데케미칼 여수공장 조업정지 10일
2021.06.24	환경 (Environment)	전남도, 롯데첨단소재-금호석화 등 불법배출 조사 확대
2020.12.18	환경 (Environment)	전남도 의회, 여수 LG 화학 롯데케미칼에 과태료 500만원 부과
2020.12.07	지배구조 (Governance)	"신동주 보수, 직무 대가" 롯데케미칼 소송 냈지만 패소

자료: 주요 언론사, SK 증권

1. Highlight View 3

(1) 대표 제품 PE/PP의 부진

주요 제품인 PE(HDPE)와 PP는 1M lagging Margin 기준 3분기 평균 각각 \$448.6/t, \$559.3/t을 기록해 QoQ -18%, -21%를 기록했다. 결과적으로 올레핀 사업부의 영업 이익률은 7%로 지난 분기 14% 대비해서 대폭 감소했다. 제품 가격 부진과 진행된 납사(유가) 상승의 여파가 컸다. 남은 하반기에도 원료 부담은 지속될 전망이나 최근 일부 전가되는 제품가격 흐름이 긍정적이다. 실제로 PP의 Spot spread는 4분기 누적 기준 QoQ +7.7%를 기록 중이다. 또한, 코로나19 확산의 완화로 동남아 지역의 수요 회복 추이를 눈 여겨 볼 필요가 있다.

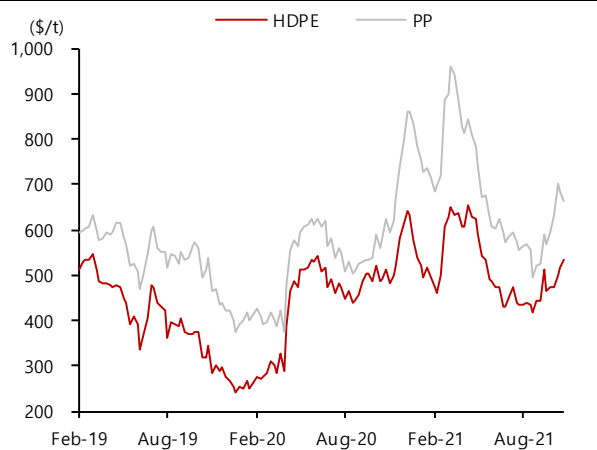
(2) 안고 가야 할 공급의 부담

환경에 대한 문제가 화학 업종 내에 큰 화두 인 것은 사실이나, 그렇다고 공급 물량이 축소되는 흐름으로 판단하기는 어렵다. '22년 에틸렌 생산능력 3년 CAGR은 5.6%로 지난 10년 기준 Peak가 예상되고 있다. 또한, 중국의 일관공정 설비 비율은 매년 증가 추세에 있다. 아시아를 중심으로 한 크래커 증설 물량이 증장기 부담일 전망이다.

(3) 기다리는 성장동력

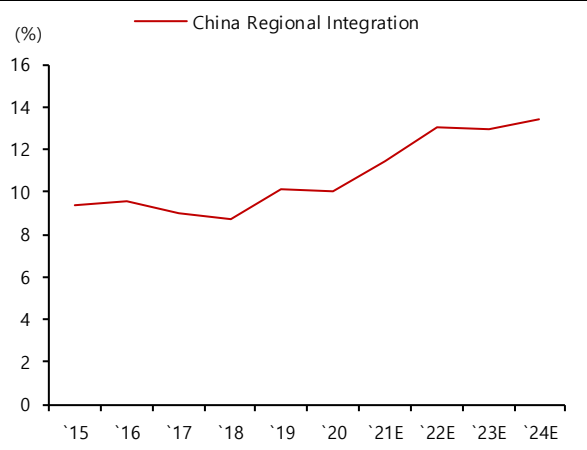
순수 화학 제품의 부진이 지속되는 가운데 동사는 성장동력에 대한 투자를 진행 중이다. 현재 전기차 배터리용 전해액 유기용매 사업과 화학적 재활용(C-rpet) 및 수소 사업을 추진 중에 있다. 점진적인 비중 확대가 기대되는 성장동력에 주목할 필요가 있다.

PE(HDPE)/PP 1M lagging 마진 추이



자료: Cischem, SK 증권

중국은 일관공정의 비율을 높여가는 중



자료: IHS(2021), SK 증권

2. 사업 부문별 실적 전망

사업부/전체 실적 전망

(단위 : 십억원 %)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	YoY	QoQ	2020	2021E	2022E
매출액	3,219.7	4,168.3	4,352.0	4,764.0	4,735.6	47.1%	-0.6%	12,223.0	18,020.0	17,569.2
영업이익	216.2	623.8	594.0	306.1	325.6	50.6%	6.4%	356.9	1,849.5	1,438.1
영업이익률	6.7%	15.0%	13.6%	6.4%	6.9%	0.2%	0.5%	2.9%	10.3%	8.2%
세전이익	144.6	703.7	665.0	409.2	402.5	178.4%	-1.6%	246.7	2,180.4	1,627.6
세전이익률	4.5%	16.9%	15.3%	8.6%	8.5%	4.0%	-0.1%	2.0%	12.1%	9.3%
지배순이익	75.3	506.3	473.1	307.1	279.1	270.5%	-9.1%	158.5	1,565.6	1,168.7
지배주주순이익률	2.3%	12.1%	10.9%	6.4%	5.9%	3.6%	-0.6%	1.3%	8.7%	6.7%
사업부별 매출액										
올레핀	1,347	1,928	1,898	2,133	2,188	62.4%	2.6%	5,270	8,147	8,051
아로마틱	391	528	595	602	614	57.1%	1.9%	1,554	2,339	2,426
첨단소재	885	1,041	1,182	1,257	1,112	25.7%	-11.5%	3,280	4,593	4,080
LC Titan	524	651	692	620	686	31.0%	10.7%	1,934	2,649	2,519
LC USA	106	152	127	153	135	27.0%	-11.6%	379	566	493
사업부별 영업이익										
올레핀	88.8	313.1	271.0	148.9	162.4	82.9%	9.1%	160.2	895.4	734.9
이익률	6.6%	16.2%	14.3%	7.0%	7.4%	0.8%	0.4%	3.0%	11.0%	9.1%
아로마틱	-5.5	39.9	52.2	11.9	22.3	흑전	87.7%	-37.9	126.3	81.4
이익률	-1.4%	7.6%	8.8%	2.0%	3.6%	5.0%	1.7%	-2.4%	5.4%	3.4%
첨단소재	82.7	115.7	126.0	76.5	63.5	-23.3%	-17.1%	247.5	381.7	299.2
이익률	9.3%	11.1%	10.7%	6.1%	5.7%	-3.6%	-0.4%	7.5%	8.3%	7.3%
LC Titan	67.0	133.1	119.9	27.0	44.7	-33.3%	65.6%	78.2	324.7	243.3
이익률	12.8%	20.4%	17.3%	4.4%	6.5%	-6.3%	2.2%	4.0%	12.3%	9.7%
LC USA	-0.4	48.6	38.1	41.8	32.7	흑전	-21.7%	-21.6	161.2	79.3
이익률	-0.4%	31.9%	30.0%	27.4%	24.3%	24.7%	-3.1%	-5.7%	28.5%	16.1%

자료: 롯데케미칼, SK 증권 추정

추정치 변경

(단위 : 십억원 %)

	변경전		변경후		변경률	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	16,647.3	17,228.3	18,020.0	17,569.2	8.2%	2.0%
영업이익	2,033.3	1,708.2	1,849.5	1,438.1	-9.0%	-15.8%
영업이익률	12.2%	9.9%	10.3%	8.2%	-2.0%	-1.7%
세전이익	2,173.5	1,848.8	2,180.4	1,627.6	0.3%	-12.0%
세전이익률	13.1%	10.7%	12.1%	9.3%	-1.0%	-1.5%
지배순이익	1,590.8	1,340.3	1,565.6	1,168.7	-1.6%	-12.8%
지배주주순이익률	9.6%	7.8%	8.7%	6.7%	-0.9%	-1.1%

자료: SK 증권 추정

3. Valuation

PBR Valuation

항목	수치
ROE(지배주주지분)	9.3%
Terminal Growth	1.0%
Cost of Equity	7.9%
Risk Free Rate	2.1%
Risk Premium	5.0%
Beta	1.1
Target P/B	0.7
12M fwd BPS(지배주주지분) (단위: 원)	426,943
적정주가 (단위: 원)	292,743
Target Price (단위: 원)	290,000
현재주가(2021-11-05) (단위: 원)	219,500
상승여력	32.1%

자료 : SK 증권 추정

주: Risk Free Rate 는 미 국채 10 년물 5 년 평균

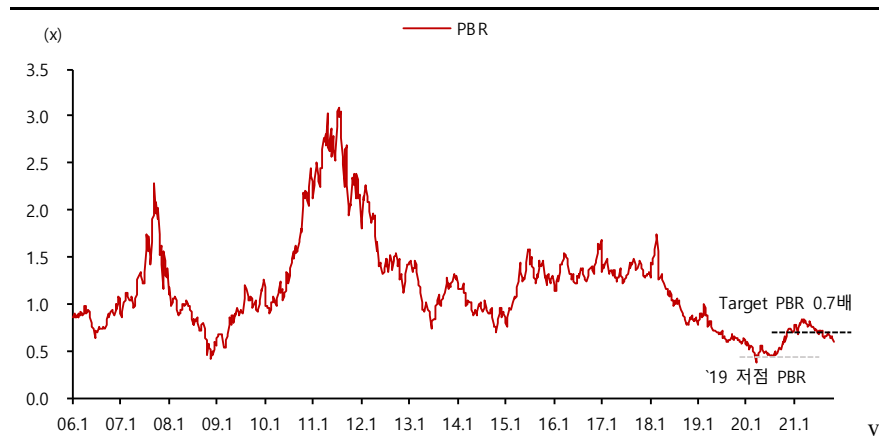
주: Target P/B 산정 시 ROE-COE 산정값과 공급부담 있던 2019 PBR 저점(0.57) 가중 평균 적용

Target ROE

	2020	4Q22E	4Q23E	4Q24E
ROE(지배주주지분)	1.2%	8.6%	10.6%	10.0%
weight		0.60	0.30	0.10
Target ROE	9.3%			

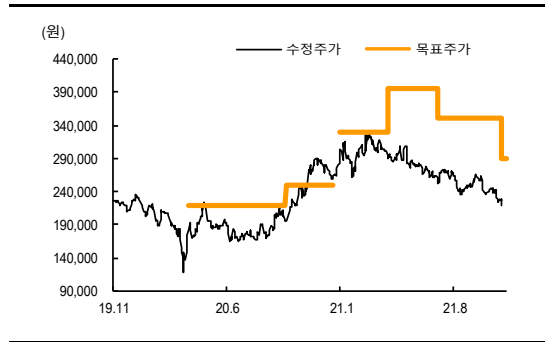
자료 : SK 증권 추정

Historical PBR



자료 : SK 증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.08	매수	290,000원	6개월		
2021.07.09	매수	350,000원	6개월	-28.44%	-21.71%
2021.04.06	매수	395,000원	6개월	-28.65%	-21.77%
2021.01.05	매수	330,000원	6개월	-9.12%	-0.61%
2020.12.28	담당자 변경				
2020.09.28	매수	250,000원	6개월	2.84%	15.60%
2020.03.30	매수	220,000원	6개월	-15.73%	1.59%



Compliance Notice

- 작성자(박한샘)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 11 월 8 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	7,221	6,876	8,816	8,746	9,170
현금및현금성자산	1,352	1,522	1,306	1,350	1,409
매출채권및기타채권	1,512	1,417	2,084	2,032	2,197
재고자산	1,680	1,557	2,290	2,233	2,415
비유동자산	12,822	12,510	13,465	14,201	14,908
장기금융자산	128	255	361	361	361
유형자산	7,505	7,173	7,424	7,962	8,430
무형자산	1,725	1,473	1,381	1,311	1,248
자산총계	20,043	19,387	22,282	22,948	24,078
유동부채	2,740	2,868	3,574	3,338	3,291
단기금융부채	1,212	1,274	1,224	1,046	813
매입채무 및 기타채무	1,214	1,084	1,594	1,554	1,681
단기충당부채	0	8	11	11	12
비유동부채	3,250	2,807	3,707	4,026	4,213
장기금융부채	2,440	2,145	2,324	2,355	2,251
장기매입채무 및 기타채무	64	6	6	6	6
장기충당부채	105	112	209	209	212
부채총계	5,990	5,674	7,281	7,363	7,504
지배주주지분	13,204	12,847	14,064	14,634	15,599
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	881	880	877	877	877
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	12,158	12,077	13,514	14,306	15,493
비지배주주지분	849	866	937	951	975
자본총계	14,053	13,712	15,000	15,584	16,574
부채외자본총계	20,043	19,387	22,282	22,948	24,078

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	1,355	1,314	1,508	2,122	2,286
당기순이익(손실)	757	175	1,654	1,234	1,605
비현금성항목등	1,074	958	1,025	1,239	1,416
유형자산감가상각비	636	741	738	962	1,032
무형자산감가상각비	95	90	84	72	65
기타	123	103	-1	-24	-24
운전자본감소(증가)	190	284	-947	43	-222
매출채권및기타채권의 감소(증가)	45	3	-584	52	-165
재고자산감소(증가)	61	98	-715	57	-182
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	170	-34	491	-40	126
기타	-86	217	-140	-26	-2
법인세납부	-665	-103	-223	-394	-512
투자활동현금흐름	628	-627	-1,547	-1,452	-1,452
금융자산감소(증가)	929	48	-700	0	0
유형자산감소(증가)	-871	-779	-840	-1,500	-1,500
무형자산감소(증가)	-142	-2	-2	-2	-2
기타	713	105	-5	50	50
재무활동현금흐름	-1,943	-494	-223	-625	-775
단기금융부채증가(감소)	-186	45	-321	-178	-233
장기금융부채증가(감소)	-1,264	-266	280	31	-103
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-397	-240	-127	-377	-343
기타	-97	-32	-54	-101	-96
현금의 증가(감소)	22	170	-217	45	59
기초현금	1,330	1,352	1,522	1,306	1,350
기말현금	1,352	1,522	1,306	1,350	1,409
FCF	123	562	494	666	831

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	15,123	12,223	18,020	17,569	18,998
매출원가	13,209	11,070	15,204	15,173	16,034
매출총이익	1,915	1,153	2,816	2,396	2,964
매출총이익률 (%)	12.7	9.4	15.6	13.6	15.6
판매비와관리비	807	796	967	958	1,041
영업이익	1,107	357	1,850	1,438	1,924
영업이익률 (%)	7.3	2.9	10.3	8.2	10.1
비영업손익	141	-110	331	189	194
순금융비용	10	53	53	51	46
외환관련손익	-12	-11	-38	-38	-38
관계기업투자등 관련손익	306	68	413	254	254
세전계속사업이익	1,249	247	2,180	1,628	2,118
세전계속사업이익률 (%)	8.3	2.0	12.1	9.3	11.2
계속사업법인세	390	71	526	394	512
계속사업이익	859	175	1,654	1,234	1,605
중단사업이익	-102	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	757	175	1,654	1,234	1,605
순이익률 (%)	5.0	1.4	9.2	7.0	8.5
지배주주	715	158	1,566	1,169	1,530
지배주주귀속 순이익률(%)	4.73	1.3	8.69	6.65	8.05
비지배주주	42	17	88	65	75
총포괄이익	906	-168	1,381	961	1,333
지배주주	835	-128	1,344	947	1,308
비지배주주	70	-40	38	14	24
EBITDA	1,839	1,188	2,672	2,473	3,021

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-5.9	-19.2	47.4	-2.5	8.1
영업이익	-43.1	-67.8	418.2	-22.3	33.8
세전계속사업이익	-43.5	-80.2	783.7	-25.4	30.1
EBITDA	-30.1	-35.4	124.9	-7.5	22.2
EPS(계속사업)	-46.9	-80.6	888.0	-25.4	30.9
수익성 (%)					
ROE	5.5	1.2	11.6	8.1	10.1
ROA	3.7	0.9	7.9	5.5	6.8
EBITDA마진	12.2	9.7	14.8	14.1	15.9
안정성 (%)					
유동비율	263.5	239.8	246.7	262.0	278.6
부채비율	42.6	41.4	48.5	47.3	45.3
순차입금/자기자본	-1.1	-2.3	-4.4	-5.5	-7.6
EBITDA/이자비용(배)	16.2	11.0	27.6	24.6	31.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	23,833	4,623	45,678	34,097	44,644
BPS	385,244	374,803	410,317	426,943	455,117
CFPS	42,203	28,865	69,663	64,282	76,661
주당 현금배당금	6,700	3,600	11,000	10,000	12,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.9	62.5	7.2	9.6	7.4
PER(최저)	8.8	25.3	4.8	6.4	4.9
PBR(최고)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)	0.6	0.3	0.5	0.5	0.5
PCR	5.3	9.6	3.2	3.4	2.9
EV/EBITDA(최고)	6.6	8.9	4.4	4.7	3.7
EV/EBITDA(최저)	4.4	3.9	3.0	3.2	2.5