

# 롯데케미칼 (011170)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	350,000 원(유지)
증가(2021/11/09)	217,000 원
상승여력	61.3 %

Stock Indicator	
자본금	171 십억원
발행주식수	3,428만주
시가총액	7,438 십억원
외국인지분율	25.8%
52 주 주가	216,500~328,000 원
60 일평균거래량	142,534 주
60 일평균거래대금	34.8 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.0	-17.6	-29.8	-20.5
상대수익률	-9.2	-8.5	-22.4	-41.6



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	12,223	17,412	19,882	20,697
영업이익(십억원)	357	1,824	1,585	1,753
순이익(십억원)	158	1,085	930	1,031
EPS(원)	4,623	31,645	27,147	30,090
BPS(원)	374,803	386,421	394,542	405,606
PER(배)	59.7	6.9	8.0	7.2
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	1.2	8.3	7.0	7.5
배당수익률(%)	1.3	4.6	4.1	4.1
EV/EBITDA(배)	8.1	3.2	3.8	3.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학] 전유진  
(2122-9193) yujinjn@hi-ib.com

# 매크로에서 찾는 바닥잡기 시그널

## 대규모 증설 사이클, 시클리컬 업체들에게는 피할 수 없는 숙명

약 3~5 년에 걸쳐서 한 번씩 찾아오는 대규모 증설 사이클은 석유화학 같은 시클리컬 업체들에게 피할 수 없는 숙명과도 같은 것이다. 2022 년에도 에틸렌과 PE, PP 중심의 폴리올레핀 신규설비 유입은 지속되겠고, 이들 대부분이 중국에 집중되어 있어 역내 공급부담은 더욱 높아질 것으로 예상된다. 여기에 2020~2021 년 상업가동 계획했던 크래커 일부는 일정이 지연되며 2022 년부터 상업가동이 시작될 것으로 파악되어 이전에 예상했던 것보다 2022 년 글로벌 신규공급 부담은 더욱 높아질 전망이다. 반면 수요는 중국 정부의 규제강화와 유동성 축소 등으로 점점 둔화되는 등 여러모로 화학산업의 펀더멘털과センチ멘털 모두 취약한 상황이다.

그러나 이러한 악재들을 반영하며 동사 밸류에이션은 역사적 하단인 PBR 0.55 배까지 낮아져 있어 사실 주가가 언제 반등해도 이상하지 않은 상황이다. 증설 부담으로 2022 년에도 석유화학 산업은 다운사이클 안에 있겠지만 아주 작은 트리거에도 주가 반등은 충분히 가능한 시점이라고 판단한다. 그리고 반등의 트리거가 될 수 있는 요인은 ① 중국 석탄기반 설비들의 퇴출 현실화, ② 인도 인프라 투자 재개, ③ 중국 경기 부양책 출현 등으로 꼽을 수 있겠다.

## 매크로에서 찾아보는 바닥잡기 시그널

단기 내 가장 강력한 트리거가 될 수 있는 것은 중국의 경기 부양책으로 본다. 당사는 최근 중국 정부가 여러모로 녹록치 않은 대내외적 여건에 처한 만큼 내년은 상대적으로 규제를 완화하는 Dovish 정책으로 전환할 것으로 전망하고 있는데, 이는 동사를 포함해 화학업체 전반적인 밸류에이션 반등의 여건이 될 수 있겠다.

2011 년 이후 동사 가중평균 스프레드와 PBR 추이는 대부분 유사하게 움직여왔으나, 스프레드 하락 구간에서도 밸류에이션이 일시적으로 반등했던 시기는 두 차례로 중국이 기준을 인하여 경기 부양책을 실행했던 시기와 정확히 일치한다. 역사적으로 PBR 바닥은 중국 기준을 인하여 또는 리커창지수 상승과 함께 나타났는데, 금리인하는 산업활동 증가를 야기하고, 이는 석유화학제품 수요증가로 이어지는 기대감이 반영된 당연한 관계이다. 가장 빠르고 효과적으로 사용할 수 있는 부양책이 금리인하인 만큼 당사는 기준을 인하여 중국정부가 Dovish 정책으로 가장 먼저 꺼낼 것으로 전망하고 있으며, 그 시기는 내년 초 중으로 무게를 두고 있다. 이에 근거해 동사 밸류에이션의 바닥을 잡을 수 있는 시기도 그 전후로 기대할 수 있겠다

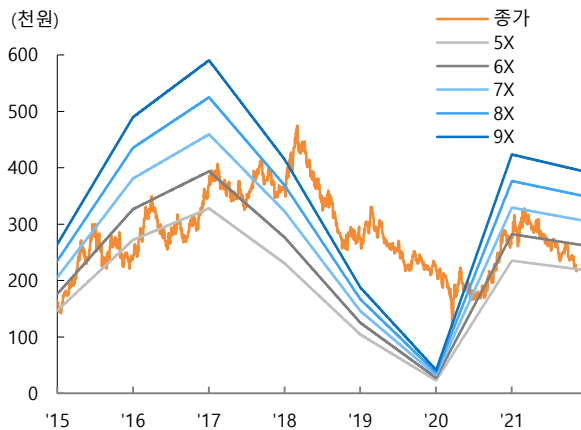
2022 년은 올해 대비 감익이 불가피하겠지만, 지난 2011 년과 2015 년 당시처럼 EPS 감소와는 별개로 매크로 변화에 따른 밸류에이션 반등이 가능한 구간으로 전망한다. 긴 호흡이긴 하나 '수소에너지' 관련해 생산-저장-활용 등 전 밸류체인에서 사업계획을 점점 구체화해가며 성장동력을 확보하고 있다는 점도 충분히 매력적이다. 동사에 대한 목표주가 40 만원과 2022 년 화학업종 Top Picks 로 제시한다.

표1. 롯데케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020A	2021F	2022F
<b>합계</b>											
매출액	4,168	4,352	4,442	4,450	4,998	4,852	4,980	5,052	12,223	17,412	19,882
영업이익	623.8	594.0	288.3	318.3	364.2	412.5	421.3	387.4	362	1,824	1,585
영업이익률	15.0%	13.6%	6.5%	7.2%	7.3%	8.5%	8.5%	7.7%	3.0%	10.5%	8.0%
<b>올레핀</b>											
매출액	1,928	1,898	2,133	1,911	2,319	2,212	2,296	2,316	5,264	7,870	9,143
영업이익	313.1	271.0	148.9	175.5	192.8	206.7	217.6	197.7	158	909	815
영업이익률	16.2%	14.3%	7.0%	9.2%	8.3%	9.3%	9.5%	8.5%	3.0%	11.5%	8.9%
<b>아로마틱스</b>											
매출액	528	595	602	655	644	622	646	654	1,553	2,380	2,566
영업이익	39.9	52.3	11.9	20.9	13.3	19.3	35.7	27.3	-36	125	96
영업이익률	7.6%	8.8%	2.0%	3.2%	2.1%	3.1%	5.5%	4.2%	-2.3%	5.2%	3.7%
<b>타이탄</b>											
매출액	651	692	620	670	758	759	755	785	1,934	2,633	3,056
영업이익	133.1	119.9	27.0	23.3	36.3	51.5	42.7	50.3	78	303	181
영업이익률	20.4%	17.3%	4.4%	3.5%	4.8%	6.8%	5.7%	6.4%	4.0%	11.5%	5.9%
<b>첨단소재</b>											
매출액	1,041	1,182	1,257	1,052	1,112	1,098	1,115	1,128	3,280	4,532	4,453
영업이익	115.7	126.0	76.5	66.3	78.9	86.1	76.1	67.2	248	384	308
영업이익률	11.1%	10.7%	6.1%	6.3%	7.1%	7.8%	6.8%	6.0%	7.5%	8.5%	6.9%
<b>LCUSA</b>											
매출액	152	127	153	161	165	161	168	169	378	593	663
영업이익	48.6	38.1	41.8	32.4	42.9	49.0	49.3	44.9	-22	161	186
영업이익률	31.9%	30.0%	27.4%	20.1%	26.0%	30.4%	29.4%	26.6%	-5.7%	27.1%	28.1%

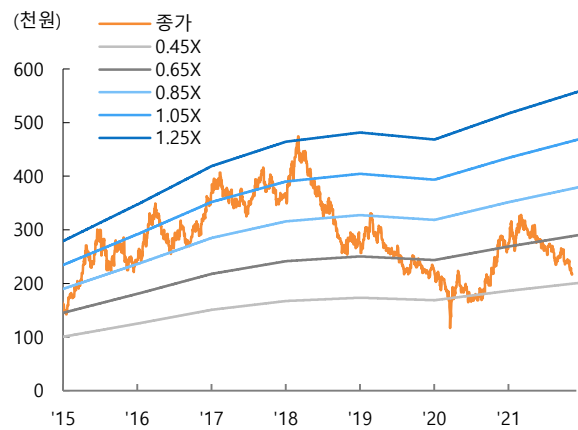
자료: 하이투자증권

그림1. 롯데케미칼 12M Forward 기준 PER 추이



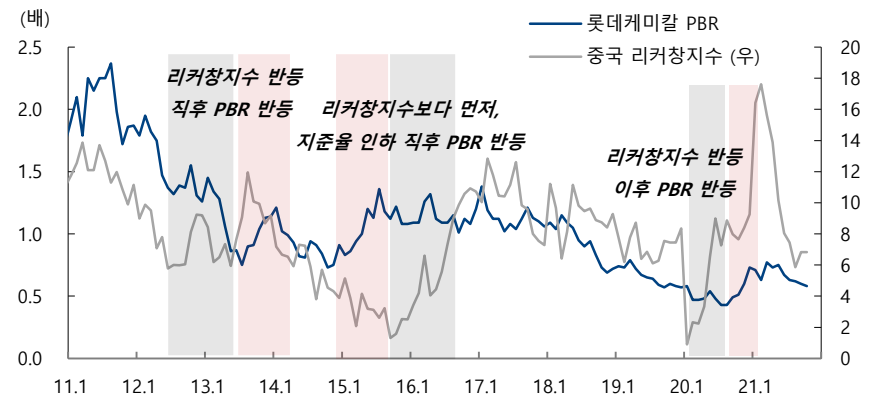
자료:하이투자증권

그림2. 롯데케미칼 12M Forward 기준 PBR 추이



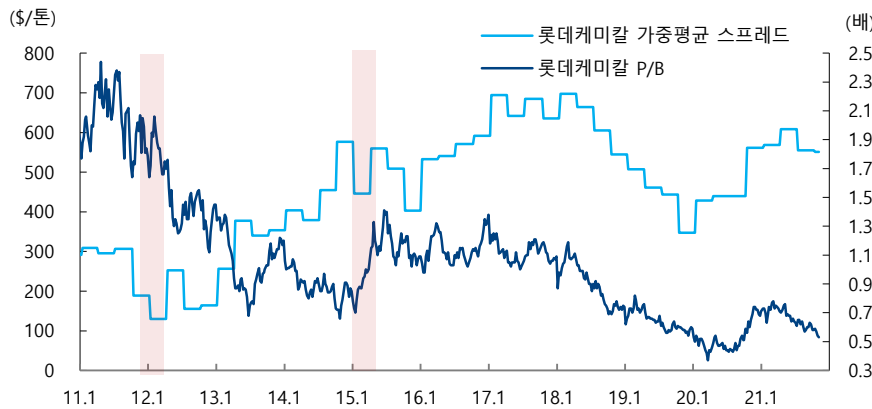
자료:하이투자증권

그림3. 롯데케미칼 PBR 및 중국 리커창지수 추이



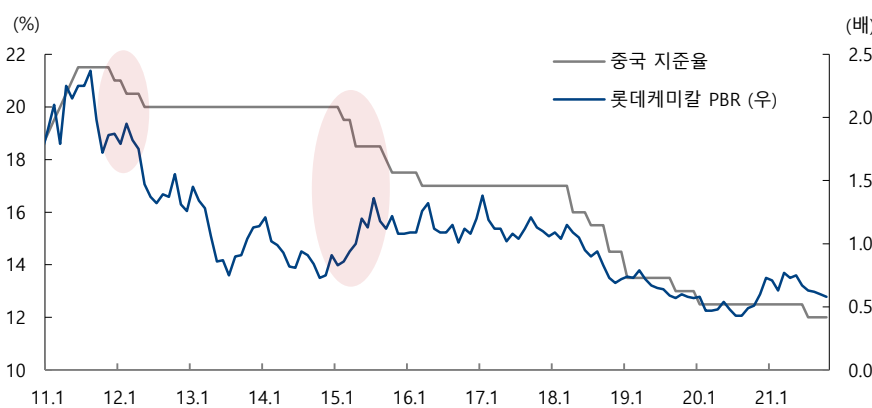
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림4. 롯데케미칼 가중평균 스프레드 및 PBR 추이



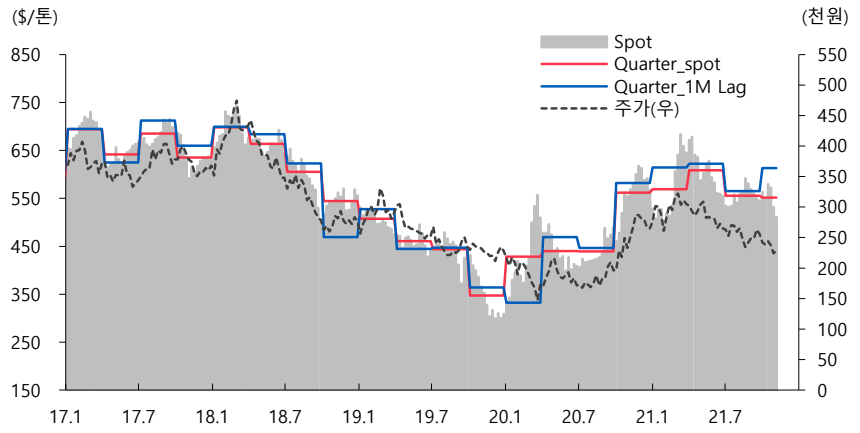
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림5. 중국 기준율 및 롯데케미칼 PBR



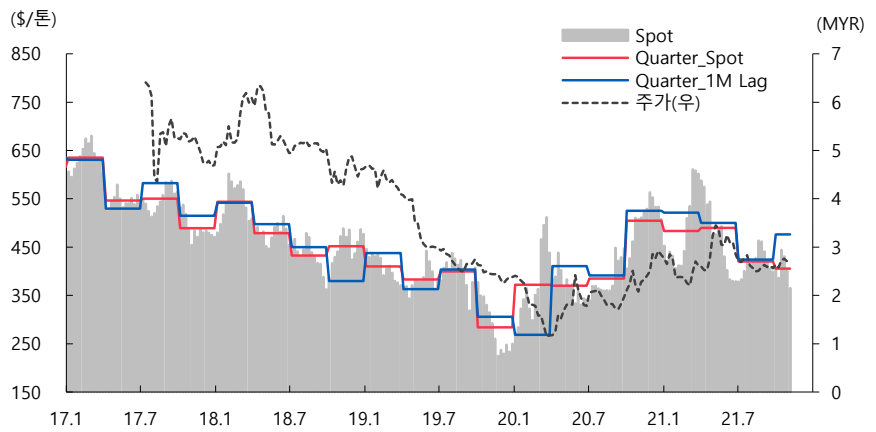
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림6. 롯데케미칼 연결 기준 가중평균 스프레드



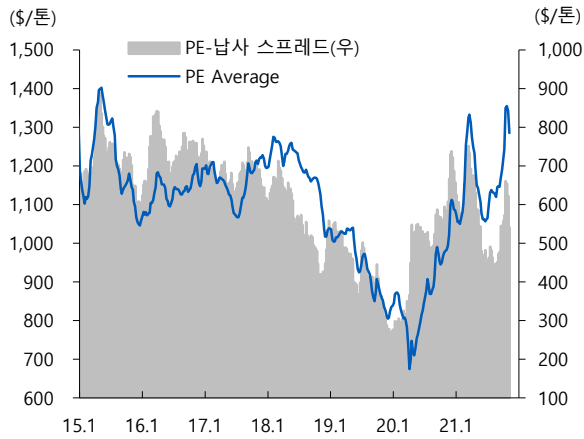
자료:하이투자증권

그림7. 롯데타이탄 가중평균 스프레드



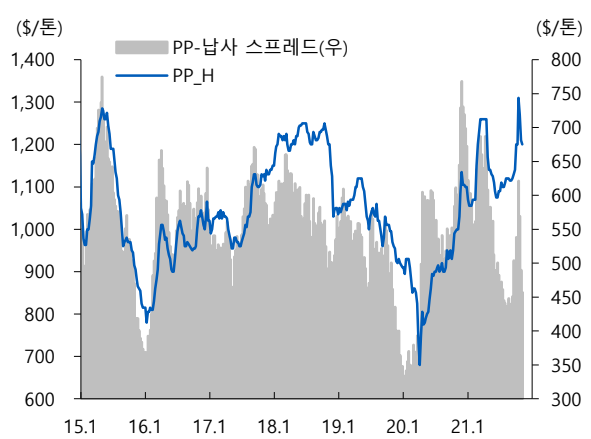
자료:하이투자증권

그림8. PE 가격 및 스프레드 추이



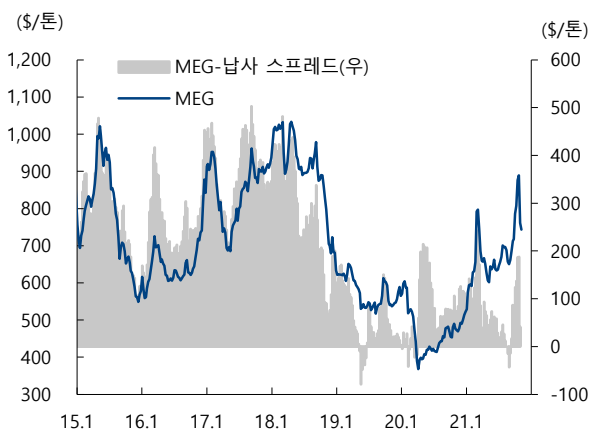
자료: 시스캠, 하이투자증권

그림9. PP 가격 및 스프레드 추이



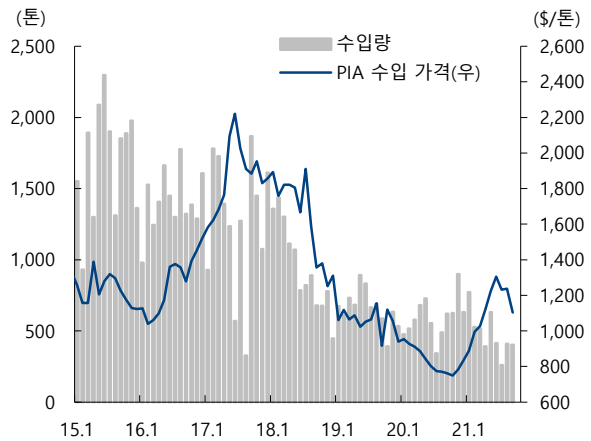
자료: 시스캠, 하이투자증권

그림10. MEG 가격 및 스프레드 추이



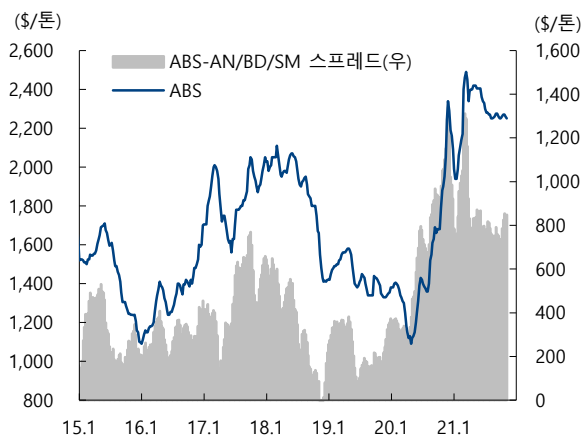
자료: 시스캠, 하이투자증권

그림11. PIA 수출기준 가격 추이



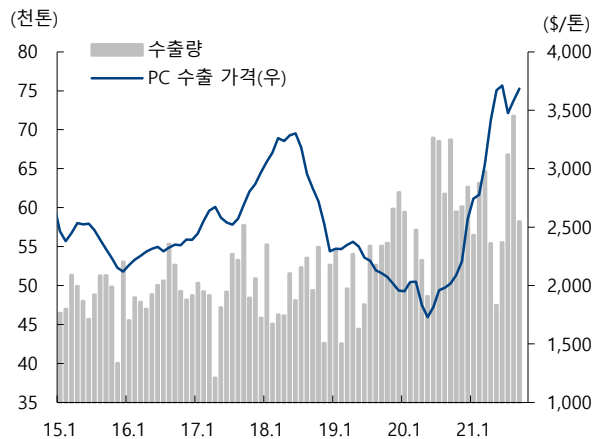
자료: kita, 하이투자증권

그림12. ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스캠, 하이투자증권

그림13. PC(PolyCarbonate) 수출기준 가격 추이



자료: kita, 하이투자증권

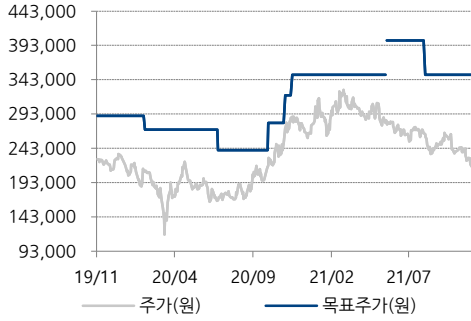
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	6,876	7,299	7,283	7,160	매출액	12,223	17,412	19,882	20,697
현금 및 현금성자산	1,522	911	484	322	증가율(%)	-19.2	42.5	14.2	4.1
단기금융자산	1,555	1,501	1,448	1,397	매출원가	11,070	14,705	17,282	17,893
매출채권	1,443	2,047	2,334	2,429	매출총이익	1,153	2,707	2,599	2,804
재고자산	1,557	2,218	2,533	2,637	판매비와관리비	796	883	1,014	1,052
비유동자산	12,510	12,866	13,460	14,253	연구개발비	80	96	111	115
유형자산	7,173	7,576	8,028	8,674	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,473	1,404	1,340	1,282	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	19,387	20,165	20,743	21,414	영업이익	357	1,824	1,585	1,753
유동부채	2,868	3,132	3,233	3,245	증가율(%)	-67.8	411.2	-13.1	10.6
매입채무	866	1,234	1,409	1,466	영업이익률(%)	2.9	10.5	8.0	8.5
단기차입금	620	570	540	530	이자수익	55	43	35	31
유동성장기부채	645	645	645	645	이자비용	108	106	108	113
비유동부채	2,806	2,806	2,906	3,076	지분법이익(손실)	68	68	68	68
사채	1,148	1,098	1,048	998	기타영업외손익	-105	-119	-113	-114
장기차입금	860	910	1,060	1,280	세전계속사업이익	247	1,689	1,449	1,606
부채총계	5,674	5,939	6,140	6,321	법인세비용	71	489	419	465
자배주주지분	12,847	13,245	13,523	13,902	세전계속이익률(%)	2.0	9.7	7.3	7.8
자본금	171	171	171	171	당기순이익	175	1,200	1,030	1,141
자본잉여금	880	880	880	880	순이익률(%)	1.4	6.9	5.2	5.5
이익잉여금	12,077	12,819	13,441	14,164	지배주주귀속 순이익	158	1,085	930	1,031
기타자본항목	-282	-626	-970	-1,313	기타포괄이익	-344	-344	-344	-344
비지배주주지분	866	981	1,080	1,190	총포괄이익	-168	857	686	798
자본총계	13,712	14,226	14,604	15,093	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	1,311	946	1,465	1,807	주당지표(원)				
당기순이익	175	1,200	1,030	1,141	EPS	4,623	31,645	27,147	30,090
유형자산감가상각비	741	678	678	684	BPS	374,803	386,421	394,542	405,606
무형자산상각비	90	69	63	58	CFPS	28,865	53,434	48,772	51,738
지분법관련손실(이익)	68	68	68	68	DPS	3,600	10,000	9,000	9,000
투자활동 현금흐름	-639	-747	-981	-1,183	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-779	-1,080	-1,130	-1,330	PER	59.7	6.9	8.0	7.2
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	0.7	0.6	0.6	0.5
금융상품의 증감	-216	-23	-205	-205	PCR	9.6	4.1	4.4	4.2
재무활동 현금흐름	-479	-235	-334	-210	EV/EBITDA	8.1	3.2	3.8	3.7
단기금융부채의증감	60	-50	-30	-10	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-237	-	100	170	ROE	1.2	8.3	7.0	7.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	9.7	14.8	11.7	12.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	41.4	41.7	42.0	41.9
현금및현금성자산의증감	170	-612	-427	-162	순부채비율	1.4	5.7	9.3	11.5
기초현금및현금성자산	1,352	1,522	911	484	매출채권회전율(x)	8.2	10.0	9.1	8.7
기말현금및현금성자산	1,522	911	484	322	재고자산회전율(x)	7.6	9.2	8.4	8.0

자료 : 롯데케미칼, 하이투자증권 리서치본부

**롯데케미칼**  
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-02-10	Buy	270,000	1년	-31.7%	-17.2%
2020-07-01	Buy	240,000	1년	-22.8%	-9.6%
2020-10-07	Buy	280,000	1년	-16.1%	-10.7%
2020-11-09	Buy	320,000	1년	-13.6%	-10.3%
2020-11-23	Buy	350,000	1년	-16.5%	-6.3%
2021-05-26(담당자변경)	Buy	400,000	1년	-32.7%	-29.5%
2021-08-09	Buy	350,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 전 유 진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
  - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
  - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
  - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
  - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	94.6%	5.4%	-