

롯데케미칼 (011170)

화학



황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	230,000원 (M)
현재주가 (3/31)	209,500원
상승여력	10%

시가총액	71,807억원
총발행주식수	34,275,419주
60일 평균 거래대금	305억원
60일 평균 거래량	144,257주
52주 고	309,000원
52주 저	191,500원
외인지분율	24.39%
주요주주	롯데지주 외 17 인 54.92%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	(3.5)	(30.4)
상대	(6.8)	4.2	(22.7)
절대(달러환산)	(5.5)	(5.3)	(35.0)

2022년 1분기, 아직 긴 바닥 터널 지나는 중!

2022년 1분기 예상 영업이익 432억원...

2022년 1분기 예상 실적은 '매출액 5.3조원, 영업이익 432억원(영업이익률 0.8%), 지배주주 순이익 763억원' 등이다. 영업이익 추정치는 전년동기 6,238억원 대비 △93% 급감하는 수치이며, 지난 4분기 295억원에 비슷한 수준이다. 부문별로는 '올레핀/아로마틱 27억원(전분기 △390억원, PE/PP/EG/TPA), 첨단소재 531억원(전분기 451억원, ABS/PC), 타이탄 △306억원(전분기 100억원, PE/PP), USA 180억원(전분기 134억원, EG)' 등이다. 아시아지역 석유화학 공급과잉으로, 2개 분기 연속 바닥권에 머물고 있다.

1분기, 스프레드 및 생산량 동시 축소

수익 여건은 좀 더 나빠졌다. 첫째, 석화제품 스프레드가 495\$(전분기 515\$)로 낮아졌다. 중국 올림픽 기간 중에 제조업 가동률 통제와 오미크론 확산에 따른 lock down 등으로, 동북 아시아 (특히, 중국) 석유화학 제품 수요가 위축되었기 때문이다. 그나마, 유가 상승기 1 ~ 1.5개월 전에 구매한 싼 나프타로 인해, 1톤당 88\$ 수혜를 입었다. 둘째, 설비 가동률도 일부 낮추었다. 국내 올레핀 설비 중에 EG, BD, 말레이시아 타이탄(주) PE, 미국의 ECC 정기보수(3월) 등이 대상이었다. 셋째, 원료인 나프타 재고에 대한 저가법 환입으로, 영업이익이 200억원(전분기 저가법 손실 △800억원) 증가할 것으로 추정된다.

2022년 아시아 과잉 잉여캐파로 업황 회복 더 늦어져

2021년 3 ~ 4월 고점 이후, 석화 업황은 하락 사이클에 접어들었다. 그런데, 석화사이클이 회복 하는데 예상보다 더 많은 시간이 필요해 보인다. 공급과잉 문제가 지속되기 때문이다. 첫째, 국제유가가 100\$ 부작용이 우려된다. 과거 국제 유가가 100달러로 상승했던 2011년 시기, 글로벌 석화제품 수요증가율은 1.1%p(4.3% → 3.2%) 낮아진 경험이 있다. 둘째, 아시아 잉여설비가 너무 많다. 2022년 초 아시아 주요 에틸렌 설비 가동률을 10 ~15% 낮추었는데, 잉여 설비는 연산 400 ~ 500만톤 늘어났다. 여기에, 신규로 600만톤 설비가 추가된다. 잉여설비 규모는 아시아 수요의 17%, 글로벌 수요의 7%에 해당한다. 암울하다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	52,674	26.4	2.1	48,346	9.0
영업이익	432	-93.1	46.2	1,450	-70.2
세전계속사업이익	1,029	-85.4	-13.4	1,922	-46.5
지배순이익	764	-84.9	30.7	1,345	-43.2
영업이익률 (%)	0.8	-14.2 %pt	+0.2 %pt	3.0	-2.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	-10.6 %pt	+0.4 %pt	2.8	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	122,230	181,205	229,388	207,175
영업이익	3,569	15,356	3,304	10,059
지배순이익	1,585	13,457	3,573	8,473
PER	44.4	6.8	20.1	8.5
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	4.0	7.9	5.7
ROE	1.2	9.9	2.5	6.3

자료: 유안타증권

표 2. Sum-of-parts 로 계산된 롯데케미칼(주) 2022년 적정주가 23만원(2022년 석화 사이클 바닥 사이클 적용)

구분	기준일 (2022.4월)	주요 내역						
(+*) 영업자산가치	8조 2,223억원	사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균강가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	가치 적용률 (비상장여부)	적정사업가치(억원)
		▶올레핀+이로마틱 부문	7,522	3,377	1조 889	3.75	100%	4조 871
		▶첨단소재 부문 [지회사]	3,127	827	3,954	6.5	100%	2조 5,701
		▶롯데타이탄(지분율76%)	1,516	1,285	2,801	2.5	80%	5,322
		▶미덕ECC(지분율90%)	1,007	1,200	2,207	6.5	80%	1조 329
합 계	1조 3,172	6,689	1조 9,861	4.1x		8조 2,223		
주1) 평균 영업이익 = 미래 3개년 간 예상 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 석유화학 업황 사이클에 상관없이 얻을 수 있는 평균 수익을 계산하는데 유용함 주2) 비상장기업사 적정가치 계산할 때, EBITDA x 적정 배율 x 지분율 x 비상장 적용률 80%로 계산함 주3) 본사 올레핀+이로마틱 부문 EV/EBITDA 3.5배로 불황기 배율을 적용함 (참고로 불황 2.5~3.5배, 평균업황 6.5배, 호황 7.5~8.5배) 본사 첨단소재 부문은 ABS/PC 등 특화제품 사업군으로 평균업황 회귀를 고려해, 6.5배를 적용함 롯데타이탄(주)은 순수석화업체로, 불황 업황 반영해 2.5배를 적용함 롯데루이지애나(주)는 에탄가스로 EG 생산하는 업체로, 6.5배를 적용함								
(+*) 투자자산가치	1조 8,681억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고	
		롯데건설	43.8%	8,972	0.5x	4,486	주력건설(비상장)	
		씨텍	50.0%	1,402	0.5x	701	대산 열에너지 공급(비상장)	
		롯데MCC	50.0%	1,849	0.5x	925	인조대리석용 PMMA 생산(비상장)	
		Kor-UZ Gas Chemical	49.0%	6,507	0.5x	3,254	우즈베키스탄 천연가스 생산 및 ECC	
		현대케미칼	40.0%	5,684	0.5x	2,842	MX 생산, 2022년 NOC원공(비상장)	
		롯데정밀화학	32.5%	5,652	0.5x	2,826	가성소다 등(상장)	
		기타		7,296	0.5x	3,648		
합 계		3조 7,362		1조 8,681				
(-) 순차입금	2조 1,165억원							
(+) 현금성자산	4조 6,845억원							
(-) 총차입금	3조 5,340억원							
(-)탄소배출부담	3조 2,670억원	연간 연결회사 탄소배출량 12,000,000톤 X 탄소배출권 가격 25\$(↑) X 환율 1,150원/달러 = 3,450억원 (연간 탄소배출액 잠재 비용) 연산탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 3,450억원 / WACC(10.5%) = 3조 2,670억원						
보통주 주주가치(A) 발행주식수(B)	7조 9,738억원 34,275,419주	총발행주식수 34,275,419주						
보통주 1주당 가치 (A/B)	230,000원/주							

자료: 유안타증권 리서치센터

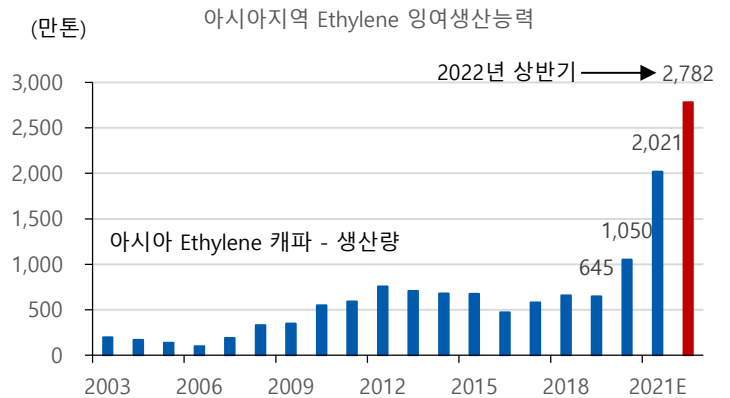
Key Chart

롯데케미칼(주) 석화제품 스프레드



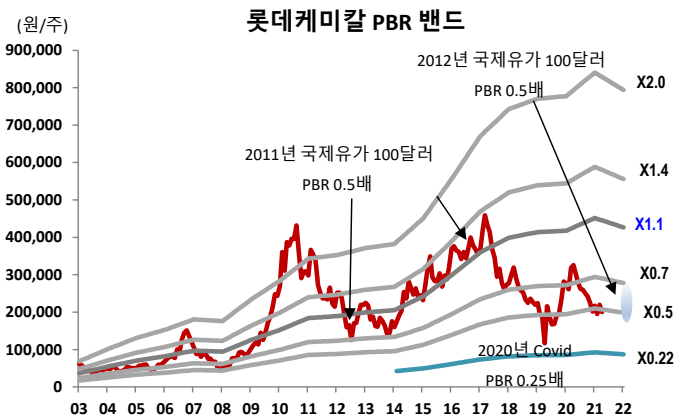
자료: 유안타증권 리서치센터

석화업황, 에틸렌 잉여생산능력



자료: Bloomberg 인텔리전스, 유안타증권 리서치센터

유가 100달러 시기 PBR밴드



자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액	122,230	181,205	229,388	207,175	192,750	
매출원가	110,697	156,565	215,777	187,303	171,855	
매출총이익	11,533	24,639	13,610	19,873	20,895	
판매비	7,964	9,283	10,306	9,814	9,243	
영업이익	3,569	15,356	3,304	10,059	11,652	
EBITDA	11,878	23,684	11,793	19,148	20,957	
영업외손익	-1,102	3,666	1,723	1,969	2,055	
외환관련손익	-107	-221	-32	169	0	
이자손익	-527	-536	-822	-839	-882	
관계기업관련손익	681	3,807	2,480	2,543	2,840	
기타	-1,148	616	96	96	96	
법인세비용차감전순손익	2,467	19,023	5,027	12,028	13,707	
법인세비용	714	4,767	1,056	2,855	2,992	
계속사업순손익	1,753	14,256	3,972	9,173	10,715	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,753	14,256	3,972	9,173	10,715	
지배지분순이익	1,585	13,457	3,573	8,473	9,960	
포괄순이익	-1,683	18,448	3,972	9,173	10,715	
지배지분포괄이익	-1,279	16,924	3,646	8,450	9,872	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
영업활동 현금흐름	13,108	14,862	9,658	19,152	22,701	
당기순이익	1,753	14,256	3,972	9,173	10,715	
감가상각비	7,410	7,442	7,691	8,381	8,677	
외환손익	-308	179	32	-169	0	
중속, 관계기업관련손익	-681	-3,807	-2,480	-2,543	-2,840	
자산부채의 증감	2,805	-8,021	-181	3,806	5,735	
기타현금흐름	2,128	4,814	624	503	414	
투자활동 현금흐름	-6,385	-14,584	-7,343	-15,240	-6,313	
투자자산	-1,098	-7,216	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,022	-7,733	-14,500	-19,500	-12,000	
유형자산 감소	232	44	0	0	0	
기타현금흐름	2,503	322	7,157	4,260	5,687	
재무활동 현금흐름	-4,789	-71	2,136	4,507	3,067	
단기차입금	598	3,745	874	-350	2,469	
사채 및 장기차입금	-2,370	-1,865	4,348	6,133	3,075	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,404	-1,593	-3,204	-1,387	-2,587	
기타현금흐름	-613	-359	118	112	111	
연결범위변동 등 기타	-230	598	-6,754	-9,701	-14,098	
현금의 증감	1,704	806	-2,303	-1,282	5,358	
기초 현금	13,520	15,223	16,029	13,726	12,444	
기말 현금	15,223	16,029	13,726	12,444	17,802	
NOPLAT	3,569	15,356	3,304	10,059	11,652	
FCF	5,086	7,129	-4,842	-348	10,701	

자료: 유안타증권

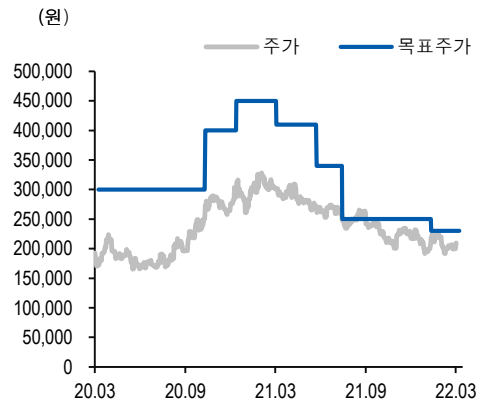
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
유동자산	68,765	94,307	84,541	72,411	66,445	
현금및현금성자산	15,223	16,029	13,726	12,444	17,802	
매출채권 및 기타채권	14,234	19,384	21,181	20,437	18,375	
재고자산	15,571	27,930	30,618	29,542	26,562	
비유동자산	125,101	134,392	142,884	155,838	161,373	
유형자산	71,731	75,034	81,843	92,962	96,285	
관계기업 등 지분관련자산	31,525	37,064	39,544	42,087	44,927	
기타투자자산	2,667	3,388	3,388	3,388	3,388	
자산총계	193,865	228,700	227,424	228,249	227,818	
유동부채	28,677	45,791	44,314	41,159	43,959	
매입채무 및 기타채무	11,728	20,258	22,118	21,374	19,310	
단기차입금	6,198	10,200	11,074	10,724	13,193	
유동성장기부채	6,454	7,571	3,359	1,298	3,693	
비유동부채	28,065	28,396	36,956	45,150	45,829	
장기차입금	8,599	6,354	11,918	21,109	20,785	
사채	11,480	11,578	14,575	13,577	14,581	
부채총계	56,742	74,188	81,271	86,309	89,788	
지배지분	128,465	144,102	136,295	132,360	128,713	
자본금	1,714	1,714	1,714	1,714	1,714	
자본잉여금	8,805	8,757	8,757	8,757	8,757	
이익잉여금	120,769	133,075	125,268	121,333	117,686	
비지배지분	8,658	10,410	9,858	9,579	9,317	
자본총계	137,124	154,512	146,154	141,940	138,030	
순차입금	-3,328	-8,161	11,358	27,451	33,918	
총차입금	34,098	36,764	41,987	47,770	53,313	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
EPS	4,623	39,260	10,424	24,719	29,058	
BPS	374,803	420,424	397,648	386,167	375,526	
EBITDAPS	34,655	69,098	34,407	55,865	61,142	
SPS	356,612	528,672	669,248	604,443	562,357	
DPS	3,600	8,300	3,000	6,500	7,500	
PER	44.4	6.8	20.1	8.5	7.2	
PBR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6	
EV/EBITDA	6.4	4.0	7.9	5.7	5.5	
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.4	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	-19.2	48.2	26.6	-9.7	-7.0	
영업이익 증가율 (%)	-67.8	330.3	-78.5	204.4	15.8	
지배순이익 증가율 (%)	-77.8	749.2	-73.4	137.1	17.6	
매출총이익률 (%)	9.4	13.6	5.9	9.6	10.8	
영업이익률 (%)	2.9	8.5	1.4	4.9	6.0	
지배순이익률 (%)	1.3	7.4	1.6	4.1	5.2	
EBITDA 마진 (%)	9.7	13.1	5.1	9.2	10.9	
ROIC	2.4	10.9	2.3	6.2	7.1	
ROA	0.8	6.4	1.6	3.7	4.4	
ROE	1.2	9.9	2.5	6.3	7.6	
부채비율 (%)	41.4	48.0	55.6	60.8	65.0	
순차입금/자기자본 (%)	-2.6	-5.7	8.3	20.7	26.4	
영업이익/금융비용 (배)	3.3	18.0	3.4	10.4	12.0	

롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-04-01	HOLD	230,000	1년		
2022-02-09	HOLD	230,000	1년		
2021-08-13	HOLD	250,000	1년	-8.35	-
2021-06-22	BUY	340,000	1년	-21.98	-19.41
2021-04-02	BUY	410,000	1년	-30.17	-24.63
2021-01-11	BUY	450,000	1년	-33.17	-27.11
2020-11-09	BUY	400,000	1년	-30.61	-24.00
2020-03-23	BUY	300,000	1년	-35.91	-16.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-29

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	8위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+9점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+3점
G (Governance)	+1점
Qualitative	+3점

ESG 평가 기업	롯데케미칼
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	011170 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
롯데케미칼	2	3	1	6
LG 화학	2	3	3	8
SK 이노베이션	2	1	1	4
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
S-Oil	-3	3	3	3
한화솔루션	2	-1	1	2
SKC	-4	1	1	-2
평균	2	2	1	4

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 롯데케미칼 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

+2	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	서스틴베스트(2020): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인인증원(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
+1	연간 100만톤 규모의 이산화탄소 배출중, 친환경 경영을 위해, SK 가스㈜와 수소 사업 진출 계획을 밝힘 그레이 수소(천연가스 개질 수소)를 SK 가스㈜의 수소충전소에 공급한다는 계획

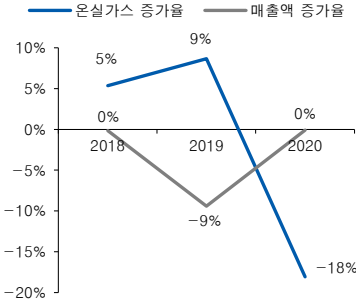
유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment



온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율

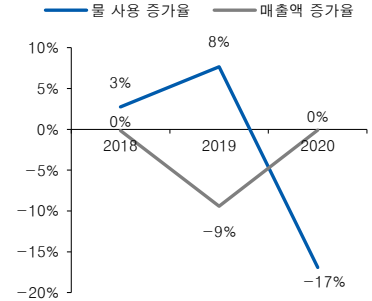


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
 ▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

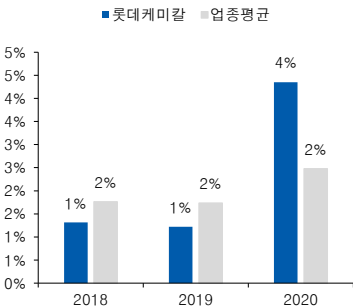


주: 국내 취수량 기준
 ▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

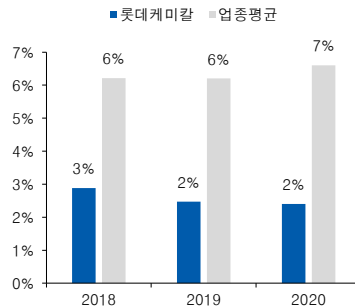


여성임원비율 vs. 업종 평균



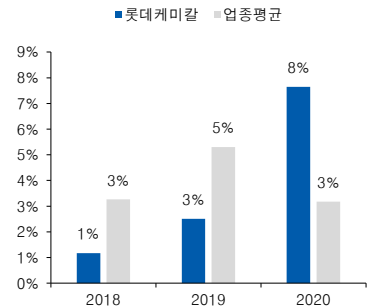
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

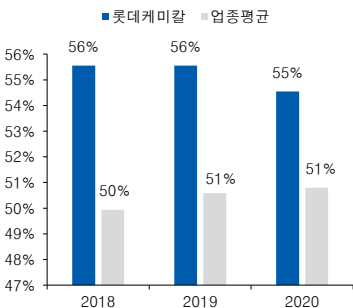


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 상위 = +1점

Governance

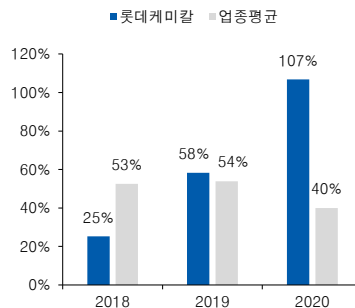


사외이사 비율 vs. 업종 평균



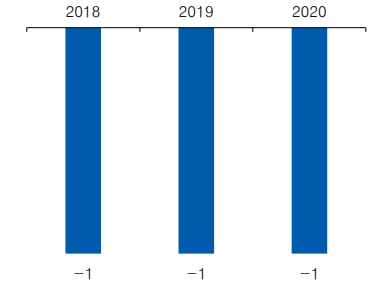
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
 ▶ 배당성향 업종평균 대비 상위 = +1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1
 ▶ 대표이사의 이사회 의장 겸직 = -1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.