

롯데케미칼 (011170)

화학



황규원

02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (M)
목표주가	190,000원 (D)
현재주가 (8/5)	182,000원
상승여력	4%

시가총액	62,381억원
총발행주식수	34,275,419주
60일 평균 거래대금	187억원
60일 평균 거래량	99,511주
52주 고	268,000원
52주 저	166,000원
외인지분율	23.54%
주요주주	롯데지주 외 22 인 54.93%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.1)	(8.3)	(32.1)
상대	(7.0)	(1.4)	(10.7)
절대(달러환산)	(1.8)	(11.4)	(40.7)

바닥은 맞는데 개선 조짐은 아직 안보여

2022년 2분기 영업손익 △214억원, 부진

2022년 2분기 실적(8/5일 컨콜)은 '매출액 5.5조원, 영업손익 △214억원(영업이익률 △0.4%), 지배주주 순이익 426억원' 등이다. 영업이익은 전년동기 5,940억원과 전분기 826억원 대비 크게 감소했다. 2020년 1분기 △860억원(Covid 발생으로 중국 수요 위축) 이후 9개 분기만에 적자 전환했다. PP/EG 등 범용제품 적자를 ABS/PET칩 흑자로 보완하는 수준이었다. 부문별로는 '올레핀/아로마틱/타이탄/LC USA △928억원(전분기 281억원, PE/PP/EG/TPA), 첨단소재 714억원(전분기 545억원, ABS/PC)' 등이다.

2022년 하반기도 석화업황 개선 난망

2가지 여건이 석화업체에 여전히 부정적이다. 첫째, 중국으로 저가 나프타가 유입되고 있다. 러시아-우크라이나 전쟁 영향으로, 유럽지역으로 수출이 제한된 러시아산 원유(나프타)가 30% 내외 저가로 중국으로 유입되고 있다. 한국산 범용 PE/PP/EG 등이 중국으로 수출되기 점점 더 힘들어진다. 단기에 끝날 이슈가 아니다. 둘째, 아시아지역 전반적인 원제품 수요 둔화가 불가피하다. 백색가전, 어패럴 등 내구재 제작업체는 보유하고 있는 기존 재고 소진에 나섰다. 신제품 생산량이 줄면서, 화학 플라스틱 구매를 축소하고 있다. 아시아 과잉공급 문제가 상반기보다 나빠진다는 뜻이다. 롯데케미칼(주)도 NCC 가동률으로 90% 이하로 낮춰 생산할 수 밖에 없다.

2022년 투자비 확대로 재무 부담, 목표주가 19만원 하향

2022년 하반기 실적 동력 부족과 차입금 증가를 반영해, 목표주가를 19만원(기존 23만원, Hold유지)으로 추가로 낮춘다.

2022년 연간 영업손익 예상치는 △356억원(영업이익률 △0.2%)으로, 전년 1.5조원 대비 부진 폭이 클 것이다. 특히, 하반기 예상치는 △968억원으로, 상반기 612억원 보다 악화될 전망이다. 반면, 2022년부터 대규모 설비 투자 사이클에 진입했다. 2025년까지 자회사인 타이탄(주) 인도네시아 NCC 증설 4.5조원과 모빌리티 소재(알루미늄박, 전해액, 동박 등) 5조원 등이 계획되어 있다. 2022년 Capex는 3조원인 반면, 영업활동 현금(EBITDA+보험금) 1.2조원 수준이다. 순차입금이 1.8조원 늘어나게 된다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	55,110	26.6	-1.3	55,207	-0.2
영업이익	-214	적전	적전	260	-182.5
세전계속사업이익	809	-87.8	-51.6	619	30.7
지배순이익	426	-91.0	-59.4	428	-0.4
영업이익률 (%)	-0.4	적전	적전	0.5	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	0.8	-10.1 %pt	-1.1 %pt	0.8	0

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	122,230	181,205	214,692	209,133
영업이익	3,569	15,356	-356	6,071
지배순이익	1,585	13,457	3,254	5,597
PER	44.4	6.8	19.2	11.1
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	4.0	10.5	6.3
ROE	1.2	9.9	2.3	3.8

자료: 유안타증권

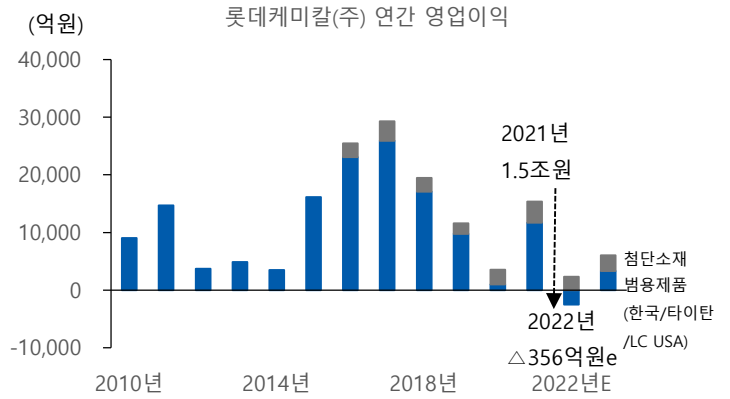
표 2. Sum-of-parts 로 계산된 롯데케미칼(주) 2022년 적정주가 19만원(2022년 석화 비담 사이클 + 자금 유출 적용)

구분	기준일 (2022.8월)	주요 내역						
(+*) 영업자산가치	8조 2,223억원	사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균강기상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	가치 적용률 (비상장여부)	적정사업가치(억원)
		▶올레핀+이로미틱 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	100%	5,332
		▶미덕ECC(지분율90%)	1,007	1,200	2,207	6.5	80%	1조 329
합 계	1조 3,172	6,689	1조 9,861	3.9x		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) 비상장기업의 적정가치 계산할 때, EBITDA x 적정 배율 x 지분율 x 비상장 적용률 80%로 계산함 주3) 본사 올레핀+이로미틱 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 기타	32.5%	5,652 7,296	0.5x 0.5x	2,826 3,648	가성소다 등(상장)	
합 계		2조 6,399		1조 8,681				
(-) 순차입금	3조 7,247억원							
(+) 현금성자산	3조 2,184억원	2022년 초 현금 4.5조원 + 2022년 EBITDA 0.7조원 - (Capex 계획 2.3조원+실현율 90%)						
(-) 총차입금	3조 5,340억원							
(-)탄소배출부담	3조 4,091억원	연간 연결회사 탄소배출량 12,000,000톤 X 탄소배출권 가격 25\$ X 환율 1,200원/달러 = 3,600억원 (연간 탄소배출액 잠재 비용) 연산탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 3,600억원 / WACC(10.5%) = 3조 4,091억원						
보통주 주주가치(A) 발행주식수(B)	6조 3,657억원 34,275,419주	총발행주식수 34,275,419주						
보통주 1주당 가치 (A/B)	190,000원/주	*목표주가 19만원(기준 23만원)에서 하향 조정 이유: 2022년 2.5조원 투자로 인한 현금유출로 재무 상황 악화를 반영함						

자료: 유안타증권 리서치센터

Key Chart

롯데케미칼(주) 연간 영업손익 전망



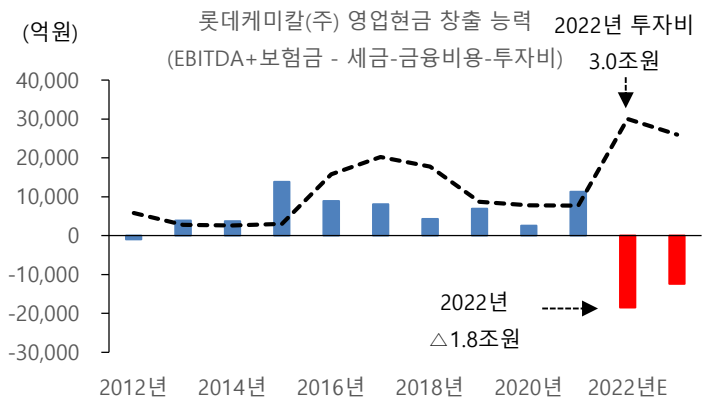
자료: 유안타증권 리서치센터

중국의 폴리올레핀 수입 동향



자료: 무역협회, 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼(주) 영업 현금창출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액	122,230	181,205	214,692	209,133	191,074	
매출원가	110,697	156,565	204,951	193,212	171,266	
매출총이익	11,533	24,639	9,741	15,920	19,808	
판매비	7,964	9,283	10,097	9,850	9,367	
영업이익	3,569	15,356	-356	6,071	10,441	
EBITDA	11,878	23,684	8,620	16,379	21,905	
영업외손익	-1,102	3,666	6,050	1,708	1,893	
외환관련손익	-107	-221	-346	218	142	
이자손익	-527	-536	-855	-979	-1,012	
관계기업관련손익	681	3,807	2,211	2,208	2,501	
기타	-1,148	616	5,039	261	261	
법인세비용차감전순손익	2,467	19,023	5,694	7,778	12,333	
법인세비용	714	4,767	1,637	1,780	2,696	
계속사업순손익	1,753	14,256	4,058	5,998	9,637	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,753	14,256	4,058	5,998	9,637	
지배지분순이익	1,585	13,457	3,254	5,597	8,981	
포괄순이익	-1,683	18,448	5,004	5,998	9,637	
지배지분포괄이익	-1,279	16,924	4,404	5,437	8,674	

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	9,643	11,824	21,525	
당기순이익	1,753	14,256	4,058	5,998	9,637	
감가상각비	7,410	7,442	8,152	9,584	10,824	
외환손익	-308	179	239	-218	-142	
중속, 관계기업 관련손익	-681	-3,807	-2,211	-2,208	-2,501	
자산부채의 증감	2,805	-8,021	-580	-945	4,166	
기타현금흐름	2,128	4,814	-14	-387	-459	
투자활동 현금흐름	-6,385	-14,584	-20,032	-19,335	-23,270	
투자자산	-1,098	-7,216	-458	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,022	-7,733	-30,000	-24,500	-29,500	
유형자산 감소	232	44	0	0	0	
기타현금흐름	2,503	322	10,426	5,165	6,230	
재무활동 현금흐름	-4,789	-71	8,459	4,038	-3,149	
단기차입금	598	3,745	233	473	-1,032	
사채 및 장기차입금	-2,370	-1,865	11,621	5,000	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,404	-1,593	-3,204	-1,387	-2,073	
기타현금흐름	-613	-359	-191	-48	-45	
연결범위변동 등 기타	-230	598	-2,203	4,994	2,669	
현금의 증감	1,704	806	-4,133	1,520	-2,225	
기초 현금	13,520	15,223	16,029	11,896	13,417	
기말 현금	15,223	16,029	11,896	13,417	11,192	
NOPLAT	3,569	15,356	-356	6,071	10,441	
FCF	5,086	7,129	-20,357	-12,676	-7,975	

자료: 유안타증권

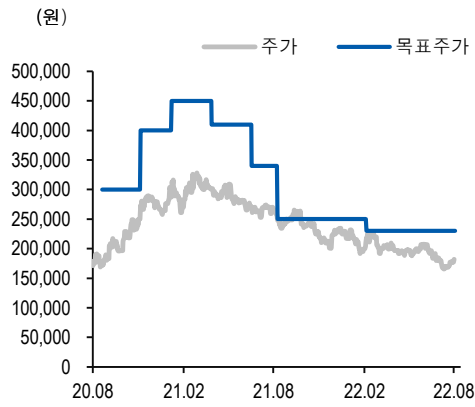
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
유동자산	68,765	94,307	83,931	77,914	64,142	
현금및현금성자산	15,223	16,029	11,896	13,417	11,192	
매출채권 및 기타채권	14,234	19,384	23,842	23,842	23,842	
재고자산	15,571	27,930	26,172	27,747	24,308	
비유동자산	125,101	134,392	157,931	174,330	194,867	
유형자산	71,731	75,034	94,214	109,130	127,806	
관계기업 등 지분관련자산	31,525	37,064	39,167	41,374	43,875	
기타투자자산	2,667	3,388	4,226	4,226	4,226	
자산총계	193,865	228,700	241,862	252,244	259,009	
유동부채	28,677	45,791	42,449	40,860	51,219	
매입채무 및 기타채무	11,728	20,258	21,004	21,004	21,004	
단기차입금	6,198	10,200	10,537	11,010	9,978	
유동성장기부채	6,454	7,571	3,766	1,705	13,095	
비유동부채	28,065	28,396	43,771	50,832	39,442	
장기차입금	8,599	6,354	8,940	11,998	11,599	
사채	11,480	11,578	24,564	28,567	17,575	
부채총계	56,742	74,188	86,220	91,692	90,661	
지배지분	128,465	144,102	145,101	149,670	156,937	
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	133,247	137,816	145,083	
비지배지분	8,658	10,410	10,541	10,882	11,412	
자본총계	137,124	154,512	155,642	160,552	168,349	
순차입금	-3,328	-8,161	17,260	30,325	39,626	
총차입금	34,098	36,764	48,729	54,202	53,170	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
EPS	4,623	39,260	9,494	16,330	26,202	
BPS	374,803	420,424	423,338	436,668	457,871	
EBITDAPS	34,655	69,098	25,150	47,786	63,909	
SPS	356,612	528,672	626,373	610,153	557,466	
DPS	3,600	8,300	3,000	5,000	7,500	
PER	44.4	6.8	19.2	11.1	6.9	
PBR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	
EV/EBITDA	6.4	4.0	10.5	6.3	5.2	
PSR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	-19.2	48.2	18.5	-2.6	-8.6	
영업이익 증가율 (%)	-67.8	330.3	적전	혹전	72.0	
지배순이익 증가율 (%)	-77.8	749.2	-75.8	72.0	60.5	
매출총이익률 (%)	9.4	13.6	4.5	7.6	10.4	
영업이익률 (%)	2.9	8.5	-0.2	2.9	5.5	
지배순이익률 (%)	1.3	7.4	1.5	2.7	4.7	
EBITDA 마진 (%)	9.7	13.1	4.0	7.8	11.5	
ROIC	2.4	10.9	-0.2	3.4	5.3	
ROA	0.8	6.4	1.4	2.3	3.5	
ROE	1.2	9.9	2.3	3.8	5.9	
부채비율 (%)	41.4	48.0	55.4	57.1	53.9	
순차입금/자기자본 (%)	-2.6	-5.7	11.9	20.3	25.2	
영업이익/금융비용 (배)	3.3	18.0	-0.3	5.3	9.1	

롯데케미칼 (011170) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-08-08	HOLD	190,000	1년		
2022-02-09	HOLD	230,000	1년	-15.14	-
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)	92.8
Hold(중립)	6.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-03

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	18위(73개 기업 중)
Total ESG 점수	+4점
E (Environment)	+2점
S (Social)	+1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+2점

ESG 평가 기업	롯데케미칼
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
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	1	-1	2
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
한화솔루션	2	-1	-1	0
평균	2	2	1	3

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

ESG Qualitative 평가 점수

+3	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	한국기업지배구조원(2021): ESG 통합등급 A
+1	서스틴베스트(2021): ESG 전체등급 AA
+1	한국경영인인증원(2021): 국내 100대 ESG 경영 우수기업 선정
-1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments
	수소 및 배터리 등 신재생에너지 사업 확대 플랜을 구체화시켰음 그러나 롯데그룹에서 화학부문 견제가 심하다는 점은 케미칼 의사결정 독립성에 문제임

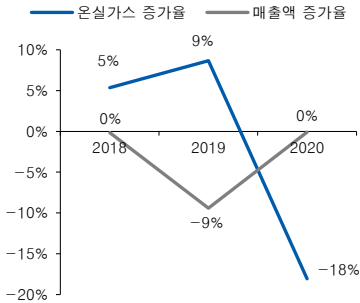
유안타 ESG Scoring 기준

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

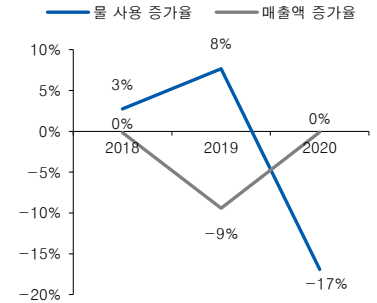


주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
▶ 온실가스 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

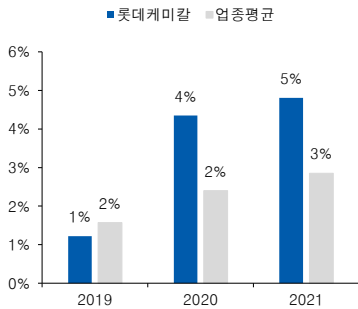


주: 국내 취수량 기준
▶ 물 사용 증가율 < 매출액 증가율 = +1점

Social

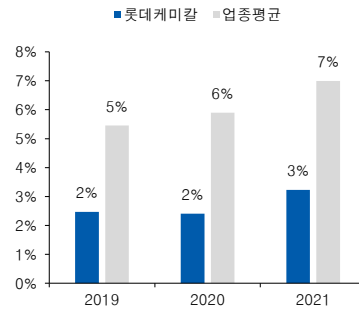


여성임원비율 vs. 업종 평균



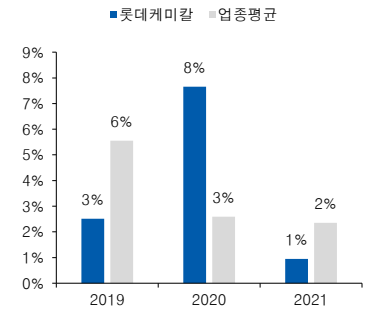
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
▶ 여성임원비율 업종평균 대비 상위 = +1점

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

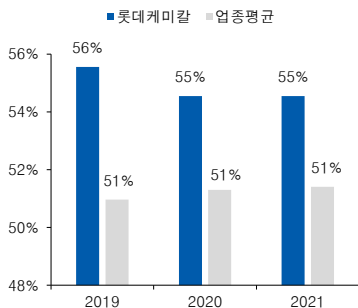


주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

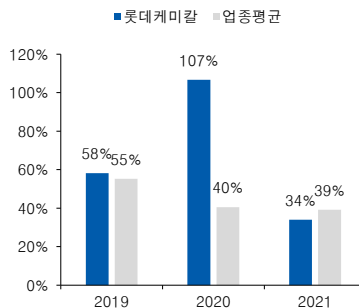


사외이사 비율 vs. 업종 평균



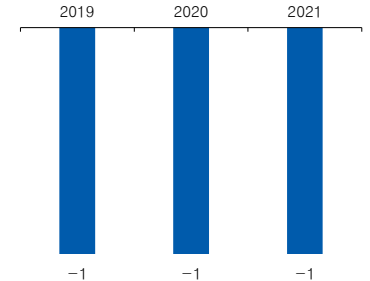
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영
▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -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.