

2022. 8. 8



▲ 이차전지/석유화학

Analyst 노우호

02. 6454-4867

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이지호

02. 6454-4885

jiholee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 270,000 원

현재주가 (8.5) 182,000 원

상승여력 48.4%

KOSPI 2,490.80pt

시가총액 62,381억원

발행주식수 3,428만주

유동주식비율 45.07%

외국인비중 23.61%

52주 최고/최저가 268,000원/166,000원

평균거래대금 186.6억원

주요주주(%)

롯데지주 외 22 인 54.93

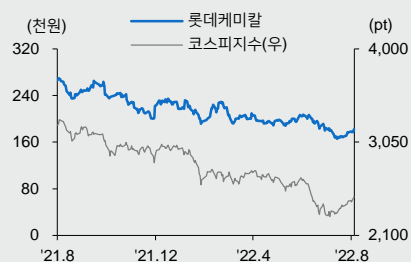
국민연금공단 7.72

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.1 -9.0 -32.1

상대주가 -7.0 0.5 -10.7

주가그래프



롯데케미칼 011170

부진한 업황의 늪

- ✓ 2Q22 영업적자 -214억원을 시현: 고가 원재료 및 수요 불확실성의 결과
- ✓ 고가 원재료/수요/탄력적 공급증가의 삼중고로 연간 영업적자 -569억원을 추정
- ✓ 2022년 연중 석유화학 이익 기저효과에 Cycle 바닥, 23~24년 Cycle 반등을 예상
- ✓ 동사의 신사업 분야는 (1) 배터리 소재, (2) 수소, (3) 친환경 플라스틱으로 중장기 석유화학의 Multiple 한계를 뛰어넘을 성장동력원을 보유
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 22~23년 연간 추정치 하향으로 적정주가는 27만원을 제시

2Q22 Review: 2020년 1분기 영업적자 이후 분기 영업적자 기록

동사는 당분기 영업적자 -214억원을 기록했다. 적자 배경은 (1) 나프타는 22년 YTD +23% 상승하며 고가 원재료 투입, (2) 정기보수에 기회손실 발생(여수NCC -400억원, 첨단소재 -160억원), (3) 전방 수요 부진(IT/전자부품, 패키징 등)이다.

3Q22 Preview: 영업적자는 -1,070억원으로 확대될 전망

22.8월 아시아 역내 나프타 거래가격은 762달러/톤으로 하락했다(고점대비 -17%). Spot 가격 하락에도 QoQ 적자규모 확대 배경은 (1) 투입 원재료의 부정적 래깅효과로 국내 Olefin, LC Titan, LC USA 적자, (2) 전방 수요 부진/가동률 회복 전으로 제품별 재고 증가 부담, (3) 저율 가동에 기인한다.

2022년 NCC Cycle 바닥을 다져가지만, 인내의 시간

유가/수요/공급증가의 삼중고로 2022년 연간 영업적자는 -569억원을 추정, 연간 기저효과(Low)가 발생되겠다. 올 하반기 기점으로 투입 원재료 나프타 하향 안정화는 현재 진행 형으로 점진적 수익성 개선을, 22~23년 아시아 역내 신규 증설 강도 Peak-out 등으로 중단기 업황 반등을 예상한다.

2~3Q가 추정치 하향 조정 마무리 구간, 업황/주가 바닥구간

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지한다. 업황에 부정적 변수였던 고가 원재료 투입 부담은 완화 중으로 분기기준 3Q가 이익 바닥 시점으로 판단한다. 적정주가는 추정치 하향조정으로 PBR 0.6배, EV/EBITDA 5.3배를 적용한 27만원을 제시한다.

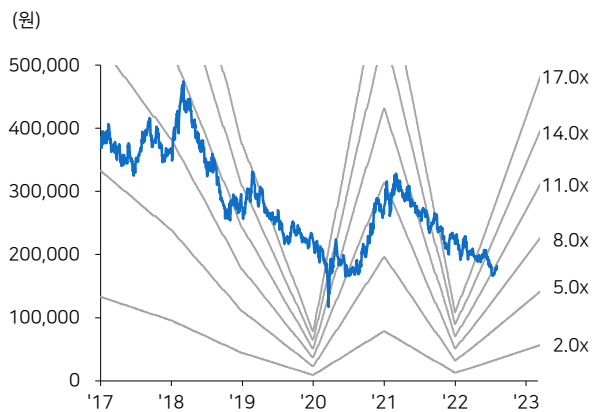
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	12,223.0	356.9	158.5	4,623	-76.8	374,803	59.7	0.7	8.4	1.2	41.4
2021	18,120.5	1,535.6	1,345.7	39,260	713.0	420,424	5.5	0.5	3.2	9.9	48.0
2022E	21,913.1	-56.9	218.9	6,386	-84.0	411,931	28.5	0.4	10.0	1.5	75.9
2023E	22,723.5	646.4	840.9	24,533	288.3	436,463	7.4	0.4	5.1	5.8	83.0
2024E	22,835.8	1,473.9	1,479.4	43,163	75.9	477,426	4.2	0.4	3.5	9.4	80.6

표1 롯데케미칼 분기별 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	5,586.3	5,511.0	5,440.3	5,375.4	5,717.1	5,597.1	5,688.5	5,720.8	21,913.1	22,723.5	22,835.8
Olefin	2,700.0	2,527.8	2,782.6	2,782.8	3,008.9	2,949.4	3,020.6	3,048.3	10,793.2	12,027.2	12,279.2
Aromatics	800.0	925.6	797.7	778.0	807.7	750.8	756.6	751.8	3,301.3	3,067.0	2,880.0
LC Titan	791.3	821.8	811.5	791.0	845.9	846.4	860.5	869.2	3,215.6	3,421.9	3,433.1
롯데첨단소재	1,314.2	1,234.6	1,296.3	1,298.9	1,301.5	1,304.1	1,306.7	1,309.3	5,144.1	5,221.7	5,263.6
LC USA	162.3	178.4	169.5	166.1	167.8	171.1	174.5	176.3	676.3	689.7	778.3
영업이익	82.6	-21.4	-107.0	-11.1	127.5	169.6	173.4	176.0	-56.9	646.4	1,473.9
%OP	1.5%	-0.4%	-2.0%	-0.2%	2.2%	3.0%	3.0%	3.1%	-0.3%	2.8%	6.5%
Olefin	-38.5	-67.3	-72.8	-6.8	59.6	53.0	75.0	47.7	-185.4	235.4	873.0
Aromatics	58.0	58.9	14.4	9.3	17.0	18.8	21.2	32.3	140.6	89.2	127.4
LC Titan	7.4	-60.0	-71.5	-35.3	-9.1	33.5	53.1	63.6	-159.4	141.0	275.7
롯데첨단소재	54.5	71.4	23.0	21.6	60.0	64.3	24.1	32.4	170.5	180.7	197.7
LC USA	16.0	3.8	-1.4	2.5	5.4	8.9	9.6	14.5	20.9	38.3	78.0
세전이익	167.3	80.9	11.0	113.6	256.5	305.2	314.6	319.1	372.8	1,195.4	2,103.5
순이익(지배주주)	104.9	42.6	6.6	64.7	177.9	217.5	218.2	227.3	218.8	840.9	1,479.4
%YoY											
매출액	34.0	26.6	22.5	4.2	2.3	1.6	4.6	6.4	20.9	3.7	0.5
영업이익	-86.8	적전	적전	적전	54.3	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	128.0
세전이익	-76.2	-87.8	-97.3	-4.3	53.4	277.3	2,749.4	180.9	-80.4	220.7	76.0
순이익(지배주주)	-79.3	-91.0	-97.9	10.6	69.6	410.0	3,198.4	251.3	-83.7	284.2	75.9
%QoQ											
매출액	8.3	-1.3	-1.3	-1.2	6.4	-2.1	1.6	0.6			
영업이익	179.9	적전	적자확대	적자축소	흑전	33.0	2.2	1.5			
세전이익	40.9	-51.6	-86.4	928.8	125.8	19.0	3.1	1.4			
순이익(지배주주)	79.3	-59.3	-84.5	878.4	174.9	22.2	0.3	4.2			

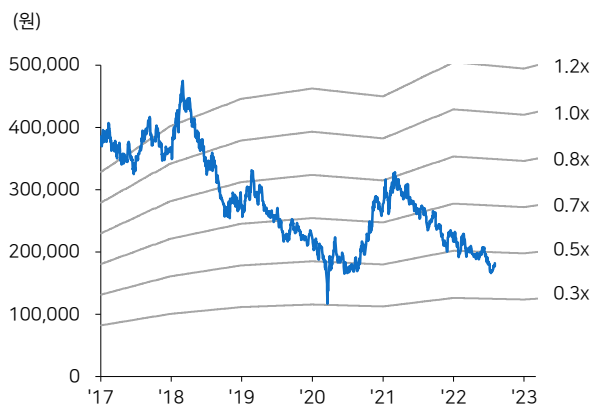
자료: 롯데케미칼, 메리츠증권 리서치센터

그림1 롯데케미칼 12M Fwd PER 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 롯데케미칼 12M Trailing PBR 밴드 차트



자료: 메리츠증권 리서치센터

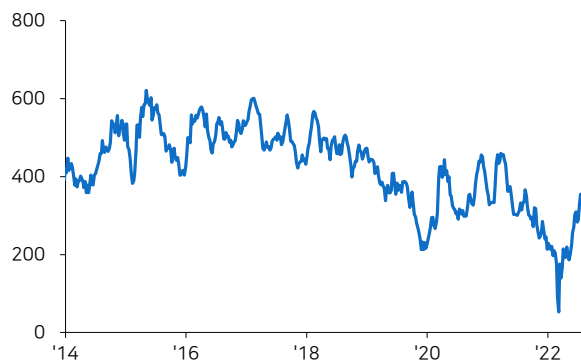
표2 롯데케미칼 적정주가 27만원으로 하향 제시

사업가치 (A)	EBITDA('23E)	Fair Value	Multiple
석유화학 사업(십억원)	1,872	9,920	5.3
소계		9,920	
자산가치 (B)	BV		
관계기업 (십억원)		1,088	
기타(십억원)		401	
소계		1,488	
총 기업가치 (C=A+B)	11,408		
순차입금/보증 (D)		2,191	2023년 연말 기준
적정 시가총액 (C-D)		9,217	
유통주식수 (천주)		34,275	
적정 주당 주주가치 (원)	270,000		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 롯데케미칼 통합 스프레드

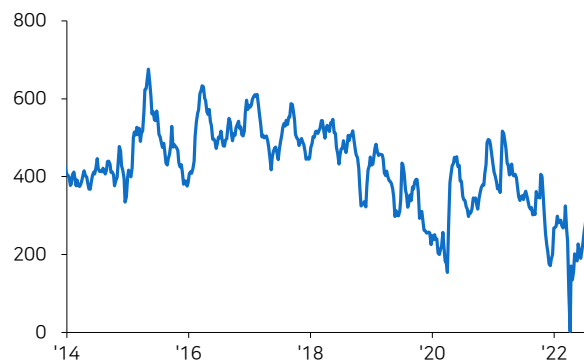
(달러/톤)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 롯데케미칼 1M 래깅 스프레드

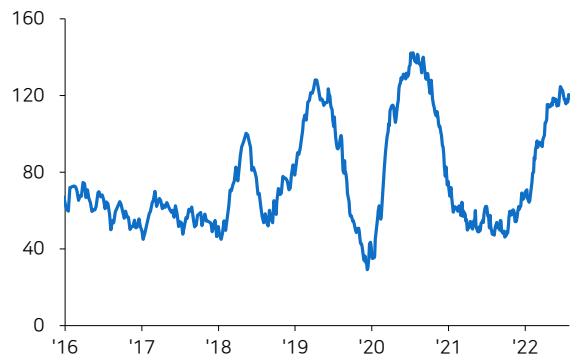
(달러/톤)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 중국 동부 MEG 재고량 추이

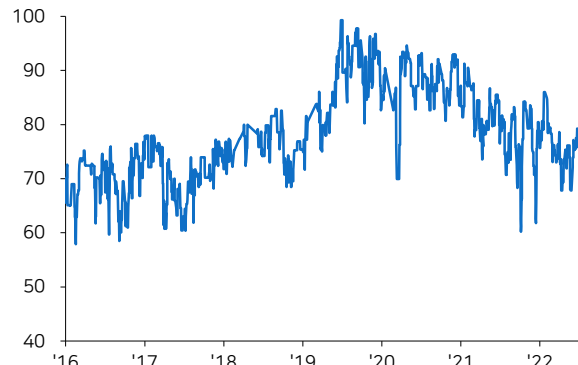
(만톤)



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 PTA 생산설비 가동률 추이

(%)



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

롯데케미칼 (011170)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	12,223.0	18,120.5	21,913.1	22,723.5	22,835.8
매출액증가율 (%)	-19.2	48.2	20.9	3.7	0.5
매출원가	11,069.7	15,656.5	21,023.6	21,139.6	20,419.8
매출총이익	1,153.3	2,464.0	889.5	1,583.9	2,416.0
판매관리비	796.4	928.3	946.5	937.5	942.2
영업이익	356.9	1,535.6	-56.9	646.4	1,473.9
영업이익률	2.9	8.5	-0.3	2.8	6.5
금융손익	-72.9	-76.5	-51.6	-67.5	-84.4
종속/관계기업손익	68.1	380.7	436.6	616.5	714.1
기타영업외손익	-105.3	62.4	44.7	0.0	0.0
세전계속사업이익	246.8	1,902.3	372.8	1,195.4	2,103.6
법인세비용	71.4	476.7	144.8	310.3	546.3
당기순이익	175.4	1,425.6	228.0	885.1	1,557.3
지배주주지분 순이익	158.5	1,345.7	218.9	840.9	1,479.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,876.5	9,430.7	11,206.2	11,390.8	11,397.9
현금및현금성자산	1,522.3	1,602.9	1,306.2	1,188.8	1,172.5
매출채권	1,390.0	1,903.3	1,983.4	2,110.8	2,120.7
재고자산	1,557.1	2,793.0	2,717.0	2,891.6	2,905.1
비유동자산	12,510.1	13,439.2	15,460.4	17,970.5	20,259.8
유형자산	7,173.2	7,503.4	9,382.5	11,698.4	14,008.1
무형자산	1,473.0	1,355.3	1,298.6	1,257.4	1,218.9
투자자산	3,419.1	4,045.2	4,017.5	4,252.8	4,271.0
자산총계	19,386.6	22,870.0	26,666.6	29,361.3	31,657.7
유동부채	2,867.7	4,579.2	7,782.0	9,083.8	9,393.8
매입채무	866.0	1,667.6	1,737.8	1,849.5	1,858.1
단기차입금	619.8	1,020.0	1,064.8	1,144.8	1,264.8
유동성장기부채	645.4	757.1	1,015.7	1,135.7	1,295.7
비유동부채	2,806.5	2,839.6	3,725.1	4,232.9	4,737.4
사채	1,148.0	1,157.8	1,851.7	2,061.7	2,301.7
장기차입금	859.9	635.4	869.4	1,109.4	1,369.4
부채총계	5,674.2	7,418.8	11,507.1	13,316.7	14,131.2
자본금	171.4	171.4	171.4	171.4	171.4
자본잉여금	880.5	875.7	875.7	875.7	875.7
기타포괄이익누계액	-282.3	55.6	138.3	138.3	138.3
이익잉여금	12,076.9	13,307.5	12,933.7	13,774.5	15,178.5
비지배주주지분	865.8	1,041.0	1,040.4	1,084.7	1,162.5
자본총계	13,712.4	15,451.2	15,159.5	16,044.6	17,526.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	1,310.8	1,486.2	1,377.1	3,055.2	3,201.7
당기순이익(손실)	175.4	1,425.6	228.0	885.1	1,557.3
유형자산상각비	741.0	744.2	873.1	1,184.1	1,490.4
무형자산상각비	89.9	88.6	54.5	41.1	38.5
운전자본의 증감	280.5	-802.1	225.1	857.4	11.1
투자활동 현금흐름	-638.5	-1,458.4	-2,508.8	-3,697.8	-3,781.4
유형자산의증가(CAPEX)	-802.2	-773.3	-3,019.0	-3,500.0	-3,800.0
투자자산의감소(증가)	-215.8	-626.1	27.8	-235.3	-18.2
재무활동 현금흐름	-478.9	-7.1	820.1	525.2	563.4
차입금의 증감	-233.2	264.7	1,617.3	650.2	780.0
자본의 증가	-0.4	-4.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	170.4	80.6	-296.7	-117.4	-16.4
기초현금	1,352.0	1,522.3	1,602.9	1,306.2	1,188.8
기말현금	1,522.3	1,602.9	1,306.2	1,188.8	1,172.5

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	356,612	528,672	639,323	662,968	666,245
EPS(지배주주)	4,623	39,260	6,386	24,533	43,163
CFPS	33,079	70,765	37,013	73,174	109,024
EBITDAPS	34,655	69,098	25,401	54,605	87,606
BPS	374,803	420,424	411,931	436,463	477,426
DPS	3,600	8,300	0	2,200	4,200
배당수익률(%)	1.3	3.8	0.0	1.2	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	59.7	5.5	28.5	7.4	4.2
PCR	8.3	3.1	4.9	2.5	1.7
PSR	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	1,187.8	2,368.4	870.6	1,871.6	3,002.8
EV/EBITDA	8.4	3.2	10.0	5.1	3.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.2	9.9	1.5	5.8	9.4
EBITDA 이익률	9.7	13.1	4.0	8.2	13.1
부채비율	41.4	48.0	75.9	83.0	80.6
금융비용부담률	0.9	0.5	0.5	0.6	0.6
이자보상배율(x)	3.3	18.0	-0.5	5.2	10.4
매출채권회전율(x)	8.6	11.0	11.3	11.1	10.8
재고자산회전율(x)	7.6	8.3	8.0	8.1	7.9

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)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데케미칼 (011170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.08.10	기업브리프	Hold	220,000	노우호	-2.6	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	-35.6	-24.1	
2022.04.05	기업브리프	Buy	330,000	노우호	-42.6	-37.1	
2022.08.08	기업브리프	Buy	270,000	노우호	-	-	