

**Company Update**

Analyst 이동욱  
02) 6915-5671  
treestump@ibks.com

**매수 (유지)**

목표주가	250,000원
현재가 (2/13)	180,700원

KOSPI (2/13)	2,452.70pt
시가총액	7,730십억원
발행주식수	42,775천주
액면가	5,000원
52주 최고가	218,124원
최저가	137,161원
60일 일평균거래대금	27십억원
외국인 지분율	24.6%
배당수익률 (2022F)	2.0%

주주구성	
롯데지주 외 23 인	54.32%
국민연금공단	5.98%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	4%	-5%
절대기준	1%	1%	-15%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	250,000	250,000	-
EPS(22)	2,848	710	▲
EPS(23)	6,873	11,220	▼



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 롯데케미칼 (011170)

## 지난 40년 동안의 마진율을 복기해보자

### 반복되는 역사

창사 후 초기 3~4년의 가동 시기를 제외한, 지난 40년(1983~2022년) 동안의 롯데케미칼의 영업이익률 흐름을 복기해 볼 필요가 있다.

1) 동사의 작년 영업이익률은 -3.4%로 1993년(-6.8%)을 제외하고 가장 낮은 수치를 기록하였다. 러시아/우크라이나 전쟁 등 매크로 이슈로 석유화학 수요가 부진한 가운데, 2015년부터 이어진 호황 사이클(4~5년)로 국내뿐만 아니라 해외 공급 증가분이 수급에 영향을 미쳤기 때문이다. 한편 1993년은 걸프전 이후 경기 침체가 발생한 가운데, 화학제품 가격이 원재료비 수준으로 하락하였고, 7년(1983~1989년) 이상 이어진 호황 사이클로 국내 석유화학 업체들의 투자가 급증하였기 때문이다. 참고로 1990~1992년 3년 동안에 국내 에틸렌 생산량은 매년 60% 이상 증가하였었다.

2) 동사의 지난 40년 동안의 평균 영업이익률은 9.3%로 높은 수익성을 기록하였다. 업종 특성 상 마진율의 변동성이 큰 편이나, 호황에는 20% 이상의 영업이익률을 기록하고, 불황에는 가동률 조절/노후 자산 매각/포트폴리오 변경 등을 통한 운영 효율화 추진으로 상대적으로 수익성 악화를 방어하기 때문이다. 한편 동사 영업이익률의 흐름을 보면, 불황 시 평균 영업이익률을 3~4년 동안 하회하고, 그 다음년도부터 평균 영업이익률을 상회하면서 4~5년의 호황 사이클이 시작되었다. 1990~1993년, 1999~2002년, 2012~2014년 이후의 시기가 그에 해당된다. 참고로 2019~2022년, 즉 최근 4년 동안 동사의 영업이익률은 평균 영업이익률을 하회하였다. 올해부터 동일한 패턴이 나타나지 않을 가능성도 존재하나, 세계 석유화학 제품 수요의 약 40%를 차지하고 있는 중국의 수요 반등에 따른 공급 과잉 완화, 내년 이후 에틸렌 공급 급감에 따른 수급 개선으로 올해 하반기부터 중기적으로 업황 반등이 전망된다. 또한 업황이 악화된 상황에서도 동사는 롯데GS화학, HPC 프로젝트, 인도네시아 LINE 프로젝트 진행하여, 업황 개선 시 실적 레버리지 효과가 기존 보다 크게 발생할 것으로 전망되는 점도 투자자는 동사 중기 실적 전망에 고려할 필요가 있다.

(단위:십억원배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	12,223	18,120	22,276	21,602	20,542
영업이익	357	1,536	-758	209	793
세전이익	247	1,902	-379	446	965
지배주주순이익	158	1,346	98	288	677
EPS(원)	4,398	37,346	2,848	6,873	15,830
증가율(%)	-77.8	749.2	-92.4	141.3	130.3
영업이익률(%)	2.9	8.5	-3.4	1.0	3.9
순이익률(%)	1.4	7.9	0.2	1.5	3.7
ROE(%)	1.2	9.9	0.7	1.9	4.4
PER	59.8	5.5	62.7	26.3	11.4
PBR	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.9	3.7	75.9	11.1	7.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

### 단기보다는 중기적으로 접근할 필요가 있다

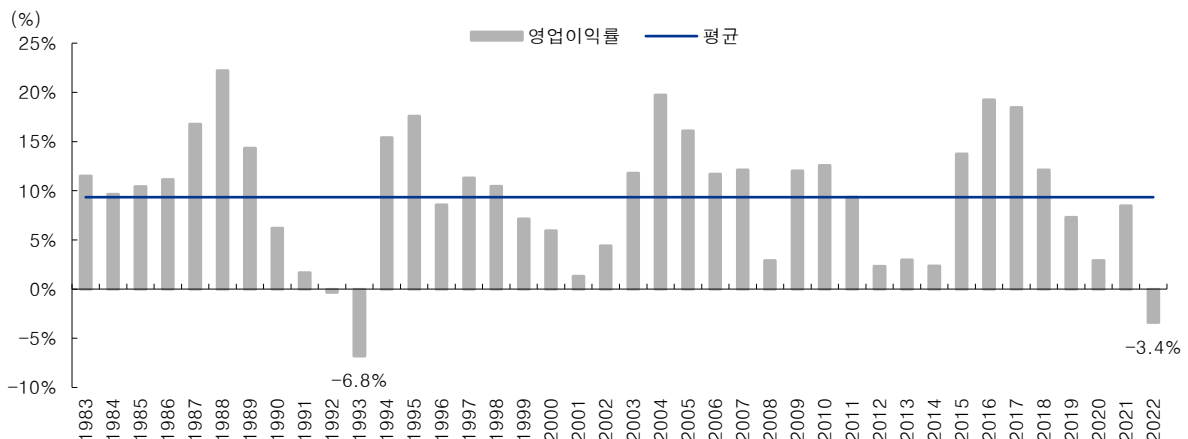
예상 보다 훨씬 부진한 작년 4분기 실적, 2월 중순 유상증자 신주 상장에 따른 EPS 희석 효과 발생 및 롯데건설 PF 관련 리스크 대두로 중국 리오프닝 관련 반사수혜 전망에도 불구하고, 동사 주가 반등이 제한적인 상황이다.

하지만 1) 중국 춘절 이후 중국의 리스탁 수요 증가 및 국내/태국 업체들의 크래커 섀다운 영향으로 부타디엔 등의 가격이 급등하였다. 금주 부타디엔 가격은 \$1,200/톤으로 1월 초 대비 약 45% 상승하였고, 에틸렌/프로필렌 등 타 올레핀 가격도 반등세를 기록하였다. 동사의 연결 기준 부타디엔 생산능력은 54만톤(롯데GS화학 포함)으로 역내 업체 대비 압도적 부타디엔 외부 판매(Long) 포지션을 보유하고 있는 등 부타디엔 가격 반등의 최대 수혜주로 평가된다. 또한 올해 3~4월 역내 크래커들의 정기보수 집중으로 올레핀 가격은 추가 상승할 가능성이 큰 점도 2분기 이후 실적 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다.

2) 동사의 유상증자가 성공적으로 마무리되었다. 동사는 유상증자를 통하여 1.2조원을 조달하며, 운영자금 및 일진머티리얼즈 인수 대금에 활용될 전망이다. 이에 Top-Tier 동박 제조업체인 일진머티리얼즈는 올해 2분기부터 동사 연결 실적에 편입될 것으로 보인다. 한편 일진머티리얼즈는 S사향 동박 판매 비중이 압도적이거나, 대주주 변경으로 판매 비중이 크지 않았던 타 Top-Tier 배터리 업체향 판매가 확대될 것으로 판단된다. 또한 동사는 말레이시아 등 해외에 선제적으로 진입하여 이미 높은 가동률/운영 경합을 확보하고 있으며, 지난 4분기 증설분(3/4공장)의 본격 가동 및 올해 상반기 5/6공장 추가 준공으로 규모의 경제 효과가 강화될 전망이다.

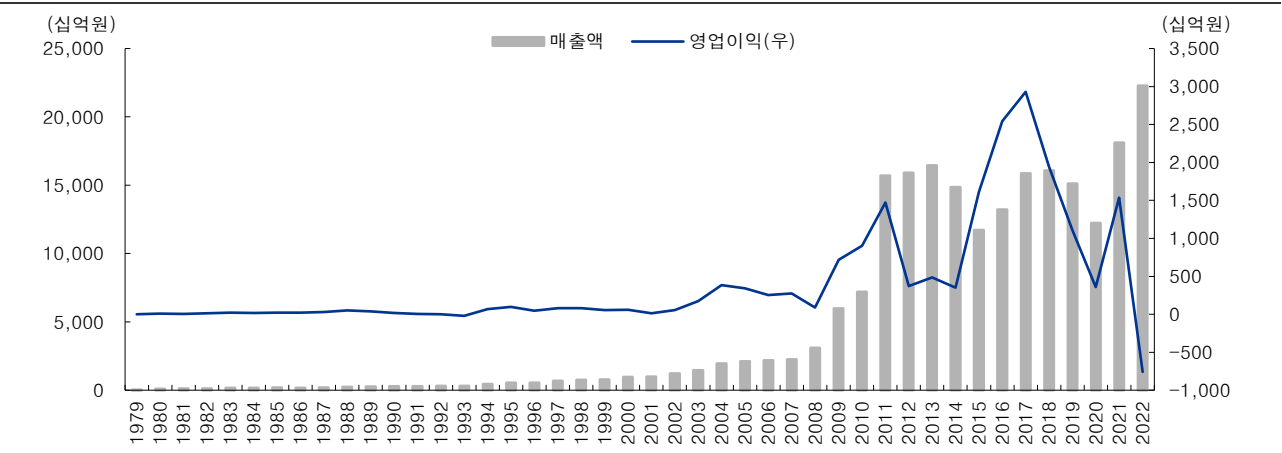
3) 올해 1분기도 큰 폭의 실적 개선은 제한된 상황이나, 중국의 리오프닝으로 인한 석화 수요 증가로 하반기로 갈수록 수요 개선 효과가 발생할 전망이다. 또한 내년은 롯데정밀화학/일진머티리얼즈/롯데GS화학/EOA/전해액 유기용매 실적이 온기 반영되는 가운데, 세계 에틸렌 증설 급감에 따른 유화 수급 개선 등으로 작년 대비 완전한 실적 개선이 예상된다. 단기 실적보다는 내년까지 점진적 실적 개선을 보고 비중을 확대하는 것이 합리적으로 보인다.

그림 1. 롯데케미칼 장기 영업이익률 추이



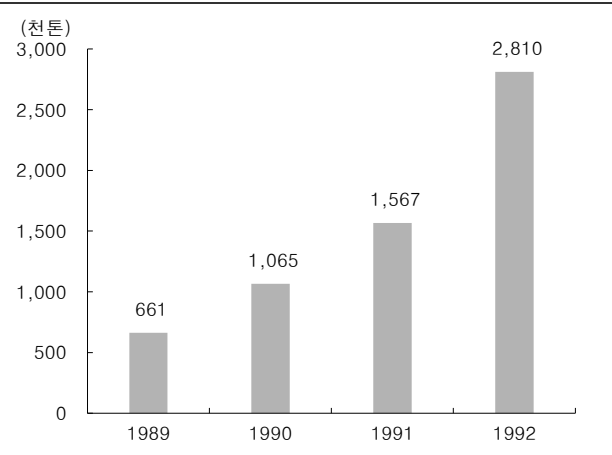
자료: 롯데케미칼, IBK투자증권

그림 2. 롯데케미칼 장기 매출액/영업이익 추이



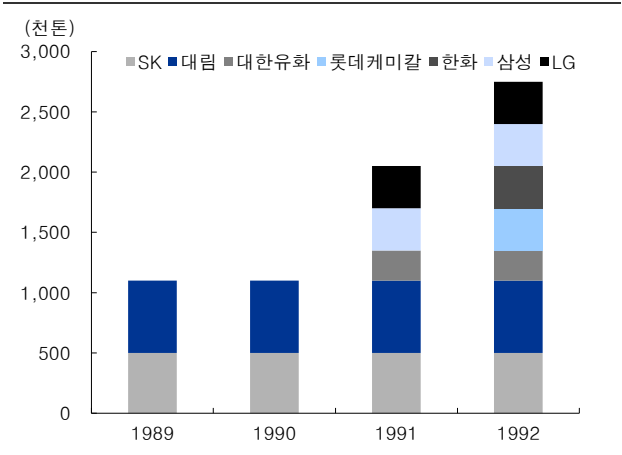
자료: 롯데케미칼, IBK투자증권

그림 3. 국내 에틸렌 생산 추이(1989~1992년)



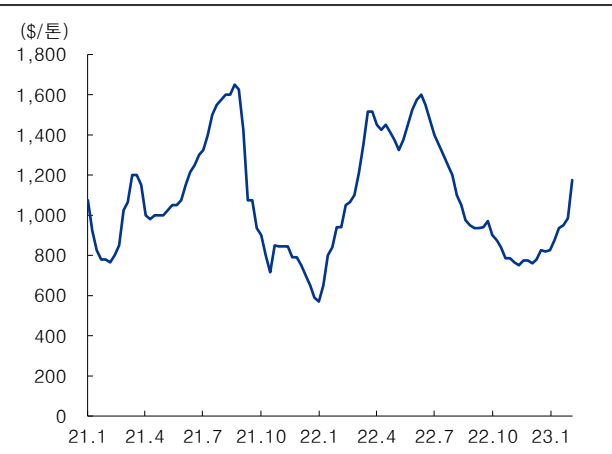
자료: 각사, IBK투자증권

그림 4. 국내 에틸렌 생산능력 추이(1989~1992년)



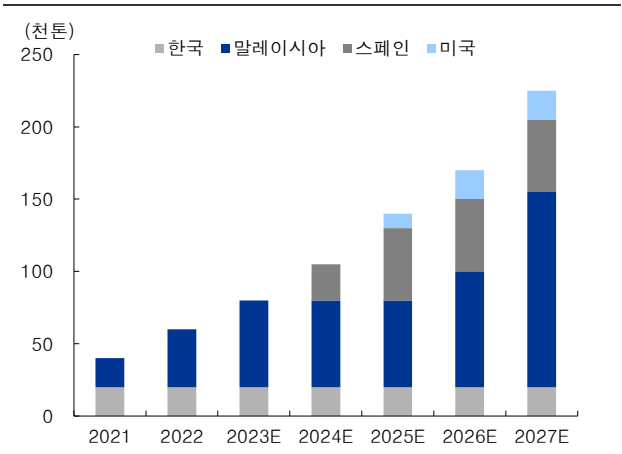
자료: 각사, IBK투자증권

그림 5. 국내 부타디엔 가격 추이



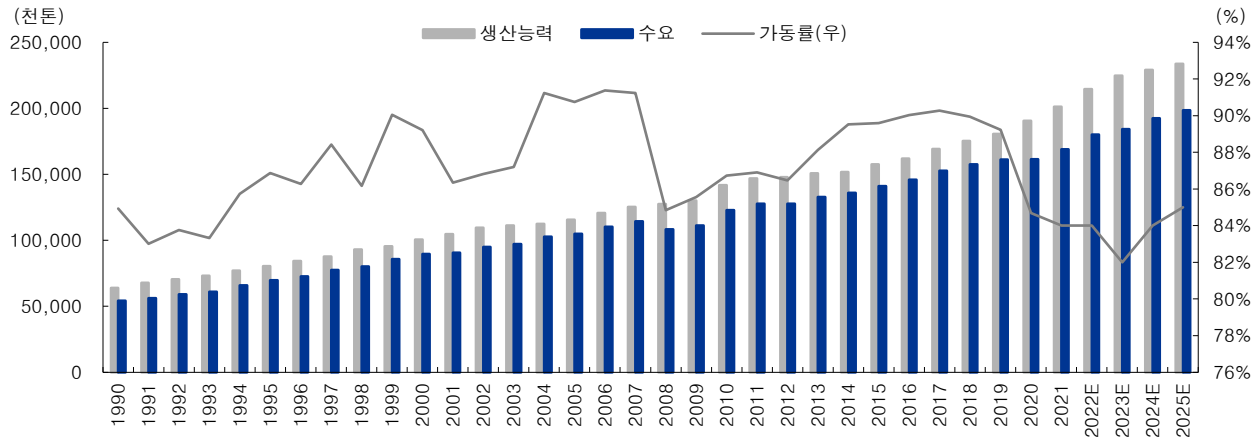
자료: 씨스켈, IBK투자증권

그림 6. 일진머티리얼즈 동박 생산능력 추이/전망



자료: 롯데케미칼, IBK투자증권

그림 7. 세계 에틸렌 수급 추이/전망



자료: ICIS 등, IBK투자증권

표 1. 롯데케미칼 실적 전망

(십억원)	2022				2023				2020	2021	2022P	2023E
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	5,586	5,511	5,683	5,496	5,685	5,496	5,294	5,127	12,223	18,120	22,276	21,602
기초소재	3,475	3,453	3,587	3,167	3,127	2,920	2,730	2,601	6,818	10,432	13,683	11,377
LC Titan	791	822	726	620	593	557	506	461	1,936	2,722	2,959	2,117
첨단소재	1,314	1,235	1,161	1,079	1,183	1,218	1,255	1,292	3,280	4,668	4,790	4,948
LC USA	162	178	167	208	228	228	228	228	378	579	715	913
롯데정밀화학				497	629	647	650	620			497	2,546
영업이익	83	-21	-424	-396	-195	1	175	227	357	1,536	-758	209
기초소재	17	-8	-277	-286	-142	-12	104	106	122	890	-554	55
LC Titan	7	-60	-131	-112	-88	-54	-13	29	80	290	-295	-126
첨단소재	55	71	12	32	47	55	63	65	248	363	170	229
LC USA	16	4	-31	-26	-23	0	9	18	-22	142	-36	5
롯데정밀화학				48	64	65	66	62			48	257

자료: 롯데케미칼, IBK투자증권

롯데케미칼 (011170)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	12,223	18,120	22,276	21,602	20,542
증가율(%)	-19.2	48.2	22.9	-3.0	-4.9
매출원가	11,070	15,657	21,959	20,366	18,776
매출총이익	1,153	2,464	317	1,236	1,766
매출총이익률 (%)	9.4	13.6	1.4	5.7	8.6
판매비	796	928	1,075	1,027	973
판매비율(%)	6.5	5.1	4.8	4.8	4.7
영업이익	357	1,536	-758	209	793
증가율(%)	-67.8	330.3	-149.4	-127.5	279.8
영업이익률(%)	2.9	8.5	-3.4	1.0	3.9
순금융손익	-73	-77	-248	-178	-248
이자손익	-53	-54	-75	-159	-228
기타	-20	-23	-173	-19	-20
기타영업외손익	-105	62	458	215	215
종속/관계기업손익	68	381	170	200	204
세전이익	247	1,902	-379	446	965
법인세	71	477	-419	126	212
법인세율	28.7	25.1	110.6	28.3	22.0
계속사업이익	175	1,426	41	320	752
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	175	1,426	41	320	752
증가율(%)	-76.8	713.0	-97.2	689.3	135.0
당기순이익률 (%)	1.4	7.9	0.2	1.5	3.7
지배주주당기순이익	158	1,346	98	288	677
기타포괄이익	-344	419	1,080	0	0
총포괄이익	-168	1,845	1,120	320	752
EBITDA	1,188	2,368	151	1,381	2,129
증가율(%)	-35.4	99.4	-93.6	813.8	54.2
EBITDA마진율(%)	9.7	13.1	0.7	6.4	10.4

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	4,398	37,346	2,848	6,873	15,830
BPS	356,527	399,924	437,508	355,517	366,877
DPS	3,424	7,895	3,500	4,500	4,500
밸류에이션(배)					
PER	59.8	5.5	62.7	26.3	11.4
PBR	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.9	3.7	75.9	11.1	7.3
성장성지표(%)					
매출증가율	-19.2	48.2	22.9	-3.0	-4.9
EPS증가율	-77.8	749.2	-92.4	141.3	130.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	3.8	2.0	2.5	2.5
ROE	1.2	9.9	0.7	1.9	4.4
ROA	0.9	6.7	0.2	1.1	2.3
ROIC	1.7	13.5	0.3	1.9	4.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	41.4	48.0	64.1	80.3	88.1
순차입금 비율(%)	2.2	2.4	16.1	28.6	28.5
이자보상배율(배)	3.3	18.0	-5.7	0.9	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.6	11.0	11.3	11.0	10.8
재고자산회전율	7.6	8.3	7.9	7.9	7.7
총자산회전율	0.6	0.9	0.9	0.7	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	6,876	9,431	12,057	12,648	14,418
현금및현금성자산	1,522	1,603	2,350	3,535	5,206
유가증권	1,550	1,699	871	813	822
매출채권	1,390	1,903	2,028	1,892	1,914
재고자산	1,557	2,793	2,835	2,645	2,676
비유동자산	12,510	13,439	16,690	19,370	20,042
유형자산	7,173	7,503	10,729	13,527	14,253
무형자산	1,473	1,355	1,295	1,226	1,163
투자자산	3,419	4,045	4,073	4,065	4,066
자산총계	19,387	22,870	28,747	32,018	34,459
유동부채	2,868	4,579	7,129	6,715	6,783
매입채무및기타채무	866	1,668	1,775	1,656	1,676
단기차입금	620	1,020	1,999	1,864	1,887
유동성장기부채	645	757	963	963	963
비유동부채	2,806	2,840	4,103	7,544	9,356
사채	1,148	1,158	1,876	1,876	1,876
장기차입금	860	635	1,077	4,587	6,387
부채총계	5,674	7,419	11,231	14,259	16,139
지배주주지분	12,847	14,410	14,996	15,207	15,693
자본금	171	171	171	214	214
자본잉여금	880	876	842	842	842
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-282	56	879	879	879
이익잉여금	12,077	13,308	13,104	13,273	13,759
비지배주주지분	866	1,041	2,520	2,552	2,627
자본총계	13,712	15,451	17,515	17,759	18,320
비이자부채	2,300	3,753	5,185	4,837	4,894
총차입금	3,374	3,666	6,046	9,422	11,245
순차입금	302	364	2,826	5,075	5,216

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,311	1,486	-225	1,291	1,657
당기순이익	175	1,426	41	320	752
비현금성 비용 및 수익	958	1,000	1,108	935	1,165
유형자산감가상각비	741	744	827	1,102	1,274
무형자산상각비	90	89	83	70	62
운전자본변동	280	-802	-963	195	-32
매출채권등의 감소	3	-471	-2,085	136	-23
재고자산의 감소	98	-1,200	224	190	-32
매입채무등의 증가	-34	748	1,384	-119	20
기타 영업현금흐름	-102	-138	-411	-159	-228
투자활동 현금흐름	-639	-1,458	-628	-3,589	-2,056
유형자산의 증가(CAPEX)	-802	-773	-2,423	-3,900	-2,000
유형자산의 감소	23	4	11	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	-135	-166	-181	8	-1
기타	277	-521	1,967	303	-55
재무활동 현금흐름	-479	-7	1,397	3,483	2,071
차입금의 증가(감소)	-312	68	608	3,510	1,800
자본의 증가	0	0	0	43	0
기타	-167	-75	789	-70	271
기타 및 조정	-23	60	203	0	-1
현금의 증가	170	81	747	1,185	1,671
기초현금	1,352	1,522	1,603	2,350	3,535
기말현금	1,522	1,603	2,350	3,535	5,206

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	150	95.5
중립	7	4.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

롯데케미칼	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.05.29	매수	228,602	3.17	36.67					
	2021.05.29	1년경과	228,602	-4.34	-21.67					
	2022.05.29	1년경과	228,602	-23.39	-13.54					
	2022.08.29	담당자변경								
	2022.08.30	매수	219,077	-27.16	-22.83					
	2022.10.04	매수	200,026	-26.69	-20.95					
	2022.11.07	매수	190,501	-9.03	-2.00					
	2023.01.10	매수	250,000	-27.87	-25.00					
	2023.02.14	매수	250,000							