



롯데케미칼 (011170)

3Q23 Review: 재고/래깅효과를 제외한다면...

► Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

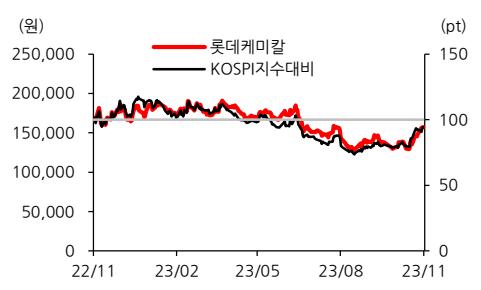
Hold (하향)

목표주가(하향): 160,000원

현재 주가(11/9)	157,700원
상승여력	▲1.5%
시가총액	67,457억원
발행주식수	42,775천주
52 주 최고가 / 최저가	190,800 / 127,800원
90 일 일평균 거래대금	159.34억원
외국인 지분율	25.2%
주주 구성	
롯데지주 (외 30 인)	54.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	0.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.6	10.0	-7.2	-5.4
상대수익률(KOSPI)	19.8	16.8	-3.9	-5.5
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	22,276	19,776	20,769	21,255
영업이익	-763	-74	616	1,044
EBITDA	185	1,128	2,039	2,617
지배주주순이익	62	73	488	754
EPS	1,709	1,706	11,479	17,744
순차입금	2,771	5,100	6,020	7,159
PER	104.4	92.4	13.7	8.9
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	56.2	10.5	6.3	5.3
배당수익률	1.9	0.6	2.5	3.8
ROE	0.4	0.5	3.1	4.7

주가 추이



3Q23 영업이익 281억원(컨센 상회)

롯데케미칼 3Q 영업이익은 281억원으로 컨센서스를 -8억원을 상회했으며, 5개분기만에 흑자전환하였다. 납사/제품가 상승에 따른 긍정적인 재고효과 및 래깅효과덕분이다.

1)기초소재/LC Titan(OP: -319억원, QoQ +1,625억원): 납사 가격이 2Q 553\$/톤 → 3Q 691\$/톤(QoQ +24%) 상승함에 따라 제품 가격도 3Q 내내 점진적으로 상승했다. 그 결과 래깅 스프레드 개선 효과 +298억원과 재고 효과 +1,297억원이 반영됐다. 즉, 3Q 실적 개선은 실질적인 업황 회복의 결과는 아니었던 것으로 판단된다.

2)첨단소재(OP: 755억원, QoQ +4억원): 판가는 하락했지만, 계절적 성수기에 따른 판매량 증가로 수익성이 개선됐다.

3)LC USA(OP: -160억원, QoQ -238억원): 천연가스 가격 상승에 따라 원료인 에탄 가격 역시 상승해 부담으로 작용하며 적자전환했다.

4Q OP 16억원 전망(재고/래깅효과 소멸 예상)

4Q 영업이익은 16억원(QoQ -94%, 컨센 485억원)을 전망한다. 유가 하락에 따라 납사 가격은 9월 691\$/톤 → 10월 675\$/톤 → 11월 647\$/톤으로 점차 하락하고 있다. 그러나, 당초 예상했던 유가/물가 안정화에 따른 소비활동 증가와 화학 스프레드 개선은 아직 확인되지 않고 있다. 따라서 3Q 실적 개선에 결정적이었던 긍정적인 래깅/재고 효과는 4Q엔 오히려 부정적으로 작용할 가능성이 높다.

중국 수요 회복이 절실한 화학 업황

롯데케미칼에 대한 기존 투자의견 BUY와 목표주가 18만원을 각각 Hold와 16만원으로 하향한다. 2023~'24년 이익체력 전망치 변화는 미미하나, 순차입금 전망치를 상향조정했다. 당초 기대했던 유가 하락에 따른 소비 진작효과는 나타나고 있지 않으며, 80% 수준인 아시아 NCC 가동률은 2024년 신증설 감소 효과를 상쇄하는 요인으로 작용할 것이다. 값싼 원료를 활용한 중국의 저가 물량이 소화되지 않는한 스프레드 회복은 제한될 것이기 때문이다. 현재 기대할 수 있는 바는 중국의 원유 및 납사 수입가격 상승으로 인한 소규모 크래커들의 수익성 저하, 그리고 가동률 하락이다.

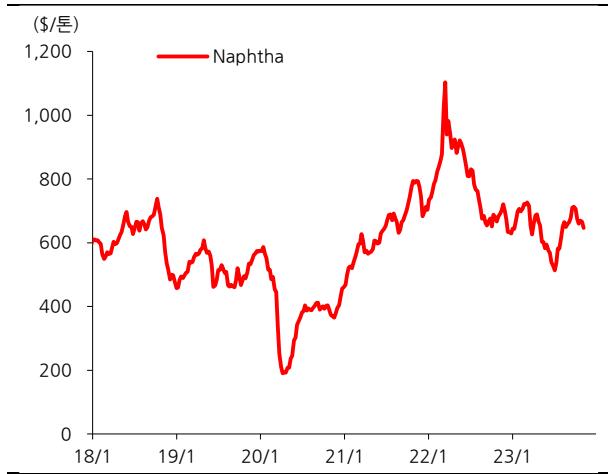
[표1] 롯데케미칼 2023년 3분기 실적

(단위: 십억 원)

	3Q22	2Q23	3Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	5,503.6	5,002.4	4,815.7	4,968.8	5,066.1	-12.5%	-3.7%	-3.1%	-4.9%
영업이익	-451.3	-77.0	28.1	-44.6	-0.8	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환
순이익	14.3	-105.0	37.6	-23.7	-9.0	162.5%	흑자전환	흑자전환	흑자전환
영업이익률	-8.2%	-1.5%	0.6%	-0.9%	0.0%	8.8%pt	2.1%pt	1.5%pt	0.6%pt
순이익률	0.3%	-2.1%	0.8%	-0.5%	-0.2%	0.5%pt	2.9%pt	1.3%pt	1.0%pt

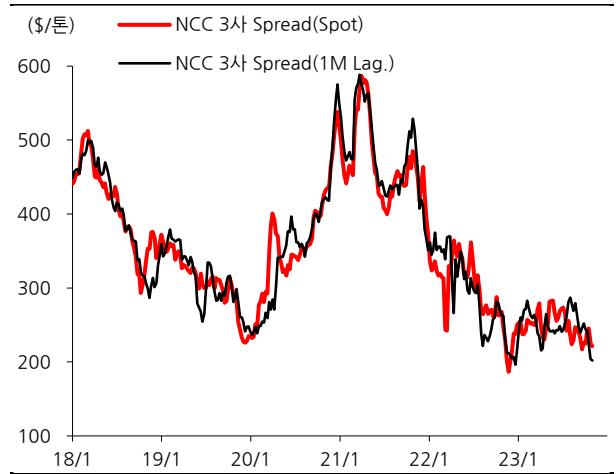
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 납사 가격 추이



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] NCC Spread vs. 1M Lagging spread



자료: Cischem, 한화투자증권 리서치센터

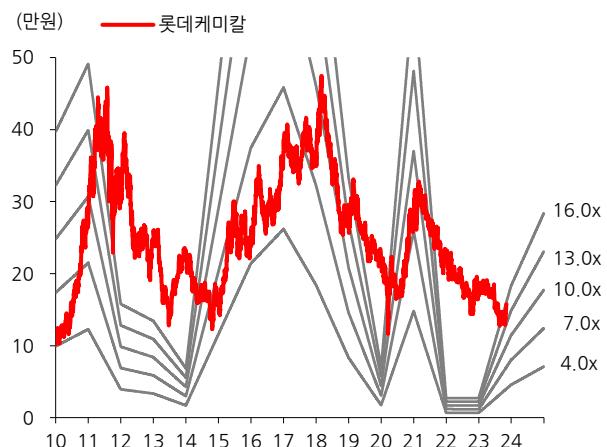
[표2] 롯데케미칼 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

	12M Fwd. EBITDA	평가액	비고
영업가치 (A)		7,776.2	
1) 기초/첨단/LC Titan	1,223.4	6,851.2	국내/외 NCC 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 5.6
2) LC USA	11.4	85.4	미국 ECC 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 7.5
3) 정밀화학		330.5	정밀화학 지분가치: 지분율(44.06%), 할인율 50% 적용
4) LEM		509.1	LEM 지분가치: 지분율(53.31%), 할인율 50% 적용
투자자산 (B)		3,067.0	장부가치, 할인율 30% 적용
순차입금 (C)		3,958.2	2023년 말 예상치, 별도 기준
총 기업가치 (A) + (B) - (C)		6,885.0	
주식수(천주)		42,775.4	유통주식수(천주)
주당 NAV(원)		161,100	
목표주가		160,000	
현재주가(원)		157,700	23.11.09 기준
상승여력		2%	

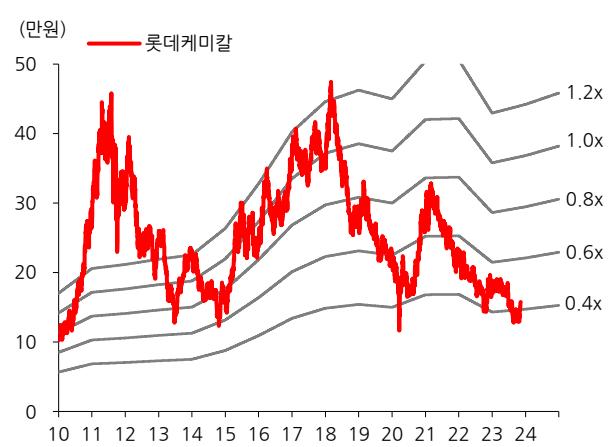
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 롯데케미칼 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 롯데케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 롯데케미칼 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 롯데케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 롯데케미칼 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2023E	2024E	2025E
매출액	5,448.3	5,317.8	5,682.9	5,495.9	4,932.3	5,002.4	4,815.7	5,025.4	19,775.7	20,769.3	21,255.1
QoQ(%)	5.6%	-2.4%	6.9%	-3.3%	-10.3%	1.4%	-3.7%	4.4%			
YoY(%)	30.7%	22.2%	27.9%	6.5%	-9.5%	-5.9%	-15.3%	-8.6%	-9.9%	5.0%	2.3%
기초소재(Olefin+Aromatics)	3,474.7	3,453.4	3,587.4	3,167.0	2,792.0	2,755.7	2,582.9	2,830.2	10,960.8	11,181.9	11,413.2
첨단소재	1,314.2	1,234.6	1,161.3	1,079.4	1,049.5	1,098.8	1,068.4	966.8	4,183.5	4,099.1	4,082.3
LC Titan	791.3	821.8	725.6	620.4	574.9	543.7	556.4	542.0	2,217.0	2,340.1	2,374.1
LC USA	162.3	178.4	166.8	207.5	127.8	149.8	121.3	152.5	551.4	684.1	678.0
정밀화학				496.6	525.0	431.2	401.2	434.7	1,792.1	1,981.2	2,009.7
에너지마테리얼즈					198.2	217.7	240.8		656.7	1,078.2	1,266.3
영업이익	56.5	-59.5	-423.9	-400.0	-26.2	-77.0	28.1	1.6	-73.5	615.7	1,044.5
영업이익률(%)	1.0%	-1.1%	-7.5%	-7.3%	-0.5%	-1.5%	0.6%	0.0%	-0.4%	3.0%	4.9%
QoQ(%)	91.5%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	-94.2%			
YoY(%)	-90.9%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	69.6%
기초소재(Olefin+Aromatics)	-6.7	-8.4	-277.0	-285.7	28.5	-82.8	-24.2	-34.9	-113.4	142.5	312.9
영업이익률(%)	-0.2%	-0.2%	-7.7%	-9.0%	1.0%	-3.0%	-0.9%	-1.2%	-1.0%	1.3%	2.7%
첨단소재	54.5	71.4	12.1	32.0	45.5	75.1	75.5	53.0	249.1	277.8	284.7
영업이익률(%)	4.1%	5.8%	1.0%	3.0%	4.3%	6.8%	7.1%	5.5%	6.0%	6.8%	7.0%
LC Titan	7.4	-60.0	-130.8	-111.7	-73.6	-111.6	-7.7	-28.6	-221.5	7.2	138.9
영업이익률(%)	0.9%	-7.3%	-18.0%	-18.0%	-12.8%	-20.5%	-1.4%	-5.3%	-10.0%	0.3%	5.9%
LC USA	16.0	3.8	-30.6	-25.6	-27.9	7.8	-16.0	-3.3	-39.4	12.3	17.6
영업이익률(%)	9.9%	2.1%	-18.3%	-12.3%	-21.8%	5.2%	-13.2%	-2.2%	-7.1%	1.8%	2.6%
정밀화학				44.1	42.0	69.1	35.1	42.5	188.8	274.6	351.5
영업이익률(%)				9.1%	8.0%	8.1%	8.4%	7.8%	10.5%	13.9%	17.5%
에너지마테리얼즈						1.5	3.0	5.6	10.1	43.3	80.0
영업이익률(%)						0.8%	1.4%	2.3%	4.0%	12.9%	15.0%
당기순이익	116.6	36.2	-31.1	-94.0	226.7	-140.3	32.8	0.6	119.8	469.2	732.0
지배순이익	104.9	42.6	14.3	-100.2	139.2	-105.0	37.6	0.7	72.5	487.7	753.9
순이익률(%)	1.9%	0.8%	0.3%	-1.8%	2.8%	-2.1%	0.8%	0.0%	0.4%	2.3%	3.5%

자료: 롯데케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

	(단위: 십억 원)				
12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	18,120	22,276	19,776	20,769	21,255
매출총이익	2,464	283	953	1,569	2,020
영업이익	1,536	-763	-74	616	1,044
EBITDA	2,368	185	1,128	2,039	2,617
순이자손익	-48	-70	-172	-190	-269
외화관련손익	-22	-72	-39	0	0
지분법손익	366	-19	119	183	175
세전계속사업손익	1,887	-393	33	609	951
당기순이익	1,414	28	120	469	732
자배주주순이익	1,334	62	73	488	754
증가율(%)					
매출액	19.8	22.9	-11.2	5.0	2.3
영업이익	38.7	적전	적지	흑전	69.6
EBITDA	28.8	-92.2	508.6	80.8	28.4
순이익	86.8	-98.0	330.7	291.6	56.0
이익률(%)					
매출총이익률	13.6	1.3	4.8	7.6	9.5
영업이익률	8.5	-3.4	-0.4	3.0	4.9
EBITDA 이익률	13.1	0.8	5.7	9.8	12.3
세전이익률	10.4	-1.8	0.2	2.9	4.5
순이익률	7.8	0.1	0.6	2.3	3.4

재무상태표

12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	9,431	9,466	9,981	9,047	9,086
현금성자산	3,313	3,677	3,774	2,854	2,715
매출채권	1,938	2,286	2,387	2,476	2,540
재고자산	2,793	2,549	2,716	2,568	2,634
비유동자산	13,424	17,318	21,586	23,159	24,812
투자자산	4,566	5,375	5,275	5,311	5,349
유형자산	7,503	10,726	13,358	15,129	16,960
무형자산	1,355	1,217	2,953	2,719	2,503
자산총계	22,855	26,785	31,567	32,207	33,898
유동부채	4,579	6,384	6,880	7,046	7,124
매입채무	2,026	2,159	2,169	2,318	2,378
유동성이자부채	1,783	3,943	4,293	4,293	4,293
비유동부채	2,837	3,136	5,285	5,313	6,343
비유동이자부채	1,899	2,505	4,581	4,581	5,581
부채총계	7,416	9,520	12,165	12,359	13,467
자본금	171	171	214	214	214
자본잉여금	876	826	1,993	1,993	1,993
이익잉여금	13,296	13,139	13,097	13,543	14,127
자본조정	56	310	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	15,439	17,264	19,402	19,847	20,431

현금흐름표

	(단위: 십억 원)				
12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	1,486	-167	887	1,936	2,082
당기순이익	1,414	28	120	469	732
자산상각비	833	948	1,201	1,423	1,573
운전자본증감	-802	-405	344	180	-100
매출채권 감소(증가)	-471	132	-117	-89	-64
재고자산 감소(증가)	-1,200	383	264	148	-67
매입채무 증가(감소)	748	-269	114	148	60
투자현금흐름	-1,458	-688	-5,744	-1,782	-3,122
유형자산처분(취득)	-769	-2,581	-2,648	-2,960	-3,188
무형자산 감소(증가)	-2	-6	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-642	1,651	-1,331	1,031	-71
재무현금흐름	-7	2,132	3,055	-42	830
차입금의 증가(감소)	154	2,587	2,150	0	1,000
자본의 증가(감소)	-159	-400	1,097	-42	-170
배당금의 지급	159	350	119	42	170
총현금흐름	2,426	659	650	1,756	2,182
(-)운전자본증가(감소)	1,118	26	272	-180	100
(-)설비투자	773	2,593	2,652	2,960	3,188
(+)자산매각	2	6	4	0	0
Free Cash Flow	537	-1,953	-2,270	-1,024	-1,106
(-)기타투자	-270	132	1,149	-147	-137
잉여현금	807	-2,085	-3,420	-877	-969
NOPLAT	1,150	-553	-53	474	804
(+) Dep	833	948	1,201	1,423	1,573
(-)운전자본투자	1,118	26	272	-180	100
(-)Capex	773	2,593	2,652	2,960	3,188
OpFCF	92	-2,223	-1,776	-883	-911

주요지표

	(단위: 원, 배)				
12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	37,014	1,709	1,706	11,479	17,744
BPS	420,075	421,450	357,781	368,190	381,843
DPS	7,895	3,329	1,000	4,000	6,000
CFPS	67,315	18,296	15,202	41,055	51,005
ROA(%)	6.3	0.2	0.2	1.5	2.3
ROE(%)	9.8	0.4	0.5	3.1	4.7
ROIC(%)	10.2	-4.0	-0.3	2.3	3.6
Multiples(x, %)					
PER	5.6	104.4	92.4	13.7	8.9
PBR	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	3.1	9.8	10.4	3.8	3.1
EV/EBITDA	3.3	56.2	10.5	6.3	5.3
배당수익률	3.8	1.9	0.6	2.5	3.8
안정성(%)					
부채비율	48.0	55.1	62.7	62.3	65.9
Net debt/Equity	2.4	16.1	26.3	30.3	35.0
Net debt/EBITDA	15.6	1,495.5	452.2	295.2	273.5
유동비율	205.9	148.3	145.1	128.4	127.5
이자보상배율(배)	18.0	n/a	n/a	2.1	2.8
자산구조(%)					
투자자본	60.1	63.5	69.0	72.5	74.2
현금+투자자산	39.9	36.5	31.0	27.5	25.8
자본구조(%)					
차입금	19.3	27.2	31.4	30.9	32.6
자기자본	80.7	72.8	68.6	69.1	67.4

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

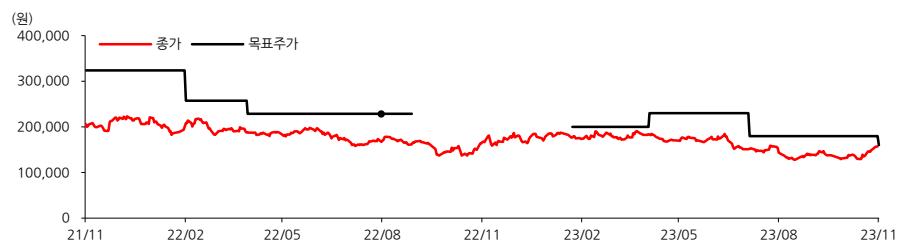
(공표일: 2023년 11월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데케미칼 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2022.02.09 Buy 270,000	2022.02.18 Buy 270,000	2022.04.07 Buy 240,000	2022.04.21 Buy 240,000	2022.05.16 Buy 240,000
일 시 투자의견 목표가격	2022.08.08 Buy 240,000	2022.08.16 Buy 240,000	2023.01.31 담당자변경 윤용식	2023.01.31 Hold 200,000	2023.02.10 Hold 200,000	2023.04.12 Buy 230,000
일 시 투자의견 목표가격	2023.05.12 Buy 230,000	2023.06.14 Buy 230,000	2023.07.13 Buy 180,000	2023.08.09 Buy 180,000	2023.09.12 Buy 180,000	2023.10.11 Buy 180,000
일 시 투자의견 목표가격	2023.11.10 Hold 160,000					

[목표주가 변동 내역별 고리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.09	Buy	257,177	-22.62	-15.19
2022.04.07	Buy	228,602	-24.70	-13.54
2023.01.31	Hold	200,000	-9.98	-4.60
2023.04.12	Buy	230,000	-21.35	-11.67
2023.07.13	Buy	180,000		
2023.11.10	Hold	160,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%