

# 롯데케미칼 (011170)

## 25년 적자지속 예상에도 매수의견 유지하는 이유

### 목표주가 10만원 하향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 14만원에서 10만원으로 하향한다. 25년 연간 실적 추정치를 변경하였고, 글로벌 공급과잉 및 수요 약세에 따른 업황 부진 속에서 ROE 창출력 또한 3년째 마이너스가 지속될 것으로 예상됨에 근거해 PBR 멀티플을 0.3배로 기존 0.4배 대비 -25% 할인 적용하였다.

지난 3년 간의 다운사이클에서 차입금이 매년 빠르게 증가하며 재무구조는 악화되었고 23년에는 1.2조원의 유상증자로 기존 주주들의 가치가 훼손된 바 있다. 지난 연말에는 약 2조원의 회사채 EOD 가능성까지 대두되는 등 온갖 악재들의 출현으로 동사 주가는 현재 역사적 최저점 중에서도 최저점인 0.18배까지 하락하였다. 또한 25년 석유화학 업황은 그래도 24년보다는 조금 더 숨통이 트이는 시기가 될 것으로 예상됨에 따라 동사에 대한 투자의견은 매수를 유지한다.

### 그래도 24년보다는 좀 더 숨통이 트일 25년

25년에도 석유화학 업황은 쉽지 않겠다. 중국 업체들의 공격적인 증설 누적과 글로벌 수요 부진으로 수급밸런스가 무너진 것이 가장 주요하다. 그래도 24년을 다운사이클의 저점으로 25년부터는 숨통이 트일 것으로 예상하는데, 이는 1)신규 NCC 증설 감소 및 일부 업체들 구조조정과 2)중국 부양책 누적 효과, 3)유가 하향 안정화 등에 근거한다.

24년 지연됐던 신규 프로젝트 유입으로 25년 에틸렌 증설이 기존에 봤던 것보다 소폭 증가할 수는 있겠지만, 지난 3년간의 연평균 1천만톤 대비 감소하는 것은 분명하다. 수요 측면에서도 전년 9월부터 중국 정부는 금리인하를 포함한 통화정책과 재정정책, 부동산 규제 완화 등을 통해 내수 경기부양을 장려하고 있고, 연초에도 시진핑 정부는 추가 부양책 실행에 대한 의지를 밝혔다. 선부른 기대감이 또 한번 실망으로 이어질 수 있는 가능성도 충분히 존재하나, 그래도 방향성은 하방보다 상방에 더 무게가 놓인다.

24년 70~90달러에 달했던 유가도 25년에는 트럼프 재집권으로 인한 생산량 증가 및 OPEC+ 감산 실효성 약화 등으로 60~70달러 레벨로 하향안정화가 예상되는데, 이는 동사와 같은 NCC 업체들의 원가 측면에서 부담을 한층 완화시킬 수 있어 고무적이다.

### 4Q24 Preview: 영업이익 -2,113억원(적자축소QoQ) 예상

4분기 동사 영업손익은 -2,113억원으로 QoQ 적자축소되겠다. 지난 분기 LCUSA 설비 보수와 해상운임 상승 및 환율 등의 효과로 발생한 약 1,400억원 내외의 일회성비용 소멸과 기초유분 부문에서의 적자가 소폭 줄어들 것으로 예상됨에 따른 것이다. 다만, 기초유분 사업부의 적자축소 규모가 크지는 않고 LC타이탄 적자 기조 또한 이어지면서 시장 컨센서스 -1,475억원 대비로는 실망스러운 수준에 그치겠다.

이에 24년 동사의 연간 영업손익은 -8,713억원으로 3년 연속 적자가 불가피하겠으며, 25년에도 연결 기준 -1,287억원으로 그 분위기는 크게 다르지 않을 전망이다. 다만, 하반기로 가면서 증설물량 감소와 중국 부양책 누적 효과 출현 등으로 수급밸런스는 점진적으로 개선되고, 유가(납사) 역시 하향 안정화될 것이라는 판단이다. 이와 같은 대외적 여건에 근거해 25년 동사 이익체력은 뚜렷한 상저하고로 예상하며 연간으로도 24년보다는 확실히 좀 더 나은 모습을 볼 수 있겠다.

### Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(하향)
증가(2025.01.07)	60,300원
상승여력	65.8 %

Stock Indicator	
자본금	214십억원
발행주식수	4,278만주
시가총액	2,579십억원
외국인지분율	24.5%
52주 주가	56,400~140,100원
60일평균거래량	149,036주
60일평균거래대금	10.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	-41.1	-44.3	-56.7
상대수익률	-1.6	-36.6	-31.3	-53.3

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	19,946	20,787	22,350	22,410
영업이익(십억원)	-348	-871	-129	362
순이익(십억원)	-50	-858	-375	-86
EPS(원)	-1,194	-20,052	-8,761	-2,000
BPS(원)	363,366	342,820	333,564	330,084
PER(배)				
PBR(배)	0.4	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	-0.3	-5.7	-2.6	-0.6
배당수익률(%)	2.3	2.5	2.5	4.1
EV/EBITDA(배)	14.7	17.5	8.0	6.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/화학/정유]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 롯데케미칼 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
<b>합계</b>											
매출액	5,086	5,248	5,200	5,252	5,656	5,609	5,590	5,494	19,946	20,787	22,350
영업이익	-135.3	-111.2	-413.6	-211.3	-155.4	-55.6	11.9	70.5	-347.7	-871.3	-128.7
영업이익률	-2.7%	-2.1%	-8.0%	-4.0%	-2.7%	-1.0%	0.2%	1.3%	-1.7%	-4.2%	-0.6%
<b>기초유분</b>											
매출액	2,872	2,950	2,897	2,756	3,183	3,112	3,079	3,005	10,991	11,475	12,378
영업이익	-72	-46	-195	-147	-115	-49	-7	37	-229.3	-459.0	-133.6
영업이익률	-2.5%	-1.6%	-6.7%	-5.3%	-3.6%	-1.6%	-0.2%	1.2%	-2.1%	-4.0%	-1.1%
<b>타이탄</b>											
매출액	541	515	587	573	604	601	629	606	2,169	2,217	2,439
영업이익	-53.3	-81.1	-63.1	-64.0	-40.3	-27.5	-10.2	16.7	-254.1	-261.5	-61.3
영업이익률	-9.8%	-15.8%	-10.7%	-11.2%	-6.7%	-4.6%	-1.6%	2.8%	-11.7%	-11.8%	-2.5%
<b>롯데첨단소재</b>											
매출액	1,032	1,134	1,122	1,088	1,085	1,083	1,082	1,086	4,184	4,376	4,336
영업이익	44.4	75.7	38.1	42.9	43.3	48.7	47.0	40.3	232.5	201.1	179.3
영업이익률	4.3%	6.7%	3.4%	3.9%	4.0%	4.5%	4.3%	3.7%	5.6%	4.6%	4.1%
<b>LCUSA</b>											
매출액	135	142	144	156	115	138	132	122	540	578	508
영업이익	-5.7	-12.2	-107.0	3.3	-3.0	6.2	6.0	1.6	-45.2	-121.6	10.8
영업이익률	-4.2%	-8.6%	-74.2%	2.1%	-2.6%	4.5%	4.6%	1.3%	-8.4%	-21.0%	2.1%
<b>롯데정밀화학</b>											
매출액	399	422	420	469	448	454	449	457	1,675	1,711	1,808
영업이익	10.8	17.1	10.3	25.6	28.9	32.3	36.3	35.4	181.8	63.8	132.9
영업이익률	2.7%	4.1%	2.5%	5.5%	6.5%	7.1%	8.1%	7.8%	10.9%	3.7%	7.3%
<b>롯데에너지머티리얼</b>											
매출액	242	263	211	211	222	220	219	219	645	926	880
영업이익	4.3	3.0	-31.7	-7.4	-6.7	-4.4	3.3	4.4	5.8	-31.8	-3.4
영업이익률	1.8%	1.1%	-15.0%	-3.5%	-3.0%	-2.0%	1.5%	2.0%	0.9%	-3.4%	-0.4%

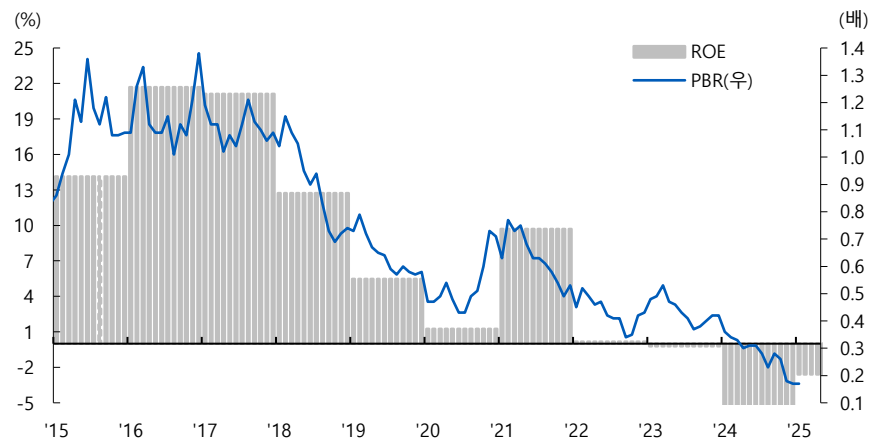
자료: iM증권 리서치본부

표1. 롯데케미칼 목표주가 산정: PBR Valuation

(단위: 원, 배, %)	기존 (2024.05.10)	변경 (2025.01.08)	참고 내용
예상 BPS	357,356	333,564	24년 기준 당사 BPS 추정치 → 25년 기준 추정치로 변경
Target PBR	0.4	0.3	업황 부진 사이클인 22년 이후 동사 평균 PBR → 기존 대비 -25% 할인
적정주가(원)	142,943	100,069	BPS * Target PBR
<b>목표주가(원)</b>	<b>140,000</b>	<b>100,000</b>	<b>기존 대비 -28.6% 하향 조정</b>
현재주가(원)	107,300	60,300	2025년 01월 07일 종가 기준
상승여력(%)	30.5%	65.8%	

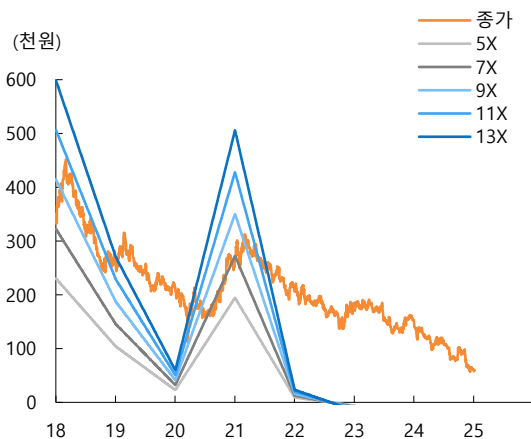
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 롯데케미칼 2015년 이후 ROE-PBR 밸류에이션 추이



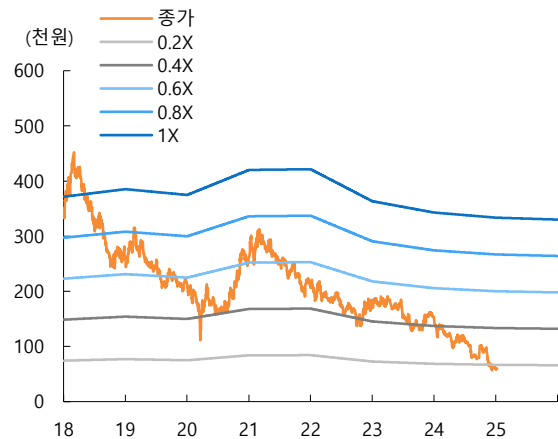
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 롯데케미칼 12M Forward 기준 PER 추이



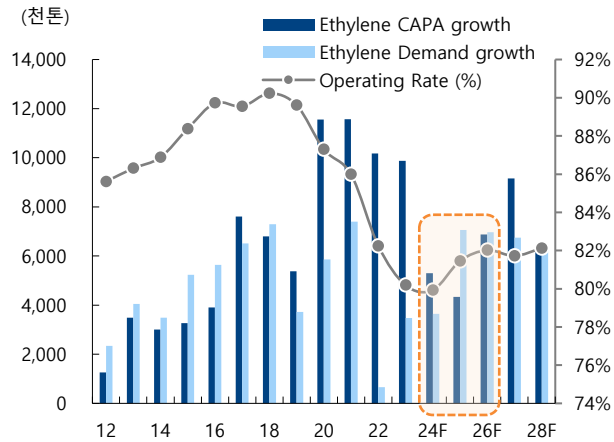
자료: QuantiWise, iM증권 리서치본부

그림3. 롯데케미칼 12M Forward 기준 PBR 추이



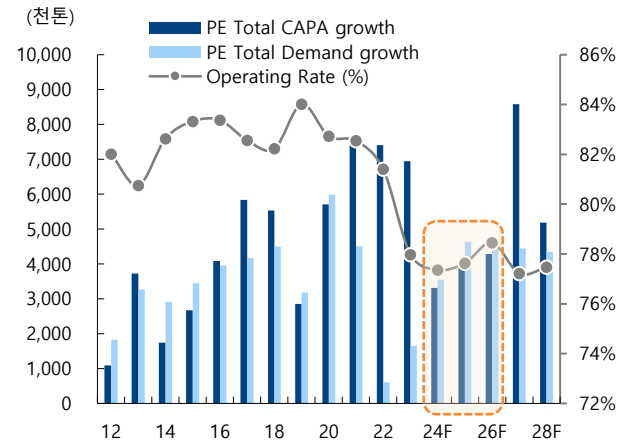
자료: QuantiWise, iM증권 리서치본부

그림4. 글로벌 에틸렌 공급/수요 증가 규모 추이 및 전망



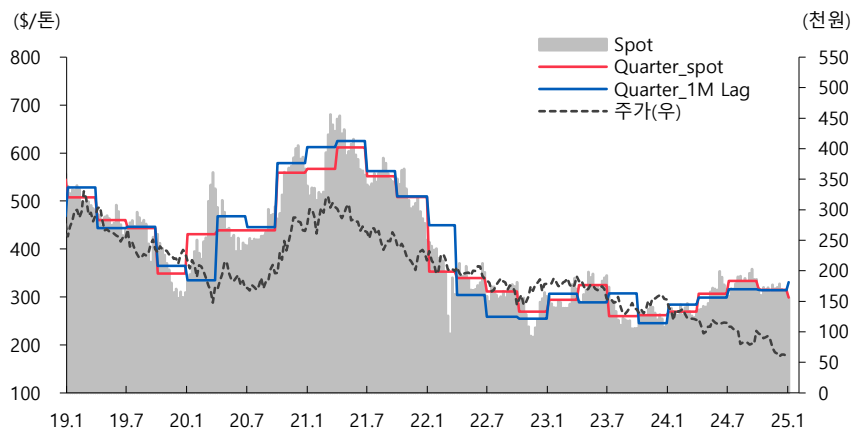
자료: IHS, iM증권 리서치본부

그림5. 글로벌 폴리에틸렌 공급/수요 증가 규모 추이 및 전망



자료: IHS, iM증권 리서치본부

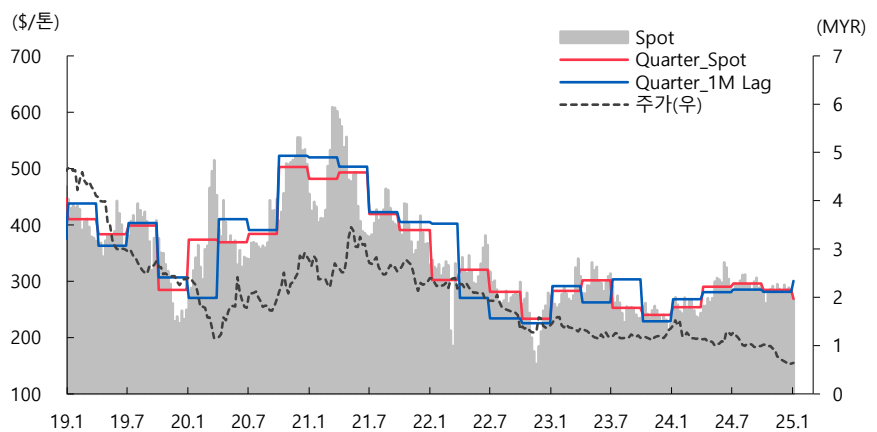
그림6. 롯데케미칼 연결 기준 가중평균 스프레드



자료: iM증권 리서치본부

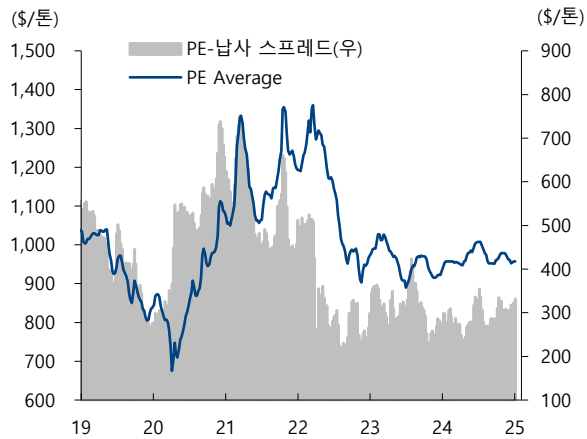
주: LCE타이탄, LCUSA 스프레드는 포함, 롯데정밀화학 실적은 미반영된 수치임

그림7. 롯데타이탄 가중평균 스프레드



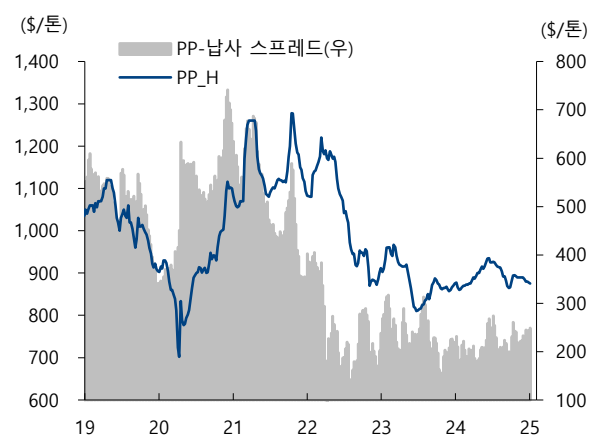
자료: iM증권 리서치본부

그림8. PE 가격 및 스프레드 추이



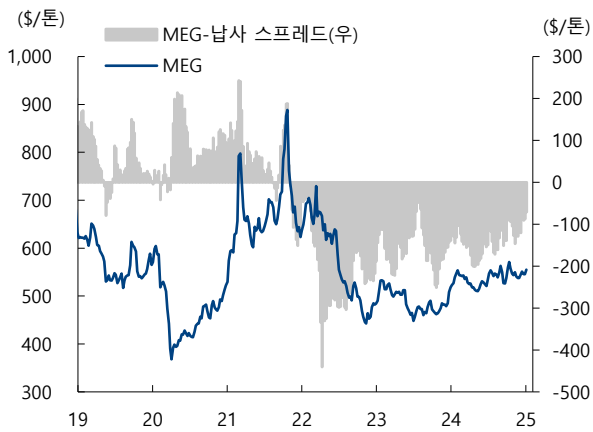
자료: 시스캠, iM증권 리서치본부

그림9. PP 가격 및 스프레드 추이



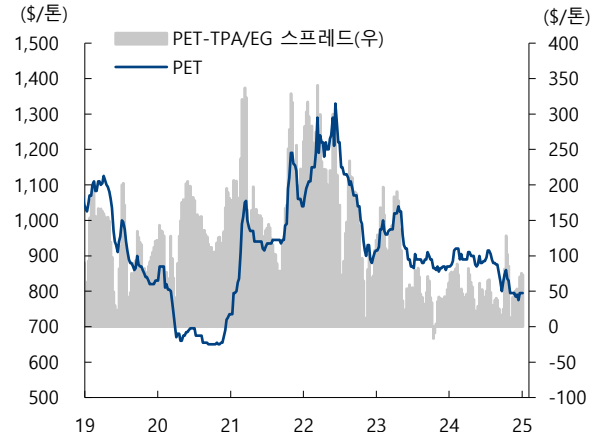
자료: 시스캠, iM증권 리서치본부

그림10. MEG 가격 및 스프레드 추이



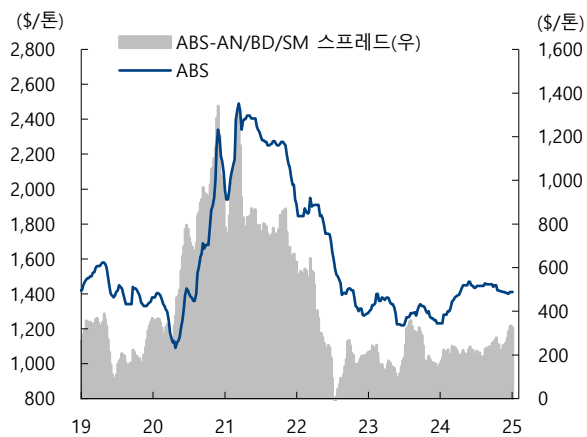
자료: 시스캠, iM증권 리서치본부

그림11. PET 가격 및 스프레드 추이



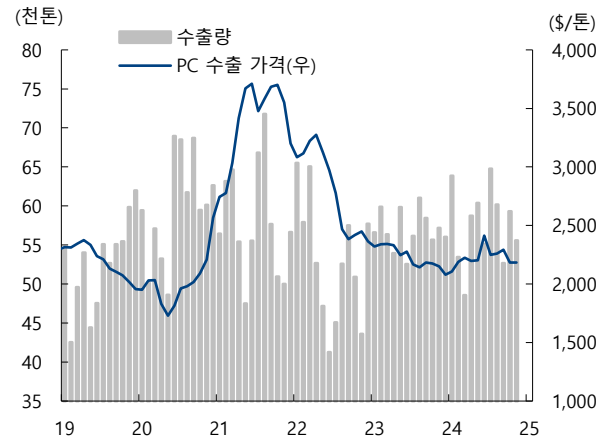
자료: 시스캠, iM증권 리서치본부

그림12. ABS 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스캠, iM증권 리서치본부

그림13. PC(PolyCarbonate) 수출량 및 가격 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

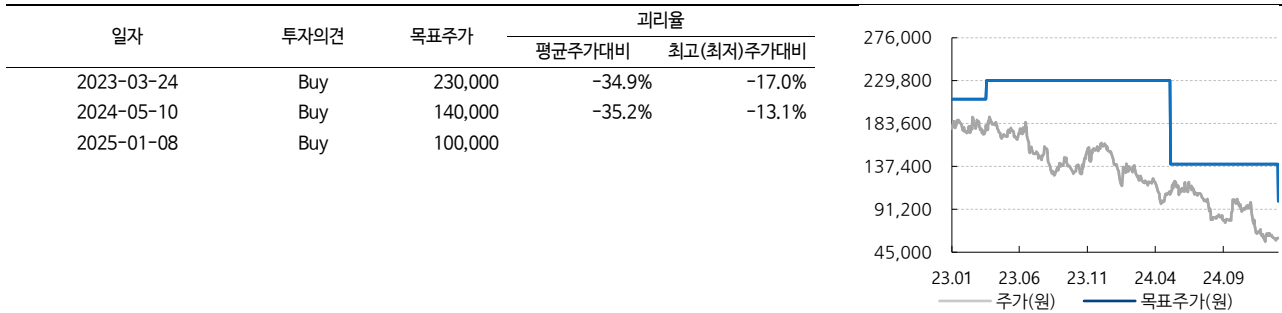
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	9,814	9,950	11,325	10,548	매출액	19,946	20,787	22,350	22,410
현금 및 현금성자산	2,702	2,861	3,833	3,021	증가율(%)	-10.5	4.2	7.5	0.3
단기금융자산	1,527	1,543	1,558	1,574	매출원가	19,165	20,557	21,277	20,847
매출채권	2,395	2,319	2,489	2,496	매출충이익	781	230	1,073	1,563
재고자산	2,802	2,834	3,047	3,055	판매비와관리비	1,129	1,101	1,202	1,201
비유동자산	23,662	24,046	24,112	24,727	연구개발비	120	-	-	-
유형자산	14,273	15,993	16,747	17,480	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,732	2,867	2,078	1,851	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	33,476	33,996	35,437	35,275	영업이익	-348	-871	-129	362
유동부채	6,524	7,473	8,233	8,725	증가율(%)	적지	적지	적지	흑전
매입채무	1,354	1,584	1,703	1,707	영업이익률(%)	-1.7	-4.2	-0.6	1.6
단기차입금	3,444	3,994	4,594	5,094	이자수익	206	189	189	161
유동성장기부채	676	815	808	753	이자비용	379	449	490	488
비유동부채	6,720	7,220	8,320	7,820	지분법이익(손실)	20	24	32	41
사채	2,291	2,291	3,091	2,591	기타영업외손익	100	-37	-67	-114
장기차입금	3,416	3,916	4,216	4,216	세전계속사업이익	-452	-1,270	-559	-128
부채총계	13,244	14,693	16,553	16,545	법인세비용	-413	-361	-162	-37
지배주주지분	15,543	14,664	14,268	14,119	세전계속이익률(%)	-2.3	-6.1	-2.5	-0.6
자본금	214	214	214	214	당기순이익	-39	-909	-397	-91
자본잉여금	1,943	1,943	1,943	1,943	순이익률(%)	-0.2	-4.4	-1.8	-0.4
이익잉여금	12,965	12,044	11,606	11,415	지배주주귀속 순이익	-50	-858	-375	-86
기타자본항목	422	464	506	548	기타포괄이익	42	42	42	42
비지배주주지분	4,689	4,638	4,616	4,610	총포괄이익	3	-867	-355	-49
자본총계	20,233	19,302	18,884	18,730	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	790	59	-67	308	주당지표(원)				
당기순이익	-39	-909	-397	-91	EPS	-1,194	-20,052	-8,761	-2,000
유형자산감가상각비	987	1,030	1,076	997	BPS	363,366	342,820	333,564	330,084
무형자산상각비	185	366	288	227	CFPS	26,779	12,564	23,127	26,631
지분법관련손실(이익)	20	24	32	41	DPS	3,500	1,500	1,500	2,500
투자활동 현금흐름	-5,075	-4,196	-3,218	-3,127	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3,548	-2,750	-1,830	-1,730	PER				
무형자산의 처분(취득)	-6	-	-	-	PBR	0.4	0.2	0.2	0.2
금융상품의 증감	-141	-159	-100	-110	PCR	5.7	4.8	2.6	2.3
재무활동 현금흐름	4,196	750	1,339	-410	EV/EBITDA	14.7	17.5	8.0	6.7
단기금융부채의증감	-	689	593	444	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,511	500	1,100	-500	ROE	-0.3	-5.7	-2.6	-0.6
자본의증감	1,216	-	-	-	EBITDA이익률	4.1	2.5	5.5	7.1
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	65.5	76.1	87.7	88.3
현금및현금성자산의증감	-108	160	972	-812	순부채비율	27.7	34.3	38.8	43.0
기초현금및현금성자산	2,810	2,702	2,861	3,833	매출채권회전율(x)	8.4	8.8	9.3	9.0
기말현금및현금성자산	2,702	2,861	3,833	3,021	재고자산회전율(x)	7.5	7.4	7.6	7.3

자료 : 롯데케미칼, iM증권 리서치본부

## 롯데케미칼 투자이전 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이전]

## 종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%