

롯데케미칼(011170)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 220,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(4/26)	1,945
주가(4/26)	166,500
시가총액(십억원)	5,707
발행주식수(백만)	34
52주 최고/최저가(원)	286,500/159,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	47,194
유동주식비율/외국인지분율(%)	44.8/24.4
주요주주(%)	롯데물산 외 4인 53.4
	국민연금공단 7.1

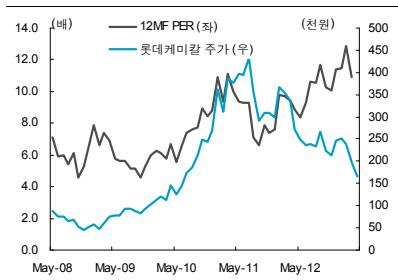
Valuation 지표

	2012A	2013F	2014F
PER(x)	24.9	14.3	8.8
PBR(x)	1.4	0.9	0.8
ROE(%)	5.5	6.3	9.5
EV/EBITDA(x)	10.7	6.8	4.9
EPS(원)	9,865	11,611	18,853
BPS(원)	176,320	186,089	202,544

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.0)	(23.8)	(40.2)
상대주가(%p)	(15.0)	(26.6)	(39.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

실적 둔화보다 주가 하락이 더 커

What's new: 주요 제품 가격 급락에도 기대수준을 크게 벗어나지 않은 실적

롯데케미칼의 1분기 매출액은 4조 1,768억원, 영업이익은 1,171억원으로 컨센서스 수준에 부합했다. 당사 추정치에 비해서는 영업이익이 20% 적게 나왔다. 롯데케미칼 본사의 실적은 당사 추정치인 1,590억과 유사한 1,420억을 기록했으나 연결대상인 타이탄케미칼의 실적 둔화가 컸다. 타이탄케미칼은 스프레드 둔화 보다는 말레이시아의 회계방식에 따라 원재료에 대한 재고평가를 반영해 95억원의 손실이 발생했다. 본사의 재고평가 관련 손실은 6억원에 그쳤다. 3월 부타디엔과 MEG 등 롯데케미칼의 주요 제품가격이 급락했음에도 기대치를 크게 벗어나지 않았다.

Positives: 아로마틱 사업과 타이탄케미칼의 실적 악화 진정

아로마틱 사업은 합병 전 케이피케미칼이 생산하는 PX와 PTA가 주요 제품이다. PTA는 중국의 공급과잉으로 부진을 면치 못하고 있다. 그러나 롯데케미칼은 경쟁업체와 달리 PX를 직접 생산하여 PTA까지 만들고 있어 수익성이 부진한 PTA 대신 PX 판매를 늘려 3분기나 지속되던 적자에서 벗어났다. 타이탄케미칼도 가동 효율을 높이면서 적자폭을 줄이고 있다.

Negatives: 2분기까지는 제품가격 약세 지속될 것으로 예상

롯데케미칼의 주요 제품인 부타디엔과 MEG의 가격은 지난 분기 평균에 비하면 각각 9%와 3% 상승했지만 분기 중 고점 대비해서는 26%, 15%나 하락했다. 화학제품과 같은 소재 가격은 수급 상황에 실질적인 변화가 없더라도 수요가 증가할 수 있다는 예상에 의한 가수요만으로도 쉽게 상승할 수 있다. 그러나 경기개선 기대가 지연될수록 이러한 효과를 기대하기는 힘들다. 이는 반대로 제품 가격을 실제 수요 수준 이하로 떨어지게 만든다. 3월말 이후 현재까지도 8%와 3%의 하락세를 이어가고 있다. 가격이 하락하는 구간에서는 매출도 감소하지만 레깅 효과로 인해 제품 가격간의 스프레드가 가파르게 감소한다. 이에 따라 2분기 롯데케미칼의 매출과 영업이익은 1분기 대비 각각 13%와 65% 줄어들 것으로 예상된다.

결론: 목표주가 22만원으로 하향하나 주가 급락에 따른 상승여력 존재

역내 재고 부담이 지속되고 화학제품 가격이 하락세를 보이고 있다. 유가 또한 약세를 보일 것으로 판단해 올해 2분기 이후 롯데케미칼의 주요 제품 평균 가격 가정을 7% 낮췄다. 이에 따라 2013년과 2014년의 영업이익을 각각 38%와 22% 하향 조정했다. 목표주가는 기존의 28만원에서 22만원으로 21% 하향한다. 목표주가는 12개월 forward EBITDA에 7배의 멀티플을 적용하고 투자자산 가치를 합산하여 산정했다. 롯데케미칼의 주가는 3월의 고점 대비 36%나 하락해 제품가격 하락에 대한 우려를 과도하게 반영하고 있다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q13P				증감률		2013F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	3,993	4,177	4.6	4,129	5.2	8.5	15,550	16,661
영업이익	147	117	(20.4)	121	407.0	(42.4)	498	685
영업이익률(%)	3.7	2.8	(0.9)	2.9			3.2	4.1
세전이익	161	116	(28.1)	126	NM	(48.6)	505	681
순이익	125	114	(8.5)	95	5,869.4	(31.7)	391	513

박기용 3276-6177
kypark@truefriend.com

홍보화 3276-5644
bohwa.hong@truefriend.com

〈표 1〉 롯데케미칼의 연간 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2013년			2014년		
	기존추정치	변화	신규추정치	기존추정치	변화	신규추정치
매출액	15,763	(1.4)	15,550	16,068	(1.5)	15,826
올레핀 (구 호남석유)	8,997	4.6	9,411	9,188	3.4	9,499
아로마틱 (구 케이피케미칼)	4,205	(15.2)	3,567	4,294	(11.2)	3,815
연결 법인 (타이탄케미칼 및 기타)	2,561	0.4	2,572	2,585	(2.8)	2,512
영업이익	787	(36.6)	498	1,020	(21.2)	803
올레핀 (구 호남석유)	818	(38.8)	501	960	(24.5)	725
아로마틱 (구 케이피케미칼)	(17)	-	8	44	10.4	49
연결 법인 (타이탄케미칼 및 기타)	(14)	-	(10)	16	91.6	30
EBITDA	1,275	(25.2)	953	1,510	(15.9)	1,270
올레핀 (구 호남석유)	1,139	(28.6)	813	1,281	(19.1)	1,037
아로마틱 (구 케이피케미칼)	45	54.9	70	108	8.3	117
연결 법인 (타이탄케미칼 및 기타)	90	(22.7)	70	121	(3.7)	117
지배주주순익	625	(37.5)	391	810	(21.7)	634
EPS	18,583	(37.5)	11,611	24,065	(21.7)	18,853

주: 아로마틱 사업 실적은 구 케이피케미칼의 기존 연결 대상인 영국, 파키스탄 법인의 실적을 합한 수치
 자료: 한국투자증권

〈표 2〉 롯데케미칼 사업부별 분기 및 연간 실적 전망치

(단위: 십억원, %)

	분기 실적								연간 실적		증가율 (YoY)	
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13P	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2012	2013F
매출	3,850	3,949	4,132	3,972	4,177	3,649	3,836	3,888	15,903	15,550	1.3	(2.2)
올레핀 (구 호남석유)	2,013	2,184	2,475	2,424	2,522	2,210	2,323	2,356	9,096	9,411	7.5	3.5
아로마틱 (구 케이피케미칼)	1,189	1,076	961	953	964	834	879	891	4,179	3,567	(9.9)	(14.6)
연결 법인 (타이탄케미칼 및 기타)	648	689	696	595	691	605	634	641	2,628	2,572	1.2	(2.1)
영업이익	203	(48)	194	23	117	41	170	170	372	498	(75.1)	34.1
올레핀 (구 호남석유)	154	19	166	60	129	60	155	157	399	501	(62.6)	25.5
아로마틱 (구 케이피케미칼)	42	(8)	(9)	(24)	3	(13)	7	10	1	8	(99.7)	660.0
연결 법인 (타이탄케미칼 및 기타)	50	(76)	25	(42)	(12)	(19)	15	13	(28)	(10)	NM	NM
EBITDA	302	69	318	142	225	156	286	286	832	953	(55.5)	14.5
올레핀 (구 호남석유)	210	92	246	138	207	138	233	235	686	813	(46.1)	18.5
아로마틱 (구 케이피케미칼)	57	7	6	(9)	18	3	23	26	61	70	(86.7)	15.3
연결 법인 (타이탄케미칼 및 기타)	35	(30)	66	13	(0)	15	30	25	85	70	(39.4)	(17.9)

주: 아로마틱 사업 실적은 구 케이피케미칼의 기존 연결 대상인 영국, 파키스탄 법인의 실적을 합한 수치
 자료: 롯데케미칼, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

롯데케미칼은 1976년에 설립된 순수석유화학회사로 롯데그룹의 계열사이다. 2005년 롯데대산유화(2003년에 LG화학과의 컨소시엄으로 인수한 현대석유화학)과 합병했다. 2004년에는 케이피케미칼(PTA 제조업체), 2010년에는 Titan Chemical(말레이시아 최대 석유화학기업)을 인수했다. 현재 여수와 대산 두 곳에 총 210만톤/년의 NCC 설비를 보유하고 있으며 합성수지(PE, PP, PC, PET 등), 화성 제품(EO/G, MMA, BD, SM 등), 기초유분(벤젠, 톨루엔, MX)을 생산하고 있다. 2011년 본사 매출 비중은 PE 18%, PP 18%, EO/EG 17%, BD/SM 19%, NC/BTX 18%, 기타 10%이다. 주요 연결 자회사는 케이피케미칼(지분율 52%)과 Titan Chemical (PE, PP 주력 생산, 지분율 100%)이다.

- BD(butadiene): 납사 분해시 부생하는 C4유분에서 추출하거나 부탄을 이용해 제조, 합성고무, ABS 등의 원료
- EG(ethylene glycol): EO를 고온, 고압에서 물과 반응시켜 제조하며 주로 폴리에스터의 원료로 사용
- TPA(tere-phthalic acid): PX를 원료로 제조하며 EG와 함께 투입되어 폴리에스터 섬유, PET bottle, 폴리에스터 타이 어코드 등의 원료로 사용됨, 테레프탈산으로도 읽음
- PTA(purified terephthalic acid): 고순도 처리된 TPA
- PX(para xylene): MX로 제조하며 TPA, DMT의 원료로 대규모 소비됨

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	4,889	4,179	4,177	4,409	4,627
현금성자산	1,251	745	855	870	882
매출채권및기타채권	1,682	1,638	1,555	1,741	1,844
재고자산	1,267	1,501	1,477	1,503	1,603
비유동자산	5,858	6,194	6,254	6,537	6,826
투자자산	1,226	1,501	1,467	1,495	1,531
유형자산	4,308	4,421	4,521	4,771	5,021
무형자산	39	33	32	33	33
자산총계	10,747	10,372	10,431	10,946	11,453
유동부채	2,728	2,673	2,558	2,606	2,346
매입채무및기타채무	2,177	1,906	1,835	1,899	1,764
단기차입금및단기사채	178	163	113	83	83
유동성장기부채	125	477	457	407	307
비유동부채	1,860	1,616	1,429	1,284	1,258
사채	1,384	978	878	728	698
장기차입금및금융부채	172	337	257	257	257
부채총계	4,589	4,288	3,987	3,890	3,604
지배주주지분	5,463	6,043	6,378	6,942	7,676
자본금	159	171	171	171	171
자본잉여금	15	472	472	472	472
자본조정	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,188	5,428	5,758	6,329	7,059
비지배주주지분	695	41	66	113	173
자본총계	6,158	6,084	6,444	7,055	7,849

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	1,618	103	894	1,053	953
당기순이익	1,133	316	416	682	854
유형자산감가상각비	376	457	452	464	469
무형자산상각비	3	3	3	3	3
자산부채변동	(3)	(504)	34	(87)	(363)
기타	109	(169)	(11)	(9)	(10)
투자활동현금흐름	(960)	(447)	(500)	(747)	(748)
유형자산투자	(933)	(598)	(568)	(730)	(735)
유형자산매각	20	16	16	16	16
투자자산순증	(126)	81	48	(25)	(22)
무형자산순증	(4)	(11)	(2)	(3)	(3)
기타	83	65	6	(5)	(4)
재무활동현금흐름	49	(157)	(284)	(291)	(194)
자본의증가	6	3	0	0	0
차입금의순증	192	123	(250)	(230)	(130)
배당금지급	(65)	(70)	(34)	(61)	(64)
기타	(84)	(213)	0	0	0
기타현금흐름	14	(5)	0	0	0
현금의증가	721	(506)	110	15	11

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

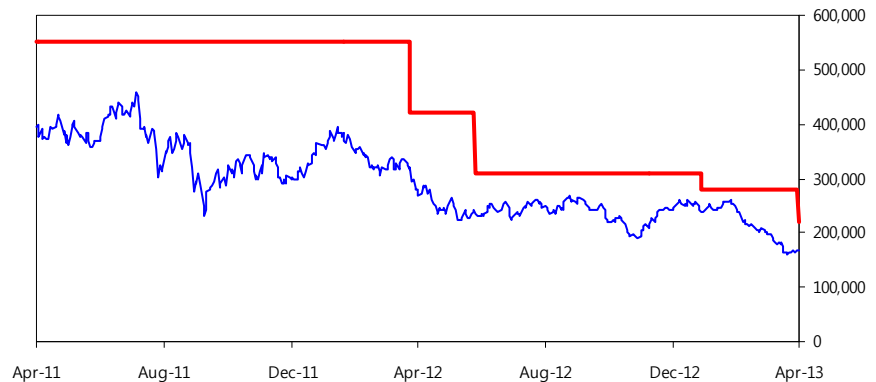
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	15,699	15,903	15,550	15,826	16,034
매출원가	13,805	15,109	14,616	14,580	14,586
매출총이익	1,894	794	934	1,247	1,448
판매관리비	424	422	435	443	449
영업이익	1,470	372	498	803	999
금융수익	95	119	108	110	110
이자수익	48	41	30	32	32
금융비용	114	142	140	131	125
이자비용	79	69	66	58	51
기타영업외손익	22	30	29	29	30
관계기업관련손익	55	9	10	10	10
세전계속사업이익	1,527	387	505	821	1,024
법인세비용	394	60	79	128	160
연결당기순이익	1,133	316	416	682	854
지배주주지분순이익	978	315	391	634	794
기타포괄이익	20	(163)	5	(7)	4
총포괄이익	1,153	153	421	675	858
지배주주지분포괄이익	1,001	168	395	628	798
EBITDA	1,849	832	953	1,270	1,471

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	30,701	9,865	11,611	18,853	23,593
BPS	171,456	176,320	186,089	202,544	223,951
DPS	1,750	1,000	1,800	1,900	1,900
성장성(%, YoY)					
매출증가율	47.6	1.3	(2.2)	1.8	1.3
영업이익증가율	22.6	(74.7)	34.1	61.2	24.4
순이익증가율	23.7	(67.8)	24.2	62.4	25.1
EPS증가율	23.7	(67.9)	17.7	62.4	25.1
EBITDA증가율	22.7	(55.0)	14.6	33.3	15.8
수익성(%)					
영업이익률	9.4	2.3	3.2	5.1	6.2
순이익률	6.2	2.0	2.5	4.0	5.0
EBITDA Margin	11.8	5.2	6.1	8.0	9.2
ROA	11.6	3.0	4.0	6.4	7.6
ROE	19.6	5.5	6.3	9.5	10.9
배당수익률	0.6	0.4	1.1	1.1	1.1
안정성					
순차입금(십억원)	47	1,026	670	421	277
차입금/자본총계비율(%)	30.2	32.5	26.8	21.2	17.4
Valuation(X)					
PER	9.7	24.9	14.3	8.8	7.1
PBR	1.7	1.4	0.9	0.8	0.7
PSR	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	5.5	10.7	6.8	4.9	4.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
롯데케미칼(011170)	2011.09.07	매수	550,000 원
	2012.04.19	매수	420,000 원
	2012.06.21	매수	310,000 원
	2013.01.24	매수	280,000 원
	2013.04.27	매수	220,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2013년 4월 27일 현재 롯데케미칼 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 롯데케미칼 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.