한화투자증권

롯데케미칼 (011170)

2014. 03. 11 | 기업분석

Analyst **이다솔**
dsol99@hanwha.com

Buy(maintain)

목 표 주 가: 260,000원 (유지)
주가(3/10): 190,000원

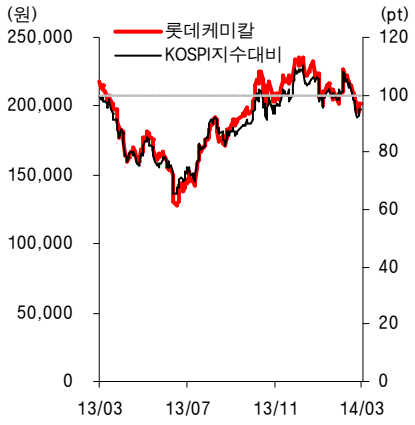
Stock Data

KOSPI(3/10)		1,954.42pt
시가총액		65,123억원
발행주식수		34,275천주
52주 최고가 / 최저가		235,500 / 128,000원
90일 일평균거래대금		366.47억원
외국인 지분율		25.4%
배당수익률(13.12E)		0.5%
BPS(13.12E)		187,257원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-11.4%
	3개월	-17.2%
	6개월	1.5%

주주구성

롯데물산(주)외 3인	53.6%
국민연금공단	5.4%

Stock Price



1분기는 기대치에 못 미칠 것 같다

주요 제품의 스프레드 모두 4Q 대비 하락세

롯데케미칼의 매출액에서 가장 큰 비중을 차지하는 제품은 PE, PP, EG, SM, TPA, 부타디엔의 6개 품목이다. 우리의 추정에 따르면 이들 제품들이 전체 매출액에서 차지하는 비중은 73% 수준이다. 각 제품들의 1Q14 현재 스프레드(납사기준)는 모두 4Q13 대비 낮은 수준에 머물러 있다. 4Q13 대비 1Q14의 제품별 톤당 스프레드를 살펴보면 LDPE 739달러에서 690달러, PP 585달러에서 530달러, 부타디엔 631달러에서 509달러, EG 101달러에서 15달러, SM 726달러에서 669달러 등이다.

1분기 실적 추정치 하향 조정

위와 같은 스프레드 추이는 동사의 1분기 실적이 4분기 대비 개선될 것이라는 시장의 예상을 벗어나는 흐름이다. 이는 선진국의 경기회복세가 주춤하면서 중국의 수출이 부진했기 때문으로 분석된다. 특히 합성섬유 체인의 제품 스프레드(EG, TPA 등)는 전방산업인 PET가동률이 하락한 가운데 재고가 늘어나면서 약세를 보였다. 이러한 스프레드 추이를 반영하여 동사 1Q14 영업이익에 대한 추정치를 기존 1,320억원에서 1,036억원으로 하향 조정한다.

P/B 1.0배 이하 구간에서는 가격 메리트 발생. 투자의견 Buy, 목표주가 26만원 유지

1분기 어닝시즌을 앞두고 동사에 대한 컨센서스 조정이 예상된다는 점을 고려할 때 단기 주가조정이 지속될 전망이다. 그러나 2001년 이후 동사의 가중평균 스프레드는 평균 305달러/톤, 평균 P/B는 1.1배 수준이다. 현재 동사의 가중평균 스프레드가 290달러/톤 수준임을 고려할 때 P/B 1.0배 이하 구간에서는 가격 메리트가 있다고 판단된다. 투자의견 Buy, 목표주가 26만원을 유지한다.

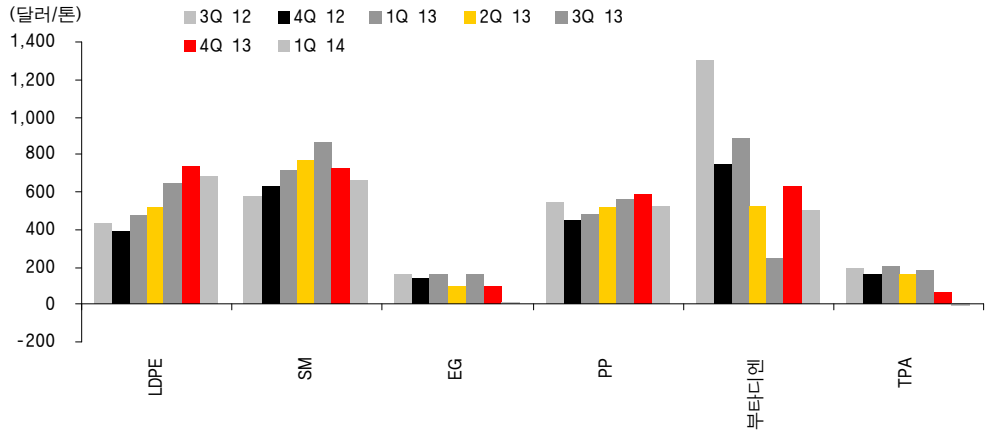
Financial Data	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(십억원)	15,699	15,903	16,440	16,649	17,456
영업이익(십억원)	1,470	372	488	643	901
세전계속사업손익(십억원)	1,527	387	491	609	895
순이익(십억원)	978	315	412	514	698
EPS(원)	30,701	9,872	12,027	14,987	20,374
증감률(%)	23.7	-67.8	21.8	24.6	35.9
PER(배)	9.7	24.9	15.8	12.7	9.3
PBR(배)	1.7	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	5.2	10.6	8.1	7.0	5.3
영업이익률(%)	9.4	2.3	3.0	3.9	5.2
EBITDA 마진(%)	11.8	5.2	6.0	6.9	8.1
ROE(%)	19.6	5.5	6.6	7.7	9.6
순부채비율(%)	0.8	16.9	21.8	21.1	12.5

주요 제품의 스프레드 모두 4Q 대비 하락세

롯데케미칼의 매출액에서 가장 큰 비중을 차지하는 제품은 PE, PP, EG, SM, TPA, 부타디엔의 6개 품목이다. 우리의 추정에 따르면 이들 제품들이 전체 매출액에서 차지하는 비중은 73% 수준이다.

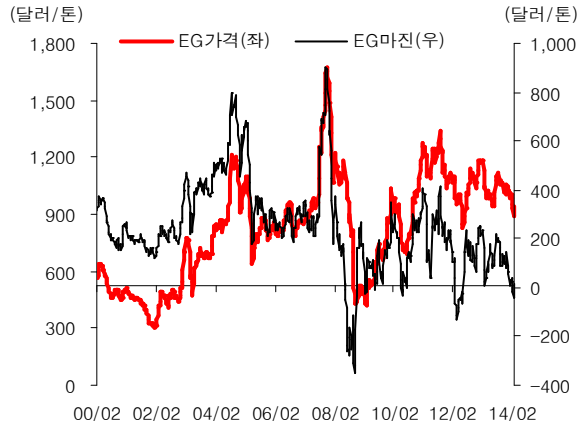
각 제품들의 1Q14 현재 스프레드(납사기준)는 모두 4Q13 대비 낮은 수준에 머물러 있다. 4Q13 대비 1Q14의 제품별 톤당 스프레드를 살펴보면 LDPE 739달러에서 690달러, PP 585달러에서 530달러, 부타디엔 631달러에서 509달러, EG 101달러에서 15달러, SM 726달러에서 669달러 등이다.

[그림1] 롯데케미칼 주요 제품의 납사 스프레드 추이(1달레깅 기준)



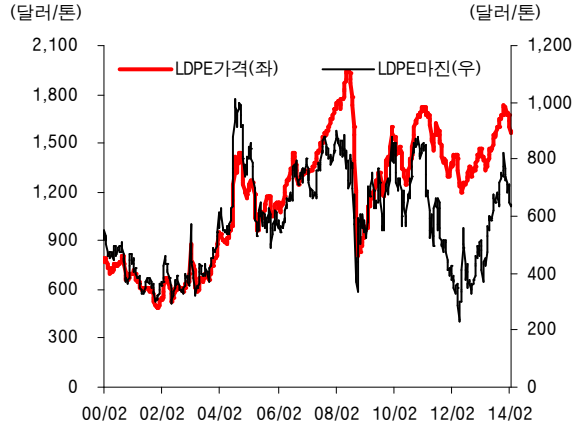
자료: 씨스켐, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] EG가격과 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] LDPE가격과 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 한화투자증권 리서치센터:

1분기 실적 추정치 하향 조정

위와 같은 스프레드 추이는 동사의 1분기 실적이 4분기 대비 개선될 것이라는 시장의 예상을 벗어나는 흐름이다. 이는 선진국의 경기회복세가 주춤하면서 중국의 수출이 부진했기 때문으로 분석된다.

특히 합성섬유 체인의 제품 스프레드(EG, TPA 등)는 전방산업인 PET가동률이 하락한 가운데 재고가 늘어나면서 약세를 보였다.

이러한 스프레드 추이를 반영하여 동사 1Q14 영업이익에 대한 추정치를 기존 1,320억원에서 1,036억원으로 하향 조정한다.

[표1] 롯데케미칼 연간 실적추정 변경

구분(십억원, %)	2013E			2014E		
	수정전	수정후	변동률	수정전	수정후	변동률
매출액	16,440	16,440	-	17,079	16,649	-2.5
영업이익	488	488	-	777	643	-17.3
영업이익률(%)	3.0	3.0		4.5	3.9	
순이익(지배주주)	412	412	-	582	514	-11.7

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 롯데케미칼 분기별 실적 추이

항목(십억원)	2013				2014E				2013	2014E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE		
매출액	4,171	4,161	4,039	4,068	4,073	4,134	4,217	4,224	16,440	16,649
올레핀	2,522	2,436	2,365	2,460	2,480	2,510	2,570	2,560	9,783	10,120
아로마틱	968	991	950	837	866	878	863	858	3,746	3,465
타이탄	687	722	690	746	730	750	780	800	2,845	3,060
영업이익	117	70	172	129	104	154	203	182	488	643
올레핀	129	98	167	161	123	150	190	175	554	638
아로마틱	4	-22	-14	-61	-30	-20	-30	-30	-93	-110
타이탄	-16	-6	14	22	14	20	30	20	14	84
영업이익률(%)	2.8	1.7	4.3	3.2	2.5	3.7	4.8	4.3	3.0	3.9
올레핀	5.1	4.0	7.1	6.5	5.0	6.0	7.4	6.8	5.7	6.3
아로마틱	0.4	-2.2	-1.4	-7.3	-3.5	-2.3	-3.5	-3.5	-2.5	-3.2
타이탄	-2.3	-0.9	2.1	2.9	1.9	2.7	3.8	2.5	0.5	2.7
순이익(지배주주)	114	25	152	120	78	125	162	149	412	514
증감율(QoQ, %)										
매출액	5.0	-0.2	-2.9	0.7	0.1	1.5	2.0	0.2	-	-
영업이익	493.8	-40.8	146.8	-24.8	-19.8	48.9	31.3	-9.9	-	-
순이익(지배주주)	5,874.3	-77.8	498.6	-21.1	-34.8	59.6	29.2	-7.9	-	-
증감율(YoY, %)										
매출액	8.3	5.4	-2.2	2.4	-2.4	-0.6	4.4	3.8	3.4	1.3
영업이익	-42.2	-246.1	-12.5	553.3	-11.7	121.7	17.9	41.2	31.3	31.7
순이익(지배주주)	-31.7	-300.8	-3.6	6,173.0	-31.5	391.8	6.1	23.8	31.1	24.6

주: 2013년 3월말 기준

자료: 한화투자증권 리서치센터

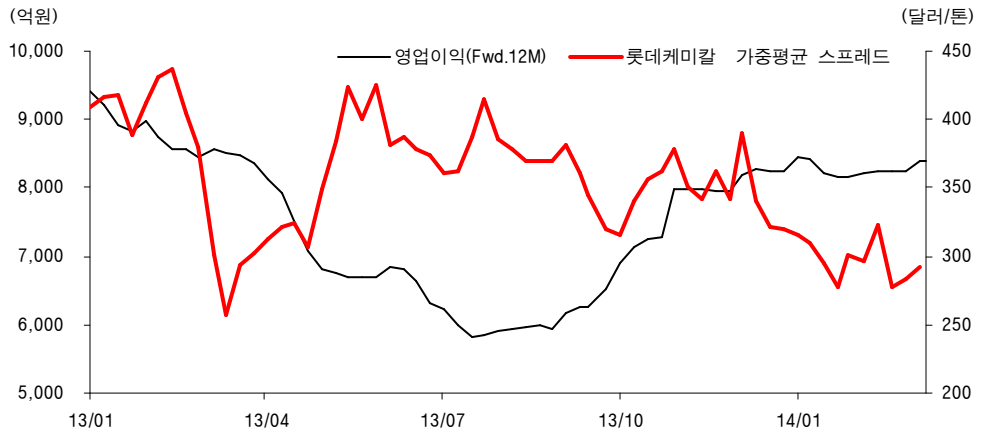
P/B 1.0배 이하 구간에서는 가격 메리트 발생. 투자의견 Buy, 목표주가 26만원 유지

1분기 어닝시즌을 앞두고 동사에 대한 컨센서스 조정이 예상된다는 점을 고려할 때 단기 주가조정이 지속될 전망이다.

그러나 2001년 이후 동사의 가중평균 스프레드는 평균 305달러/톤, 평균 P/B는 1.1배 수준이다. 현재 동사의 가중평균 스프레드가 290달러/톤 수준임을 고려할 때 P/B 1.0배 이하 구간에서는 가격 메리트가 있다고 판단된다.

투자의견 Buy, 목표주가 26만원을 유지한다.

[그림4] 롯데케미칼 2014년 영업이익 컨센서스와 가중평균 스프레드 추이



자료: 퀀트와이즈, 씨스켐, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 롯데케미칼 가중평균 스프레드와 P/B 추이

자료: 퀀트와이즈, 씨스켐, 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	**15,699**	**15,903**	**16,440**	**16,649**	**17,456**
매출원가	13,805	15,109	15,508	15,507	16,031
매출총이익	**1,894**	**794**	**932**	**1,143**	**1,425**
판매비 및 관리비	424	422	444	500	524
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	**1,470**	**372**	**488**	**643**	**901**
EBITDA	1,849	832	982	1,144	1,413
영업외 손익	**57**	**15**	**3**	**-34**	**-6**
이자수익	48	41	26	34	35
이자비용	79	69	90	102	102
외화관련손익	-6	48	-3	0	0
지분법손익	55	9	55	29	32
세전계속사업손익	**1,527**	**387**	**491**	**609**	**895**
계속사업법인세비용	394	60	85	95	197
중단사업손익	-1	-10	0	0	0
당기순이익	1,133	316	406	514	698
지배주주지분	978	**315**	**412**	**514**	**698**
포괄손익	1,570	344	457	612	871
매출총이익률(%)	12.1	5.0	5.7	6.9	8.2
EBITDA마진율(%)	11.8	5.2	6.0	6.9	8.1
영업이익률(%)	9.4	2.3	3.0	3.9	5.2
당기순이익률(지배주주)(%)	6.2	2.0	2.5	3.1	4.0
ROA(%)	10.0	3.0	3.8	4.4	5.6
ROE(%)	19.6	5.5	6.6	7.7	9.6
ROIC(%)	23.0	5.9	6.8	8.3	10.3

대차대조표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	**4,889**	**4,179**	**5,239**	**5,319**	**5,963**
현금 및 현금성자산	1,251	745	1,367	1,297	1,805
단기금융상품	559	203	231	240	250
매출채권	1,676	1,634	1,762	1,830	1,890
재고자산	1,267	1,501	1,779	1,847	1,908
비유동자산	5,858	6,194	6,269	6,748	6,841
투자자산	1,507	1,736	1,914	1,992	2,072
유형자산	4,308	4,421	4,325	4,729	4,743
무형자산	39	33	30	27	25
자산총계	10,747	10,372	11,508	12,067	12,804
유동부채	2,728	2,673	3,420	3,490	3,553
매입채무	2,032	1,855	1,647	1,711	1,767
단기차입금	304	661	1,622	1,622	1,622
비유동성부채	1,860	1,616	1,621	1,631	1,641
장기금융부채	1,556	1,315	1,382	1,382	1,382
부채총계	**4,589**	**4,288**	**5,042**	**5,121**	**5,194**
자본금	159	171	171	171	171
자본잉여금	15	472	477	477	477
자본조정	100	-28	-31	-31	-31
기타포괄손익누계액	100	-28	-31	-31	-31
이익잉여금	5,188	5,428	5,808	6,287	6,951
지배회사지분	**5,463**	**6,043**	**6,426**	**6,905**	**7,569**
소수주주지분	695	41	41	41	41
자본총계	6,158	6,084	6,466	6,946	7,610
순차입금	**49**	**1,028**	**1,407**	**1,468**	**949**

주요지표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	9.7	24.9	15.8	12.7	9.3
PBR(배)	1.7	1.3	1.0	0.9	0.9
PSR(배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
배당수익률(%)	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.2	10.6	8.1	7.0	5.3
성장성(%,YOY)					
매출액	47.6	1.3	3.4	1.3	4.8
영업이익	24.8	-74.7	31.3	31.7	40.2
세전계속사업손익	28.3	-74.7	27.0	23.8	47.1
지배주주지분 당기순이익	23.7	-67.8	31.1	24.6	35.9
포괄손익	23.8	-78.1	33.0	33.9	42.2
EPS	23.7	-67.8	21.8	24.6	35.9
안정성(%)					
유동비율	179.2	156.3	153.2	152.4	167.8
부채비율	74.5	70.5	78.0	73.7	68.3
이자보상배율	47.4	13.4	7.5	9.4	13.5
순차입금/자기자본	0.8	16.9	21.8	21.1	12.5
주당지표(원)					
EPS	30,701	9,872	12,027	14,987	20,374
BPS	171,456	189,687	187,477	201,464	220,838
EBITDA/Share	58,026	26,106	28,655	33,381	41,231
CFPS	62,047	27,817	28,366	29,038	34,670
DPS	1,750	1,000	1,000	1,000	1,000

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월결산	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금	**1,550**	**187**	**290**	**925**	**1,125**
당기순이익	1,133	316	412	514	698
비현금수익비용가감	844	570	560	482	490
유형자산감가상각비	376	457	492	499	510
무형자산상각비	3	3	2	3	2
기타현금수익비용	20	-64	66	-20	-22
영업활동 자산부채변동	**-72**	**-420**	**-592**	**-71**	**-63**
매출채권 감소(증가)	-426	62	-156	-68	-60
재고자산 감소(증가)	-162	-290	-272	-68	-61
매입채무 증가(감소)	528	-12	-240	63	57
기타자산, 부채변동	-11	-180	75	2	2
투자활동 현금	**-898**	**-447**	**-482**	**-960**	**-582**
유형자산처분(취득)	**-913**	**-582**	**-346**	**-903**	**-524**
무형자산 감소(증가)	-4	-11	0	0	0
투자자산 감소(증가)	150	364	2	-45	-45
기타투자활동	-132	-217	-137	-13	-14
재무활동 현금	56	-242	825	-34	-34
차입금의 증가(감소)	**198**	**38**	**912**	**0**	**0**
자본의 증가(감소)	-60	-67	-26	-34	-34
배당금의 지급	65	70	34	34	34
기타재무활동	-83	-213	-61	0	0
현금의 증가	721	-506	622	-70	509
기초현금	**530**	**1,251**	**745**	**1,367**	**1,297**
기말현금	1,251	745	1,367	1,297	1,805

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이다솔)

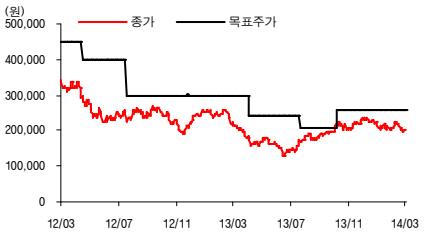
상기종목에 대하여 2014년 03월 10일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 2014년 03월 10일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

롯데케미칼 주가 및 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일 시	2011.07.01	2012.04.03	2012.04.23	2012.06.08	2012.07.06	2012.07.17	2012.07.24	2012.08.15
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이다솔	450,000	400,000	400,000	400,000	400,000	300,000	300,000
일 시	2012.10.24	2012.11.22	2013.01.24	2013.02.05	2013.04.10	2013.04.29	2013.07.29	2013.10.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	240,000	240,000	210,000	260,000
일 시	2013.10.29	2014.02.12	2014.03.10					
투자의견	Buy	Buy	Buy					
목표가격	260,000	260,000	260,000					

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업	
Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대
N/R(Not Rated)	투자의견 없음

산업	
Overweight	비중확대
Neutral	중립
Underweight	비중축소