

IBKS Spot Comment

에너지/소재

이동욱

02) 6915-5671

treestump@ibks.com

[에너지/소재]

대산 통합, 업황보다 먼저 바뀌는 밸류에이션

비싼 에틸렌을 버리고, 싼 에틸렌을 남긴다

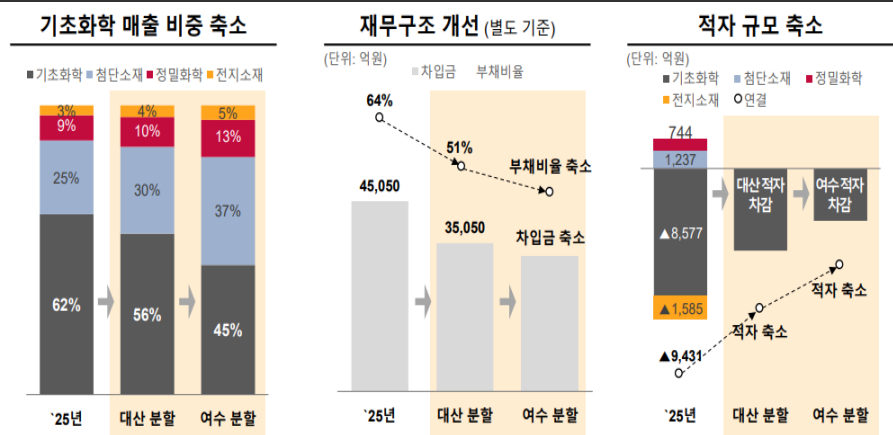
금일 대산 석유화학 통합의 핵심은 110만톤의 NCC 감산 자체가 아니다. 롯데케미칼은 고원가 나프타 크래커의 손익 변동성을 100% 부담하던 구조에서 벗어나, 정유 부산물과 LPG 등 다양한 원료를 활용할 수 있는 HPC(중질 원료 기반 석유화학 설비) 중심의 통합 콤플렉스를 50% 보유하는 구조로 전환된다. 생산능력을 줄인다기보다 비싼 에틸렌 100%를 싼 에틸렌 50%로 교환하는 과정에 가깝다. 과거 대산의 수익성이 에틸렌-나프타 스프레드에 크게 좌우됐다면, 향후에는 원료 선택권과 정유/석화 간 최적화를 통해 원가 곡선 자체를 낮출 수 있다. 결국 중국 업체들과 규모/가격으로 정면 경쟁해야 하는 자산은 줄이고, 상대적으로 원가 경쟁력이 높은 설비를 남기는 방향이다. 이번 통합을 국내 공급 감소라는 산업적 의미만으로 볼 것이 아니라, 롯데케미칼이 포트폴리오 내 한계 수익성이 가장 낮은 자산부터 정리하기 시작했다는 점에 의미를 둘 필요가 있다.

재무적으로는 손익 개선보다 자본 효율성 개선이 더 중요하다. 대산 사업 분할 과정에서 약 1.6조원의 차입금이 신설법인으로 이전되면서 롯데케미칼 본체의 재무 부담이 낮아진다. 경제적 부채가 동일 금액만큼 완전히 소멸하는 것은 아니지만, 저수익 NCC 자산과 이를 유지하기 위해 필요했던 차입금이 함께 직접 연결 대상에서 벗어난다는 점이 핵심이다. 통상 석유화학 업체의 밸류에이션 회복은 업황 개선에 따른 EBITDA 증가를 기다려야 한다. 그러나 이번 구조조정은 EBITDA 회복 이전에도 순차입금 감소를 통해 EV를 낮출 수 있다는 점에서 성격이 다르다. 동시에 감가상각, 정기보수, 운전자본 부담이 큰 설비 비중이 축소되면 투하자본 자체가 줄어 투하자본수익률 개선 여지도 커진다. 결국 대산 통합은 단순한 적자 축소가 아니라 수익성이 낮은 자산과 그 자산에 묶여 있던 자본/부채를 동시에 줄이는 구조조정이다. 롯데케미칼이 장기간 낮은 PBR을 받아온 배경 역시 석유화학 불황 자체보다 막대한 자본이 낮은 수익률의 범용 NCC에 묶여 있었다는 점을 감안하면, 향후 시장은 절대 EBITDA보다 투하자본수익률과 잉여현금흐름의 회복 속도를 더 중요하게 보기 시작할 가능성이 있다.

따라서 대산 통합은 실적 개선보다 밸류에이션 정상화의 출발점으로 보는 것이 더 적절해 보인다. 향후 확인해야 할 것은 대산 NCC의 실제 가동 중단과 HPC 가동률 상승뿐만 아니라, 순차입금 감소가 이자비용 절감과 잉여현금흐름 개선으로 이어지는지 여부다. 더 중요한 것은 대산에서 확인된 자본배분 원칙이 여수와 타이탄까지 확장되는지다. 저수익 범용자산은 통합/JV/매각을 통해 자본 투입을 줄이고, 직접 보유 자본은 경쟁력 있는 고수익 사업에 집중하는 구조가 정착된다면 롯데케미칼은 더 이상 대규모 NCC를 보유한 화학회사로만 평가받지는 않을 것이다.

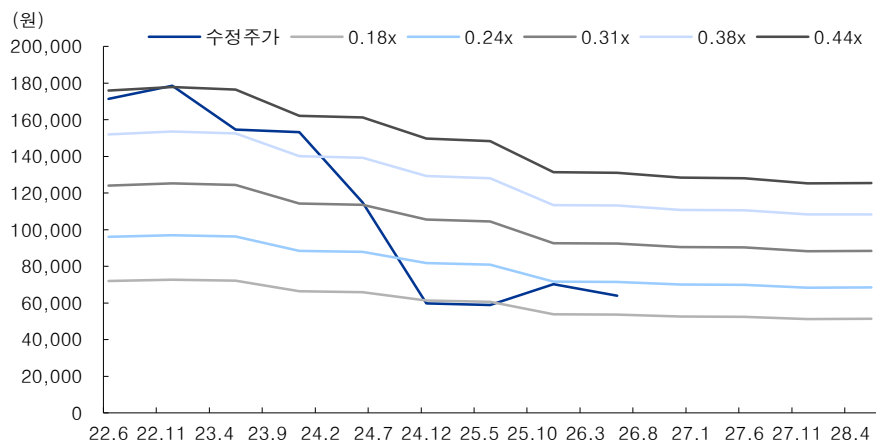
또한 자산 규모보다 자본 효율성을 관리하는 회사로 평가 기준이 바뀌는 순간 PBR 할인 역시 업황 회복 이전부터 축소될 수 있다. 결국 이번 통합의 투자포인트는 에틸렌 110만톤이 사라진다는 데 있지 않다. 중국과 경쟁해야 하는 저수익 자산과 이를 떠받치던 부채를 동시에 줄이기 시작했고, 그 결과 EV/투하자본수익률/PBR이 처음으로 같은 방향으로 움직일 수 있는 구조가 만들어졌다는 점이 대신 통합을 단순한 생산능력 감산 이상의 요인으로 봐야 하는 이유다.

그림 1. 롯데케미칼 대산 분할 및 사업재편 기대효과



자료: 롯데케미칼, IBK투자증권

그림 2. 롯데케미칼 PBR 밴드



자료: 에프앤가이드, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 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 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.