

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	14,841 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.75%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	2.40%

Stock Data

주가(18/04/01)	433,000 원
KOSPI	2445.85 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	474,500 원
52주 최저가	325,000 원
60일 평균 거래대금	59 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-6.4%
6개월	14.6%	12.1%
12개월	19.0%	5.3%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 480,000 원(상향))

미국 신규물량의 수출여부가 핵심

1Q18 영업이익은 7,342 억원으로 추정되어 컨센서스를 4.7% 하회할 것으로 판단함. 전분기대비 화학시황이 중국 춘절 re-stocking 모멘텀 불구 크게 개선되지 못했기 때문임. 동사의 주가는 연초 춘절 전 급반등했지만 이후 재고 부담으로 약세를 시현하고 있음. 결국 시황에 대한 불안감이 존재하기 때문인데, 아직까지 본격화되지 않는 미국의 대규모 신증설 물량이 수출 여부가 관건으로 판단함. 시황에 대한 불안감은 감안해야 함

1Q18 영업이익 7,342 억원(QoQ +2.5% / YoY -9.9%) 추정

3/30 기준 컨센서스 7,707 억원 대비 -4.7% 하회하는 수치임. 전체적인 이익 수준 또한 전년동기대비로도 낮는데, 기본적으로 화학 시황이 중국 춘절 re-stocking 모멘텀에도 불구하고 개선되지 못했기 때문임. 제품가격은 전반적으로 원재료 납사의 유가 동반 상승분(4Q \$567.6/t → 1Q \$580.0/t) 대비 크게 다르지 않은 양상을 보였음. 거기에 더해 환율 강세(4Q 1,110.7 원 → 1Q 1,073.9 원)도 부담으로 작용했음.

2 분기의 화두는 성수기일까, 신규물량부담일까

지난 해 KOSPI 대비 크게 underperform 했던 동사의 주가는 연초 중국 춘절 모멘텀으로 급반등하였음. 하지만 그 이후로는 재차 하락세를 보이고 있는데, 이는 역시 춘절 이후 재고부담 영향이 큼. 동사의 주력 아이템인 MEG의 중국 동부지역 재고는 2015년 이후 최고치임(2/2 43 만톤 → 3/11 75.4 만톤, +75.3%). 결국 이와 같은 불안감이 표면화되는 것은 2 분기일 것으로 예상함. 일반적이라면 성수기에 진입하는 만큼 실적상승을 예견하는 것이 정상이지만, 세계 에틸렌 capacity의 3 개년 CAGR은 2014년 바닥(+1.8%) 이후 2019-2020년 4% 이상의 증가추이를 이어간다는 것을 간과해서는 안됨. 그 물량증대의 절대적인 비중을 차지하는 미국의 화학물량 수출여부가 최대 관건임

목표주가 410,000 원 → 480,000 원 상향 / 투자의견 매수 유지

2018년과 2019년 영업이익 추정치를 각각 +36.7% / +32.3% 상향한 것을 반영하여 목표주가 역시 상향 조정함. 예상보다 수출이 더더지고 있는 미국 신규설비의 현황을 감안한 결과물임. 단 언제든 물량에 대한 압박이 가시화될 수 있다는 부담감은 있음

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,713.3	13,223.5	15,874.5	14,102.2	11,723.4	11,079.1
yoy	%	(21.2)	12.9	20.0	(11.2)	(16.9)	(5.5)
영업이익	십억원	1,611.1	2,544.3	2,929.7	2,190.8	1,510.3	1,182.5
yoy	%	359.1	57.9	15.2	(25.2)	(31.1)	(21.7)
EBITDA	십억원	2,098.8	3,173.4	3,620.9	2,849.8	2,169.4	1,841.6
세전이익	십억원	1,421.4	2,487.4	3,084.7	2,260.6	1,547.4	1,200.6
순이익(지배주주)	십억원	992.5	1,835.8	2,243.9	1,716.9	1,175.3	911.9
영업이익률%	%	13.8	19.2	18.5	15.5	12.9	10.7
EBITDA%	%	17.9	24.0	22.8	20.2	18.5	16.6
순이익률	%	12.1	18.8	19.4	16.0	13.2	10.8
EPS	원	28,957	53,561	65,466	50,092	34,289	26,604
PER	배	8.4	6.9	5.6	8.6	12.6	16.3
PBR	배	1.1	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	3.7	4.4	3.1	4.5	5.8	6.9
ROE	%	14.2	21.7	21.5	14.0	8.7	6.4
순차입금	십억원	(551)	1,359	(1,344)	(2,094)	(2,250)	(2,175)
부채비율	%	51.8	68.8	59.5	50.8	47.0	44.6

1Q18 preview

(단위: % 십억원)

	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,996.0	3,853.3	3,990.2	4,035.0	3,656.1	(8.5)	(9.4)	4,258.0	(14.1)
영업이익	814.8	632.2	766.2	716.5	734.2	(9.9)	2.5	770.7	(4.7)
세전이익	863.8	686.3	832.8	701.8	761.2	(11.9)	8.5	839.1	(9.3)
지배순이익	640.2	515.3	616.2	472.2	578.1	(9.7)	22.4	594.1	(2.7)
영업이익률	20.4	16.4	19.2	17.8	20.1	(0.3)	2.3	18.1	2.0
세전이익률	21.6	17.8	20.9	17.4	20.8	(0.8)	3.4	19.7	1.1
지배주주순이익률	16.0	13.4	15.4	11.7	15.8	(0.2)	4.1	14.0	1.9

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	8.8%	ROE(지배주주지분)	21.5%	10.6%	8.2%	6.1%	5.5%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	8.8%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.37						
1Q19E BPS(지배주주지분)	354,009						
Target Price	483,593						

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	53,561	40,734	33,388	25,838	24,313
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	34,643				
2Q19E EPS	40,734				
2Q20E EPS	33,388				

Multiple	8.0	9.0	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0
TP by weighted EPS	277,147	311,790	346,434	381,077	415,720	450,364	485,007	519,650	554,294	588,937
TP by 2Q19E EPS	325,869	366,603	407,337	448,070	488,804	529,538	570,271	611,005	651,739	692,472
TP by 2Q20E EPS	267,105	300,493	333,882	367,270	400,658	434,046	467,434	500,822	534,210	567,599

자료: 롯데케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	15,953.0	13,772.1	13,080.3	15,874.5	14,102.2	11,723.4	-0.5%	2.4%	-10.4%
YoY %	20.6%	-13.7%	-5.0%	20.0%	-11.2%	-16.9%			
영업이익	2,840.3	1,602.7	1,141.8	2,929.7	2,190.8	1,510.3	3.1%	36.7%	32.3%
YoY %	11.6%	-43.6%	-28.8%	15.2%	-25.2%	-31.1%			
EBITDA	3,545.1	2,316.2	1,855.2	3,620.9	2,849.8	2,169.4	2.1%	23.0%	16.9%
YoY %	11.7%	-34.7%	-19.9%	14.1%	-21.3%	-23.9%			
순이익	2,273.5	1,255.5	883.7	2,243.9	1,716.9	1,175.3	-1.3%	36.7%	33.0%
YoY %	23.8%	-44.8%	-29.6%	22.2%	-23.5%	-31.5%			

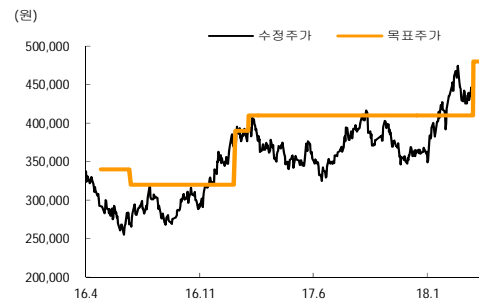
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	3,555.2	3,509.7	3,430.4	3,276.9	3,656.1	3,672.2	3,551.6	3,222.4	2.8%	4.6%	3.5%	-1.7%
YoY %	-11.0%	-8.9%	-14.0%	-20.3%	-8.5%	-4.7%	-11.0%	-20.1%				
QoQ %	-13.6%	-1.3%	-2.3%	-4.5%	-9.4%	0.4%	-3.3%	-9.3%				
영업이익	445.3	411.9	392.2	353.2	734.2	599.8	459.5	397.4	64.9%	45.6%	17.1%	12.5%
YoY %	-45.3%	-34.8%	-48.8%	-43.7%	-9.9%	-5.1%	-40.0%	-44.5%				
QoQ %	-29.0%	-7.5%	-4.8%	-9.9%	2.5%	-18.3%	-23.4%	-13.5%				
EBITDA	623.7	590.3	570.6	531.6	898.9	764.6	624.2	562.1	44.1%	29.5%	9.4%	5.7%
YoY %	-37.2%	-26.4%	-39.6%	-34.0%	-9.5%	-4.6%	-33.9%	-36.2%				
QoQ %	-22.6%	-5.4%	-3.3%	-6.8%	2.0%	-14.9%	-18.4%	-9.9%				
순이익	350.0	323.0	307.2	275.4	578.1	471.1	359.0	308.7	65.2%	45.8%	16.9%	12.1%
YoY %	-45.3%	-37.3%	-50.1%	-45.1%	-9.7%	-8.6%	-41.7%	-34.6%				
QoQ %	-30.3%	-7.7%	-4.9%	-10.3%	22.4%	-18.5%	-23.8%	-14.0%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.04.02	매수	480,000원	6개월		
2018.01.08	매수	410,000원	6개월	-7.38%	15.73%
2017.09.27	매수	410,000원	6개월	-10.16%	1.59%
2017.07.04	매수	410,000원	6개월	-10.21%	1.59%
2017.04.10	매수	410,000원	6개월	-12.00%	-0.73%
2017.02.03	매수	410,000원	6개월	-8.67%	-0.73%
2017.01.09	매수	390,000원	6개월	-1.00%	1.41%
2016.09.27	매수	320,000원	6개월	-3.96%	20.47%
2016.06.27	매수	320,000원	6개월	-10.34%	-0.78%
2016.05.02	매수	340,000원	6개월	-17.88%	-11.76%



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 4 월 2 일 기준)

매수	89.36%	중립	10.64%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	5,852	8,225	8,311	8,163	7,864
현금및현금성자산	2,203	1,685	2,436	2,592	2,516
매출채권및기타채권	1,552	1,668	1,331	1,181	1,070
재고자산	1,477	1,536	1,236	1,097	994
비유동자산	10,015	11,326	12,497	13,362	14,143
장기금융자산	388	330	327	327	327
유형자산	5,547	6,716	7,890	8,755	9,537
무형자산	1,792	1,711	1,711	1,711	1,711
자산총계	15,867	19,551	20,808	21,525	22,007
유동부채	3,449	3,791	3,505	3,376	3,282
단기금융부채	1,747	1,514	1,514	1,514	1,514
매입채무 및 기타채무	1,077	1,421	1,135	1,006	912
단기충당부채	20	13	13	13	13
비유동부채	3,017	3,505	3,505	3,505	3,505
장기금융부채	2,445	2,753	2,753	2,753	2,753
장기매입채무 및 기타채무	9	19	19	19	19
장기충당부채	12	115	115	115	115
부채총계	6,466	7,296	7,010	6,882	6,787
지배주주지분	9,363	11,490	13,032	13,878	14,455
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	479	881	881	881	881
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	8,487	10,582	11,980	12,826	13,402
비지배주주지분	38	765	765	765	765
자본총계	9,401	12,255	13,798	14,643	15,220
부채외자본총계	15,867	19,551	20,808	21,525	22,007

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	2,682	3,098	3,634	2,876	2,560
당기순이익(손실)	1,837	2,285	1,752	1,199	930
비현금성항목등	1,375	1,365	1,499	1,499	1,499
유형자산감가상각비	629	691	659	659	659
무형자산감각비	0	0	0	0	0
기타	(746)	(674)	(840)	(840)	(840)
운전자본감소(증가)	(157)	38	383	177	130
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(478)	(112)	322	145	106
재고자산감소(증가)	(314)	(59)	299	140	103
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	280	274	(239)	(107)	(79)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	650	800	820	820	820
투자활동현금흐름	(3,579)	(4,731)	(1,833)	(1,524)	(1,440)
금융자산감소(증가)	297	(2,773)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(1,577)	(2,017)	(1,833)	(1,524)	(1,440)
무형자산감소(증가)	(7)	(2)	0	0	0
기타	(2,291)	61	0	0	0
재무활동현금흐름	1,133	1,159	(354)	(354)	(354)
단기금융부채증가(감소)	675	(531)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	621	766	0	0	0
자본의증가(감소)	11	3	0	0	0
배당금의 지급	84	135	354	354	354
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	261	(518)	750	156	(75)
기초현금	1,942	2,203	1,685	2,436	2,592
기말현금	2,203	1,685	2,436	2,592	2,516
FCF	767	1,847	902	481	264

자료 : 롯데케미칼 SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,224	15,875	14,102	11,723	11,079
매출원가	9,957	12,082	11,139	9,571	9,290
매출총이익	3,267	3,793	2,963	2,153	1,789
매출총이익률 (%)	24.7	23.9	21.0	18.4	16.2
판매비와관리비	722	863	773	642	607
영업이익	2,544	2,930	2,191	1,510	1,183
영업이익률 (%)	19.2	18.5	15.5	12.9	10.7
비영업손익	(57)	155	70	37	18
순금융비용	50	75	49	54	53
외환관련손익	(37)	37	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	71	284	158	120	102
세전계속사업이익	2,487	3,085	2,261	1,547	1,201
세전계속사업이익률 (%)	18.8	19.4	16.0	13.2	10.8
계속사업법인세	650	800	509	348	270
계속사업이익	1,837	2,285	1,752	1,199	930
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,285	1,752	1,199	930
순이익률 (%)	13.9	14.4	12.4	10.2	8.4
지배주주	1,836	2,244	1,717	1,175	912
지배주주귀속 순이익률(%)	13.9	14.1	12.2	10.0	8.2
비지배주주	1	41	35	24	19
총포괄이익	1,923	1,856	1,752	1,199	930
지배주주	1,921	1,859	1,717	1,175	912
비지배주주	3	(3)	35	24	19
EBITDA	3,173	3,621	2,850	2,169	1,842

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	12.9	20.0	(11.2)	(16.9)	(5.5)
영업이익	57.9	15.2	(25.2)	(31.1)	(21.7)
세전계속사업이익	75.0	24.0	(26.7)	(31.5)	(22.4)
EBITDA	51.2	14.1	(21.3)	(23.9)	(15.1)
EPS(계속사업)	85.0	22.2	(23.5)	(31.5)	(22.4)
수익성 (%)					
ROE	21.7	21.5	14.0	8.7	6.4
ROA	13.4	12.9	8.7	5.7	4.3
EBITDA마진	24.0	22.8	20.2	18.5	16.6
안정성 (%)					
유동비율	169.7	217.0	237.1	241.8	239.6
부채비율	68.8	59.5	50.8	47.0	44.6
순차입금/자기자본	14.5	(11.0)	(15.2)	(15.4)	(14.3)
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	53,561	65,466	50,092	34,289	26,604
BPS	235,046	301,335	346,347	371,014	387,839
CFPS	73,182	83,470	68,764	53,378	45,966
주당 현금배당금	4,000	10,500	10,500	10,500	10,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	6.9	5.6	8.6	12.6	16.3
PER(최저)					
PBR(최고)	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)					
PCR	5.0	4.4	6.3	8.1	9.4
EV/EBITDA(최고)	4.4	3.1	4.5	5.8	6.9
EV/EBITDA(최저)					