

# 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	9,529 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.75%
외국인지분률	30.60%
배당수익률	3.80%

## Stock Data

주가(18/09/28)	278,000 원
KOSPI	2343.07 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	474,500 원
52주 최저가	277,000 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.5%	-15.0%
6개월	-36.2%	-34.1%
12개월	-26.5%	-25.5%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 360,000 원(하향))

## 3Q18 Preview: 이제 시작된 down-turn

3Q18 영업이익은 5,704 억원으로 시장 컨센서스 6,361 억원 대비 하회할 것으로 추정됨. 실적 부진의 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학 시황이 본격적인 down-turn에 진입했기 때문임. New-normal은 없는 cyclical 산업의 특성을 감안할 때 실적 우려는 당분간 지속될 수밖에 없음. 단 최근 주가는 단기 과매도 영역인 만큼 단기 반등 모색 가능

## 3Q18 영업이익 5,704 억원(QoQ -18.7% / YoY -25.6%) 추정

9/28 기준 컨센서스 6,361 억원을 -10.3% 하회하는 실적 수준 예상함. 가장 큰 원인은 이익의 대다수를 차지하는 화학부문의 약세 때문임. 원재료 naphtha는 2Q \$644/t → 3Q \$660/t 으로 상승한 반면, 대표적인 화학제품이라 할 수 있는 HDPE(\$1,263/t → \$1,216/t)와 LDPE(\$1,218/t → \$1,159/t)는 모두 하락하며 spread 축소되었음. 그 외 동사의 주요 제품인 MEG(\$978/t → \$948/t) 또한 하락세를 면치 못했음. 정기보수 비용의 일부 반영까지 감안한다면 추가적으로 실적이 더욱 악화될 여지도 있지만, PX와 동반하여 PTA의 강세(\$826/t → \$960/t)가 나타난 것이 이를 어느 정도 상쇄해줄 것으로 기대됨

## 시작된 중장기 down-turn

SK 증권 리서치센터는 지속적으로 석유화학의 중장기 downturn을 주장하고 있음. Cyclical 산업에 있어서 공급증대국면은 필연적으로 업황둔화를 야기하며, 2019년 이후까지 지속될 미국 에탄크래커 산증설 랠리는 이를 촉발시키는 촉매제로 작용하고 있음 (Cyclical Bulletin 시리즈 참조). New-normal이 존재하지 않는 cyclical 산업의 특성을 감안할 때 실적하락의 압박은 당분간 지속될 수밖에 없을 것으로 판단함

## 목표주가 400,000 원 → 360,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

본격적 화학 down-turn을 반영하여 2019년 영업이익 추정치를 기존대비 -9.9% 하향 조정하며, 이를 반영해 목표주가 역시 하향 조정함. 다만 최근 시황둔화 우려가 과도하게 미리 반영하여 주가가 과매도된 측면이 있는 만큼, 단기 반등 가능한 것으로 판단함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	11,713.3	13,223.5	15,874.5	17,401.5	12,467.1	11,541.0
yoy	%	(21.2)	12.9	20.0	9.6	(28.4)	(7.4)
영업이익	십억원	1,611.1	2,544.3	2,929.7	2,262.6	1,347.1	1,003.8
yoy	%	359.1	57.9	15.2	(22.8)	(40.5)	(25.5)
EBITDA	십억원	2,098.8	3,173.4	3,620.9	2,958.2	2,042.4	1,699.1
세전이익	십억원	1,421.4	2,487.4	3,084.7	2,497.2	1,416.2	1,055.6
순이익(지배주주)	십억원	992.5	1,835.8	2,243.9	1,777.3	1,052.9	784.8
영업이익률%	%	13.8	19.2	18.5	13.0	10.8	8.7
EBITDA%	%	17.9	24.0	22.8	17.0	16.4	14.7
순이익률%	%	12.1	18.8	19.4	14.4	11.4	9.1
EPS	원	28,957	53,561	65,466	51,854	30,719	22,896
PER	배	8.4	6.9	5.6	5.4	9.0	12.1
PBR	배	1.1	1.6	1.2	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	3.7	4.4	3.1	2.9	3.7	4.5
ROE	%	14.2	21.7	21.5	14.7	8.0	5.7
순차입금	십억원	(551)	1,359	(1,344)	(873)	(1,873)	(1,826)
부채비율	%	51.8	68.8	59.5	56.8	50.2	48.6

3Q18 preview

(단위 % 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,990.2	4,035.0	4,123.2	4,330.2	4,587.2	15.0	5.9	4,383.1	4.7
영업이익	766.2	716.5	662.0	701.3	570.4	(25.6)	(18.7)	636.1	(10.3)
세전이익	832.8	701.8	744.5	817.9	598.0	(28.2)	(26.9)	708.2	(15.6)
지배순이익	616.2	472.2	526.9	555.4	444.6	(27.9)	(20.0)	509.4	(12.7)
영업이익률	19.2	17.8	16.1	16.2	12.4	(6.8)	(3.8)	14.5	(2.1)
세전이익률	20.9	17.4	18.1	18.9	13.0	(7.8)	(5.9)	16.2	(3.1)
지배주주순이익률	15.4	11.7	12.8	12.8	9.7	(5.8)	(3.1)	11.6	(1.9)

자료: SK 증권 FnGuide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
ROE(지배주주지분)	6.9%	ROE(지배주주지분)	21.5%	8.3%	5.9%	5.8%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20
Cost of Equity	7.0%	<b>Target ROE</b>	<b>6.9%</b>			
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.0%					
Beta	1.0					
<b>Target P/B</b>	<b>0.99</b>					
1Q19E BPS(지배주주지분)	364,846					
<b>Target Price</b>	<b>360,563</b>					

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2017	2Q19E	2Q20E	2Q21E	2Q22E
EPS(지배주주지분)	53,561	32,581	24,128	24,626	24,424
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	28,484				
3Q19E EPS	32,581				
3Q20E EPS	24,128				

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	227,869	256,352	284,836	313,320	341,803	370,287	398,770	427,254	455,737	484,221
TP by 3Q19E EPS	260,646	293,226	325,807	358,388	390,968	423,549	456,130	488,711	521,291	553,872
TP by 3Q20E EPS	193,027	217,155	241,283	265,412	289,540	313,668	337,797	361,925	386,054	410,182

자료: 롯데케미칼 SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
매출액	15,874.5	16,126.6	11,904.1	15,874.5	17,401.5	12,467.1	0.0%	7.9%	4.7%
YoY %	20.0%	1.6%	-26.2%	20.0%	9.6%	-28.4%			
영업이익	2,929.7	2,282.5	1,495.4	2,929.7	2,262.6	1,347.1	0.0%	-0.9%	-9.9%
YoY %	15.2%	-22.1%	-34.5%	15.2%	-22.8%	-40.5%			
EBITDA	3,620.9	2,979.1	2,192.0	3,620.9	2,958.2	2,042.4	0.0%	-0.7%	-6.8%
YoY %	14.1%	-17.7%	-26.4%	14.1%	-18.3%	-31.0%			
순이익	2,243.9	1,735.2	1,103.9	2,243.9	1,777.3	1,052.9	0.0%	2.4%	-4.6%
YoY %	22.2%	-22.7%	-36.4%	22.2%	-20.8%	-40.8%			

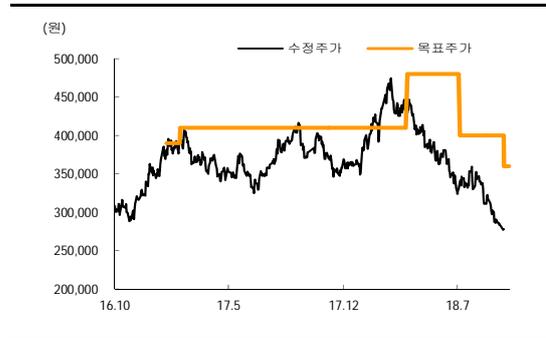
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
매출액	4,121.6	3,647.9	2,958.7	3,066.7	4,587.2	4,360.8	3,175.1	3,332.8	11.3%	19.5%	7.3%	8.7%
YoY %	3.3%	-9.6%	-28.2%	-27.6%	15.0%	8.1%	-23.0%	-23.0%				
QoQ %	-2.7%	-11.5%	-18.9%	3.6%	5.9%	-4.9%	-27.2%	5.0%				
영업이익	562.2	370.0	328.7	419.3	570.4	328.8	269.7	436.9	1.5%	-11.1%	-18.0%	4.2%
YoY %	-26.6%	-48.4%	-50.3%	-39.1%	-25.6%	-54.1%	-59.3%	-37.7%				
QoQ %	-18.3%	-34.2%	-11.2%	27.6%	-18.7%	-42.4%	-18.0%	62.0%				
EBITDA	736.4	544.2	502.8	593.5	744.2	502.6	443.5	610.8	1.1%	-7.6%	-11.8%	2.9%
YoY %	-22.0%	-38.3%	-39.9%	-31.2%	-21.2%	-43.0%	-47.0%	-30.2%				
QoQ %	-14.6%	-26.1%	-7.6%	18.0%	-15.0%	-32.5%	-11.8%	37.7%				
순이익	420.1	271.0	240.7	311.1	444.6	250.4	208.5	342.3	5.8%	-7.6%	-13.4%	10.0%
YoY %	-31.8%	-42.6%	-54.3%	-39.8%	-27.9%	-47.0%	-60.4%	-38.4%				
QoQ %	-18.7%	-35.5%	-11.2%	29.3%	-20.0%	-43.7%	-16.7%	64.2%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.01	매수	360,000원	6개월		
2018.07.09	매수	400,000원	6개월	-19.40%	-10.13%
2018.04.02	매수	480,000원	6개월	-20.04%	-6.88%
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%



### 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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 1일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	5,852	8,225	8,521	8,112	8,049
현금및현금성자산	2,203	1,685	1,834	2,834	2,786
매출채권및기타채권	1,552	1,668	1,854	1,157	1,149
재고자산	1,477	1,536	1,751	1,092	1,085
<b>비유동자산</b>	10,015	11,326	12,700	13,313	13,828
장기금융자산	388	330	346	346	346
유형자산	5,547	6,716	8,067	8,679	9,195
무형자산	1,792	1,711	1,687	1,687	1,687
<b>자산총계</b>	15,867	19,551	21,221	21,425	21,877
<b>유동부채</b>	3,449	3,791	4,128	3,594	3,588
단기금융부채	1,747	1,514	2,101	2,101	2,101
매입채무 및 기타채무	1,077	1,421	1,421	887	881
단기충당부채	20	13	0	0	0
<b>비유동부채</b>	3,017	3,505	3,562	3,562	3,562
장기금융부채	2,445	2,753	2,791	2,791	2,791
장기매입채무 및 기타채무	9	19	0	0	0
장기충당부채	12	115	107	107	107
<b>부채총계</b>	6,466	7,296	7,690	7,156	7,150
<b>지배주주지분</b>	9,363	11,490	12,727	13,465	13,923
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	11,675	12,412	12,871
<b>비지배주주지분</b>	38	765	804	804	804
<b>자본총계</b>	9,401	12,255	13,531	14,269	14,727
<b>부채외자본총계</b>	15,867	19,551	21,221	21,425	21,877

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,682	3,098	2,451	3,626	2,535
당기순이익(손실)	1,837	2,285	1,847	1,098	818
비현금성항목등	1,375	1,365	1,498	1,708	1,708
유형자산감가상각비	629	691	696	695	695
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(746)	(674)	(802)	(1,012)	(1,012)
운전자본감소(증가)	(157)	38	(400)	821	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	(478)	(112)	(253)	697	8
재고자산감소(증가)	(314)	(59)	(215)	658	7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	280	274	235	(534)	(6)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	650	800	918	956	956
<b>투자활동현금흐름</b>	(3,579)	(4,731)	(1,395)	(1,308)	(1,210)
금융자산감소(증가)	297	(2,773)	317	0	0
유형자산감소(증가)	(1,577)	(2,017)	(1,841)	(1,308)	(1,210)
무형자산감소(증가)	(7)	(2)	(1)	0	0
기타	(2,291)	61	130	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	1,133	1,159	(470)	(360)	(360)
단기금융부채증가(감소)	675	(531)	(28)	0	0
장기금융부채증가(감소)	621	766	361	0	0
자본의증가(감소)	11	3	0	0	0
배당금의 지급	84	135	767	360	360
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	261	(518)	148	1,000	(47)
기초현금	1,942	2,203	1,685	1,834	2,834
기말현금	2,203	1,685	1,834	2,834	2,786
FCF	767	1,847	140	1,306	273

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	13,224	15,875	17,402	12,467	11,541
<b>매출원가</b>	9,957	12,082	14,362	10,569	10,027
<b>매출총이익</b>	3,267	3,793	3,039	1,898	1,514
매출총이익률 (%)	24.7	23.9	17.5	15.2	13.1
<b>판매비와관리비</b>	722	863	777	551	510
영업이익	2,544	2,930	2,263	1,347	1,004
영업이익률 (%)	19.2	18.5	13.0	10.8	8.7
<b>비영업손익</b>	(57)	155	235	69	52
<b>순금융비용</b>	50	75	124	108	115
외환관련손익	(37)	37	(11)	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	71	284	241	143	119
세전계속사업이익	2,487	3,085	2,497	1,416	1,056
세전계속사업이익률 (%)	18.8	19.4	14.4	11.4	9.1
계속사업법인세	650	800	651	319	237
<b>계속사업이익</b>	1,837	2,285	1,847	1,098	818
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,837	2,285	1,847	1,098	818
<b>순이익률 (%)</b>	13.9	14.4	10.6	8.8	7.1
지배주주	1,836	2,244	1,777	1,053	785
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	13.9	14.1	10.2	8.4	6.8
<b>비지배주주</b>	1	41	69	45	33
<b>총포괄이익</b>	1,923	1,856	2,045	1,098	818
<b>지배주주</b>	1,921	1,859	1,936	1,053	785
<b>비지배주주</b>	3	(3)	109	45	33
<b>EBITDA</b>	3,173	3,621	2,958	2,042	1,699

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	12.9	20.0	9.6	(28.4)	(7.4)
영업이익	57.9	15.2	(22.8)	(40.5)	(25.5)
세전계속사업이익	75.0	24.0	(19.0)	(43.3)	(25.5)
EBITDA	51.2	14.1	(18.3)	(31.0)	(16.8)
EPS(계속사업)	85.0	22.2	(20.8)	(40.8)	(25.5)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	21.7	21.5	14.7	8.0	5.7
ROA	13.4	12.9	9.1	5.1	3.8
EBITDA마진	24.0	22.8	17.0	16.4	14.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	169.7	217.0	206.4	225.7	224.3
부채비율	68.8	59.5	56.8	50.2	48.6
순차입금/자기자본	14.5	(11.0)	(6.4)	(13.1)	(12.4)
EBITDA/이자비용(배)	0.6	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.1)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	53,561	65,466	51,854	30,719	22,896
BPS	235,046	301,335	338,499	360,022	373,389
CFPS	73,182	83,470	69,204	50,746	42,984
주당 현금배당금	4,000	10,682	10,682	10,682	10,682
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	6.9	5.6	5.4	9.0	12.1
PER(최저)					
PBR(최고)	1.6	1.2	0.8	0.8	0.7
PBR(최저)					
PCR	5.0	4.4	4.0	5.5	6.5
EV/EBITDA(최고)	4.4	3.1	2.9	3.7	4.5
EV/EBITDA(최저)					