

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

## Company Data

자본금	1,714 억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	126,648 억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	8.41%
외국인지분률	31.30%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(17/01/08)	369,500 원
KOSPI	2049.12 pt
52주 Beta	1.47
52주 최고가	385,500 원
52주 최저가	242,000 원
60일 평균 거래대금	302 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.4%	2.4%
6개월	31.0%	24.9%
12개월	42.1%	33.5%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 390,000 원(상향))

## 4Q16 preview: 아직은 사그라들지 않은 불꽃

4Q16 OP는 6,932 억원으로 추정되어 컨센서스를 +22.6% 상회할 것으로 판단함. 동시에 통상적 비수기였던 것을 감안한다면 호실적임. 지난 3년간 시황을 주도해 온 PE가 여전히 강세였고, 특히 주력제품 MEG가 4분기 내내 상승한 것이 호재로 작용할 것임. 다만 2017년 이후 세계적인 capex가 증대추세로 돌면서 공급이 늘어날다는 것은 시황에 중장기 부담요인이 여전히 존재함. 이익모멘텀이 강력하지만 주가 추가상승여력은 제한적임

## 4Q16 영업이익 6,923 억원(QoQ +7.6% / YoY +124.1%) 추정

시장 컨센서스 5,646 억원을 +22.6% 상회하는 호실적일 것으로 추정함. 통상적으로 4분기는 비수기이지만, OPEC의 감산 발표 이후 유가가 상승하면서 전체적인 화학 제품 가격 강세가 이어졌고, 지난 3년간 시황을 견인해온 PE 역시 여전히 강세 spread를 보였기 때문에 호실적이 이어질 것으로 판단함. 특히 동사의 주력 제품 MEG의 강세(평균가격 10월 \$646/t → 11월 \$725/t → \$832/t)는 큰 호재였음

## 방향성을 주목해야 할 2017년

SK증권 리서치센터는 지난 6월 자료 “cycle 산업에 new-normal이란 없다”를 통해 전제적인 화학 cycle의 방향성이 downturn에 진입할 가능성이 높음을 주장했고, 동 주장 사항에는 변동이 없음. 거시적인 capex의 방향성이 증대로 자리 잡음과 동시에 2017년부터는 미국의 에탄 크래커가 본격적으로 들어오는 만큼 현재 사상 최대 수준에 이른 수익성은 하향할 가능성이 높음. 물론 4분기 비수기임에도 surprise한 실적을 기록하는 했지만, 그렇다고 방향성이 바뀌는 것은 아닐 것으로 판단함

## 목표주가 320,000 원 → 390,000 원 상향 / 투자 의견 매수 유지

4분기 호실적과 연말까지 지속적으로 상승한 제품가격은 1분기의 수익레벨도 높여줄 것이기 때문에, 이를 반영하여 목표주가 역시 상향 조정함. 지난 3년간 화학의 주도업체로서 보여준 이익 모멘텀 호재는 여전히 존재하는 만큼 상승여력 있음. 다만 추가적인 증익 여력이 높지 않다면 주가의 상승폭 또한 제한 받을 것으로 판단함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	16,438.9	14,859.0	11,713.3	12,623.1	10,559.5	10,337.5
yoy	%	3.4	(9.6)	(21.2)	7.8	(16.3)	(2.1)
영업이익	십억원	487.4	350.9	1,611.1	2,503.0	1,769.4	1,624.5
yoy	%	31.1	(28.0)	359.1	55.4	(29.3)	(8.2)
EBITDA	십억원	994.5	842.6	2,098.8	3,138.2	2,449.6	2,304.7
세전이익	십억원	374.6	277.3	1,421.4	2,379.8	1,634.2	1,489.7
순이익(지배주주)	십억원	287.9	146.9	992.5	1,741.8	1,209.8	1,102.8
영업이익률%	%	3.0	2.4	13.8	19.8	16.8	15.7
EBITDA%	%	6.0	5.7	17.9	24.9	23.2	22.3
순이익률	%	2.3	1.9	12.1	18.9	15.5	14.4
EPS	원	8,400	4,285	28,957	50,817	35,296	32,174
PER	배	27.6	37.3	8.4	7.3	10.5	11.5
PBR	배	1.3	0.8	1.1	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	8.5	7.7	3.7	4.3	5.5	5.8
ROE	%	4.7	2.3	14.2	21.1	12.7	10.4
순차입금	십억원	538	1,019	(560)	981	846	654
부채비율	%	69.8	59.6	51.8	63.5	55.0	49.8

## 4Q16 preview

(단위: % 십억원)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	2,700.4	2,684.5	3,441.1	3,426.6	3,071.0	13.7	(10.4)	3,477.0	(11.7)
영업이익	308.9	473.6	693.9	643.2	692.3	124.1	7.6	564.6	22.6
세전이익	240.1	458.6	657.0	609.1	655.1	172.9	7.6	541.2	21.1
지배순이익	171.4	346.2	459.7	450.9	485.0	182.9	7.6	407.4	19.0
영업이익률	11.4	17.6	20.2	18.8	22.5	11.1	3.8	16.2	6.3
세전이익률	8.9	17.1	19.1	17.8	21.3	12.4	3.6	15.6	5.8
지배주주순이익률	6.3	12.9	13.4	13.2	15.8	9.4	2.6	11.7	4.1

자료: SK 증권 Fnguide

## ROE &amp; PBR Valuation: Target price calculation

항목			2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
ROE(지배주주지분)	10.3%	ROE(지배주주지분)	14.2%	12.1%	10.0%	7.6%	6.4%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	10.3%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.52						
4Q17E BPS(지배주주지분)	254,381						
Target Price	386,084						

자료: 롯데케미칼, SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2015	4Q17E	4Q18E	4Q19E	4Q20E
EPS(지배주주지분)	4,285	35,296	32,174	26,293	23,720
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	31,713				
4Q17E EPS	35,296				
4Q18E EPS	32,174				

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	253,706	285,420	317,133	348,846	380,560	412,273	443,986	475,700	507,413	539,126
TP by 4Q17E EPS	282,367	317,663	352,959	388,255	423,551	458,847	494,143	529,439	564,735	600,031
TP by 4Q18E EPS	257,391	289,564	321,738	353,912	386,086	418,260	450,434	482,607	514,781	546,955

자료: 롯데케미칼, SK 증권

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	11,713.3	11,156.0	8,127.9	11,713.3	12,623.1	10,559.5	0.0%	13.2%	29.9%
YoY %	-21.2%	-4.8%	-27.1%	-21.2%	7.8%	-16.3%			
영업이익	1,611.1	2,157.2	1,219.3	1,611.1	2,503.0	1,769.4	0.0%	16.0%	45.1%
YoY %	359.1%	33.9%	-43.5%	359.1%	55.4%	-29.3%			
EBITDA	2,098.8	2,789.7	1,894.0	2,098.8	3,138.2	2,449.6	0.0%	12.5%	29.3%
YoY %	149.1%	32.9%	-32.1%	149.1%	49.5%	-21.9%			
순이익	992.5	1,550.0	906.3	992.5	1,741.8	1,209.8	0.0%	12.4%	33.5%
YoY %	575.8%	56.2%	-41.5%	575.8%	75.5%	-30.5%			

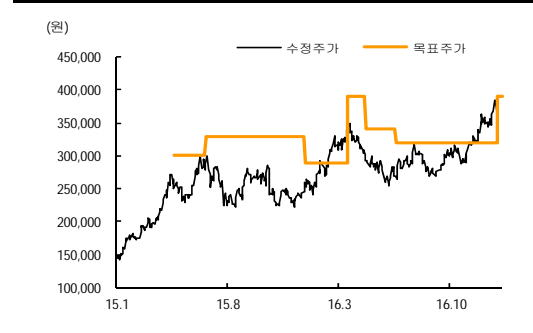
자료: 롯데케미칼 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E
매출액	2,352.8	2,187.5	2,100.0	1,974.5	3,071.0	2,993.1	2,616.0	2,479.8	30.5%	36.8%	24.6%	25.6%
YoY %	-12.9%	-18.5%	-39.0%	-26.3%	13.7%	11.5%	-24.0%	-27.6%				
QoQ %	-12.1%	-7.0%	-4.0%	-6.0%	-10.4%	-2.5%	-12.6%	-5.2%				
영업이익	388.3	377.0	331.8	287.6	692.3	608.8	416.5	387.0	78.3%	61.5%	25.5%	34.5%
YoY %	25.7%	-20.4%	-52.2%	-52.2%	124.1%	28.5%	-40.0%	-39.8%				
QoQ %	-35.4%	-2.9%	-12.0%	-13.3%	7.6%	-12.1%	-31.6%	-7.1%				
EBITDA	556.9	545.7	500.5	456.3	862.3	778.8	586.5	557.1	54.8%	42.7%	17.2%	22.1%
YoY %	28.9%	-9.1%	-42.0%	-40.7%	99.6%	29.8%	-32.0%	-31.5%				
QoQ %	-27.7%	-2.0%	-8.3%	-8.8%	6.0%	-9.7%	-24.7%	-5.0%				
순이익	288.8	282.9	247.7	213.4	485.0	425.2	283.5	261.8	67.9%	50.3%	14.5%	22.7%
YoY %	68.5%	-18.3%	-46.1%	-53.1%	182.9%	22.8%	-38.3%	-41.9%				
QoQ %	-36.6%	-2.1%	-12.4%	-13.9%	7.6%	-12.3%	-33.3%	-7.6%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.01.09	매수	390,000원
	2016.09.27	매수	320,000원
	2016.06.27	매수	320,000원
	2016.05.02	매수	340,000원
	2016.03.27	매수	390,000원
	2016.02.02	매수	290,000원
	2016.01.05	매수	290,000원
	2015.11.02	매수	330,000원
	2015.10.16	매수	330,000원
	2015.09.30	매수	330,000원
	2015.07.31	매수	330,000원
	2015.06.29	매수	330,000원
	2015.04.29	매수	300,000원



### 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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 1월 9일 기준)

매수	94.56%	중립	5.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	4,322	5,405	5,154	4,809	4,940
현금및현금성자산	949	1,942	2,253	2,389	2,581
매출채권및기타채권	1,268	1,016	1,220	982	951
재고자산	1,528	1,163	1,121	902	874
<b>비유동자산</b>	6,001	6,062	9,555	10,881	11,752
장기금융자산	225	267	263	263	263
유형자산	3,976	3,965	5,300	6,626	7,497
무형자산	24	38	1,811	1,811	1,811
<b>자산총계</b>	10,323	11,468	14,708	15,690	16,692
<b>유동부채</b>	2,058	2,146	2,828	2,683	2,664
단기금융부채	1,105	914	1,648	1,648	1,648
매입채무 및 기타채무	725	934	743	598	580
단기충당부채	3	9	11	11	11
<b>비유동부채</b>	1,796	1,766	2,883	2,883	2,883
장기금융부채	1,523	1,501	2,329	2,329	2,329
장기매입채무 및 기타채무	14	13	0	0	0
장기충당부채	12	18	10	10	10
<b>부채총계</b>	3,854	3,912	5,711	5,565	5,547
<b>지배주주지분</b>	6,437	7,525	8,964	10,091	11,111
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	477	479	479	479
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,791	6,739	8,314	9,441	10,461
비지배주주지분	32	31	34	34	34
<b>자본총계</b>	6,469	7,556	8,998	10,125	11,145
<b>부채외자본총계</b>	10,323	11,468	14,708	15,690	16,692

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	385	2,585	3,054	2,879	2,499
당기순이익(손실)	144	991	1,743	1,211	1,104
비현금성항목등	737	1,096	1,391	1,356	1,356
유형자산감가상각비	492	488	635	680	680
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(245)	(608)	(756)	(675)	(675)
운전자본감소(증가)	(417)	728	191	312	40
매출채권및기타채권의 감소(증가)	232	249	(209)	239	30
재고자산감소(증가)	101	365	42	219	28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(713)	(13)	112	(145)	(18)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	134	431	625	631	631
<b>투자활동현금흐름</b>	(436)	(1,269)	(3,419)	(2,006)	(1,551)
금융자산감소(증가)	(153)	(572)	430	0	0
유형자산감소(증가)	(257)	(302)	(1,533)	(2,006)	(1,551)
무형자산감소(증가)	(0)	(8)	(6)	0	0
기타	(26)	(387)	(2,311)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	17	(327)	814	(84)	(84)
단기금융부채증가(감소)	147	(138)	419	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2)	(85)	622	0	0
자본의증가(감소)	34	53	0	0	0
배당금의 지급	34	34	168	84	84
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(30)	993	311	136	192
기초현금	979	949	1,942	2,253	2,389
기말현금	949	1,942	2,253	2,389	2,581
FCF	(309)	1,855	1,105	320	376

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	14,859	11,713	12,623	10,560	10,337
<b>매출원가</b>	14,059	9,646	9,442	8,192	8,127
<b>매출총이익</b>	800	2,067	3,181	2,367	2,210
매출총이익률 (%)	5.4	17.6	25.2	22.4	21.4
<b>판매비와관리비</b>	449	456	678	598	585
영업이익	351	1,611	2,503	1,769	1,625
영업이익률 (%)	2.4	13.8	19.8	16.8	15.7
비영업손익	(74)	(190)	(123)	(135)	(135)
<b>순금융비용</b>	52	75	32	49	49
외환관련손익	(13)	(45)	6	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1	(23)	(18)	0	0
세전계속사업이익	277	1,421	2,380	1,634	1,490
세전계속사업이익률 (%)	1.9	12.1	18.9	15.5	14.4
계속사업법인세	134	431	637	423	386
<b>계속사업이익</b>	144	991	1,743	1,211	1,104
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	144	991	1,743	1,211	1,104
<b>순이익률 (%)</b>	1.0	8.5	13.8	11.5	10.7
지배주주	147	993	1,742	1,210	1,103
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.0	8.5	13.8	11.5	10.7
비지배주주	(3)	(2)	1	1	1
<b>총포괄이익</b>	215	1,120	1,533	1,211	1,104
지배주주	215	1,121	1,534	1,210	1,103
비지배주주	(1)	(1)	(1)	1	1
EBITDA	843	2,099	3,138	2,450	2,305

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(9.6)	(21.2)	7.8	(16.3)	(2.1)
영업이익	(28.0)	359.1	55.4	(29.3)	(8.2)
세전계속사업이익	(26.0)	412.6	67.4	(31.3)	(8.8)
EBITDA	(15.3)	149.1	49.5	(21.9)	(5.9)
EPS(계속사업)	(49.0)	575.8	75.5	(30.5)	(8.8)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.3	14.2	21.1	12.7	10.4
ROA	1.4	9.1	13.3	8.0	6.8
EBITDA마진	5.7	17.9	24.9	23.2	22.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	210.0	251.9	182.2	179.3	185.4
부채비율	59.6	51.8	63.5	55.0	49.8
순차입금/자기자본	15.8	(7.4)	10.9	8.4	5.9
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	1.8	0.4	(0.1)	(0.0)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,285	28,957	50,817	35,296	32,174
BPS	188,956	222,800	221,501	254,381	284,136
CFPS	19,648	46,989	72,009	58,106	54,972
주당 현금배당금	1,000	2,500	2,500	2,500	2,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	37.3	8.4	7.3	10.5	11.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	1.7	1.5	1.3
PBR(최저)					
PCR	8.1	5.2	5.1	6.4	6.7
EV/EBITDA(최고)	7.7	3.7	4.3	5.5	5.8
EV/EBITDA(최저)	2.9	4.4	8.0	3.2	2.1