

SK COMPANY Analysis



Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

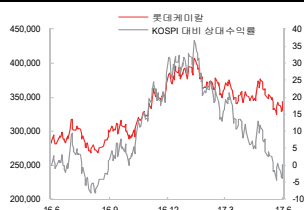
Company Data

자본금	171 십억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,791 십억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	30.10%
배당수익률	120%

Stock Data

주가(17/06/30)	344,000 원
KOSPI	2391.79 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	407,000 원
52주 최저가	268,000 원
60일 평균 거래대금	59 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.6%	-6.3%
6개월	-6.8%	-21.0%
12개월	21.6%	0.1%

롯데케미칼 (011170/KS | 매수(유지) | T.P 410,000 원(유지))

2Q17 preview: 중국 춘절 이후의 약세 여파

2Q17 영업이익은 6,334 억원으로 추정되어 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상함. MEG/BD/SM 등 주력제품의 spread 가 2 분기에서 하락한 만큼 전분기대비 실적 약세 불가피하지만, 지난 3 년 간 시황을 이끌어온 PE/PP 가 견조한 탓에 양호한 실적은 유지 되었음. 다만 하반기 이후 미국의 대규모 신증설물량 진입에 따른 수출 증대가 예상되는 만큼, down-turn 이라는 예측에는 변함 없음. 최근 과매도 불구 반등 여력은 크지 않음.

2Q17 영업이익 6,334 억원(QoQ -22.3% / YoY -8.7%) 추정

6/30 기준 시장 컨센서스 6,661 억원을 -4.9% 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준 예상함. 전체적으로 중국 춘절 이후 MEG, BD, SM 등 주력 제품의 spread 하락이 실적 약세의 원인임. 평균가격 기준으로 MEG 는 1Q \$867.7/t → 2Q \$744.8/t, BD \$2,642.1/t → \$1,611.7/t, SM \$1,325.0/t → \$1,184.7/t 으로 모두 원재료 naphtha 가격 대비 하락폭이 컸음. 그럼에도 불구하고 지난 3 년간 시황을 이끌어온 PE/PP 의 시황이 여전히 견조했기 때문에 실적하락 폭은 크지 않았음.

미국 에틸렌 수출물량을 감당할 수 있을까?

SK 증권 리서치센터가 지속적으로 2017 년 하반기 이후 화학의 down-cycle 진입을 우려하는 이유는 역시 미국 크래커의 급격한 신증설에 있음. 올 해 중순/하반기 기점으로 on-spec 을 가정할 때 물량은 하반기/연말부터 본격적으로 출하될 것으로 예상됨. 주요 측면에 대한 기대감이 일부 있지만, 중국이 2015~16 년 저유가 상황 직후 re-stocking 한 레벨이 지나치게 높았고, 그 때문에 현재 PE 수요가 연간 역성장을 하는 것을 감안한다면 이 또한 cycle 의 방향성을 바꾸는 데에는 무리가 있는 것으로 판단함.

목표주가 410,000 원 / 투자 의견 매수 유지

이익 추정치 변동폭이 작아 목표주가와 투자 의견 그대로 유지함. 동사의 주가는 실제 업황에 대한 우려감 때문에 연초대비 하락했음. 동 기간 KOSPI 가 20% 가까이 상승한 것을 감안한다면 이미 underperform 이 발생한 것임. 물론 단기간의 빠른 주가 하락 때문에 반등은 가능하겠지만, 시황의 방향성을 감안할 때 그 여력은 제한적인 것으로 판단함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	14,859.0	11,713.3	13,223.5	12,133.6	10,427.0	10,447.2
yoy	%	(9.6)	(21.2)	12.9	(8.2)	(14.1)	0.2
영업이익	십억원	350.9	1,611.1	2,544.3	2,222.4	1,568.1	1,468.4
yoy	%	(28.0)	359.1	57.9	(12.7)	(29.4)	(6.4)
EBITDA	십억원	842.6	2,098.8	3,173.4	2,936.0	2,281.7	2,182.0
세전이익	십억원	277.3	1,421.4	2,487.4	2,239.5	1,481.1	1,379.6
순이익(지배주주)	십억원	146.9	992.5	1,835.8	1,659.9	1,097.8	1,022.6
영업이익률%	%	2.4	13.8	19.2	18.3	15.0	14.1
EBITDA%	%	5.7	17.9	24.0	24.2	21.9	20.9
순이익률	%	1.9	12.1	18.8	18.5	14.2	13.2
EPS	원	4,285	28,957	53,561	48,429	32,029	29,834
PER	배	37.3	8.4	6.9	7.7	11.7	12.6
PBR	배	0.8	1.1	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	7.7	3.7	4.4	4.3	5.5	5.7
ROE	%	2.3	14.2	21.7	16.5	9.8	8.4
순차입금	십억원	1,019	(551)	1,359	(186)	(324)	(316)
부채비율	%	59.6	51.8	68.8	60.4	55.4	51.6

2Q17 preview

(단위: % 십억원)

	2Q16A	3Q16A	4Q16A	1Q17A	2Q17E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,441.1	3,426.6	3,671.4	3,996.0	2,995.7	(12.9)	(25.0)	3,720.1	(19.5)
영업이익	693.9	643.2	733.5	814.8	633.4	(8.7)	(22.3)	666.1	(4.9)
세전이익	657.0	609.1	762.7	863.8	626.2	(4.7)	(27.5)	696.9	(10.2)
지배순이익	459.7	450.9	579.0	640.2	464.1	1.0	(27.5)	522.7	(11.2)
영업이익률	20.2	18.8	20.0	20.4	21.1	1.0	0.8	17.9	3.2
세전이익률	19.1	17.8	20.8	21.6	20.9	1.8	(0.7)	18.7	2.2
지배주주순이익률	13.4	13.2	15.8	16.0	15.5	2.1	(0.5)	14.1	1.4

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목			2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
ROE(지배주주지분)	9.1%	ROE(지배주주지분)	21.7%	10.1%	8.7%	8.0%	7.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.0%	Target ROE	9.1%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.0%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.42						
2Q18E BPS(지배주주지분)	291,667						
Target Price	415,427						

자료: 롯데케미칼, SK 증권

PER sensitivity analysis

	2016	2Q18	2Q19	2Q20	2Q21
EPS(지배주주지분)	53,561	32,997	30,472	30,163	29,126
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	31,538				
2Q18E EPS	32,997				
2Q19E EPS	30,472				

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	252,304	283,841	315,379	346,917	378,455	409,993	441,531	473,069	504,607	536,145
TP by 2Q18E EPS	263,974	296,971	329,968	362,965	395,961	428,958	461,955	494,952	527,949	560,945
TP by 2Q19E EPS	243,774	274,246	304,717	335,189	365,661	396,133	426,604	457,076	487,548	518,020

자료: 롯데케미칼, SK 증권

연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
매출액	13,223.5	11,195.4	10,044.5	13,223.5	12,133.6	10,427.0	0.0%	8.4%	3.8%
YoY %	12.9%	-15.3%	-10.3%	12.9%	-8.2%	-14.1%			
영업이익	2,544.3	2,030.8	1,543.3	2,544.3	2,222.4	1,568.1	0.0%	9.4%	1.6%
YoY %	57.9%	-20.2%	-24.0%	57.9%	-12.7%	-29.4%			
EBITDA	3,173.4	2,686.6	2,199.1	3,173.4	2,936.0	2,281.7	0.0%	9.3%	3.8%
YoY %	51.2%	-15.3%	-18.1%	51.2%	-7.5%	-22.3%			
순이익	1,835.8	1,503.3	1,089.8	1,835.8	1,659.9	1,097.8	0.0%	10.4%	0.7%
YoY %	85.0%	-18.1%	-27.5%	85.0%	-9.6%	-33.9%			

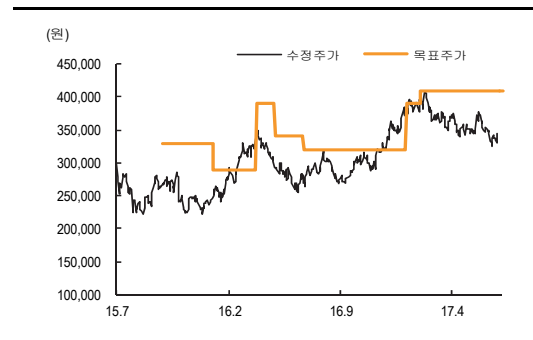
자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E
매출액	2,732.6	2,536.7	2,519.4	2,480.3	2,995.7	2,635.0	2,506.8	2,576.2	9.6%	3.9%	-0.5%	3.9%
YoY %	-20.6%	-26.0%	-31.4%	-27.2%	-12.9%	-23.1%	-31.7%	-35.5%				
QoQ %	-19.8%	-7.2%	-0.7%	-1.6%	-25.0%	-12.0%	-4.9%	2.8%				
영업이익	469.9	367.5	340.4	358.9	633.4	423.6	350.5	379.9	34.8%	15.3%	3.0%	5.9%
YoY %	-32.3%	-42.9%	-53.6%	-57.9%	-8.7%	-34.1%	-52.2%	-53.4%				
QoQ %	-44.9%	-21.8%	-7.4%	5.4%	-22.3%	-33.1%	-17.3%	8.4%				
EBITDA	633.9	531.4	504.4	522.9	811.8	602.1	528.9	558.3	28.1%	13.3%	4.9%	6.8%
YoY %	-26.5%	-34.7%	-43.8%	-48.6%	-5.9%	-26.0%	-41.1%	-43.8%				
QoQ %	-37.7%	-16.2%	-5.1%	3.7%	-18.3%	-25.8%	-12.1%	5.6%				
순이익	347.2	268.4	247.0	251.3	464.1	305.7	249.8	265.0	33.7%	13.9%	1.2%	5.5%
YoY %	-24.5%	-40.5%	-57.3%	-60.8%	1.0%	-32.2%	-56.9%	-58.6%				
QoQ %	-45.8%	-22.7%	-8.0%	1.7%	-27.5%	-34.1%	-18.3%	6.1%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.03	매수	410,000원
	2017.04.10	매수	410,000원
	2017.02.03	매수	410,000원
	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



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 7월 3일 기준)

매수	92.72%	중립	7.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,405	5,852	6,351	6,454	6,512
현금및현금성자산	1,942	2,203	3,294	3,432	3,425
매출채권및기타채권	1,016	1,552	963	947	977
재고자산	1,163	1,477	1,022	1,005	1,036
비유동자산	6,062	10,015	10,908	11,759	12,612
장기금융자산	273	396	369	369	369
유형자산	3,965	5,547	6,419	7,269	8,122
무형자산	38	1,792	1,771	1,771	1,771
자산총계	11,468	15,867	17,260	18,213	19,124
유동부채	2,146	3,449	3,252	3,241	3,262
단기금융부채	914	1,747	1,872	1,872	1,872
매입채무 및 기타채무	934	1,128	675	664	685
단기충당부채	9	20	22	22	22
비유동부채	1,766	3,017	3,249	3,249	3,249
장기금융부채	1,501	2,441	2,602	2,602	2,602
장기매입채무 및 기타채무	13	9	0	0	0
장기충당부채	18	16	84	84	84
부채총계	3,912	6,466	6,502	6,490	6,511
지배주주지분	7,525	9,363	10,722	11,687	12,577
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	479	675	675	675
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	6,739	8,487	9,875	10,840	11,730
비지배주주지분	31	38	36	36	36
자본총계	7,556	9,401	10,758	11,723	12,613
부채외자본총계	11,468	15,867	17,260	18,213	19,124

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	2,585	2,682	3,823	2,821	2,682
당기순이익(손실)	991	1,837	1,663	1,100	1,024
비현금성항목등	1,096	1,375	1,634	1,699	1,699
유형자산감가상각비	488	629	714	714	714
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(608)	(746)	(920)	(985)	(985)
운전자본감소(증가)	728	(157)	543	22	(41)
매출채권및기타채권의 감소(증가)	249	(478)	526	16	(30)
재고자산감소(증가)	365	(314)	455	17	(32)
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(13)	280	(236)	(12)	21
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	431	650	890	890	890
투자활동현금흐름	(1,269)	(3,579)	(2,206)	(1,564)	(1,567)
금융자산감소(증가)	(572)	297	(491)	0	0
유형자산감소(증가)	(302)	(1,577)	(1,693)	(1,564)	(1,567)
무형자산감소(증가)	(8)	(7)	(1)	0	0
기타	(387)	(2,291)	(20)	0	0
재무활동현금흐름	(327)	1,133	176	(135)	(135)
단기금융부채증가(감소)	(138)	675	124	0	0
장기금융부채증가(감소)	(85)	621	(10)	0	0
자본의증가(감소)	53	11	0	0	0
배당금의 지급	34	84	135	135	135
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	993	261	1,091	138	(7)
기초현금	949	1,942	2,203	3,294	3,432
기말현금	1,942	2,203	3,294	3,432	3,425
FCF	1,865	775	1,684	338	193

자료 : 롯데케미칼, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,713	13,224	12,134	10,427	10,447
매출원가	9,646	9,957	9,297	8,331	8,450
매출총이익	2,067	3,267	2,836	2,096	1,997
매출총이익률 (%)	17.6	24.7	23.4	20.1	19.1
판매비와관리비	456	722	614	528	529
영업이익	1,611	2,544	2,222	1,568	1,468
영업이익률 (%)	13.8	19.2	18.3	15.0	14.1
비영업손익	(190)	(57)	17	(87)	(89)
순금융비용	75	50	103	67	68
외환관련손익	(45)	(37)	7	0	0
관계기업투자등 관련손익	(23)	71	119	68	65
세전계속사업이익	1,421	2,487	2,240	1,481	1,380
세전계속사업이익률 (%)	12.1	18.8	18.5	14.2	13.2
계속사업법인세	431	650	577	381	355
계속사업이익	991	1,837	1,663	1,100	1,024
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	991	1,837	1,663	1,100	1,024
순이익률 (%)	8.5	13.9	13.7	10.5	9.8
지배주주	993	1,836	1,660	1,098	1,023
지배주주귀속 순이익률(%)	8.5	13.9	13.7	10.5	9.8
비지배주주	(2)	1	3	2	2
총포괄이익	1,120	1,923	1,393	1,100	1,024
지배주주	1,121	1,921	1,393	1,098	1,023
비지배주주	(1)	3	0	2	2
EBITDA	2,099	3,173	2,936	2,282	2,182

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	(21.2)	12.9	(8.2)	(14.1)	0.2
영업이익	359.1	57.9	(12.7)	(29.4)	(6.4)
세전계속사업이익	412.6	75.0	(10.0)	(33.9)	(6.9)
EBITDA	149.1	51.2	(7.5)	(22.3)	(4.4)
EPS(계속사업)	575.8	85.0	(9.6)	(33.9)	(6.9)
수익성 (%)					
ROE	14.2	21.7	16.5	9.8	8.4
ROA	9.1	13.4	10.0	6.2	5.5
EBITDA마진	17.9	24.0	24.2	21.9	20.9
안정성 (%)					
유동비율	251.9	169.7	195.3	199.2	199.6
부채비율	51.8	68.8	60.4	55.4	51.6
순차입금/자기자본	(7.3)	14.5	(1.7)	(2.8)	(2.5)
EBITDA/이자비용(배)	1.8	0.6	(0.0)	(0.1)	(0.0)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	28,957	53,561	48,429	32,029	29,834
BPS	222,800	235,046	274,850	303,003	328,957
CFPS	46,989	73,182	68,962	54,788	52,630
주당 현금배당금	2,500	n/a	n/a	n/a	n/a
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	8.4	6.9	7.7	11.7	12.6
PER(최저)					
PBR(최고)	1.1	1.6	1.4	1.2	1.1
PBR(최저)					
PCR	5.2	5.0	5.4	6.8	7.1
EV/EBITDA(최고)	3.7	4.4	4.3	5.5	5.7
EV/EBITDA(최저)					