

## 롯데케미칼(011170/KS)

## 2015 년의 화려한 피날레

매수(유지)

T.P 290,000 원(유지)

## 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	95,114 억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	7.38%
외국인지분률	31.50%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(16/02/02)	277,500 원
KOSPI	192482 pt
52주 Beta	1.43
52주 최고가	300,500 원
52주 최저가	172,500 원
60일 평균 거래대금	300 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.0%	16.1%
6개월	6.5%	12.4%
12개월	59.0%	61.0%

4Q 영업이익은 추정치를 30.1% 상회하는 3,089 억원으로 호실적 시현하였음. 타이탄케미칼이 3Q 와 크게 다른 실적을 시현할 정도로 강세를 유지한 부분이 큰 기여를 했음. 단 1Q 영업이익은 지속적인 가격하락세와 연휴 여파로 인해 전분기대비 하락한 2,425 억원을 추정함. 최근 에틸렌 강세에 따른 순수화학 매력 지속되고 있음. 다만 아시아 에틸렌의 지나친 강세는 오히려 하락 risk 를 수반하기에 주가 추가상승에 대한 부담 또한 있음

## 4Q15 영업이익 3,089 억원(QoQ -36.3% / YoY +451.2%)

SK 증권 리서치센터 추정치를 30.1%를 상회하는 호실적이었음. 전분기대비로 본다면 전반적인 제품가격의 하락과 유가하락의 여파로 인하여 감익이 되었지만, 전년동기대비로 본다면 5 배 가까이 실적이 진전된 호실적임. 추정치를 상회한 가장 큰 요인은 타이탄케미칼(말레이시아)임. PE/PP 의 견조한 spread 로 인하여 전분기 1,002 억원과 거의 유사한 968 억원을 시현하였음. 영업이익률은 16.2%에 이름. 단 롯데케미칼(별도기준)은 2,263 억원으로 전분기 4,068 억원 대비 큰 폭의 하락을 보였음

## 1Q16 영업이익 2,425 억원(QoQ -21.5% / YoY +36.2%) 추정

1 분기 영업이익은 전분기대비 하락이 불가피한 것으로 판단함. 일단 제품가격의 하락세가 1 월에서도 지속이 되었고, 전반적으로 1 분기는 연휴효과로 인해서 영업일수가 짧다는 것도 감안되어야 함. 다만 PE spread 의 기초 자체는 강하게 유지되고 있기 때문에, 전년동기대비로 본다면 증진된 실적을 발생시킬 수 있을 것으로 기대됨

## 목표주가 290,000 원 / 투자 의견 매수 유지

추정치의 변동폭이 크지 않은 만큼 목표주가와 투자 의견 여전히 유지함. 2015 년에 이어 지금까지도 PE 계열의 강세 기조는 이어지고 있는 만큼, pure chemical 업체인 동사의 매력도는 높게 유지되고 있음. 그렇지만 지나치게 높게 형성된 아시아 에틸렌 가격에 대한 부담 또한 존재함을 잊어서는 안 됨. 기타 계열들의 전체적 약세가 유지되고 있는 가운데 아시아 에틸렌의 강세가 희석된다면 동사의 이익규모 자체도 이전 대비 하락할 여지가 있음을 감안해야 함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	16,438.9	14,859.0	11,713.3	8,940.3	7,879.2	6,939.7
yoy	%	3.4	(9.6)	(21.2)	(23.7)	(11.9)	(11.9)
영업이익	십억원	487.4	350.9	1,611.2	969.6	892.3	858.7
yoy	%	31.1	(28.0)	359.1	(39.8)	(8.0)	(3.8)
EBITDA	십억원	994.5	842.6	2,096.9	1,454.9	1,377.6	1,343.9
세전이익	십억원	374.6	277.3	1,422.3	972.5	894.5	881.4
순이익(지배주주)	십억원	287.9	146.9	992.2	758.5	697.7	687.5
영업이익률%	%	3.0	2.4	13.8	10.8	11.3	12.4
EBITDA%	%	6.0	5.7	17.9	16.3	17.5	19.4
순이익률	%	2.3	1.9	12.1	10.9	11.4	12.7
EPS	원	8,400	4,285	28,949	22,130	20,356	20,059
PER	배	27.6	37.3	8.4	12.4	13.5	13.7
PBR	배	1.3	0.8	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	8.5	7.7	3.6	5.0	4.5	3.9
ROE	%	4.7	2.3	14.4	9.8	8.3	7.6
순차입금	십억원	538	1,019	(889)	(2,199)	(3,200)	(4,234)
부채비율	%	69.8	59.6	51.7	45.2	41.3	37.9

## 4Q15 실적 review

(단위: % 억원)

	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	3,495.4	2,799.6	3,178.6	3,034.7	2,700.4	(22.7)	(11.0)	2,731.6	2,645.8	2.1
영업이익	56.0	178.0	639.8	484.5	308.9	451.3	(36.2)	273.0	237.4	30.1
세전이익	(0.3)	166.8	625.6	388.9	241.1	흑전	(38.0)	267.2	261.0	(7.6)
지배순이익	(55.8)	120.7	460.2	240.1	171.2	흑전	(28.7)	227.0	203.6	(15.9)
영업이익률	1.6	6.4	20.1	16.0	11.4	9.8	(4.5)	10.0	9.0	2.5
세전이익률	(0.0)	6.0	19.7	12.8	8.9	8.9	(3.9)	9.8	9.9	(0.9)
지배주주순이익률	(1.6)	4.3	14.5	7.9	6.3	7.9	(1.6)	8.3	7.7	(1.4)

자료: SK 증권 Fnguide

## 연간영업이익 추정치 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	11,658.7	8,527.0	7,699.1	11,713.3	8,940.3	7,879.2	0.5%	4.8%	2.3%
YoY %	-21.5%	-26.9%	-9.7%	-21.2%	-23.7%	-11.9%			
영업이익	1,539.6	981.8	827.3	1,611.2	969.6	892.3	4.6%	-1.2%	7.9%
YoY %	338.7%	-36.2%	-15.7%	359.1%	-39.8%	-8.0%			
EBITDA	2,025.4	1,467.0	1,312.5	2,096.9	1,454.9	1,377.6	3.5%	-0.8%	5.0%
YoY %	140.4%	-27.6%	-10.5%	148.9%	-30.6%	-5.3%			
순이익	1,024.7	770.7	647.9	992.2	758.5	697.7	-3.2%	-1.6%	7.7%
YoY %	597.7%	-24.8%	-15.9%	575.7%	-23.6%	-8.0%			

자료: 롯데케미칼 SK 증권

## 분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E
매출액	2,645.8	2,264.6	2,151.2	2,117.8	2,700.4	2,530.1	2,202.6	2,167.6	2.1%	11.7%	2.4%	2.4%
YoY %	-24.3%	-19.1%	-32.3%	-30.2%	-22.7%	-9.6%	-30.7%	-28.6%				
QoQ %	-12.8%	-14.4%	-5.0%	-1.6%	-11.0%	-6.3%	-12.9%	-1.6%				
영업이익	237.4	267.6	281.1	271.9	308.9	242.5	284.5	275.0	30.1%	-9.4%	1.2%	1.2%
YoY %	323.6%	50.4%	-56.1%	-43.9%	451.3%	36.2%	-55.5%	-43.2%				
QoQ %	-51.0%	12.7%	5.0%	-3.3%	-36.2%	-21.5%	17.3%	-3.3%				
EBITDA	358.7	388.9	402.4	393.2	430.2	363.8	405.8	396.3	19.9%	-6.5%	0.8%	0.8%
YoY %	99.9%	29.3%	-47.1%	-35.1%	139.8%	21.0%	-46.6%	-34.6%				
QoQ %	-40.8%	8.4%	3.5%	-2.3%	-29.0%	-15.4%	11.5%	-2.3%				
순이익	203.6	207.5	219.9	214.2	171.2	186.7	222.0	216.2	-15.9%	-10.0%	0.9%	0.9%
YoY %	흑전	71.9%	-52.2%	-10.8%	흑전	54.6%	-51.8%	-10.0%				
QoQ %	-15.2%	1.9%	6.0%	-2.6%	-28.7%	9.1%	18.9%	-2.6%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

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

항목			2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
ROE(지배주주지분)	8.6%	ROE(지배주주지분)	2.3%	9.4%	8.0%	7.4%	7.2%
Terminal Growth	2.0%	weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE	8.6%				
Risk Free Rate	2.0%						
Risk Premium	5.5%						
Beta	1.0						
Target P/B	1.21						
4Q15E BPS(지배주주지분)	238,761						
Target Price	288,363						

자료: 롯데케미칼 SK 증권

## PER sensitivity analysis

	2014	3Q16E	3Q17E	3Q18E	3Q19E
EPS(지배주주지분)	4,285	22,130	20,356	20,059	21,040
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	21,252				
1Q16E EPS	22,130				
1Q17E EPS	20,356				

Multiple	11.0	11.5	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5
TP by weighted EPS	233,773	244,399	255,025	265,651	276,277	286,903	297,529	308,155	318,781	329,408
TP by 4Q15E EPS	243,430	254,495	265,560	276,625	287,690	298,755	309,820	320,885	331,950	343,015
TP by 4Q16E EPS	223,920	234,098	244,276	254,455	264,633	274,811	284,989	295,167	305,346	315,524

자료: 롯데케미칼 SK 증권

## 투자의견변경

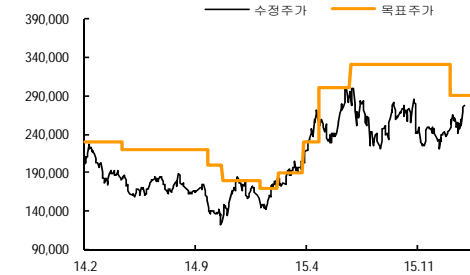
## 일시

## 투자의견

## 목표주가

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
2015.03.29	매수	230,000원
2015.02.08	매수	190,000원
2015.01.06	매수	170,000원
2014.10.25	매수	180,000원
2014.09.29	매수	200,000원

(원)



## 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 (2016 년 2 월 2 일 기준)

매수	95.33%	중립	4.67%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	4,322	5,316	6,080	6,926	7,788
현금및현금성자산	949	1,829	3,139	4,140	5,174
매출채권및기타채권	1,268	997	752	683	606
재고자산	1,528	1,084	819	744	660
<b>비유동자산</b>	6,001	5,898	5,708	5,484	5,228
장기금융자산	225	241	241	241	241
유형자산	3,976	3,787	3,598	3,373	3,117
무형자산	24	34	34	34	34
<b>자산총계</b>	10,323	11,214	11,789	12,410	13,016
<b>유동부채</b>	2,058	2,380	2,230	2,187	2,139
단기금융부채	1,105	1,427	1,427	1,427	1,427
매입채무 및 기타채무	725	616	465	422	375
단기충당부채	3	4	4	4	4
<b>비유동부채</b>	1,796	1,441	1,441	1,441	1,441
장기금융부채	1,523	1,172	1,172	1,172	1,172
장기매입채무 및 기타채무	14	10	10	10	10
장기충당부채	12	16	16	16	16
<b>부채총계</b>	3,854	3,821	3,670	3,628	3,580
<b>지배주주지분</b>	6,437	7,362	8,087	8,751	9,404
자본금	171	171	171	171	171
자본잉여금	477	477	477	477	477
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	5,791	6,714	7,439	8,103	8,757
비지배주주지분	32	32	32	32	32
<b>자본총계</b>	6,469	7,393	8,118	8,782	9,436
<b>부채외자본총계</b>	10,323	11,214	11,789	12,410	13,016

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	385	2,703	2,255	1,919	1,920
당기순이익(손실)	144	991	759	698	688
비현금성항목등	737	1,127	1,112	1,112	1,112
유형자산감가상각비	492	486	485	485	485
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(245)	(641)	(626)	(626)	(626)
운전자본감소(증가)	(417)	729	385	109	121
매출채권및기타채권의 감소(증가)	232	270	242	69	76
재고자산감소(증가)	101	444	265	75	83
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(713)	(145)	(122)	(35)	(38)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	134	511	598	598	598
<b>투자활동현금흐름</b>	(436)	(1,298)	(296)	(261)	(229)
금융자산감소(증가)	(153)	(913)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(257)	(306)	(296)	(261)	(229)
무형자산감소(증가)	(0)	(5)	0	0	0
기타	(26)	(74)	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	17	(206)	(34)	(34)	(34)
단기금융부채증가(감소)	(31)	(171)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	176	86	0	0	0
자본의증가(감소)	34	0	0	0	0
배당금의 지급	34	67	34	34	34
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(30)	879	1,310	1,001	1,034
기초현금	979	949	1,829	3,139	4,140
기말현금	949	1,829	3,139	4,140	5,174
FCF	(309)	2,256	1,342	1,033	1,050

자료 : 롯데케미칼 SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	14,859	11,713	8,940	7,879	6,940
<b>매출원가</b>	14,059	9,676	7,651	6,705	5,833
<b>매출총이익</b>	800	2,038	1,290	1,174	1,107
매출총이익률 (%)	5.4	17.4	14.4	14.9	16.0
<b>판매비와관리비</b>	449	426	320	282	248
영업이익	351	1,611	970	892	859
영업이익률 (%)	2.4	13.8	10.8	11.3	12.4
비영업손익	(74)	(189)	3	2	23
<b>순금융비용</b>	52	112	76	75	96
외환관련손익	(13)	(49)	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1	(10)	0	0	0
세전계속사업이익	277	1,422	972	895	881
세전계속사업이익률 (%)	1.9	12.1	10.9	11.4	12.7
계속사업법인세	134	432	214	197	194
<b>계속사업이익</b>	144	991	759	698	688
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	144	991	759	698	688
<b>순이익률 (%)</b>	1.0	8.5	8.5	8.9	9.9
지배주주	147	992	759	698	688
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.0	8.5	8.5	8.9	9.9
비지배주주	(3)	(2)	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	215	1,176	759	698	688
지배주주	215	1,176	759	698	688
비지배주주	(1)	(0)	0	0	0
EBITDA	843	2,097	1,455	1,378	1,344

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(9.6)	(21.2)	(23.7)	(11.9)	(11.9)
영업이익	(28.0)	359.1	(39.8)	(8.0)	(3.8)
세전계속사업이익	(26.0)	412.9	(31.6)	(8.0)	(1.5)
EBITDA	(15.3)	148.9	(30.6)	(5.3)	(2.4)
EPS(계속사업)	(49.0)	575.7	(23.6)	(8.0)	(1.5)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.3	14.4	9.8	8.3	7.6
ROA	1.4	9.2	6.6	5.8	5.4
EBITDA마진	5.7	17.9	16.3	17.5	19.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	210.0	223.4	272.7	316.7	364.0
부채비율	59.6	51.7	45.2	41.3	37.9
순차입금/자기자본	15.8	(12.0)	(27.1)	(36.4)	(44.9)
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	1.8	(0.4)	(0.1)	(0.0)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,285	28,949	22,130	20,356	20,059
BPS	188,956	217,614	238,761	258,134	277,210
CFPS	19,648	46,733	36,223	34,464	33,698
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	37.3	8.4	12.4	13.5	13.7
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	1.1	1.1	1.0
PBR(최저)					
PCR	8.1	5.2	7.6	8.0	8.1
EV/EBITDA(최고)	7.7	3.6	5.0	4.5	3.9
EV/EBITDA(최저)	2.9	4.4	8.0	3.2	2.1