

롯데케미칼(011170/KS)

1Q16 review: 실적호조보다 PE 가격하락이 더 걱정

매수(유지)

T.P 340,000 원(하향)

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	100,256 억원

주요주주

롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	8.41%
외국인지분률	32.00%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(16/04/30)	292,500 원
KOSPI	1994.15 pt
52주 Beta	1.54
52주 최고가	349,500 원
52주 최저가	221,000 원
60일 평균 거래대금	439 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.6%	-15.5%
6개월	4.8%	6.9%
12개월	14.0%	22.5%

1 분기 영업이익은 추정치와 크게 다르지 않은 4,736 억원을 시현하였음. 원재료 naphtha 가 하락했음에도 주력 제품 PE 가 거의 하락하지 않았고, MEG 와 SM 은 오히려 상승하면서 호실적을 주도하였음. 2 분기에도 성수기 효과와 롯데첨단소재의 가세로 증익이 예상됨. 다만 최근 잇따른 delay 설비들의 진입으로 PE 가격이 빠지고 있고, 유가 약세전환 가능성이 있다는 것은 부담 요인임. 추정치 하향을 감안 해 목표주가 역시 34 만원으로 하향

1Q16 영업이익 4,736 억원(QoQ +53.3% / YoY +166.1%)

SK 증권 리서치센터 추정치 5,055 억원 대비 -6.3% 소폭 하회하는, 사실상 기대치에 부합하는 실적 수준이었음. 통상 1 분기가 비수기임에도 불구하고 동사의 실적이 전 분기 혹은 전기대비 크게 증대될 수 있었던 이유는 원재료 naphtha 가 약 \$100/t 가량 하락(4Q15 \$445/t → 1Q16 \$347/t)했음에도 불구하고, 기본적으로 현재의 강세를 이끌고 있는 PE 가격은 HDPE 기준 \$1,112/t → \$1,102/t 으로 거의 떨어진 것이 없을 정도로 강세가 유지 되었기 때문임. 게다가 MEG 는 오히려 상승(\$608/t → \$637/t)하여 동사에게는 유리한 조건으로 작용하였음. 그 외 SM 도 상승(\$900/t → \$989/t)하면서 예상치 못했던 수익기여를 하였음. 타이탄케미칼도 전분기대비 소폭 하락하기는 했지만 여전히 16%가 넘는 높은 영업이익률을 시현하였음.

2Q16 영업이익 4,832 억원(QoQ +2.0% / YoY -24.5%) 추정

2 분기에는 전통적 성수기에 진입하는 데다가 롯데첨단소재(구 삼성 SDI 화학계열)의 가세로 인하여 증익이 가능할 것으로 판단함. 그러나 높은 상승폭을 1 분기 대비 그럴 수 있을지는 미지수로 꼽히는데, 무엇보다 4 월 말부터 PE 가격이 하락하는 것이 우려스러움. 지난 2 주간 naphtha 가 유가와 동반하여 \$23/t 상승했음에도 불구하고 HDPE 의 가격은 \$65/t 하락하였음. 가장 큰 이유는 지난 해 delay 되었던 인도의 OPAL, GAIL, BCPL(도합 약 200 만톤/년), 브라질-멕시코 합작설비(100 만톤/년), 단일규모 최대크래커 사우디 Sadara(150 만톤/년)가 모두 4 월 중 신규가동 되었기 때문임. 게다가 MEG 시황도 약세 국면이어서 차후 많이 상승한 유가까지 하락한다면 후호적인 시황 방향성을 기대하기 어려울 수도 있음

목표주가 390,000 원 → 340,000 원 하향 / 투자의견 매수 유지

16 년 이익추정치를 기존대비 7% 하향 조정한 것을 반영해 목표주가도 하향 조정함. 호실적의 매력은 충분히 높지만 QoQ 모멘텀이 크지 못하다는 것은 주가부담 요인임.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	16,438.9	14,859.0	11,713.3	9,374.2	6,975.7	6,114.6
yoy	%	3.4	(9.6)	(21.2)	(20.0)	(25.6)	(12.3)
영업이익	십억원	487.4	350.9	1,611.1	1,546.0	985.2	928.6
yoy	%	31.1	(28.0)	359.1	(4.0)	(36.3)	(5.7)
EBITDA	십억원	994.5	842.6	2,098.8	2,038.8	1,478.0	1,421.4
세전이익	십억원	374.6	277.3	1,421.4	1,511.7	958.7	904.4
순이익(지배주주)	십억원	287.9	146.9	992.5	1,170.0	747.8	705.4
영업이익률%	%	3.0	2.4	13.8	16.5	14.1	15.2
EBITDA%	%	6.0	5.7	17.9	21.7	21.2	23.2
순이익률	%	2.3	1.9	12.1	16.1	13.7	14.8
EPS	원	8,400	4,285	28,957	34,136	21,817	20,581
PER	배	27.6	37.3	8.4	8.6	13.4	14.2
PBR	배	1.3	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	8.5	7.7	3.7	5.5	7.6	7.6
ROE	%	4.7	2.3	14.2	14.6	8.5	7.5
순차입금	십억원	538	1,019	(560)	1,130	1,188	838
부채비율	%	69.8	59.6	51.8	42.6	38.9	35.5

1Q16 실적 review

(단위: % 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16(a)	Y-Y	QoQ	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	2,799.6	3,178.6	3,034.7	2,700.4	2,684.5	(4.1)	(0.6)	2,752.2	2,754.9	(2.6)
영업이익	178.0	639.8	484.5	308.9	473.6	166.1	53.3	474.5	505.5	(6.3)
세전이익	166.8	625.6	388.9	240.1	454.0	172.2	89.1	452.8	500.5	(9.3)
지배순이익	120.7	460.2	240.1	171.4	345.1	185.8	101.3	337.4	390.4	(11.6)
영업이익률	6.4	20.1	16.0	11.4	17.6	11.3	6.2	17.2	18.3	(0.7)
세전이익률	6.0	19.7	12.8	8.9	16.9	11.0	8.0	16.5	18.2	(1.3)
지배주주순이익률	4.3	14.5	7.9	6.3	12.9	8.5	6.5	12.3	14.2	(1.3)

자료: SK 증권 Fnguide

ROE & PBR Valuation: Target price calculation

항목		2015	4Q16E	4Q17E	4Q18E	4Q19E
ROE(지배주주지분)	9.3%	14.2%	11.7%	7.8%	7.1%	6.2%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE				
Risk Free Rate	2.0%	9.3%				
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.33					
1Q17E BPS(지배주주지분)	255,675					
Target Price	340,476					

자료: 롯데케미칼 SK 증권

PER sensitivity analysis

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E
EPS(지배주주지분)	4,285	29,277	20,879	20,442	18,639
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10
Weighted EPS	24,767				
1Q17E EPS	29,277				
1Q18E EPS	20,879				

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	198,133	222,900	247,667	272,434	297,200	321,967	346,734	371,500	396,267	421,034
TP by 4Q16E EPS	234,215	263,492	292,769	322,046	351,323	380,600	409,877	439,154	468,431	497,708
TP by 4Q17E EPS	167,036	187,915	208,795	229,674	250,553	271,433	292,312	313,192	334,071	354,951

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	9,688.9	7,103.1	11,713.3	9,374.2	6,975.7	0.0%	-3.2%	-1.8%
YoY, %	-21.2%	-17.3%	-26.7%	-21.2%	-20.0%	-25.6%			
영업이익	1,611.2	1,658.9	919.1	1,611.1	1,546.0	985.2	0.0%	-6.8%	7.2%
YoY, %	359.1%	3.0%	-44.6%	359.1%	-4.0%	-36.3%			
EBITDA	2,096.9	2,144.1	1,404.3	2,098.8	2,038.8	1,478.0	0.1%	-4.9%	5.2%
YoY, %	148.9%	2.3%	-34.5%	149.1%	-2.9%	-27.5%			
순이익	992.2	1,246.6	662.0	992.5	1,170.0	747.8	0.0%	-6.1%	13.0%
YoY, %	575.7%	25.6%	-46.9%	575.8%	17.9%	-36.1%			

자료: 롯데케미칼 SK 증권

분기영업이익 추정치 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E
매출액	2,754.9	2,782.5	2,249.1	1,902.4	2,684.5	2,615.0	2,207.1	1,867.6	-2.6%	-6.0%	-1.9%	-1.8%
YoY, %	-1.6%	-12.5%	-25.9%	-29.6%	-4.1%	-17.7%	-27.3%	-30.8%				
QoQ, %	2.0%	1.0%	-19.2%	-15.4%	-0.6%	-2.6%	-15.6%	-15.4%				
영업이익	505.5	563.9	392.8	196.8	473.6	483.2	395.1	194.1	-6.3%	-14.3%	0.6%	-1.4%
YoY, %	184.0%	-11.9%	-18.9%	-36.3%	166.1%	-24.5%	-18.4%	-37.2%				
QoQ, %	63.6%	11.6%	-30.3%	-49.9%	53.3%	2.0%	-18.2%	-50.9%				
EBITDA	626.8	685.2	514.1	318.1	596.8	606.4	518.3	317.3	-4.8%	-11.5%	0.8%	-0.3%
YoY, %	108.4%	-9.9%	-15.1%	-26.1%	98.4%	-20.2%	-14.4%	-26.6%				
QoQ, %	45.7%	9.3%	-25.0%	-38.1%	38.1%	1.6%	-14.5%	-38.8%				
순이익	390.4	423.6	292.3	140.3	345.1	373.9	305.5	145.7	-11.6%	-11.7%	4.5%	3.8%
YoY, %	223.3%	-8.0%	21.8%	-18.0%	185.8%	-18.8%	27.2%	-15.0%				
QoQ, %	128.1%	8.5%	-31.0%	-52.0%	101.3%	8.4%	-18.3%	-52.3%				

자료: 롯데케미칼 SK 증권

투자의견변경

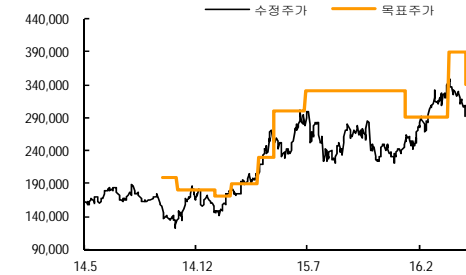
일시

투자의견

목표주가

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
2015.03.29	매수	230,000원
2015.02.08	매수	190,000원
2015.01.06	매수	170,000원

(원)



Compliance Notice

- 작성자(손지우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 2일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,322	5,405	2,933	2,701	2,811
현금및현금성자산	949	1,942	253	194	545
매출채권및기타채권	1,268	1,016	701	633	538
재고자산	1,528	1,163	815	736	627
비유동자산	6,001	6,062	9,195	10,028	10,452
장기금융자산	225	267	264	264	264
유형자산	3,976	3,965	7,101	7,933	8,358
무형자산	24	38	38	38	38
자산총계	10,323	11,468	12,128	12,729	13,264
유동부채	2,058	2,146	1,858	1,795	1,709
단기금융부채	1,105	914	914	914	914
매입채무 및 기타채무	725	934	646	584	497
단기충당부채	3	9	9	9	9
비유동부채	1,796	1,766	1,766	1,766	1,766
장기금융부채	1,523	1,501	1,501	1,501	1,501
장기매입채무 및 기타채무	14	13	13	13	13
장기충당부채	12	18	18	18	18
부채총계	3,854	3,912	3,624	3,562	3,475
지배주주지분	6,437	7,525	8,473	9,137	9,758
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	6,739	7,825	8,489	9,110
비지배주주지분	32	31	31	31	31
자본총계	6,469	7,556	8,504	9,167	9,789
부채외자본총계	10,323	11,468	12,128	12,729	13,264

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	385	2,585	2,427	1,644	1,642
당기순이익(손실)	144	991	1,170	748	705
비현금성항목등	737	1,096	792	792	792
유형자산감가상각비	492	488	493	493	493
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	(245)	(608)	(299)	(299)	(299)
운전자본감소(증가)	(417)	728	465	104	144
매출채권및기타채권의 감소(증가)	232	249	312	68	94
재고자산감소(증가)	101	365	348	79	109
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(713)	(13)	(195)	(42)	(59)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	134	431	275	275	275
투자활동현금흐름	(436)	(1,269)	(3,629)	(1,325)	(917)
금융자산감소(증가)	(153)	(572)	0	0	0
유형자산감소(증가)	(257)	(302)	(3,629)	(1,325)	(917)
무형자산감소(증가)	(0)	(8)	0	0	0
기타	(26)	(387)	0	0	0
재무활동현금흐름	17	(327)	(84)	(84)	(84)
단기금융부채증가(감소)	147	(138)	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2)	(85)	0	0	0
자본의증가(감소)	34	53	0	0	0
배당금의 지급	34	34	84	84	84
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	(30)	993	(1,689)	(58)	350
기초현금	979	949	1,942	253	194
기말현금	949	1,942	253	194	545
FCF	(309)	1,855	(1,445)	47	454

자료 : 롯데케미칼 SK증권 추정

손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	14,859	11,713	9,374	6,976	6,115
매출원가	14,059	9,646	7,391	5,665	4,900
매출총이익	800	2,067	1,984	1,311	1,214
매출총이익률 (%)	5.4	17.6	21.2	18.8	19.9
판매비와관리비	449	456	438	326	286
영업이익	351	1,611	1,546	985	929
영업이익률 (%)	2.4	13.8	16.5	14.1	15.2
비영업손익	(74)	(190)	(34)	(26)	(24)
순금융비용	52	75	14	5	9
외환관련손익	(13)	(45)	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	1	(23)	47	34	33
세전계속사업이익	277	1,421	1,512	959	904
세전계속사업이익률 (%)	1.9	12.1	16.1	13.7	14.8
계속사업법인세	134	431	342	211	199
계속사업이익	144	991	1,170	748	705
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	144	991	1,170	748	705
순이익률 (%)	1.0	8.5	12.5	10.7	11.5
지배주주	147	993	1,170	748	705
지배주주귀속 순이익률(%)	1.0	8.5	12.5	10.7	11.5
비지배주주	(3)	(2)	0	0	0
총포괄이익	215	1,120	1,170	748	705
지배주주	215	1,121	1,170	748	705
비지배주주	(1)	(1)	0	0	0
EBITDA	843	2,099	2,039	1,478	1,421

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	(9.6)	(21.2)	(20.0)	(25.6)	(12.3)
영업이익	(28.0)	359.1	(4.0)	(36.3)	(5.7)
세전계속사업이익	(26.0)	412.6	6.4	(36.6)	(5.7)
EBITDA	(15.3)	149.1	(2.9)	(27.5)	(3.8)
EPS(계속사업)	(49.0)	575.8	17.9	(36.1)	(5.7)
수익성 (%)					
ROE	2.3	14.2	14.6	8.5	7.5
ROA	1.4	9.1	9.9	6.0	5.4
EBITDA마진	5.7	17.9	21.7	21.2	23.2
안정성 (%)					
유동비율	210.0	251.9	157.8	150.4	164.5
부채비율	59.6	51.8	42.6	38.9	35.5
순차입금/자기자본	15.8	(7.4)	13.3	13.0	8.6
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	1.8	(0.0)	(0.4)	(0.1)
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,285	28,957	34,136	21,817	20,581
BPS	188,956	222,800	250,467	269,827	287,950
CFPS	19,648	46,989	49,284	36,798	35,511
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	37.3	8.4	8.6	13.4	14.2
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR(최저)					
PCR	8.1	5.2	5.9	7.9	8.2
EV/EBITDA(최고)	7.7	3.7	5.5	7.6	7.6
EV/EBITDA(최저)	2.9	4.4	8.0	3.2	2.1