

# 롯데케미칼(011170/KS)

## 싸이클 산업의 숙명

매수(유지)

T.P 320,000 원(하향)

Analyst

손지우

jwshon@sk.com

02-3773-8827

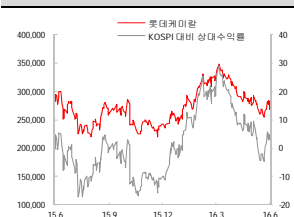
### Company Data

자본금	1,714 억원
발행주식수	3,428 만주
자사주	58 만주
액면가	5,000 원
시가총액	92,030 억원
주요주주	
롯데물산(주)(외3)	53.51%
국민연금공단	8.41%
외국인지분율	31.70%
배당수익률	0.90%

### Stock Data

주가(16/06/24)	268,500 원
KOSPI	1925.24 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	349,500 원
52주 최저가	221,000 원
60일 평균 거래대금	467 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.4%	-1.7%
6개월	10.3%	14.0%
12개월	-5.0%	3.0%

2분기 영업이익은 6,070 억원으로 컨센서스를 13.3% 상회할 것으로 추정함. 화학 시황 강세가 이어졌고 삼성에서 인수한 설비 중 PC 시황 강세가 보탬이 되었음. 하지만 3년 에틸렌 하향 cycle 진입은, 현재 범용(commodity) 화학의 확장을 추진하고 있는 동사에게는 장기 부담요인이 될 수 있음. 2분기 실적 강세의 매력 있지만 상기 부분이 추가 주가상승에는 제약요인 될 것임

### 2Q16 preview: 영업이익 6,070 억원 추정

6/24 기준 컨센서스 5,359 억원을 13.3% 상회하는 수준 추정. QoQ +28.2%, YoY -5.1%에 해당함. 화학 시황은 2분기 중 유가 상승과 여전한 PE 사업부의 강세로 4~5월 중심의 강세 이어갔음. 게다가 삼성에서 인수한 설비 중 PC 계열 강세도 증익에 보탬이 되었음. 다만 정기보수는 추가 증익을 제한했음

### 범용에 범용을 더했기에...

국내를 대표하는 두 화학회사인 LG 화학과 롯데케미칼의 가장 큰 차이는 아마도 specialty(2차전지 등)로 진화하느냐, commodity(범용)를 강화하느냐임. 동사는 후자를 추진하고 있으며, 실제 삼성 화학계열 인수/미국 에탄크래커 투자 등이 이를 대변함. 다만 본 보고서를 통해 분석했듯이 3년 화학 하향기조, 특히 에틸렌 계열의 약세는 동사의 상기 방식의 투자에는 부담이 될 것임

### 목표주가 340,000 원 → 320,000 원 하향 / 투자 의견 매수 유지

화학의 하향 기조를 반영하여 목표주가를 하향 조정함. 2분기 실적 강세는 단기 주가에 매력 요인임. 그렇지만 PE 시황 둔화가 가시화되고 있는 만큼 추가 상승여력보다는 장기 성장성에 대한 의문감이 더 부담요인임

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	16,438.9	14,859.0	11,713.3	9,695.7	6,760.1	6,069.4
yoy	%	3.4	(9.6)	(21.2)	(17.2)	(30.3)	(10.2)
영업이익	십억원	487.4	350.9	1,611.1	1,676.1	1,017.1	969.5
yoy	%	31.1	(28.0)	359.1	4.0	(39.3)	(4.7)
EBITDA	십억원	994.5	842.6	2,098.8	2,182.1	1,523.1	1,475.4
세전이익	십억원	374.6	277.3	1,421.4	1,603.6	947.3	903.7
순이익(지배주주)	십억원	287.9	146.9	992.5	1,149.9	665.0	634.4
영업이익률%	%	3.0	2.4	13.8	17.3	15.0	16.0
EBITDA%	%	6.0	5.7	17.9	22.5	22.5	24.3
순이익률	%	2.3	1.9	12.1	16.5	14.0	14.9
EPS	원	8,400	4,285	28,957	33,549	19,401	18,508
PER	배	27.6	37.3	8.4	8.0	13.8	14.5
PBR	배	1.3	0.8	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	8.5	7.7	3.7	4.9	7.0	7.0
ROE	%	4.7	2.3	14.2	14.4	7.6	6.7
순차입금	십억원	538	1,019	(560)	1,564	1,504	1,150
부채비율	%	69.8	59.6	51.8	42.6	38.8	35.8

## 2Q16 preview

(단위: 십억원)

	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16E	Y-Y	Q-Q	컨센서스	차이(a/b)
매출액	3,178.6	3,034.7	2,700.4	2,684.5	2,804.2	(11.8)	4.5	3,166.4	(11.4)
영업이익	639.8	484.5	308.9	473.6	607.0	(5.1)	28.2	535.9	13.3
세전이익	625.6	388.9	240.1	458.6	586.3	(6.3)	27.8	480.9	21.9
지배순이익	460.2	240.1	171.4	346.2	411.6	(10.6)	18.9	387.7	6.2
영업이익률	20.1	16.0	11.4	17.6	21.6	1.5	4.0	16.9	4.7
세전이익률	19.7	12.8	8.9	17.1	20.9	1.2	3.8	15.2	5.7
지배주주순이익률	14.5	7.9	6.3	12.9	14.7	0.2	1.8	12.2	2.4

자료: 롯데케미칼, SK 증권

## 연간실적추정 변경내역

	변경 전			변경 후			변경비율		
	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
매출액	11,713.3	9,374.2	6,975.7	11,713.3	9,695.7	6,760.1	0.0%	3.4%	-3.1%
YoY %	-21.2%	-20.0%	-25.6%	-21.2%	-17.2%	-30.3%			
영업이익	1,611.1	1,546.0	985.2	1,611.1	1,676.1	1,017.1	0.0%	8.4%	3.2%
YoY %	359.1%	-4.0%	-36.3%	359.1%	4.0%	-39.3%			
EBITDA	2,098.8	2,038.8	1,478.0	2,098.8	2,182.1	1,523.1	0.0%	7.0%	3.0%
YoY %	149.1%	-2.9%	-27.5%	149.1%	4.0%	-30.2%			
순이익	992.5	1,170.0	747.8	992.5	1,149.9	665.0	0.0%	-1.7%	-11.1%
YoY %	575.8%	17.9%	-36.1%	575.8%	15.9%	-42.2%			

자료: 롯데케미칼, SK 증권

## 분기실적추정 변경내역

	변경 전				변경 후				변경비율			
	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E
매출액	2,615.0	2,207.1	1,867.6	1,743.0	2,804.2	2,304.9	1,902.0	1,689.1	7.2%	4.4%	1.8%	-3.1%
YoY %	-17.7%	-27.3%	-30.8%	-35.1%	-11.8%	-24.0%	-29.6%	-37.1%				
QoQ %	-2.6%	-15.6%	-15.4%	-6.7%	4.5%	-17.8%	-17.5%	-11.2%				
영업이익	483.2	395.1	194.1	235.5	607.0	386.0	209.5	229.5	25.6%	-2.3%	7.9%	-2.5%
YoY %	-24.5%	-18.4%	-37.2%	-50.3%	-5.1%	-20.3%	-32.2%	-51.5%				
QoQ %	2.0%	-18.2%	-50.9%	21.3%	28.2%	-36.4%	-45.7%	9.5%				
EBITDA	606.4	518.3	317.3	358.7	733.5	512.5	336.0	356.0	21.0%	-1.1%	5.9%	-0.8%
YoY %	-20.2%	-14.4%	-26.6%	-39.9%	-3.5%	-15.4%	-22.2%	-40.7%				
QoQ %	1.6%	-14.5%	-38.8%	13.1%	22.2%	-30.1%	-34.4%	6.0%				
순이익	373.9	305.5	145.7	178.5	411.6	257.8	134.4	148.9	10.1%	-15.6%	-7.7%	-16.6%
YoY %	-18.8%	27.2%	-15.0%	-48.3%	-10.6%	7.4%	-21.6%	-57.0%				
QoQ %	8.4%	-18.3%	-52.3%	22.5%	18.9%	-37.4%	-47.9%	10.8%				

자료: 롯데케미칼, SK 증권

## ROE & PBR Valuation

항목		2015	1Q15E	1Q16E	1Q17E	1Q18E
ROE(지배주주지분)	8.8%	14.2%	11.2%	7.1%	6.1%	4.7%
Terminal Growth	2.0%		0.50	0.20	0.20	0.10
Cost of Equity	7.5%	Target ROE 8.8%				
Risk Free Rate	2.0%					
Risk Premium	5.5%					
Beta	1.0					
Target P/B	1.24					
1Q17E BPS(지배주주지분)	255,089					
Target Price	315,660					

자료: 롯데케미칼, SK 증권

## PER Valuation Sensitivity

	2015	1Q17E	1Q18E	1Q19E	1Q20E					
EPS(지배주주지분)	4,285	27,794	19,158	17,401	13,897					
Weight		0.50	0.20	0.20	0.10					
Weighted EPS	22,599									
1Q17E EPS	27,794									
1Q18E EPS	19,158									
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	180,789	203,388	225,987	248,586	271,184	293,783	316,382	338,980	361,579	384,178
TP by 1Q17E EPS	222,356	250,150	277,945	305,739	333,534	361,328	389,123	416,917	444,711	472,506
TP by 1Q18E EPS	153,261	172,419	191,576	210,734	229,891	249,049	268,207	287,364	306,522	325,679

자료: 롯데케미칼, SK 증권

## 투자의견변경

일시      투자의견      목표주가

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



## 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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 27 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	4,322	5,405	2,439	2,244	2,407
현금및현금성자산	949	1,942	335	394	748
매출채권및기타채권	1,268	1,016	717	614	536
재고자산	1,528	1,163	814	698	610
<b>비유동자산</b>	6,001	6,062	9,669	10,448	10,852
장기금융자산	225	267	264	264	264
유형자산	3,976	3,965	7,137	7,916	8,320
무형자산	24	38	42	42	42
<b>자산총계</b>	10,323	11,468	12,108	12,692	13,259
<b>유동부채</b>	2,058	2,146	1,967	1,896	1,843
단기금융부채	1,105	914	997	997	997
매입채무 및 기타채무	725	934	495	424	371
단기충당부채	3	9	8	8	8
<b>비유동부채</b>	1,796	1,766	1,652	1,652	1,652
장기금융부채	1,523	1,501	1,401	1,401	1,401
장기매입채무 및 기타채무	14	13	0	0	0
장기충당부채	12	18	15	15	15
<b>부채총계</b>	3,854	3,912	3,619	3,549	3,495
<b>지배주주지분</b>	6,437	7,525	8,458	9,113	9,734
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	7,810	8,465	9,086
비지배주주지분	32	31	30	30	30
<b>자본총계</b>	6,469	7,556	8,488	9,143	9,764
<b>부채외자본총계</b>	10,323	11,468	12,108	12,692	13,259

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	385	2,585	2,604	1,899	1,825
당기순이익(손실)	144	991	1,239	739	705
비현금성항목등	737	1,096	994	999	999
유형자산감가상각비	492	488	506	506	506
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	(245)	(608)	(489)	(493)	(493)
운전자본감소(증가)	(417)	728	373	161	121
매출채권및기타채권의 감소(증가)	232	249	306	101	76
재고자산감소(증가)	101	365	349	116	88
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	(713)	(13)	(240)	(56)	(42)
기타	0	0	0	0	0
법인세납부	134	431	452	452	452
<b>투자활동현금흐름</b>	(436)	(1,269)	(3,681)	(1,284)	(910)
금융자산감소(증가)	(153)	(572)	557	0	0
유형자산감소(증가)	(257)	(302)	(3,827)	(1,284)	(910)
무형자산감소(증가)	(0)	(8)	(5)	0	0
기타	(26)	(387)	(407)	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	17	(327)	(111)	(84)	(84)
단기금융부채증가(감소)	147	(138)	8	0	0
장기금융부채증가(감소)	(2)	(85)	(20)	0	0
자본의증가(감소)	34	53	0	0	0
배당금의 지급	34	34	84	84	84
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	(30)	993	(1,607)	59	354
기초현금	979	949	1,942	335	394
기말현금	949	1,942	335	394	748
FCF	(309)	1,855	(1,489)	198	490

자료 : 롯데케미칼 SK증권 추정

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	14,859	11,713	9,696	6,760	6,069
<b>매출원가</b>	14,059	9,646	7,611	5,458	4,844
<b>매출총이익</b>	800	2,067	2,085	1,302	1,225
매출총이익률 (%)	5.4	17.6	21.5	19.3	20.2
<b>판매비와관리비</b>	449	456	408	285	256
영업이익	351	1,611	1,676	1,017	969
영업이익률 (%)	2.4	13.8	17.3	15.0	16.0
비영업손익	(74)	(190)	(73)	(70)	(66)
<b>순금융비용</b>	52	75	11	9	13
외환관련손익	(13)	(45)	3	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1	(23)	1	0	0
세전계속사업이익	277	1,421	1,604	947	904
세전계속사업이익률 (%)	1.9	12.1	16.5	14.0	14.9
계속사업법인세	134	431	365	208	199
<b>계속사업이익</b>	144	991	1,239	739	705
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	144	991	1,239	739	705
<b>순이익률 (%)</b>	1.0	8.5	12.8	10.9	11.6
지배주주	147	993	1,150	665	634
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.0	8.5	11.9	9.8	10.5
비지배주주	(3)	(2)	89	74	70
<b>총포괄이익</b>	215	1,120	1,195	739	705
지배주주	215	1,121	1,106	665	634
비지배주주	(1)	(1)	88	74	70
EBITDA	843	2,099	2,182	1,523	1,475

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	(9.6)	(21.2)	(17.2)	(30.3)	(10.2)
영업이익	(28.0)	359.1	4.0	(39.3)	(4.7)
세전계속사업이익	(26.0)	412.6	12.8	(40.9)	(4.6)
EBITDA	(15.3)	149.1	4.0	(30.2)	(3.1)
EPS(계속사업)	(49.0)	575.8	15.9	(42.2)	(4.6)
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.3	14.2	14.4	7.6	6.7
ROA	1.4	9.1	10.5	6.0	5.4
EBITDA마진	5.7	17.9	22.5	22.5	24.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	210.0	251.9	124.0	118.3	130.6
부채비율	59.6	51.8	42.6	38.8	35.8
순차입금/자기자본	15.8	(7.4)	18.4	16.5	11.8
EBITDA/이자비용(배)	(0.2)	1.8	0.0	(0.4)	(0.0)
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	4,285	28,957	33,549	19,401	18,508
BPS	188,956	222,800	250,262	269,361	287,468
CFPS	19,648	46,989	52,543	37,907	36,823
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	37.3	8.4	8.0	13.8	14.5
PER(최저)					
PBR(최고)	0.8	1.1	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)					
PCR	8.1	5.2	5.1	7.1	7.3
EV/EBITDA(최고)	7.7	3.7	4.9	7.0	7.0
EV/EBITDA(최저)	0.9	2.9	4.4	8.0	3.2