

2017. 8. 2



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 370,000 원

현재주가 (8.1) 260,000 원

상승여력 42.3%

KOSPI 2,422.96pt

시가총액 16,900억원

발행주식수 650만주

유동주식비율 47.95%

외국인비중 14.02%

52주 최고/최저가 293,500원 / 195,500원

평균거래대금 141.4억원

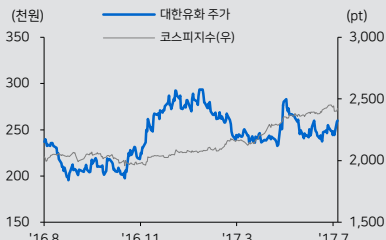
## 주요주주(%)

이승규 외 12인 41.42

국민연금공단 10.81

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.77	-8.13	9.70
상대주가	4.77	-20.89	0.98

## 주가그래프



## 대한유화 006650

## 불확실성 제거: 가동률 정상화!

- ✓ 에틸렌 80만톤/연 증설 후, 8월 설비 가동률 90% 상회하는 수준으로 회복
- ✓ 2Q17 수익성 악화는 일시적 효과: 정기보수, 일회성 비용 발생
- ✓ 2H17 증설 효과 및 가동률 정상화에 따라 매출액 증가 여부를 반드시 고려
- ✓ NCC Up-cycle이 본격화되는 과정 속, 외형 확대가 유일한 pure NCC기업
- ✓ 화학업종 최선호주로 제시하며, 투자의견 Buy와 적정주가 37만원 유지

## 8월 가동률 회복에 따른 증설된 체력 부각될 시기

동사는 6월 에틸렌 80만톤/연으로 증설을 완료했다. Platts에 의하면 6~7월 on-spec을 도달하는 과정 중 가동률은 60~80%로 점진적으로 상승했다. 기존 설비 대비 +70% 대규모 증설에 따른 생산환경 변화로 정상화 과정까지 비용이 발생한 것으로 파악된다.

8월 가동률은 90%를 상회하며, full 가동에 근접한 수준으로 회복된 것으로 확인된다. 가동률 상승과 제품가격 반등으로 2H17 매출액은 전기대비 +5,429억원, 영업이익은 +321억원 개선될 전망이다. 2H17 주가는 매출액 증가여부가 좌우하겠다. 이익은 7월 낮은 가동률에 따른 고정비 등 비용 증가로 더딘 회복 속도를 보이겠지만, 외형확대에 따른 매출액 증가여부가 증설효과를 증명하는 요인이기 때문이다.

## 2Q17 영업이익은 188억원(-80.9% YoY)으로 부진할 전망

동사의 2Q17 매출액과 영업이익은 각각 1,715억원(-57.6% YoY), 188억원(-80.9% YoY)으로 시장 예상치를 하회할 전망이다. 실적 부진은 (1) 45일간 진행된 정기보수에 따른 영업일수 감소와 (2) 증설된 설비의 가동률 정상화 과정에서 발생한 일회성 비용 등이 반영되었기 때문이다. 동사의 실적부진은 주가에 기 반영되었다는 점에서 주가 하락 요인은 아니라는 판단이다.

## 여전히 저평가 구간: 18년 추정치 기준 PER 5.7 배, PBR 1.0 배

동사는 (1) 제품이 하락, (2) 실적 악화 우려감, (3) 더딘 가동률 회복 등 최악의 구간을 통과했다. 2H17 중국 수요 회복과 제품가격 반등에 따른 NCC up-cycle이 마련된 가운데, 18년 이익은 3,759억원으로 설비 정상화에 따른 이익 규모 확대가 부각될 전망이다. 실적 변동에 따른 주가 상승이 가장 클 기업으로 판단, 적정주가 37만원을 유지하고 화학업종 최선호주로 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,727.0	271.2	228.0	30,846	212.7	157,591	5.6	1.1	3.7	21.5	47.7
2016	1,596.4	343.0	272.1	41,867	35.7	197,046	6.6	1.4	4.6	23.5	36.4
2017E	1,755.0	285.3	218.6	33,628	-19.7	222,736	7.7	1.2	4.8	16.0	35.3
2018E	2,687.1	375.9	296.1	45,552	35.5	264,487	5.7	1.0	3.4	18.6	32.3
2019E	2,783.4	471.8	371.1	57,097	25.3	317,784	4.6	0.8	2.2	19.5	28.2

그림1 대한유화 PER Band Chart(12M FWD)



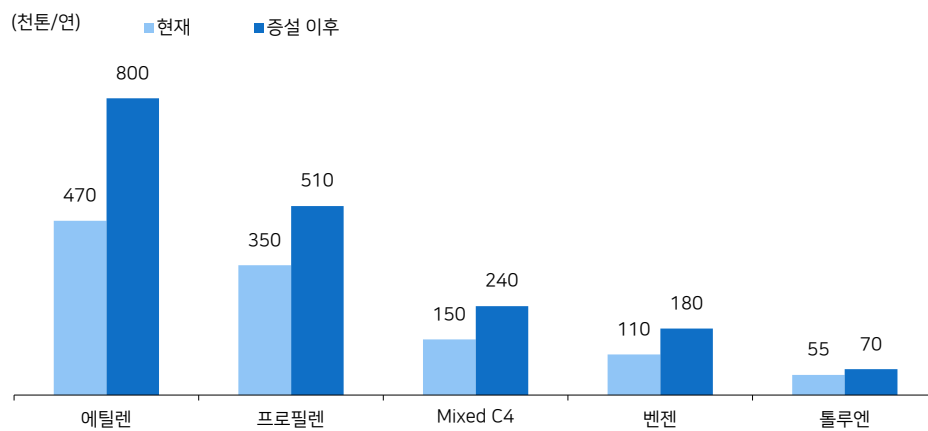
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 대한유화 PBR Band Chart(12M Trailing)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대한유화의 제품별 생산능력 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 대한유화(006650)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,727.0	1,596.4	1,755.0	2,687.1	2,783.4
매출액증가율 (%)	-15.9	-7.6	9.9	53.1	3.6
매출원가	1,400.7	1,200.6	1,273.4	1,949.6	2,128.7
매출총이익	326.3	395.8	481.7	737.5	654.7
판매비와관리비	55.1	52.8	196.4	361.6	182.9
영업이익	271.2	343.0	285.3	375.9	471.8
영업이익률 (%)	15.7	21.5	16.3	14.0	17.0
금융수익	-9.1	0.7	-0.1	2.5	5.5
종속/관계기업관련손익	7.0	7.5	4.8	4.0	4.0
기타영업외손익	-0.4	9.0	-2.1	8.0	8.0
세전계속사업이익	268.7	360.2	287.8	390.4	489.3
법인세비용	67.9	87.3	68.8	93.7	117.4
당기순이익	200.8	272.9	219.0	296.7	371.9
지배주주지분 순이익	228.0	272.1	218.6	296.1	371.1

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	323.7	322.6	162.5	334.3	477.5
당기순이익(손실)	200.8	272.9	219.0	296.7	371.9
유형자산감가상각비	64.0	64.4	70.6	83.6	95.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	4.0	-15.4	-151.0	-41.9	14.6
투자활동 현금흐름	-113.8	-278.0	-150.8	-158.5	-156.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-84.4	-262.7	-189.4	-160.0	-160.0
투자자산의 감소(증가)	-43.1	2.8	45.3	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	-135.9	-91.9	-34.5	-24.7	-24.7
차입금증감	-125.3	-73.9	-9.7	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	74.1	-47.3	-22.8	151.1	296.5
기초현금	60.3	134.4	87.0	64.3	215.4
기말현금	134.4	87.0	64.3	215.4	511.9

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	410.5	428.3	542.0	782.4	1,091.4
현금및현금성자산	134.4	87.0	64.3	215.4	511.9
매출채권	138.6	175.8	199.6	236.8	242.1
재고자산	128.7	138.7	243.3	288.7	295.1
비유동자산	1,118.6	1,335.4	1,435.3	1,511.7	1,576.7
유형자산	960.0	1,161.2	1,303.9	1,380.3	1,445.3
무형자산	5.0	5.3	6.5	6.5	6.5
투자자산	138.1	142.9	100.6	100.6	100.6
자산총계	1,529.1	1,763.6	1,977.3	2,294.1	2,668.0
유동부채	268.8	318.9	341.0	362.3	385.8
매입채무	29.0	70.6	81.2	89.3	98.3
단기차입금	50.0	43.0	78.0	78.0	78.0
유동성장기부채	90.5	85.5	50.0	50.0	50.0
비유동부채	224.7	151.7	174.5	198.0	201.3
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	58.0	48.8	48.8	48.8
부채총계	493.5	470.6	515.6	560.4	587.1
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	727.6	984.4	1,152.8	1,424.2	1,770.6
비지배주주지분	6.2	7.0	7.5	8.1	8.8
자본총계	1,035.6	1,293.1	1,461.8	1,733.8	2,080.9

### Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	265,687	245,596	270,008	413,397	428,214
EPS(지배주주)	30,846	41,867	33,628	45,552	57,097
CFPS	42,609	53,670	51,511	71,914	88,440
EBITDAPS	51,567	62,675	54,752	70,683	87,209
BPS	157,591	197,046	222,736	264,487	317,784
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	6.6	7.7	5.7	4.6
PCR	4.0	5.1	5.0	3.6	2.9
PSR	0.6	1.1	1.0	0.6	0.6
PBR	1.1	1.4	1.2	1.0	0.8
EBITDA	335.2	407.4	355.9	459.4	566.9
EV/EBITDA	3.7	4.6	4.8	3.4	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	23.5	16.0	18.6	19.5
EBITDA 이익률	19.4	25.5	20.3	17.1	20.4
부채비율	47.7	36.4	35.3	32.3	28.2
금융비용부담률	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	24.6	88.5	4,303.6	5,709.7	7,166.5
매출채권회전율(x)	11.8	10.2	9.4	12.3	11.6
재고자산회전율(x)	11.6	11.9	9.2	10.1	9.5

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 8월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p><b>Buy</b> 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p><b>Overweight</b> (비중확대)</p> <p><b>Neutral</b> (중립)</p> <p><b>Underweight</b> (비중축소)</p>

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## 대한유화(006650) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
2016.01.27	기업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
				담당자 변경	
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.04.06	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.04.27	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.05.30	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.07.10	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.08.02	기업브리프	Buy	370,000	노우호	