



▲ 정유/화학  
Analyst 노우호  
02. 6098-6668  
wooho.rho@meritz.co.kr

## Buy

|                    |                     |            |             |
|--------------------|---------------------|------------|-------------|
| <b>적정주가 (12개월)</b> | <b>370,000 원</b>    |            |             |
| 현재주가 (8.1)         | 260,000 원           |            |             |
| <b>상승여력</b>        | <b>42.3%</b>        |            |             |
| 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             |            |             |
| <b>주요주주(%)</b>     |                     |            |             |
| 이순규 외 12인          | 41.42               |            |             |
| 국민연금공단             | 10.81               |            |             |
| <b>주가상승률(%)</b>    | <b>1개월</b>          | <b>6개월</b> | <b>12개월</b> |
| 절대주가               | 2.77                | -8.13      | 9.70        |
| 상대주가               | 4.77                | -20.89     | 0.98        |

### 주가그래프



| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 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        |

merry meritz!

# 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, 영업 이익은 +321억원 개선될 전망이다. 2H17 주가는 매출액 증가여부가 좌우하겠다. 이익은 7월 낮은 가동률에 따른 고정비 등 비용 증가로 더딘 회복 속도를 보이겠으나, 외형확대에 따른 매출액 증가여부가 증설효과를 증명하는 요인인 때문이다.

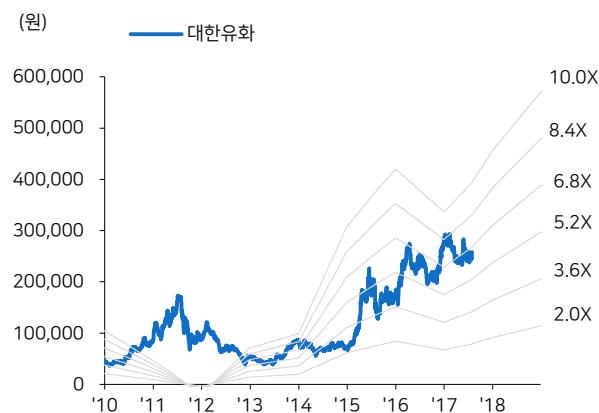
### 2Q17 영업이익은 188 억원(-80.9% YoY)으로 부진할 전망

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

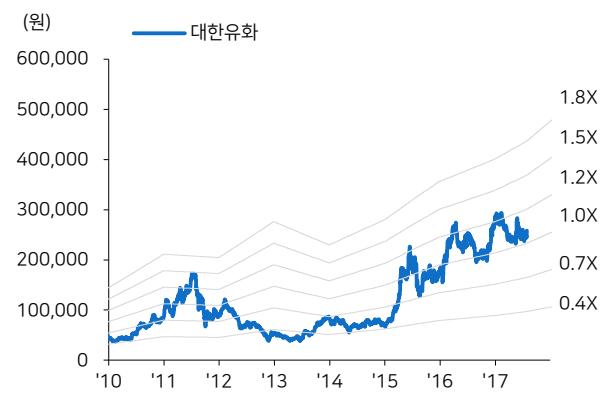
동사는 (1) 제품가 하락, (2) 실적 악화 우려감, (3) 더딘 가동률 회복 등 최악의 구간을 통과했다. 2H17 중국 수요 회복과 제품가격 반등에 따른 NCC up-cycle이 마련된 가운데, 18년 이익은 3,759억원으로 설비 정상화에 따른 이익 규모 확대가 부각될 전망이다. 실적 변동에 따른 주가 상승이 가장 클 기업으로 판단, 적정주가 37만원을 유지하고 화학업종 최선호주로 제시한다.

그림1 대한유화 PER Band Chart(12M FWD)



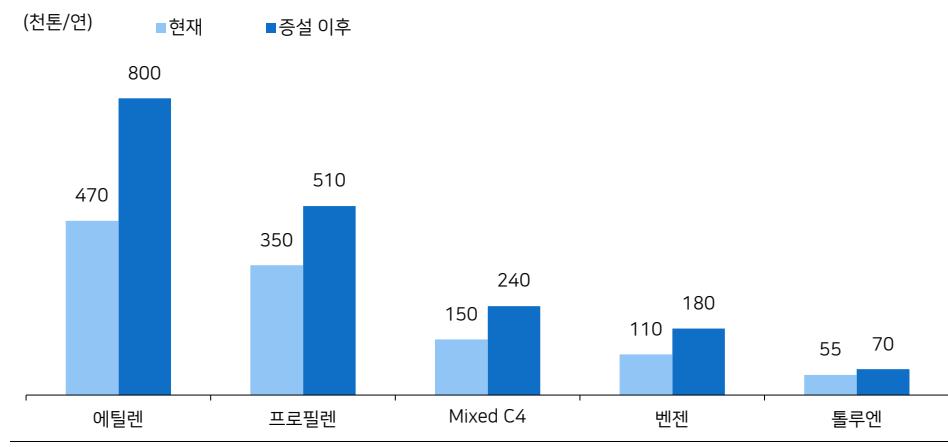
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 대한유화 PBR Band Chart(12M Trailing)



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 대한유화의 제품별 생산능력 변화



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## 대한유화(006650)

## Income Statement

| (십억원)        | 2015           | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>1,727.0</b> | <b>1,596.4</b> | <b>1,755.0</b> | <b>2,687.1</b> | <b>2,783.4</b> |
| 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          |
| <b>영업이익</b>  | <b>271.2</b>   | <b>343.0</b>   | <b>285.3</b>   | <b>375.9</b>   | <b>471.8</b>   |
| 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          |
| <b>당기순이익</b> | <b>200.8</b>   | <b>272.9</b>   | <b>219.0</b>   | <b>296.7</b>   | <b>371.9</b>   |
| 지배주주지분 순이익   | 228.0          | 272.1          | 218.6          | 296.1          | 371.1          |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)            | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동현금흐름</b>  | <b>323.7</b>  | <b>322.6</b>  | <b>162.5</b>  | <b>334.3</b>  | <b>477.5</b>  |
| 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          |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>-113.8</b> | <b>-278.0</b> | <b>-150.8</b> | <b>-158.5</b> | <b>-156.4</b> |
| 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           |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>-135.9</b> | <b>-91.9</b>  | <b>-34.5</b>  | <b>-24.7</b>  | <b>-24.7</b>  |
| 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          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>유동자산</b>  | <b>410.5</b>   | <b>428.3</b>   | <b>542.0</b>   | <b>782.4</b>   | <b>1,091.4</b> |
| 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          |
| <b>비유동자산</b> | <b>1,118.6</b> | <b>1,335.4</b> | <b>1,435.3</b> | <b>1,511.7</b> | <b>1,576.7</b> |
| 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          |
| <b>자산총계</b>  | <b>1,529.1</b> | <b>1,763.6</b> | <b>1,977.3</b> | <b>2,294.1</b> | <b>2,668.0</b> |
| <b>유동부채</b>  | <b>268.8</b>   | <b>318.9</b>   | <b>341.0</b>   | <b>362.3</b>   | <b>385.8</b>   |
| 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           |
| <b>비유동부채</b> | <b>224.7</b>   | <b>151.7</b>   | <b>174.5</b>   | <b>198.0</b>   | <b>201.3</b>   |
| 사채           | 49.9           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 장기차입금        | 70.0           | 58.0           | 48.8           | 48.8           | 48.8           |
| <b>부채총계</b>  | <b>493.5</b>   | <b>470.6</b>   | <b>515.6</b>   | <b>560.4</b>   | <b>587.1</b>   |
| 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            |
| <b>자본총계</b>  | <b>1,035.6</b> | <b>1,293.1</b> | <b>1,461.8</b> | <b>1,733.8</b> | <b>2,080.9</b> |

## Key Financial Data

|                               | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당데이터(원)</b>               |         |         |         |         |         |
| 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     |
| <b>Valuation(Multiple)</b>    |         |         |         |         |         |
| 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     |
| <b>Key Financial Ratio(%)</b> |         |         |         |         |         |
| 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 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 8월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 8월 2일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미  |
|------------------|---|
| 추천기준일 종가대비 4등급   | <p><b>Buy</b> 추천기준일 종가대비 +20% 이상</p> <p><b>Trading Buy</b> 추천기준일 종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p><b>Hold</b> 추천기준일 종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p><b>Sell</b> 추천기준일 종가대비 -20% 미만</p> |
| <b>산업</b>        | 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>   |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 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  | 투자의견      | 적정주가(원) | 담당자    | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-----------|---------|--------|----------------|
| 2015.09.16 | 산업분석  | StrongBuy | 250,000 | 황유식    | (원)            |
| 2015.10.05 | 산업분석  | StrongBuy | 310,000 | 황유식    | 400,000        |
| 2015.11.10 | 산업분석  | StrongBuy | 310,000 | 황유식    | 300,000        |
| 2015.12.07 | 산업브리프 | StrongBuy | 310,000 | 황유식    | 300,000        |
| 2016.01.27 | 기업브리프 | StrongBuy | 310,000 | 황유식    | 300,000        |
|            |       |           |         | 담당자 변경 | 200,000        |
| 2016.07.12 | 산업분석  | Buy       | 330,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2016.07.20 | 산업브리프 | Buy       | 330,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2016.07.28 | 기업브리프 | Buy       | 330,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2016.08.05 | 산업브리프 | Buy       | 330,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2016.08.19 | 산업브리프 | Buy       | 330,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2016.10.11 | 산업분석  | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2016.11.17 | 산업분석  | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.01.11 | 산업분석  | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.01.25 | 기업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.02.06 | 산업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.02.21 | 산업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.03.03 | 산업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.04.06 | 기업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.04.27 | 기업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.05.30 | 산업분석  | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.06.26 | 산업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.07.10 | 산업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |
| 2017.08.02 | 기업브리프 | Buy       | 370,000 | 노우호    | 200,000        |