

2018. 1. 15



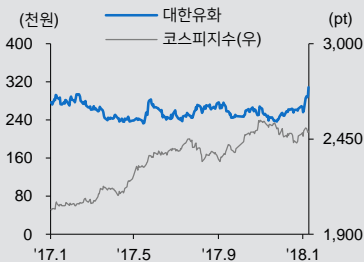
▲ 정유/화학
 Analysts 노우호
 02-6098-6668
 wooho.rho@meritz.co.kr
 RA 이민영
 02-6098-6656
 my.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	400,000 원
현재주가 (1.12)	308,500 원
상승여력	29.7%
KOSPI	2,496.42pt
시가총액	20,053억원
발행주식수	650만주
유동주식비율	48.45%
외국인비중	9.35%
52주 최고/최저가	308,500원/232,500원
평균거래대금	130.2억원
주요주주(%)	
이순규 외 12인	40.98
국민연금	11.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	20.0	28.8	5.7
상대주가	18.3	23.4	-11.7

주가그래프



대한유화 006650

NCC Up-cycle 과 증설의 기막힌 콜라보

- ✓ 18년 업황 호조가 지속된 가운데 절묘한 시기에 증설한 결과물이 도출될 원년의 해
- ✓ 4Q17 영업이익은 1,114억원, 17년 연간 이익은 2,915억원으로 추정
- ✓ 18년 연간 이익은 5,033억원(+72.7% YoY) 추정: 연간 이익 증익이 가장 큰 기업
- ✓ 개선되는 화학업황과 실적 견인의 주요 제품(HDPE, PP, MEG)의 스프레드 회복
- ✓ 화학업종 최선호주로 제시하며, 투자의견 Buy와 적정주가 40만원 상향 제시

4Q17 예상 영업이익 1,114억원: 증설효과, 정상 가동률의 결과물

동사는 17년 6월 에틸렌 80만톤/연을 비롯해 기초유분 중심으로 증설을 완료, 9월말부터 정상 가동 상태를 구축했다. On-spec 과정에서 발생한 일시적인 트러블은 소멸되었고, 18년 1월 현재 100% 정상 가동 중으로 확인된다. 증설 효과가 온기로 반영된 4Q17 매출액은 6,022억원(+14.5% QoQ), 영업이익 1,114억원(+32.9% QoQ)으로 증가하겠다.

18년 이익 5,033억원(+73% YoY): 업황 호황 지속+증설 절묘한 타이밍

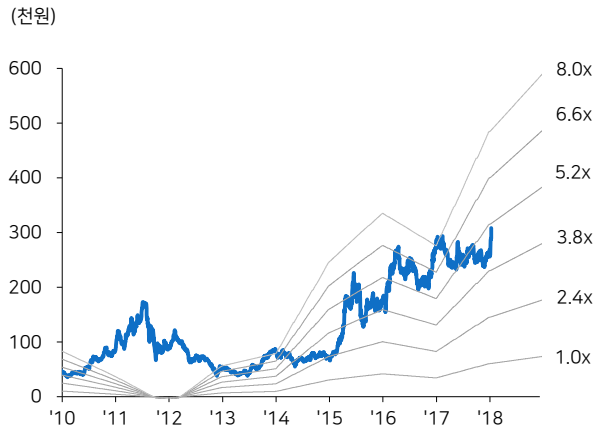
18년 연간 이익은 5,033억원으로 +73% YoY 증가할 전망이다. 동사는 과거 에틸렌 부족분을 외부에서 구입했고, 증설 후 약 15만톤 이상을 외부판매 중에 있다. 17년 12월부터 업황 개선에 따른 주요 제품 판가 상승으로 P상승과 증설에 따른 Q 증가 효과가 예상된다. 또한 시장의 예상과 다르게 18년 한층 강화된 업황이 예상된다. 이는 중국의 환경규제에 따른 자국 내 설비들의 가동률 저하 및 물량 감소, 페플라스틱 수입 중단에 따른 신규 수지 수요 치환 효과가 예상. 악재보다 호재가 많기 때문이다. 동사의 주요 다운스트림 HDPE, PP, MEG는 18년 타이탄 수급이 지속됨이 예상되는 바 연간 이익 우상향이 가능하다는 판단이다.

추가 상승여력을 갖춘 저평가: 18년 추정치 기준 PER 4.0배, PBR 0.9배

18년 화학 업황의 불확실성은 북미 ECC 증설에 따른 공급이다. 이미 주가에 반영된 이슈이며, 오히려 앞서 언급한 중국의 환경규제의 파급력과 경기확장에 따른 업황 호황이 지속되겠다. 18년 업황의 악재와 호재를 모두 감안해도 동사는 선제적으로 대응한 증설 효과로 연간 이익 규모는 가장 큰 폭으로 증가하겠다. 화학업종 최선호주로 제시, 적정주가는 기존 37만원에서 40만원으로 상향한다.

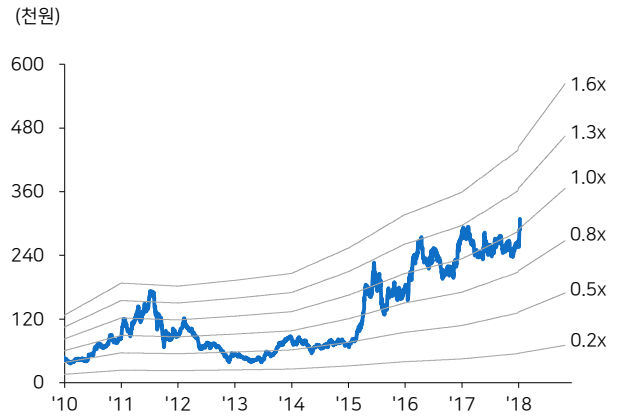
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,596.4	343.0	272.1	41,867	35.9	197,854	6.6	1.4	4.6	23.5	36.4
2017F	1,786.4	291.5	224.3	34,506	-17.8	224,267	7.6	1.2	4.2	16.3	44.1
2018E	2,805.0	503.4	393.9	60,598	75.4	281,065	5.1	1.1	2.0	24.0	37.7
2019E	2,809.7	570.2	451.7	69,494	14.7	346,758	4.4	0.9	1.3	22.1	31.6
2020E	2,814.4	571.7	452.7	69,647	0.2	412,605	4.4	0.7	0.7	18.3	25.3

그림1 대한유화 PER Band Chart(12M FWD)



자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 대한유화 PBR Band Chart(12M Trailing)



자료: 메리츠증권리서치센터

표1 대한유화 4Q17E 실적 추정치

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	602.2	436.7	37.9	525.8	14.5	624.9	-3.6
영업이익	111.4	97.8	13.9	83.8	32.9	102.9	8.3
세전이익	113.0	102.1	10.7	87.5	29.1	110.8	2.0
순이익(지배)	86.0	77.4	11.1	66.6	29.1	85.4	0.7

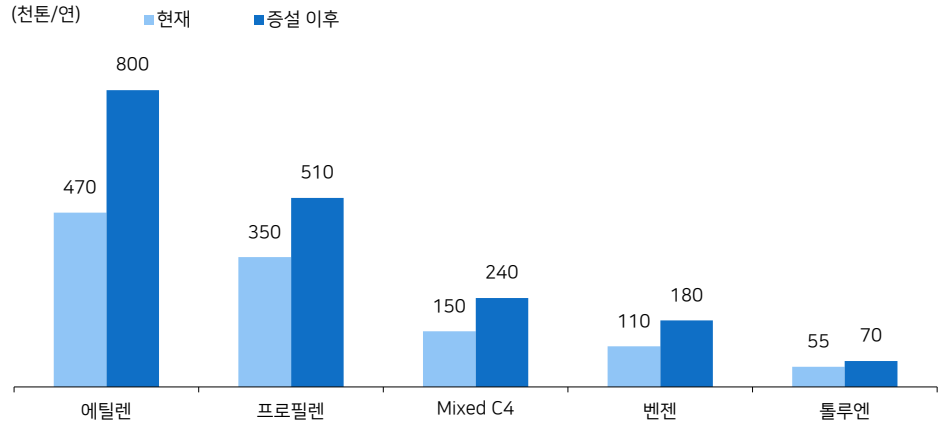
자료: 메리츠증권리서치센터

표2 대한유화 분기별 실적추정치

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	434.6	223.8	525.8	602.2	676.4	703.5	710.0	715.1	1,596.4	1,786.4	2,805.0
영업이익	107.8	-11.6	83.8	111.4	109.6	129.3	131.8	132.7	343.0	291.5	503.3
%OP	24.8%	-5.2%	15.9%	18.5%	16.2%	18.4%	18.6%	18.6%	21.5%	16.3%	17.9%
세전이익	100.8	-6.7	87.5	113.0	112.0	133.0	136.0	136.6	360.2	294.6	517.5
순이익(지배)	76.7	-5.0	66.6	86.0	85.2	101.2	103.5	103.9	272.1	224.3	393.9
%YoY											
매출액	10.2%	-44.7%	45.8%	37.9%	55.6%	214.3%	35.0%	18.7%	-7.6%	11.9%	57.0%
영업이익	38.4%	적전	21.6%	13.9%	1.7%	흑전	57.3%	19.1%	26.5%	-15.0%	72.7%
세전이익	22.8%	적전	18.7%	10.7%	11.1%	흑전	55.4%	20.9%	34.1%	-18.2%	75.7%
당기순이익	21.9%	적전	19.4%	11.1%	11.1%	흑전	55.4%	20.8%	35.7%	-17.6%	75.6%
% QoQ											
매출액	-0.5%	-48.5%	134.9%	14.5%	12.3%	4.0%	0.9%	0.7%			
영업이익	10.2%	적전	흑전	32.9%	-1.6%	18.0%	1.9%	0.7%			
세전이익	-1.3%	적전	흑전	29.1%	-0.9%	18.8%	2.3%	0.4%			
당기순이익	-0.9%	적전	흑전	29.1%	-0.9%	18.8%	2.3%	0.4%			

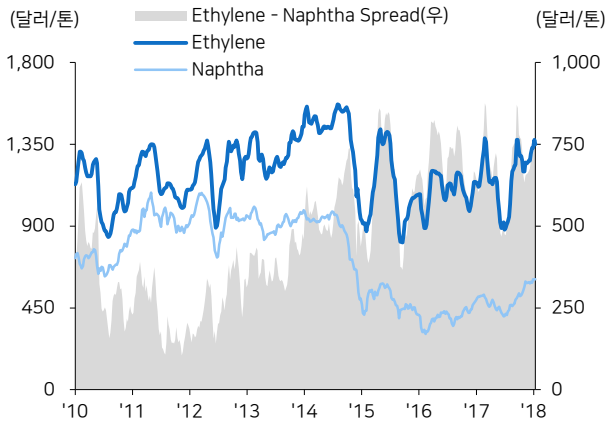
자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 대한유화의 제품별 생산능력 변화



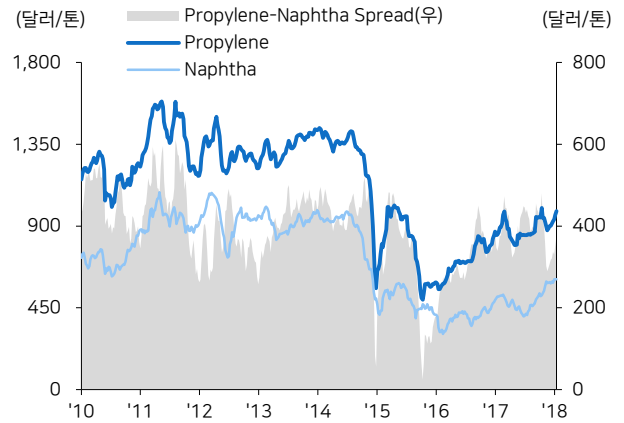
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 에틸렌 스프레드 추이



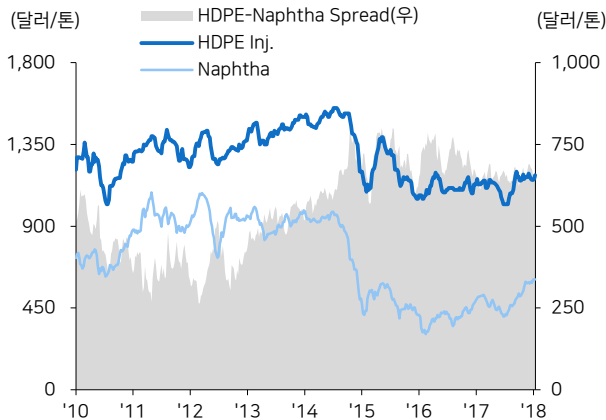
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림5 프로필렌 스프레드 추이



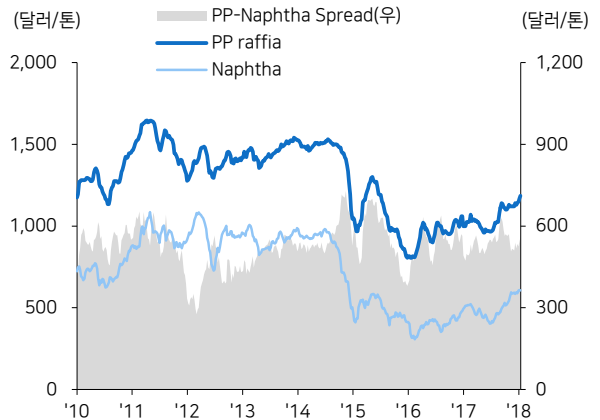
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 HDPE 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PP 스프레드 추이



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

대한유화 (006650)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	1,596.4	1,786.4	2,805.0	2,809.7	2,814.4
매출액증가율 (%)	-7.6	11.9	57.0	0.2	0.2
매출원가	1,200.6	1,453.2	2,267.6	2,148.8	2,152.4
매출총이익	395.8	333.2	537.4	660.9	662.0
판매관리비	52.8	41.7	34.1	90.7	90.3
영업이익	343.0	291.5	503.4	570.2	571.7
영업이익률	21.5	16.3	17.9	20.3	20.3
금융손익	0.7	-2.9	2.2	11.3	22.8
중속/관계기업손익	7.5	7.2	4.0	4.0	0.0
기타영업외손익	9.0	-1.2	8.0	8.0	0.0
세전계속사업이익	360.2	294.6	517.5	593.5	594.4
법인세비용	87.3	70.3	124.2	142.4	142.4
당기순이익	272.9	224.3	393.3	451.1	452.1
지배주주지분 손이익	272.1	224.3	393.9	451.7	452.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	322.6	271.0	659.3	729.0	611.1
당기순이익(손실)	272.9	224.3	393.3	451.1	452.1
유형자산상각비	64.4	146.0	304.2	259.7	159.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-15.4	-91.3	-34.3	22.3	-0.2
투자활동 현금흐름	-278.0	-257.0	-158.6	-156.1	-0.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-262.7	-300.1	-160.0	-160.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	2.8	52.0	4.0	4.0	-0.2
재무활동 현금흐름	-91.9	81.1	-24.7	-24.7	-60.2
차입금의 증감	-73.9	114.8	0.0	0.0	-35.5
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-47.3	95.0	476.0	548.3	550.7
기초현금	134.4	87.1	182.1	658.0	1,206.3
기말현금	87.1	182.1	658.0	1,206.3	1,757.1

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	428.3	621.6	1,180.0	1,730.0	2,281.6
현금및현금성자산	87.1	182.1	658.0	1,206.3	1,757.1
매출채권	175.8	216.4	257.0	257.8	258.2
재고자산	138.7	190.3	226.0	226.7	227.1
비유동자산	1,335.4	1,479.4	1,335.2	1,235.5	1,076.4
유형자산	1,161.2	1,355.4	1,211.2	1,111.5	952.2
무형자산	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
투자자산	142.9	98.2	98.2	98.2	98.3
자산총계	1,763.6	2,101.1	2,515.2	2,965.5	3,358.0
유동부채	318.9	363.5	384.8	408.3	373.2
매입채무	70.6	81.2	89.3	98.3	98.4
단기차입금	43.0	115.0	115.0	115.0	115.0
유동성장기부채	85.5	35.5	35.5	35.5	0.0
비유동부채	151.7	279.9	304.1	304.6	304.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	58.0	150.8	150.8	150.8	150.8
부채총계	470.6	643.5	689.0	712.9	678.1
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	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	984.5	1,158.0	1,527.2	1,954.2	2,382.2
비지배주주지분	7.0	-0.1	-0.7	-1.3	-2.0
자본총계	1,293.1	1,457.6	1,826.2	2,252.6	2,679.9

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	245,597	274,831	431,539	432,263	432,987
EPS(지배주주)	41,867	34,506	60,598	69,494	69,647
CFPS	53,670	64,049	125,471	128,913	112,448
EBITDAPS	62,675	67,301	124,241	127,682	112,448
BPS	197,854	224,267	281,065	346,758	412,605
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	6.6	7.6	5.1	4.4	4.4
PCR	5.1	4.1	2.5	2.4	2.7
PSR	1.1	1.0	0.7	0.7	0.7
PBR	1.4	1.2	1.1	0.9	0.7
EBITDA	407.4	437.5	807.6	829.9	730.9
EV/EBITDA	4.6	4.2	2.0	1.3	0.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.5	16.3	24.0	22.1	18.3
EBITDA 이익률	25.5	24.5	28.8	29.5	26.0
부채비율	36.4	44.1	37.7	31.6	25.3
금융비용부담률	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	88.5	75.0	64.6	73.1	77.9
매출채권회전율(x)	10.2	9.1	11.9	10.9	10.9
재고자산회전율(x)	11.9	10.9	13.5	12.4	12.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호, 이민영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4 등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3 등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대한유화 (006650) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	피리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	-24.3	-23.6	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-25.3	-23.6	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	-26.4	-23.6	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-27.6	-23.6	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-32.7	-23.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	370,000	노우호	-43.3	-38.4	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	-36.4	-22.4	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	-34.8	-20.9	
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-34.0	-20.9	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.7	-20.7	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.04.06	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.4	-20.7	
2017.04.27	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.5	-20.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.07.10	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.08.02	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.8	-20.7	
2017.09.13	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.7	-20.7	
2017.10.11		1년 경과			-31.8	-27.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	370,000	노우호	-30.5	-16.6	
2018.01.15	기업브리프	Buy	400,000	노우호	-	-	