



2018년 5월 3일 | Equity Research

대한유화 (006650)

예상치에 부합한 실적. 2Q18는 영업이익 사상 최대치 갱신 예상

1Q18 영업이익 컨센 부합. 지배순이익은 사상최대치

1Q18 영업이익은 1,038억원(QoQ -0.4%, YoY -4%)으로 시장 예상치(1,111억원)에 부합했다. 지배주주순이익은 819억원(QoQ +8%, YoY +7%)으로 사상최대치를 시현했다. 영업이익은 1월 중 증설 설비의 단기 가동중단 이슈에 따른 일회성 비용 발생과 부정적인 환율효과가 동시에 작용했음을 감안할 때 견조한 실적이었다고 평가한다. 이는 증설한 NCC의 가동률이 95% 이상으로 유지되면서 기초유분(에틸렌 등) 판매량이 늘어난 영향이다. PE/PP의 가동률은 75%로 큰 변화가 없었던 것으로 판단된다. 이는 기초유분 외부 판매량 증가에 따른 영향이다.

2Q18 실적 사상최대치를 갱신할 전망

2Q18 영업이익/지배순이익은 각각 1,122억원(QoQ +8%, YoY 흑전)/874억원(QoQ +7%, YoY 흑전)을 예상한다. 영업이익은 이전 사상 최대 수치였던 1Q17(1,078억원)을 약 1년 만에 재차 넘어서는 셈이다. 증설에 따른 물량효과가 기본적으로 작용하는데다, 4월 초부터 재개된 재고확보 움직임이 6~7월까지 지속됨에 따라 HDPE, PP, BD, MEG의 마진이 점진적으로 회복될 것으로 기대하기 때문이다.

2018년 사상 최대 실적 예상. 반면, 극심하게 저평가된 주가

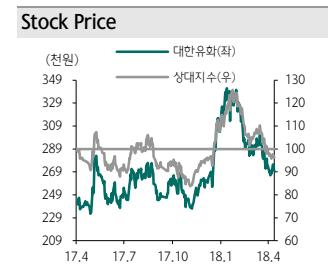
투자의견 BUY, 목표가 47만원을 유지한다. 2018년 영업이익 추정치는 4,479억원으로 전년 대비 58% 개선되며 사상 최대 연간 실적을 갱신할 것으로 전망된다. 참고로, 대한유화는 2007년과 2011년에 사상 최대 12M Forward PBR인 1.5~1.6배를 기록한 바 있다. 과거 대비 현재의 NCC Capa 는 두 배 가량 확장되어 규모의 경제가 달성되었고, 2018년 추정 영업이익은 사상최대치를 기록하며 2007년과 2011년 대비 각각 5.5배, 10.9배 증가할 전망이다. 하지만, 현 주가는 2018년 기준 PBR 0.97배, PER 5배로 예상 ROE 21.3% 와 2007, 2011년 고점 Valuation 대비 현저하게 저평가되어 있다고 판단한다. 미국 ECC 증설에도 불구하고 PE 업황은 호황이 유지되고 있고, PP/BD는 지금부터 2020년까지 Up-Cycle에 진입할 전망이다. 이익의 대폭 증가와 극심한 저평가를 감안할 때 지금이 저가매수 타이밍이라 판단한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 470,000원 | CP(5월 2일): 270,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,505.61		
52주 최고/최저(원)	342,000/232,500	매출액(십억원)	2,556.7 2,624.0
시가총액(십억원)	1,755.0	영업이익(십억원)	450.3 457.7
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	343.5 350.7
발행주식수(천주)	6,500.0	EPS(원)	52,620 54,078
60일 평균 거래량(천주)	40.5	BPS(원)	288,973 340,400
60일 평균 거래대금(십억원)	12.2		
18년 배당금(예상,원)	4,000		
18년 배당수익률(예상,%)	1.48		
외국인지분율(%)	8.64		
주요주주 지분율(%)			
이순규 외 12 인	40.31		
국민연금	13.14		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(7.5) 0.7 13.0		
상대	(9.8) 2.4 0.1		



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,596.4	1,779.4	2,570.0	2,754.1	2,848.1
영업이익	십억원	343.0	284.2	447.9	475.6	496.6
세전이익	십억원	360.2	280.1	458.9	494.0	521.8
순이익	십억원	272.1	214.3	348.8	374.0	395.1
EPS	원	41,867	32,972	53,655	57,539	60,784
증감률	%	35.7	(21.2)	62.7	7.2	5.6
PER	배	6.58	7.99	5.03	4.69	4.44
PBR	배	1.39	1.16	0.97	0.82	0.70
EV/EBITDA	배	4.63	5.07	3.34	2.60	1.96
ROE	%	23.51	15.53	21.33	18.97	16.94
BPS	원	198,414	227,206	277,060	330,798	387,781
DPS	원	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정연
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 대한유화 1Q18 실적 Review

(십억원, %, %p)

	1Q18P	4Q17	1Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	613.2	595.2	434.6	41.1	3.0	611.6	0.3	630.9	-2.8
영업이익	103.8	104.1	107.8	-3.7	-0.3	104.9	-1.0	111.1	-6.6
세전이익	106.8	98.5	100.8	6.0	8.4	107.7	-0.8	112.6	-5.2
순이익	81.9	76.0	76.7	6.8	7.8	81.5	0.5	83.1	-1.4
영업이익률	16.9	17.5	24.8	-7.9	-0.6	17.2	-0.2	17.6	-0.7
세전이익률	17.4	16.5	23.2	-5.8	0.9	17.6	-0.2	17.8	-0.4
순이익률	13.4	12.8	17.6	-4.3	0.6	13.3	0.0	13.2	0.2

자료: 하나금융투자

표 2. 대한유화 연간 실적 추정치 변경내역

(십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,570.0	2,563.9	0.2	2,754.1	2,747.9	0.2
영업이익	447.9	459.3	-2.5	475.6	498.8	-4.7
세전이익	458.9	470.4	-2.4	494.0	517.6	-4.6
순이익	348.8	356.2	-2.1	374.0	391.9	-4.6
영업이익률	17.4	17.9	-0.5	17.3	18.2	-0.9
세전이익률	17.9	18.3	-0.5	17.9	18.8	-0.9
순이익률	13.6	13.9	-0.3	13.6	14.3	-0.7

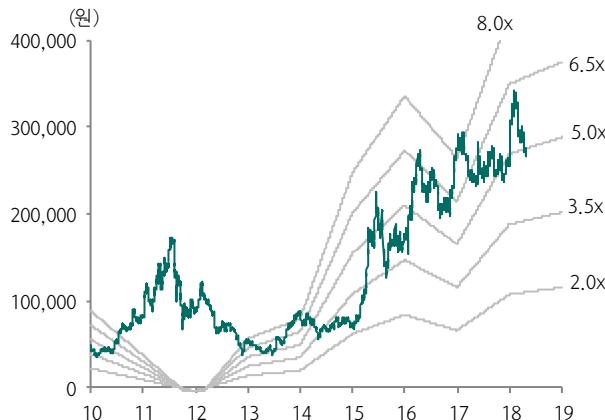
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	434.6	223.8	525.8	595.2	613.2	634.3	659.3	663.3	1,779.4	2,570.0	2,754.1
QoQ(%)	-0.5%	-48.5%	134.9%	13.2%	3.0%	3.4%	3.9%	0.6%			
YoY(%)	10.2%	-44.7%	45.8%	36.3%	41.1%	183.4%	25.4%	11.4%	11.5%	44.4%	7.2%
영업이익	107.8	(11.6)	83.8	104.1	103.8	112.2	126.4	105.5	284.2	447.9	475.6
영업이익률(%)	24.8%	-5.2%	15.9%	17.5%	16.9%	17.7%	19.2%	15.9%	16.0%	17.4%	17.3%
QoQ(%)	10.3%	적전	흑전	24.2%	-0.4%	8.1%	12.7%	-16.5%			
YoY(%)	38.5%	적전	21.7%	6.5%	-3.8%	흑전	50.8%	1.3%	-17.1%	57.6%	6.2%
당기순이익	76.9	(4.9)	66.5	76.0	81.9	87.4	98.6	80.8	214.5	348.8	375.4
QoQ(%)	-0.8%	적전	흑전	14.4%	7.7%	6.8%	12.8%	-18.1%			
YoY(%)	21.8%	적전	18.9%	-1.9%	6.5%	흑전	48.4%	6.3%	-21.4%	62.6%	7.6%
지배순이익	76.7	-5.0	66.6	76.0	81.9	87.4	98.6	80.8	214.3	348.8	374.0

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

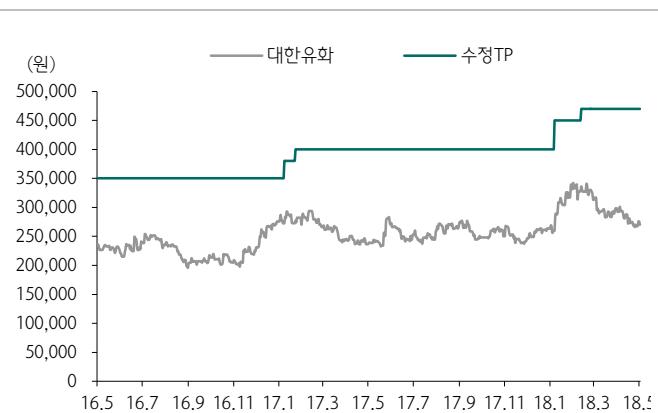
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		1,596.4	1,779.4	2,570.0	2,754.1	2,848.1
매출원가		1,200.6	1,444.0	2,066.5	2,219.6	2,289.7
매출총이익		395.8	335.4	503.5	534.5	558.4
판관비		52.8	51.2	55.6	58.9	61.8
영업이익		343.0	284.2	447.9	475.6	496.6
금융손익		0.7	(5.7)	(3.2)	4.2	11.1
종속/관계기업손익		7.5	7.4	7.4	7.4	7.4
기타영업외손익		9.0	(5.8)	6.8	6.8	6.8
세전이익		360.2	280.1	458.9	494.0	521.8
법인세		87.3	65.6	110.1	118.5	125.2
계속사업이익		272.9	214.5	348.8	375.4	396.6
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		272.9	214.5	348.8	375.4	396.6
비지배주주지분순이익		0.8	0.1	0.0	1.4	1.5
지배주주순이익		272.1	214.3	348.8	374.0	395.1
지배주주지분포괄이익		275.2	213.9	348.5	375.2	396.3
NOPAT		259.9	217.6	340.4	361.5	377.4
EBITDA		407.4	379.3	491.2	525.4	552.8
성장성(%)						
매출액증가율		(7.6)	11.5	44.4	7.2	3.4
NOPAT증가율		28.3	(16.3)	56.4	6.2	4.4
EBITDA증가율		21.5	(6.9)	29.5	7.0	5.2
영업이익증가율		26.5	(17.1)	57.6	6.2	4.4
(지배주주)순익증가율		35.7	(21.2)	62.8	7.2	5.6
EPS증가율		35.7	(21.2)	62.7	7.2	5.6
수익성(%)						
매출총이익률		24.8	18.8	19.6	19.4	19.6
EBITDA이익률		25.5	21.3	19.1	19.1	19.4
영업이익률		21.5	16.0	17.4	17.3	17.4
계속사업이익률		17.1	12.1	13.6	13.6	13.9
투자지표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		41,867	32,972	53,655	57,539	60,784
BPS		198,414	227,206	277,060	330,798	387,781
CFPS		53,255	47,436	76,167	81,419	85,646
EBITDAPS		62,675	58,356	75,573	80,826	85,052
SPS		245,596	273,758	395,390	423,706	438,167
DPS		4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)						
PER		6.6	8.0	5.0	4.7	4.4
PBR		1.4	1.2	1.0	0.8	0.7
PCFR		5.2	5.6	3.5	3.3	3.2
EV/EBITDA		4.6	5.1	3.3	2.6	2.0
PSR		1.1	1.0	0.7	0.6	0.6
재무비율(%)						
ROE		23.5	15.5	21.3	19.0	16.9
ROA		16.5	11.5	16.1	14.7	13.5
ROIC		20.3	14.3	20.2	20.7	20.6
부채비율		36.4	33.8	31.4	27.4	23.8
순부채비율		6.9	14.4	(6.4)	(18.2)	(26.9)
이자보상배율(배)		88.5	63.9	100.7	116.9	122.1

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		428.3	411.7	713.2	996.4	1,291.2
금융자산		97.1	9.7	301.9	576.8	863.1
현금성자산		87.0	9.7	301.9	576.8	863.1
매출채권 등		190.3	223.0	227.4	232.0	236.6
재고자산		138.7	174.2	177.7	181.2	184.9
기타유동자산		2.2	4.8	6.2	6.4	6.6
비유동자산		1,335.4	1,558.9	1,648.3	1,739.5	1,828.7
투자자산		142.9	143.2	147.5	150.7	153.7
금융자산		5.0	3.3	4.7	5.1	5.2
유형자산		1,161.2	1,389.2	1,474.4	1,562.3	1,648.5
무형자산		5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
기타비유동자산		26.0	20.8	20.7	20.8	20.8
자산총계		1,763.6	1,970.6	2,361.5	2,735.9	3,119.9
유동부채		318.9	260.2	284.6	298.4	305.5
금융부채		128.5	80.0	45.0	45.0	45.0
매입채무 등		122.3	123.5	178.4	191.2	197.7
기타유동부채		68.1	56.7	61.2	62.2	62.8
비유동부채		151.7	237.2	279.7	289.5	294.6
금융부채		58.0	141.5	141.5	141.5	141.5
기타비유동부채		93.7	95.7	138.2	148.0	153.1
부채총계		470.6	497.4	564.3	588.0	600.1
지배주주지분		1,286.1	1,473.2	1,797.3	2,146.6	2,516.9
자본금		41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금		264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
자본조정		(3.6)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액		(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금		984.4	1,173.7	1,497.8	1,847.1	2,217.5
비지배주주지분		7.0	0.0	0.0	1.4	2.9
자본총계		1,293.1	1,473.2	1,797.3	2,148.0	2,519.8
순금융부채		89.4	211.8	(115.4)	(390.3)	(676.6)
현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		322.6	227.9	480.0	435.7	451.8
당기순이익		272.9	214.5	348.8	375.4	396.6
조정		65.1	93.3	38.6	45.0	51.5
감가상각비		64.4	95.1	43.3	49.8	56.3
외환거래손익		(0.2)	0.1	2.6	2.6	2.6
지분법손익		(7.5)	(7.4)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
기타		8.4	5.5	0.1	0.0	0.0
영업활동자산부채변동		(15.4)	(79.9)	92.6	15.3	3.7
투자활동 현금흐름		(278.0)	(306.3)	(128.0)	(136.2)	(140.8)
투자자산감소(증가)		2.8	7.1	3.1	4.2	4.3
유형자산감소(증가)		(262.7)	(318.2)	(128.5)	(137.7)	(142.4)
기타		(18.1)	4.8	(2.6)	(2.7)	(2.7)
재무활동 현금흐름		(91.9)	1.1	(59.7)	(24.7)	(24.7)
금융부채증가(감소)		(73.9)	35.0	(35.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		0.5	(9.2)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급		(18.5)	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(24.7)
현금의 증감		(47.3)	(77.4)	292.2	274.9	286.3
Unlevered CFO		346.2	308.3	495.1	529.2	556.7
Free Cash Flow		59.8	(90.5)	351.5	298.0	309.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대한유화



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.2.13	BUY	470,000		
18.1.8	BUY	450,000	-29.50%	-24.00%
17.1.24	BUY	400,000	-35.82%	-26.63%
17.1.9	BUY	380,000	-25.63%	-23.03%
16.5.24	BUY	350,000	-34.47%	-18.00%
16.1.26	BUY	280,000	-16.20%	-1.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.0%	7.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 05월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.