



하나금융그룹

2018년 6월 8일 | Equity Research

대한유화 (006650)

폴리에틸렌(PE)에 대한 오해를 풀면 주가가 보인다

HDPE 비중 100%. HDPE는 수급이 매우 좋다

대한유화의 주가가 최근 3~4개월 동안 고점 대비 약 27% 가량 하락했다. 하지만, 이는 폴리에틸렌(PE)에 대한 시장의 단순한 접근이 불러온 오해에서 비롯되었다고 판단한다. 대한유화는 전체 PE중 HDPE의 비중이 100%다. 미국 중심의 PE증설은 대부분 LD/LLD에 집중되어 있으나, 대한유화는 이에 대한 노출이 전혀 없기에 미국 증설에 따른 피해에서 안전한 것이다. 실제 HDPE는 글로벌 증설이 2017~18년 매년 3%에 그치지만, LD/LLD는 동 기간 매년 각각 6%/9% 씩 늘어난다. 또한 HDPE는 중국 가스관용 수요 증가의 수혜가 가능하다. 즉, HDPE는 공급증분도 적고, 수요 또한 큰 폭으로 증가해 2019년까지 수급밸런스가 역사적 고점 수준 까지 도달하면서 견조한 마진 흐름을 지속할 가능성이 높다.

중국의 PE 수입량 호조는 지속 중. HDPE가 주도

중국의 4월 누적 PE수입량은 447만톤(YoY +12%)으로 호조세를 기록했고, 5월 또한 1~4월 평균(112만톤)보다 많은 120만톤을 기록하며 호조세를 이어가고 있다. ICIS는 2018년 중국 PE수입량이 YoY +10.2%로 호조세를 이어갈 것으로 전망하는데, 1) Waste PE 수입제한 2) 가스관용 HDPE 파이프 수요 증가 3) 전자상거래 시장 성장에 따른 패키징 수요 증가를 주요인으로 꼽고 있다. 특히 HDPE는 중국 PE 수입의 50%를 차지하면서 전체 PE수입을 주도하고 있다.

오해가 낳은 과도한 저평가 국면. 저점 매수구간 진입

대한유화는 2017년 상반기 NCC를 기준 47만톤/년에서 80만톤/년으로 증설해 현재 증설효과가 온기 반영되고 있고, 올해 8월 말에는 HDPE 5만톤/년, PP 5만톤/년을 완공해 이 또한 2019년 매출증대에 기여(1,300억원 추정, 2018년 추정치의 5% 증대 효과)할 수 있다. 특히, HDPE/PP는 수급상 2020년까지 우호적인 국면이기에 이익기여도는 높아질 가능성이 충분하다. 2018년 영업이익은 4,479억원으로 전년 대비 58% 급증하며 사상최대치를 갱신할 전망이다. 하지만, 현 주가는 12M Fwd 기준 PER 4.6배, PBR 0.85배로 ROE 21%를 감안할 때 절대적인 저평가 구간이며, 2007년/2011년 역사적 고점 PBR 1.5배 대비로도 현저한 저평가 구간이다. 현 시점은 펀더먼털을 감안한 저점 매수 구간이다.

Update

BUY

| TP(12M): 470,000원 | CP(6월 7일): 256,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,470.58		
52주 최고/최저(원)	342,000/237,000	매출액(십억원)	2,528.7 2,597.9
시가총액(십억원)	1,667.3	영업이익(십억원)	423.0 428.2
시가총액비중(%)	0.14	순이익(십억원)	324.9 332.4
발행주식수(천주)	6,500.0	EPS(원)	49,998 51,124
60일 평균 거래량(천주)	38.2	BPS(원)	286,923 336,491
60일 평균 거래대금(십억원)	10.4		
18년 배당금(예상,원)	4,000		
18년 배당수익률(예상,%)	1.56		
외국인지분율(%)	8.33		
주요주주 지분율(%)			
이순규 외 12 인	40.25		
국민연금	13.14		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.8) 3.2 (3.2)		
상대	(4.1) 2.9 (7.5)		

Stock Price



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	4.78	4.46	4.22
PBR	배	1.39	1.16	0.93	0.78	0.66
EV/EBITDA	배	4.63	5.07	3.16	2.43	1.80
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

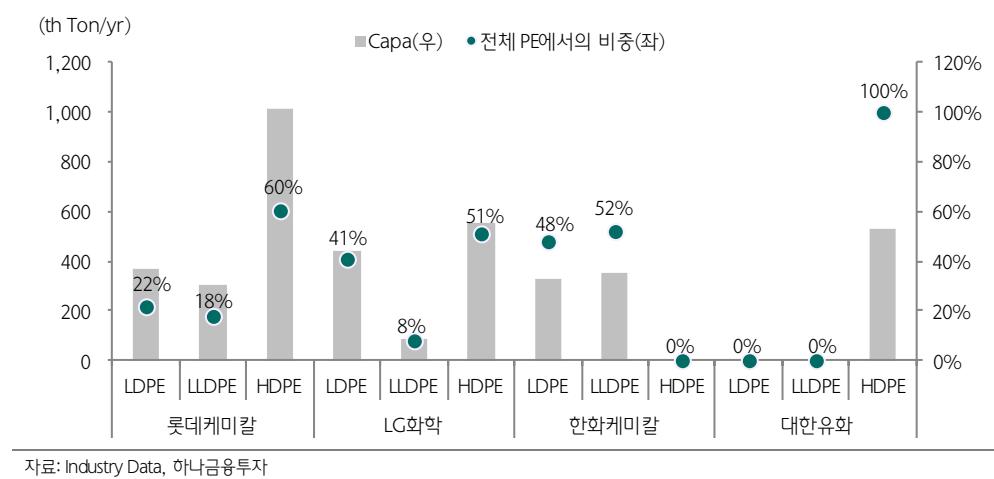


Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

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

대한유화는 국내 PE 업체 중
HDPE 비중이 100%로
여타 업체 대비 압도적으로
비중이 높음

그림 1. 국내 상장 PE업체의 Grade별 비중 비교



2019년까지 HDPE 수급은 매우
タイト한 상황이 전개될 전망

그림 2. 글로벌 HDPE 중장기 수급전망

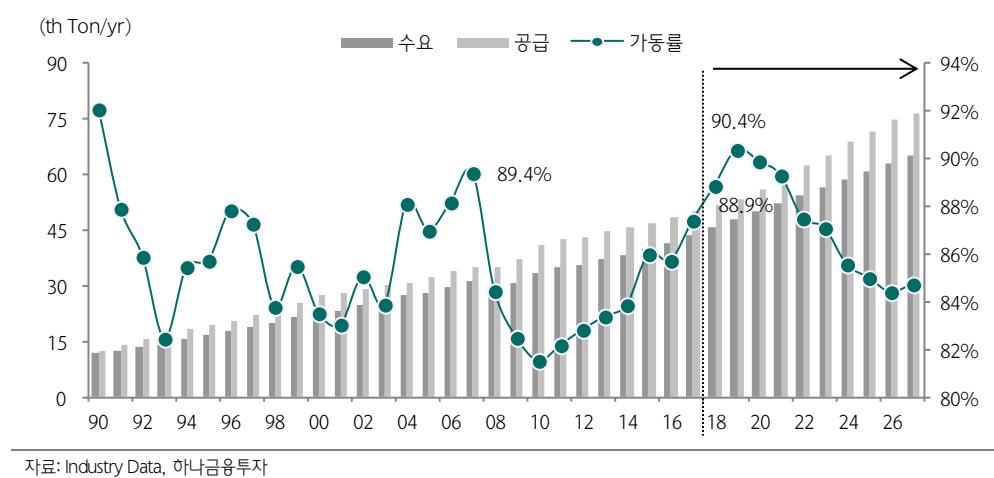


그림 3. 아시아 HDPE 마진 작년보다 높은 수준에서 유지

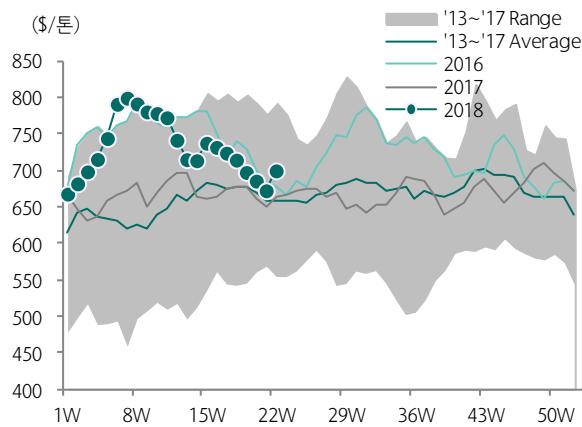


그림 4. 글로벌 HDPE증설은 2017~2019년 연 3% 수준에 그쳐

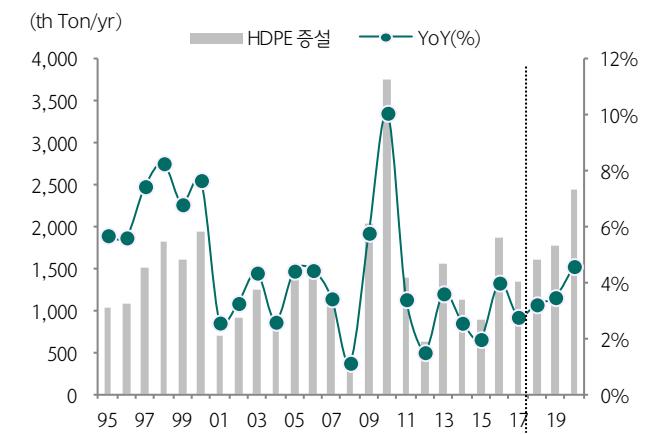
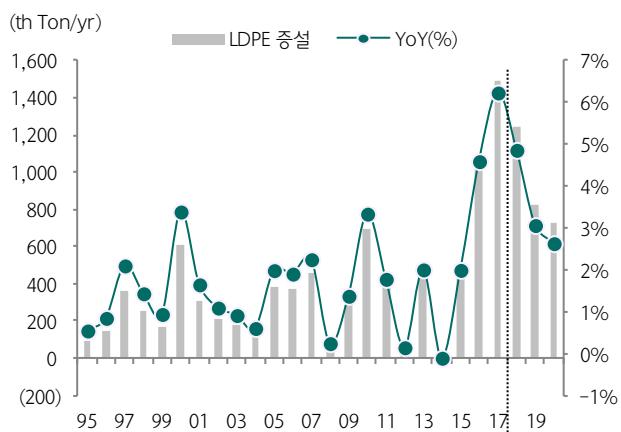
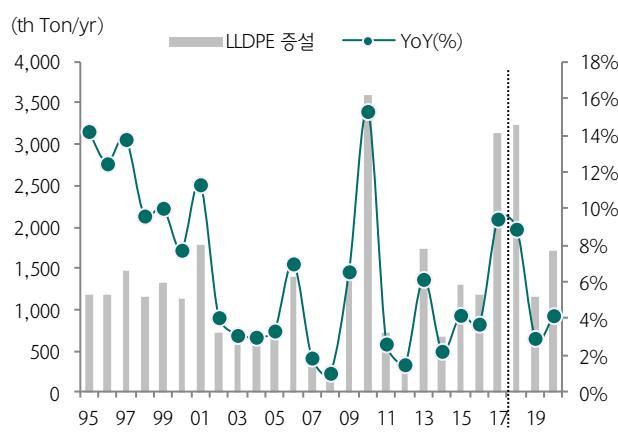


그림 5. 글로벌 PE증설은 LDPE에 집중



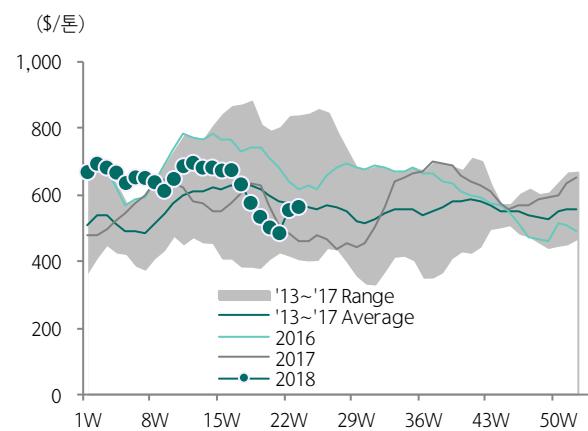
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 6. 글로벌 PE증설은 LLDPE에 집중



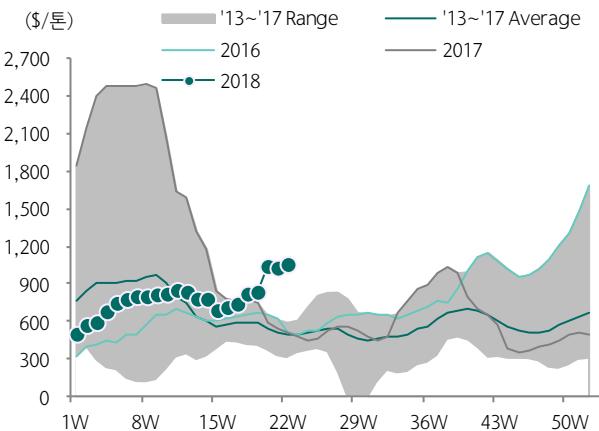
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 5. 아시아 에틸렌 마진 최근 반등 추세



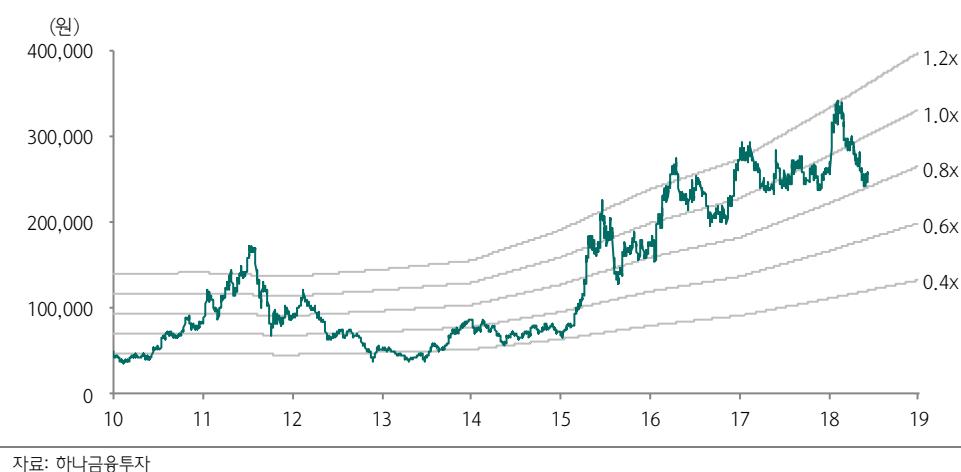
자료: Platts, 하나금융투자

그림 6. 아시아 부타디엔 마진 또한 최근 반등 추세



자료: Platts, 하나금융투자

그림 7. 12M Fwd PBR 밴드차트 추이



자료: 하나금융투자

그림 8. 대한유화 연간 영업이익 추이

2018년 영업이익 사상
최대치 기록 전망

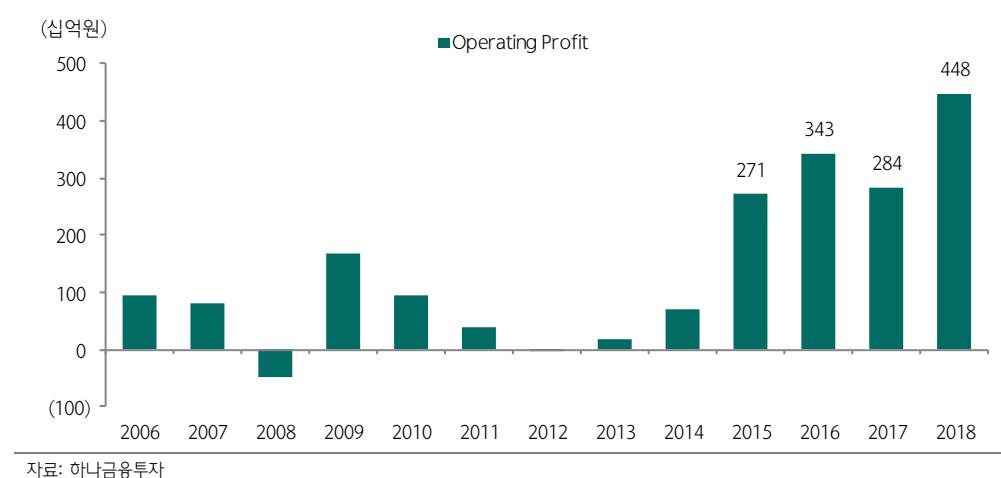


표 1. 대한유화 실적 전망

(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
금융순익	0.7	(5.7)	(3.2)	4.2	11.1
종속/관계기업순익	7.5	7.4	7.4	7.4	7.4
기타영업외순익	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
중단사업이익	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	4.8	4.5	4.2
PBR	1.4	1.2	0.9	0.8	0.7
PCFR	5.2	5.6	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	4.6	5.1	3.2	2.4	1.8
PSR	1.1	1.0	0.6	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

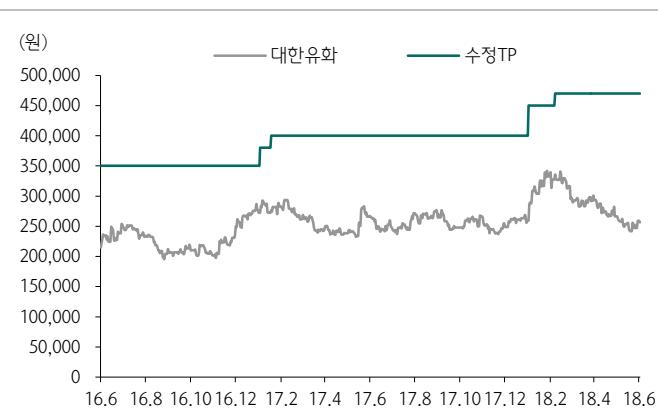
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	428.3	411.7	713.2	996.4	1,291.2
금융자산	97.1	9.7	301.9	576.8	863.1
현금성자산	87.0	9.7	301.9	576.8	863.1
매출채권 등	190.3	223.0	227.4	232.0	236.6
재고자산	138.7	174.2	177.7	181.2	184.9
기타유동자산	2.2	4.8	6.2	6.4	6.6
비유동자산	1,335.4	1,558.9	1,648.3	1,739.5	1,828.7
투자자산	142.9	143.2	147.5	150.7	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

	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 과리율

대한유화



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			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%
16.6.15	BUY	350,000	-34.39%	-18.00%
16.1.26	BUY	280,000	-16.66%	-1.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 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	92.7%	6.7%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2016년 6월 6일

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 06월 08일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 06월 08일 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.