

대한유화 (00650)

화학

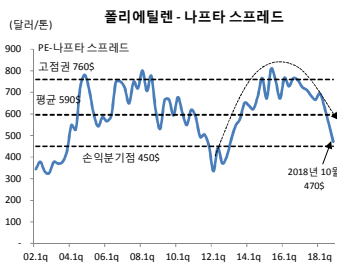
황규원



02 3770 5607
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자의견	HOLD
목표주가	200,000원 (Down)
현재주가 (10/8)	175,000원
상승여력	14%

시가총액	11,375억원
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	113억원
60일 평균 거래량	52,570주
52주 고	342,000원
52주 저	170,000원
외인지분율	10.43%
주요주주	이순규 외 12 인 40.19%



2019년 에틸렌 하락사이클 진입 우려...

2018년 3분기 예상 영업이익 958억원

대한유화(주)의 2018년 3분기 예상 실적은 '매출액 6,613억원, 영업이익 958억원, 지배주주 순이익 729억원' 등이다. 영업이익은 전분기 1,083억원에 비해서는 12% 감소할 전망이다. 신규설비 트러블의 영향으로 부진했던 2017년 3분기 838억원에 비해서는 14% 증가한 수치이다. 시장 컨센서스(10월 8일) 998억원도 점차 하향 조정되어야 할 것으로 보인다.[표1]

예상 특징을 요약하면, 'NCC 정상 가동 속에 9월부터 나프타(원료) 가격 상승 압박 증가' 등이다.

- ① 온산 NCC 설비 가동률(에틸렌 생산능력 80만톤)은 95 ~ 95% 수준에서 정상가동 되었다. 여름철에는 고온에 따른 냉각 효율이 떨어지기 때문에 NCC 설비 가동률은 2%p 정도 가동률이 낮아지는 것이 일반적이다.
- ② 본사 석화 주력제품 스프레드(= PE/PP/에틸렌/EG/C4/벤젠 - 나프타) 535\$, 1분기 564\$, 2분기 541\$에 이어 2개 분기 연속으로 높이가 낮아지고 있다. 핵심 원료인 나프타 가격(1톤당)은 전분기 보다 18\$ 상승한데 반해, 주력제품인 HDPE △40\$, EG △40\$, PP +10\$ 등으로 부진했다. 다만, 여천NCC(주) 설비 트러블로 인해 부타디엔 가격이 58\$ 높아지면서, 실적 하락 폭을 줄인 것으로 보인다.
- ③ 특히, 9월부터 원료인 나프타 가격 상승 압박이 높아졌다. 대한유화(주)는 필요한 나프타 물량의 70 ~ 80%를 온산 지역에 인접한 S-Oil(주)로부터 직접 공급받는데, 해당월 평균가격으로 정상한다. 나프타 스팟 가격(1톤당)이 7월 658\$, 8월 654\$, 9월 690\$로 높아지면서, 9월 실적 하락을 이끌었다. 10월 초 나프타 가격이 730\$로 높아졌다고 감안하면, 4분기 실적 둔화 폭이 클 것으로 염려된다.

2018년 하반기 ~ 2019년, 에틸렌 하락 사이클 진입, 목표주가 20만원으로 하향...

2018년 하반기 접어들면서, 에틸렌 및 PE(폴리에틸렌) 하락 속도가 빨라지고 있다. 미/중 무역분쟁으로 수요 둔화, 이란 수출 봉쇄에 따른 국제유가 강세(원가 압박), 미국 ECC 설비 가동률 상승(신규 증설압박)에 따른 문제다. 범용 석화제품 하락사이클에서 적용되는 EV/EBITDA 배율 3.5배(바닥 2.0배)를 적용해, 목표주가를 20만원(PBR 0.7배 수준)으로 낮춘다. [표2]

- ① 4분기 실적 모멘텀을 기대하기 힘들다. 4분기 예상 영업이익은 657억원으로, 3분기 대비 30% 줄어드는 수치이다. 중국의 석화제품 구매수요가 약한 가운데, 나프타 구입가격도 40\$ 정도 인상되기 때문이다.
- ② 특히, 대표적인 범용 석화제품인 에틸렌 스프레드(= 에틸렌 - 나프타)가 과거 평균치를 하향 돌파했다는 점에 주목해야 한다. 최근 3년간 평균 660\$, 과거 10개년 평균치 420\$를 웃돌았지만, 2018년 10월 380\$로 급락했다. 2019년 글로벌 에틸렌 신규 가동규모는 1,100만톤 수준으로, 수요증분 650만톤(총수요 1.4억톤)을 웃돌 전망이다. 2019년 에틸렌 스프레드 하락과 실적 감익 추세가 이어진다는 뜻이다. [그림1/2]

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,613	25.8	1.3	6,690	-1.1
영업이익	958	14.3	-11.5	998	-4.0
세전계속사업이익	962	9.9	-14.6	988	-2.7
지배순이익	729	9.5	-13.3	764	-4.6
영업이익률 (%)	14.5	-1.4 %pt	-2.1 %pt	14.9	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	11.0	-1.7 %pt	-1.9 %pt	11.4	-0.4 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	15,964	17,794	25,913	25,576
영업이익	3,430	2,842	3,735	2,510
지배순이익	2,721	2,143	2,819	1,997
PER	5.4	7.8	4.0	5.7
PBR	1.1	1.1	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.8	5.0	2.2	2.7
ROE	23.5	15.5	17.6	11.0

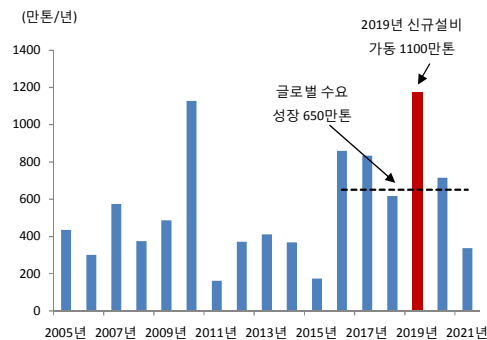
자료: 유안타증권

표 1. 대한유화주의 실적 추정치 : 2018년 2분기 영업이익 1,083 억원 → 3분기 예상 영업이익 958 억원 (시장 컨센서스 998 억원)

	2017				2018				연간실적					
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2014	2015	2016	2017	2018	2019
생산 Capa														
에틸렌 (만톤)	11.8	11.8	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	47.0	47.0	47.0	63.5	80.0	80.0
HDPE (만톤)	13.3	13.3	13.3	21.5	13.3	13.3	13.3	21.5	53.0	53.0	53.0	61.3	61.3	86.0
PP (만톤)	11.8	11.8	11.8	15.8	11.8	11.8	11.8	15.8	47.0	47.0	47.0	51.0	51.0	63.0
BTX (만톤)	5.0	5.0	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	20.0	20.0	20.0	23.4	26.8	26.8
기타(C4+PPG) (만톤)	3.5	3.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	14.0	14.0	14.0	19.0	24.0	24.0
EG/EO (만톤)	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2
SM (만톤)														
공업용가스(산소, 질소 등) (만톤)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4
주요제품 가격														
에틸렌 \$/MT	1,170	1,034	1,139	1,267	1,304	1,288	1,335	1,290	1,367	1,058	1,040	1,153	1,304	1,240
HDPE \$/MT	1,249	1,241	1,213	1,305	1,385	1,410	1,370	1,350	1,533	1,227	1,202	1,252	1,379	1,400
PP \$/MT	1,281	1,257	1,216	1,230	1,365	1,400	1,410	1,390	1,468	1,087	1,170	1,261	1,391	1,400
BTX \$/MT	915	762	786	829	891	843	855	900	1,228	679	646	823	872	1,070
C4(대용처 부타디엔) \$/MT	2,626	1,065	1,198	1,055	1,342	1,575	1,633	1,430	1,317	898	1,062	1,486	1,495	1,560
EG \$/MT	867	744	882	910	978	955	915	970		784	652	851	955	900
나프타(원료) \$/MT	498	442	471	576	584	646	664	717	878	497	406	497	653	760
(참고) Dubai 원유가격 \$/배럴	53	50	51	59	63	72	74	78	97	52	40	53	72	80
주요제품 스프레드(시차반영) \$/MT	674	643	533	550	564	541	535	503	498	514	566	600	536	486
	4~5월 정기보수+설비트러블													
매출액 억원	4,346	2,238	5,258	5,952	6,132	6,528	6,613	6,640	20,535	17,270	15,964	17,794	25,913	25,576
본사 화학부문 억원	4,317	2,214	5,240	5,919	6,102	6,493	6,585	6,613	20,282	17,175	15,837	17,690	25,793	25,458
코리아에어텍(공업용가스) 억원	29	24	18	33	30	35	28	26	253	95	127	104	119	118
영업이익 억원	1,078	-116	838	1,042	1,038	1,083	958	657	699	2,713	3,430	2,842	3,735	2,510
본사 화학부문 억원	1,072	-119	842	1,035	1,028	1,070	952	652	446	2,619	3,303	2,830	3,701	2,486
코리아에어텍(지분율 65%) 억원	6	3	-4	7	10	13	6	5	253	95	127	12	34	24
영업이익률 %	24.8%	-5.2%	15.9%	17.5%	16.9%	16.6%	14.5%	9.9%	3.4%	15.7%	21.5%	16.0%	14.4%	9.8%
본사 화학부문 %	24.8%	-5.4%	16.1%	17.5%	16.8%	16.5%	14.4%	9.9%	2.2%	15.2%	20.9%	16.0%	14.3%	9.8%
코리아에어텍 %	20.7%	12.5%	-22.2%	21.2%	33.3%	37.1%	21.4%	19.2%	100.0%	100.0%	100.0%	11.5%	28.6%	20.3%
지배주주 순이익 억원	767	-50	666	760	819	840	729	431	589	2,005	2,722	2,143	2,819	1,997
주당순이익 원/주									9,864	30,846	41,867	32,972	43,364	30,724
주당순자산 원/주									135,384	166,666	208,231	238,533	280,069	308,905
주당EBITDA 원/주									16,084	51,567	62,675	58,356	76,755	56,920
주당배당금 원/주				4,000				4,000	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000	3,500
ROE %									7.3%	18.5%	20.1%	13.8%	15.5%	9.9%

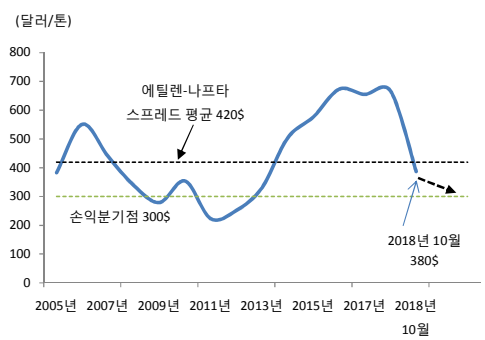
주 : 주요제품별 매출액은 '국제제품가격 X 대한유화(주) 평균 가동률 X 분기 평균환율' 로 추정한 것임
 자료 : 유안타증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 에틸렌 증설 계획



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 아시아 에틸렌 스프레드(에틸렌-나프타)



자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. 대한유화(주) 적정주가 : 20만원 (PE 업황 사이클 평균에서 바닥권으로 하락하는 국면 고려한 목표주가임)

구분	기준일 (2018.10월)	주요 내역
(+) 영업자산가치	1조 6,519억원	①본사 화학부문 EBITDA 2,398억원 × EV/EBITDA 3.5배 = 1조 592억원 ②코리아에어텍(지분율 65%) EBITDA 38억원×EV/EBITDA 7.0배 × 비상장 80% = 174억원 ※ 본사 화학부문 EBITDA는 업황 평균시기에 창출할 수 있는 수치로, *2018~2020년 추정 매출액 × 업황평균시기의 영업이익률 8%로 계산함 ※ 본사 화학부문 EV/EBITDA 배율은 주력제품 PE/PP 업황 하락사이클에서 적용받는 3.5배 적용 참고로, 업황 바닥권 2.0배 ~ 호황권 8.5배 수준임
(+) 투자자산가치	2,454억원	한주(발전소, 지분율 40%) 670억원(장부가액 1,005억원) 오드펠터미널코리아(43.6%, 석화제품 보관) 214억원(장부가 374억원) 온산공장 임여부지 14만평 × 평당 59만원 = 980억원 ※ 투자자산 지분가치 = 장부가액 × 0.6~0.7배로 계산함
(-) 순차입금	942원	
총차입금	1,871억원	
현금성 자산	929억원	
순자산 가치	1조 2,278억원	
발행주식수	617.6만주	※ 발행주식 6,500,000주 - 자사주 323,900주
주당순자산(적정가)	20만원	※ 업황 고정권 적용시(EV/EBITDA = 8.5배), 적정주가 36만원 업황 바닥권 적용시(EV/EBITDA = 4.0배) 적정주가 17만원

자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	15,964	17,794	25,913	25,576	19,533
매출원가	12,006	14,440	21,478	22,311	16,694
매출충이익	3,958	3,354	4,435	3,265	2,840
판매비	528	512	700	755	576
영업이익	3,430	2,842	3,735	2,510	2,264
EBITDA	4,074	3,793	4,989	3,700	3,401
영업외손익	172	-41	-11	121	145
외환관련손익	19	-26	11	21	0
이자손익	-12	-31	-17	13	75
관계기업관련손익	75	74	61	73	56
기타	90	-57	-66	15	15
법인세비용차감전순이익	3,602	2,801	3,724	2,632	2,409
법인세비용	873	656	903	628	576
계속사업순이익	2,729	2,145	2,821	2,004	1,833
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,729	2,145	2,821	2,004	1,833
지배지분순이익	2,721	2,143	2,819	1,997	1,827
포괄순이익	2,760	2,140	2,815	2,004	1,833
지배지분포괄이익	2,752	2,139	2,812	1,997	1,827

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,283	4,117	6,911	8,542	10,189
현금및현금성자산	870	97	2,339	3,475	6,514
매출채권 및 기타채권	1,903	2,230	2,513	2,789	2,012
재고자산	1,387	1,742	1,985	2,203	1,589
비유동자산	13,354	15,589	15,627	15,910	16,228
유형자산	11,612	13,892	13,900	14,110	14,373
관계기업 등 자본관련자산	1,379	1,399	1,438	1,511	1,567
기타투자자산	50	33	35	35	35
자산총계	17,636	19,706	22,538	24,452	26,417
유동부채	3,189	2,602	3,569	3,961	3,103
매입채무 및 기타채무	1,223	1,235	1,867	2,063	1,497
단기차입금	430	450	509	621	609
유동성장기부채	855	350	835	919	639
비유동부채	1,517	2,372	1,664	1,402	2,614
장기차입금	580	1,415	667	405	1,617
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,706	4,974	5,233	5,363	5,717
지배지분	12,861	14,732	17,297	19,078	20,689
자본금	410	410	410	410	410
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
이익잉여금	9,844	11,737	14,302	16,083	17,693
비지배지분	70	0	7	10	11
자본총계	12,931	14,732	17,305	19,088	20,700
순차입금	894	2,118	-328	-1,530	-3,649
총차입금	1,865	2,215	2,011	1,945	2,865

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	3,226	2,279	3,776	2,603	3,465
당기순이익	2,729	2,145	2,821	2,004	1,833
감가상각비	644	951	1,254	1,190	1,137
외환손익	-2	1	-14	-21	0
종속, 관계기업 관련손익	-75	-74	-61	-73	-56
자산부채의 증감	-154	-799	-400	-352	709
기타현금흐름	85	54	176	-144	-158
투자활동 현금흐름	-2,780	-3,063	-1,240	-1,389	-1,389
투자자산	0	25	1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,627	-3,183	-1,251	-1,400	-1,400
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	-154	94	9	11	11
재무활동 현금흐름	-919	11	-516	-356	629
단기차입금	0	0	59	112	-12
사채 및 장기차입금	-740	350	-263	-178	931
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-185	-247	-247	-216	-216
기타현금흐름	6	-92	-65	-73	-74
연결범위변동 등 기타	1	0	221	278	333
현금의 증감	-473	-774	2,242	1,137	3,038
기초 현금	1,344	870	97	2,339	3,475
기말 현금	870	97	2,339	3,475	6,514
NOPLAT	3,430	2,842	3,735	2,510	2,264
FCF	461	-855	2,433	1,349	2,168

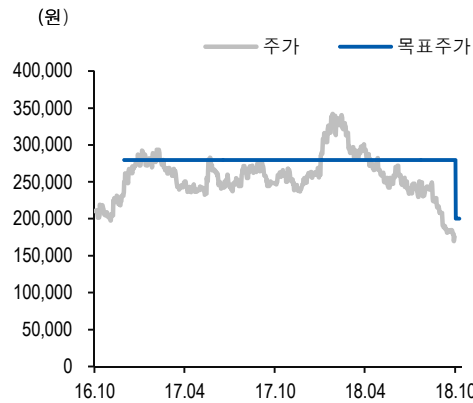
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	41,867	32,972	43,364	30,724	28,103
BPS	197,854	226,646	280,069	308,905	334,982
EBITDAPS	62,675	58,356	76,755	56,920	52,317
SPS	245,596	273,758	398,657	393,480	300,515
DPS	4,000	4,000	3,500	3,500	2,500
PER	5.4	7.8	4.0	5.7	6.2
PBR	1.1	1.1	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.8	5.0	2.2	2.7	2.3
PSR	0.9	0.9	0.4	0.4	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-7.6	11.5	45.6	-1.3	-23.6
영업이익 증가율 (%)	26.5	-17.1	31.4	-32.8	-9.8
지배순이익 증가율 (%)	35.7	-21.2	31.5	-29.1	-8.5
매출총이익률 (%)	24.8	18.8	17.1	12.8	14.5
영업이익률 (%)	21.5	16.0	14.4	9.8	11.6
지배순이익률 (%)	17.0	12.0	10.9	7.8	9.4
EBITDA 마진 (%)	25.5	21.3	19.3	14.5	17.4
ROIC	21.5	14.9	17.4	11.5	10.4
ROA	16.5	11.5	13.3	8.5	7.2
ROE	23.5	15.5	17.6	11.0	9.2
부채비율 (%)	36.4	33.8	30.2	28.1	27.6
순차입금/자기자본 (%)	7.0	14.4	-1.9	-8.0	-17.6
영업이익/금융비용 (배)	88.5	63.9	66.8	39.1	35.3

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-08	HOLD	200,000	1년		
2017-06-13	1년 경과 이후		1년	-7.06	-
2016-06-13	HOLD	280,000	1년	-9.74	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	85.8
Hold(중립)	12.5
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-06

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.