



하나금융그룹

2018년 10월 24일 | Equity Research

대한유화 (006650)

극도로 저평가된 기업가치에 대해 주식시장과 회장님께 올리는 글

3Q 컨센 부합. 4Q 감익되나 주가는 이를 선반영

3Q18 영업이익은 876억원(QoQ -19%, YoY +5%)로 컨센에 부합했다. QoQ 감익은 HDPE/MEG를 중심으로 전반 마진이 둔화된 영향이다. 4Q18 영업이익은 최근 에틸렌/BD 하락을 반영해 664억원(QoQ -24%, YoY -36%)을 추정한다. 하지만 주가는 고점대비 55% 하락해 실적 둔화를 이미 선반영 했다. 낮아진 제품 전반 재고를 감안하면 연말~연초에는 재고확보 움직임이 나타날 것으로 예상되는 만큼 4Q18을 바탕으로 실적은 회복될 가능성이 높다. 무역분쟁에 따른 불확실성 확대로 실적 추정치를 조정하며 목표주가를 32만원에서 28만원으로 하향하나, 여전히 주가 상승여력은 높다.

주식시장에 올리는 글: 높아진 이익체력과 배당매력에 집중

최근 주가는 2011년 이후의 하락사이클을 떠올리게 할 정도로 하락했으나, 현재 회사의 실적 체력은 당시보다 현저히 높아졌다. 당시 영업이익은 BEP内外에서 변동했으나, 현재는 부진한 시황을 감안해도 분기 7~800억원의 영업이익은 충분히 창출 가능하다. 이는 1) NCC증설에 따른 물량 증대와 규모의 경제 2) 2011년 대비 시장 재고가 극도로 낮아져 패닝셀링에 따른 제품가 폭락이 나타나기 힘든 환경 때문이다. 현재 대한유화의 순현금은 약 2천억원 내외이며, 현 수준의 시황이라도 매년 최소 2천억원 가량의 현금이 쌓인다. 반면, 공격적인 투자는 제한적인 상황이기에 배당을 통해 주주 가치를 제고할 가능성이 높다. DPS 7,000원 가정 시 배당수익률은 5%에 육박한다. 2019년 기준 PER 3.9배, PBR 0.51배와 ROE 14%를 감안하면 과도한 저평가 국면이다.

회장님께 올리는 글: 기업가치 정상화를 위한 주주친화정책

최근 발표되는 주요업체의 NCC(약 70~80만톤, 대한유화와 비슷한 규모) 및 PO증설에 대략 3조원内外가 투자되는 것으로 파악됩니다. 현재 대한유화와 비슷한 회사가 설립되기 위해 3조원内外가 필요하다는 의미입니다. 하지만, 현 시총은 1조원이 채 되지 않아 지나친 기업가치 저평가 상황이라 판단됩니다. 2019년 추정 EV/EBITDA 1.5배가 이를 증명합니다. 기업가치 재평가를 위해 배당확대 등을 통한 적극적인 주주친화정책 펼쳐주시기를 간곡히 부탁 드립니다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 280,000원(하향) | CP(10월 23일): 152,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,106.10		
52주 최고/최저(원)	342,000/152,000	매출액(십억원)	2,590.1 2,629.9
시가총액(십억원)	988.0	영업이익(십억원)	393.3 375.4
시가총액비중(%)	0.08	순이익(십억원)	308.0 299.5
발행주식수(천주)	6,500.0	EPS(원)	47,114 45,658
60일 평균 거래량(천주)	56.9	BPS(원)	283,727 328,265
60일 평균 거래대금(십억원)	11.6		
18년 배당금(예상, 원)	7,000		
18년 배당수익률(예상, %)	4.61		
외국인지분율(%)	12.47		
주요주주 지분율(%)			
이순규 외 12 인	40.19		
국민연금	11.58		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(17.4) (43.4) (42.9)		
상대	(8.2) (33.5) (32.4)		

Stock Price		
(천원)	대한유화(좌)	상대지수(우)
387		150
337		130
287		110
237		90
187		70
137		50
17.10 18.1 18.4 18.7 18.10	17.10 18.1 18.4 18.7 18.10	17.10 18.1 18.4 18.7 18.10

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,596.4	1,779.4	2,543.4	2,592.5	2,680.8
영업이익	십억원	343.0	284.2	366.0	312.3	329.9
세전이익	십억원	360.2	280.1	387.3	333.2	356.2
순이익	십억원	272.1	214.3	294.3	252.3	269.7
EPS	원	41,867	32,972	45,280	38,811	41,498
증감률	%	35.7	(21.2)	37.3	(14.3)	6.9
PER	배	6.58	7.99	3.36	3.92	3.66
PBR	배	1.39	1.16	0.57	0.51	0.45
EV/EBITDA	배	4.63	5.07	1.66	1.39	0.84
ROE	%	23.51	15.53	18.30	13.66	13.06
BPS	원	198,414	227,206	268,685	300,845	335,692
DPS	원	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000



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

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

하나금융투자

표 1. 대한유화 3Q18 실적 Review

	3Q18	2Q18	3Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	645.0	652.8	525.8	22.7	-1.2	661.0	-2.4	666.5	-3.2
영업이익	87.6	108.3	83.8	4.5	-19.1	85.1	2.9	95.0	-7.8
세전이익	98.1	112.2	87.5	12.1	-12.6	88.6	10.7	95.7	2.5
순이익	74.3	83.7	66.6	11.6	-11.2	67.4	10.2	71.7	3.6
영업이익률	13.6	16.6	15.9	-2.4	-3.0	12.9	0.7	14.3	-0.7
세전이익률	15.2	17.2	16.6	-1.4	-2.0	13.4	1.8	14.4	0.9
순이익률	11.5	12.8	12.7	-1.1	-1.3	10.2	1.3	10.8	0.8

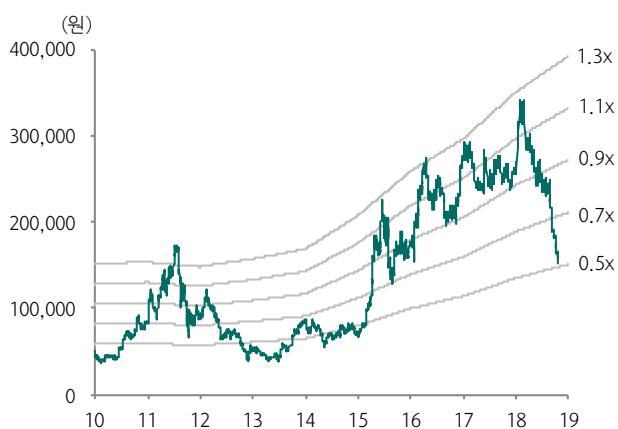
자료: 하나금융투자

표 2. 대한유화 연간 실적 추정치 변경내역

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,543.4	2,575.5	-1.2	2,592.5	2,656.6	-2.4
영업이익	366.0	370.6	-1.2	312.3	340.9	-8.4
세전이익	387.3	382.2	1.3	333.2	359.9	-7.4
순이익	294.3	290.5	1.3	252.3	272.5	-7.4
영업이익률	14.4	14.4	0.0	12.0	12.8	-0.8
세전이익률	15.2	14.8	0.4	12.9	13.5	-0.7
순이익률	11.6	11.3	0.3	9.7	10.3	-0.5

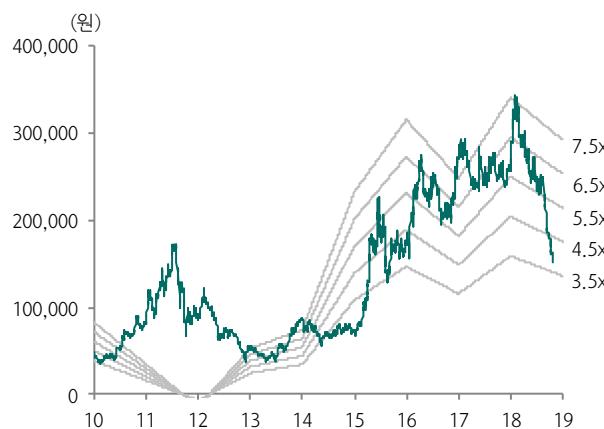
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 3. 2011년 주가 급락 시기와 현저히 달라진 이익 체력

2011년 주가 급락 시기와
현저히 달라진 이익체력

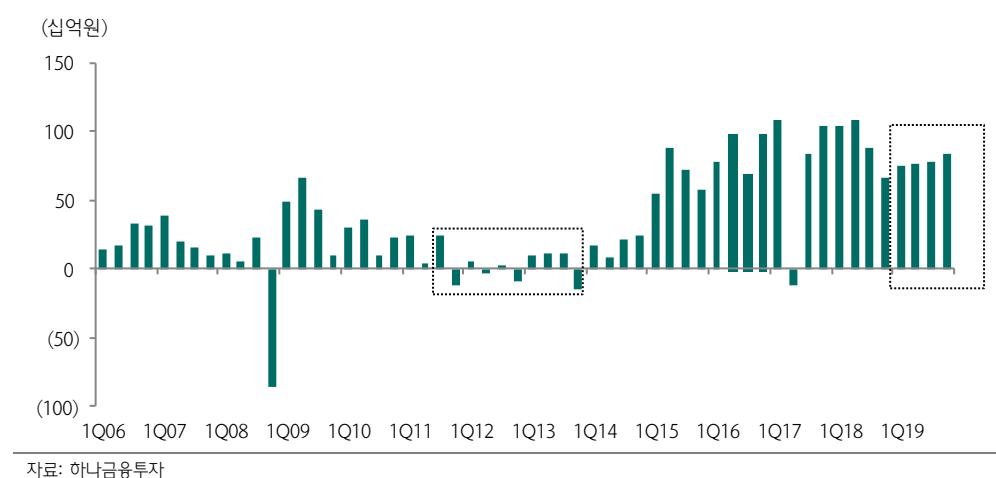


표 3. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
매출액	434.6	223.8	525.8	595.2	613.2	652.8	645.0	632.4	1,596.4	1,779.4	2,543.4	2,592.5
QoQ(%)	-0.5%	-48.5%	134.9%	13.2%	3.0%	6.5%	-1.2%	-1.9%				
YoY(%)	10.2%	-44.7%	45.8%	36.3%	41.1%	191.7%	22.7%	6.2%	-7.6%	11.5%	42.9%	1.9%
영업이익	107.8	(11.6)	83.8	104.1	103.8	108.3	87.6	66.4	343.0	284.2	366.0	312.3
영업이익률(%)	24.8%	-5.2%	15.9%	17.5%	16.9%	16.6%	13.6%	10.5%	21.5%	16.0%	14.4%	12.0%
QoQ(%)	10.3%	적전	흑전	24.2%	-0.4%	4.3%	-19.1%	-24.1%				
YoY(%)	38.5%	적전	21.7%	6.5%	-3.8%	흑전	4.5%	-36.2%	26.5%	-17.1%	28.8%	-14.7%
당기순이익	76.9	(4.9)	66.5	76.0	81.9	83.7	74.3	54.5	272.9	214.5	294.3	253.2
QoQ(%)	-0.8%	적전	흑전	14.4%	7.7%	2.2%	-11.3%	-26.6%				
YoY(%)	21.8%	적전	18.9%	-1.9%	6.5%	흑전	11.7%	-28.3%	35.9%	-21.4%	37.2%	-14.0%
지배순이익	76.7	-5.0	66.6	76.0	81.9	83.7	74.3	54.5	272.1	214.3	294.3	252.3

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,596.4	1,779.4	2,543.4	2,592.5	2,680.8
매출원가	1,200.6	1,444.0	2,118.3	2,222.8	2,290.7
매출총이익	395.8	335.4	425.1	369.7	390.1
판관비	52.8	51.2	59.1	57.4	60.3
영업이익	343.0	284.2	366.0	312.3	329.9
금융순익	0.7	(5.7)	(2.6)	4.6	10.1
종속/관계기업손익	7.5	7.4	9.5	9.5	9.5
기타영업외손익	9.0	(5.8)	14.3	6.8	6.8
세전이익	360.2	280.1	387.3	333.2	356.2
법인세	87.3	65.6	92.9	80.0	85.5
계속사업이익	272.9	214.5	294.3	253.2	270.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	272.9	214.5	294.3	253.2	270.7
비지배주주지분순이익	0.8	0.1	0.0	0.9	1.0
지배주주순이익	272.1	214.3	294.3	252.3	269.7
지배주주지분포괄이익	275.2	213.9	294.1	253.1	270.6
NOPAT	259.9	217.6	278.2	237.3	250.7
EBITDA	407.4	379.3	496.2	440.4	456.9
성장성(%)					
매출액증가율	(7.6)	11.5	42.9	1.9	3.4
NOPAT증가율	28.3	(16.3)	27.8	(14.7)	5.6
EBITDA증가율	21.5	(6.9)	30.8	(11.2)	3.7
영업이익증가율	26.5	(17.1)	28.8	(14.7)	5.6
(지배주주)순익증가율	35.7	(21.2)	37.3	(14.3)	6.9
EPS증가율	35.7	(21.2)	37.3	(14.3)	6.9
수익성(%)					
매출총이익률	24.8	18.8	16.7	14.3	14.6
EBITDA이익률	25.5	21.3	19.5	17.0	17.0
영업이익률	21.5	16.0	14.4	12.0	12.3
계속사업이익률	17.1	12.1	11.6	9.8	10.1

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	41,867	32,972	45,280	38,811	41,498
BPS	198,414	227,206	268,685	300,845	335,692
CFPS	53,255	47,436	76,924	68,341	70,880
EBITDAPS	62,675	58,356	76,331	67,747	70,287
SPS	245,596	273,758	391,292	398,842	412,430
DPS	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000
주가지표(배)					
PER	6.6	8.0	3.4	3.9	3.7
PBR	1.4	1.2	0.6	0.5	0.5
PCFR	5.2	5.6	2.0	2.2	2.1
EV/EBITDA	4.6	5.1	1.7	1.4	0.8
PSR	1.1	1.0	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.5	18.3	13.7	13.1
ROA	16.5	11.5	13.8	10.5	10.2
ROIC	20.3	14.3	17.0	14.8	15.7
부채비율	36.4	33.8	32.2	29.0	26.5
순부채비율	6.9	14.4	(9.4)	(19.3)	(27.9)
이자보상배율(배)	88.5	63.9	82.3	76.8	81.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

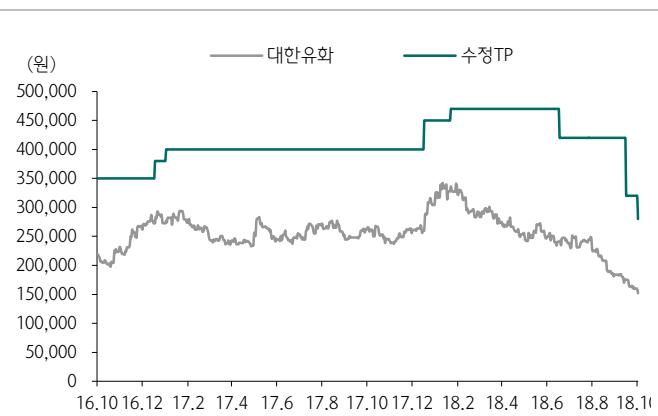
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	428.3	411.7	761.5	983.3	1,222.4
금융자산	97.1	9.7	350.3	564.0	794.7
현금성자산	87.0	9.7	350.3	564.0	794.7
매출채권 등	190.3	223.0	227.4	232.0	236.6
재고자산	138.7	174.2	177.7	181.2	184.9
기타유동자산	2.2	4.8	6.1	6.1	6.2
비유동자산	1,335.4	1,558.9	1,542.1	1,536.6	1,536.4
투자자산	142.9	143.2	147.4	150.4	153.4
금융자산	5.0	3.3	4.7	4.8	4.9
유형자산	1,161.2	1,389.2	1,368.2	1,359.7	1,356.5
무형자산	5.3	5.7	5.7	5.7	5.7
기타비유동자산	26.0	20.8	20.8	20.8	20.8
자산총계	1,763.6	1,970.6	2,303.6	2,520.0	2,758.8
유동부채	318.9	260.2	282.6	286.3	292.9
금융부채	128.5	80.0	45.0	45.0	45.0
매입채무 등	122.3	123.5	176.6	180.0	186.1
기타유동부채	68.1	56.7	61.0	61.3	61.8
비유동부채	151.7	237.2	278.2	280.9	285.6
금융부채	58.0	141.5	141.5	141.5	141.5
기타비유동부채	93.7	95.7	136.7	139.4	144.1
부채총계	470.6	497.4	560.8	567.1	578.5
지배주주지분	1,286.1	1,473.2	1,742.8	1,951.9	2,178.3
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	1,443.3	1,652.4	1,878.9
비지배주주지분	7.0	0.0	0.0	0.9	2.0
자본총계	1,293.1	1,473.2	1,742.8	1,952.8	2,180.3
순금융부채	89.4	211.8	(163.8)	(377.5)	(608.2)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	322.6	227.9	499.3	372.6	393.8
당기순이익	272.9	214.5	294.3	253.2	270.7
조정	65.1	93.3	115.8	121.3	120.1
감가상각비	64.4	95.1	130.1	128.1	127.0
외환거래손익	(0.2)	0.1	2.6	2.6	2.6
지분법손익	(7.5)	(7.4)	(9.5)	(9.5)	(9.5)
기타	8.4	5.5	(7.4)	0.1	(0.0)
영업활동자산부채변동	(15.4)	(79.9)	89.2	(1.9)	3.0
투자활동 현금흐름	(278.0)	(306.3)	(106.5)	(115.7)	(119.9)
투자자산감소(증가)	2.8	7.1	5.3	6.6	6.4
유형자산감소(증가)	(262.7)	(318.2)	(109.1)	(119.6)	(123.7)
기타	(18.1)	4.8	(2.7)	(2.7)	(2.6)
재무활동 현금흐름	(91.9)	1.1	(59.7)	(43.2)	(43.2)
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)	(43.2)	(43.2)
현금의 증감	(47.3)	(77.4)	340.6	213.6	230.7
Unlevered CFO	346.2	308.3	500.0	444.2	460.7
Free Cash Flow	59.8	(90.5)	390.2	253.0	270.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

대한유화



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.10.24	BUY	280,000		
18.10.8	BUY	320,000	-48.66%	-45.31%
18.7.10	BUY	420,000	-47.37%	-40.24%
18.2.13	BUY	470,000	-41.27%	-27.55%
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%
16.10.29	BUY	350,000	-31.38%	-18.00%
16.1.26	BUY	280,000	-18.28%	-1.96%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	92.4%	6.8%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 10월 22일

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 10월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 10월 24일 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.