

대한유화 (006650)

상반기에는 트레이딩 관점 접근만 가능

4Q18 영업이익 컨센 57% 하회

4Q18 영업이익은 192억원(QoQ -78%, YoY -82%)으로 컨센(450억원)을 57% 하회하는 부진한 실적을 시현했다. 유가 급락에 따라 재고관련손실이 약 75억원 내외 반영되었으며, 높은 납사 투입에 따른 부정적인 래깅 효과 또한 발생한 영향이다. 특히, 4Q18에는 에틸렌 가격이 급락한 영향으로 에틸렌의 이익기여도가 급격하게 축소된 것으로 추정된다.

1Q19 영업이익 QoQ +113% 개선 예상. 2Q19는 정기보수

1Q19 영업이익은 408억원(QoQ +113%, YoY -61%)으로 개선될 것으로 추정한다. 전분기에 발생한 재고관련손실이 제거되고, 낮아진 납사가 투입된 영향이다. 최근 에틸렌이 바닥권에서 반등세를 나타내고 있다는 점도 긍정적이다. 에틸렌 반등은 국내에서 LG화학의 대산NCC, 한화토탈의 대산NCC 정기보수가 상반기 중 예정되어 있어 스팟 에틸렌 확보 수요가 발생한 영향이다. 에틸렌 반등은 긍정적이나, 2Q18에는 대한유화의 NCC 80만톤의 정기보수가 예정되어 있다. 따라서, 대한유화의 2Q19 영업이익은 기회손실 및 정기보수 비용이 반영되며 전분기 대비 소폭 감소할 가능성이 높다. 따라서 상반기 영업이익의 YoY 큰 폭 개선은 기대하기 힘들어 보인다.

실적 둔화를 반영한 주가. 쌓이는 현금과 배당 확대 가능성

BUY, TP 200,000원을 유지한다. 에틸렌, PE 마진이 과거 대비 Level-Down되었고, 2Q19로 예정된 정기보수 등 영향으로 2019년 연간 영업이익은 YoY 44% 감익될 것으로 전망한다. 그럼에도 불구하고, 상반기 중에는 트레이딩 관점의 접근이 가능해 보인다. 이는 1) 휘발유의 구조적인 공급과잉에 따른 납사의 약세는 NCC 업체의 원가 부담을 확연히 낮추어 준다는 점 2) 이미 주가는 12M Fwd PBR 0.6배로 과거 증설 이전 실적 악화시점까지 하락해 Valuation이 실적 둔화를 반영하고 있다는 점 3) 향후 매년 최소 2천억원 내외로 쌓이는 현금을 감안하면 추가적인 배당 상향이 가능하다는 점 때문이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 200,000원 | CP(1월 28일): 171,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,177.30
52주 최고/최저(원)	342,000/136,000
시가총액(십억원)	1,111.5
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	6,500.0
60일 평균 거래량(천주)	47.9
60일 평균 거래대금(십억원)	7.6
18년 배당금(예상, 원)	7,000
18년 배당수익률(예상, %)	4.56
외국인지분율(%)	14.41
주요주주 지분율(%)	
이순규 외 12인	40.16
국민연금	8.97
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.4 (30.9) (46.1)
상대	4.4 (27.2) (36.2)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,498.7	2,374.1
영업이익(십억원)	346.6	270.2
순이익(십억원)	278.3	227.3
EPS(원)	42,949	34,183
BPS(원)	279,346	311,058

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,596.4	1,779.4	2,554.0	2,457.8	2,668.0
영업이익	십억원	343.0	284.2	318.8	180.1	225.3
세전이익	십억원	360.2	280.1	336.4	198.7	247.2
순이익	십억원	272.1	214.3	257.4	150.4	187.1
EPS	원	41,867	32,972	39,601	23,144	28,792
증감률	%	35.7	(21.2)	20.1	(41.6)	24.4
PER	배	6.58	7.99	3.88	7.39	5.94
PBR	배	1.39	1.16	0.58	0.61	0.57
EV/EBITDA	배	4.63	5.07	1.94	2.88	2.06
ROE	%	23.51	15.53	16.19	8.55	9.93
BPS	원	198,414	227,206	263,007	279,499	301,640
DPS	원	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000



Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafin.com

RA **김정연**
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafin.com

표 1. 대한유화 4Q18 실적 Review

	4Q18	3Q18	4Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	643.0	645.0	595.2	8.0	-0.3	539.1	19.3	586.9	9.6
영업이익	19.2	87.6	104.1	-81.6	-78.1	40.4	-52.5	45.0	-57.3
세전이익	19.3	98.1	98.5	-80.4	-80.3	43.6	-55.7	50.3	-61.6
순이익	17.6	74.3	76.0	-76.8	-76.3	23.5	-25.1	32.2	-45.3
영업이익률	3.0	13.6	17.5	-14.5	-10.6	7.5	-4.5	7.7	-4.7
세전이익률	3.0	15.2	16.5	-13.5	-12.2	8.1	-5.1	8.6	-5.6
순이익률	2.7	11.5	12.8	-10.0	-8.8	4.4	-1.6	5.5	-2.7

자료: 하나금융투자

표 2. 대한유화 연간 실적 추정치 변경 내역

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,554.0	2,450.1	4.2	2,457.8	2,042.5	20.3
영업이익	318.8	340.0	-6.2	180.1	251.5	-28.4
세전이익	336.4	360.7	-6.7	198.7	270.4	-26.5
순이익	257.4	263.3	-2.2	150.4	204.8	-26.6
영업이익률	12.5	13.9	-1.4	7.3	12.3	-5.0
세전이익률	13.2	14.7	-1.6	8.1	13.2	-5.2
순이익률	10.1	10.7	-0.7	6.1	10.0	-3.9

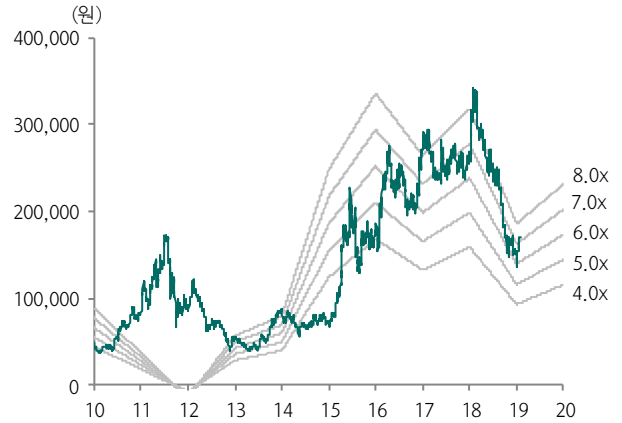
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	FY2017	FY2018P	FY2019F	FY2020F
매출액	613.2	652.8	645.0	643.0	593.4	595.6	614.3	654.4	1,779.4	2,554.0	2,457.8	2,668.0
QoQ(%)	3.0%	6.5%	-1.2%	-0.3%	-7.7%	0.4%	3.1%	6.5%				
YoY(%)	41.1%	191.7%	22.7%	8.0%	-3.2%	-8.8%	-4.8%	1.8%	11.5%	43.5%	-3.8%	8.6%
영업이익	103.8	108.3	87.6	19.2	40.8	30.3	53.0	55.9	284.2	318.8	180.1	225.3
영업이익률(%)	16.9%	16.6%	13.6%	3.0%	6.9%	5.1%	8.6%	8.5%	16.0%	12.5%	7.3%	8.4%
QoQ(%)	-0.4%	4.3%	-19.1%	-78.1%	112.5%	-25.8%	75.1%	5.4%				
YoY(%)	-3.8%	흑전	4.5%	-81.5%	-60.6%	-72.0%	-39.5%	190.9%	-17.1%	12.2%	-43.5%	25.1%
당기순이익	81.9	83.7	74.3	17.6	29.9	15.9	45.8	59.4	214.5	257.4	151.0	187.8
QoQ(%)	7.7%	2.2%	-11.3%	-76.3%	70.0%	-46.8%	187.8%	29.8%				
YoY(%)	6.5%	흑전	11.7%	-76.9%	-63.5%	-81.0%	-38.4%	238.0%	-21.4%	20.0%	-41.3%	24.4%
지배순이익	81.9	83.7	74.3	17.6	29.8	15.8	45.6	59.2	214.3	257.4	150.4	187.1

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

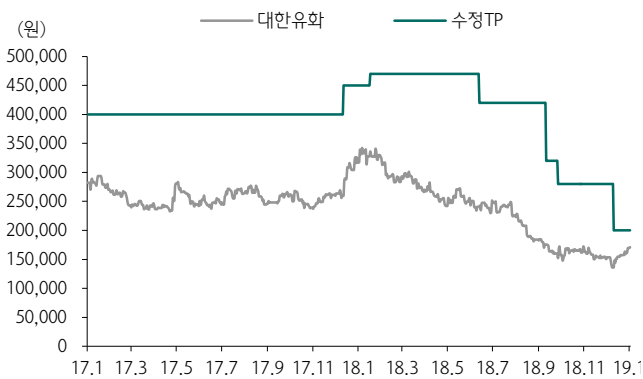
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,596.4	1,779.4	2,554.0	2,457.8	2,668.0
매출원가	1,200.6	1,444.0	2,176.1	2,223.5	2,383.0
매출총이익	395.8	335.4	377.9	234.3	285.0
판매비	52.8	51.2	59.0	54.3	59.7
영업이익	343.0	284.2	318.8	180.1	225.3
금융손익	0.7	(5.7)	(6.2)	2.3	5.6
중속/관계기업손익	7.5	7.4	9.5	9.5	9.5
기타영업외손익	9.0	(5.8)	14.3	6.8	6.8
세전이익	360.2	280.1	336.4	198.7	247.2
법인세	87.3	65.6	79.0	47.7	59.3
계속사업이익	272.9	214.5	257.4	151.0	187.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	272.9	214.5	257.4	151.0	187.8
비지배주주지분순이익	0.8	0.1	0.0	0.6	0.7
지배주주순이익	272.1	214.3	257.4	150.4	187.1
지배주주지분포괄이익	275.2	213.9	257.2	150.9	187.7
NOPAT	259.9	217.6	244.0	136.8	171.3
EBITDA	407.4	379.3	448.9	307.7	351.4
성장성(%)					
매출액증가율	(7.6)	11.5	43.5	(3.8)	8.6
NOPAT증가율	28.3	(16.3)	12.1	(43.9)	25.2
EBITDA증가율	21.5	(6.9)	18.3	(31.5)	14.2
영업이익증가율	26.5	(17.1)	12.2	(43.5)	25.1
(지배주주)순이익증가율	35.7	(21.2)	20.1	(41.6)	24.4
EPS증가율	35.7	(21.2)	20.1	(41.6)	24.4
수익성(%)					
매출총이익률	24.8	18.8	14.8	9.5	10.7
EBITDA이익률	25.5	21.3	17.6	12.5	13.2
영업이익률	21.5	16.0	12.5	7.3	8.4
계속사업이익률	17.1	12.1	10.1	6.1	7.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	41,867	32,972	39,601	23,144	28,792
BPS	198,414	227,206	263,007	279,499	301,640
CFPS	53,255	47,436	69,163	47,934	54,662
EBITDAPS	62,675	58,356	69,067	47,341	54,069
SPS	245,596	273,758	392,919	378,130	410,462
DPS	4,000	4,000	7,000	7,000	7,000
주기지표(배)					
PER	6.6	8.0	3.9	7.4	5.9
PBR	1.4	1.2	0.6	0.6	0.6
PCFR	5.2	5.6	2.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	4.6	5.1	1.9	2.9	2.1
PSR	1.1	1.0	0.4	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	23.5	15.5	16.2	8.5	9.9
ROA	16.5	11.5	12.1	6.5	7.6
ROIC	20.3	14.3	14.9	8.5	10.7
부채비율	36.4	33.8	33.0	30.3	29.5
순부채비율	6.9	14.4	(7.5)	(12.5)	(19.9)
이자보상배율(배)	88.5	63.9	71.7	44.3	55.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	428.3	411.7	725.5	832.4	1,003.8
금융자산	97.1	9.7	314.3	413.3	576.0
현금성자산	87.0	9.7	314.3	413.3	576.0
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	5.9	6.3
비유동자산	1,335.4	1,558.9	1,542.6	1,531.1	1,531.4
투자자산	142.9	143.2	147.4	150.1	153.4
금융자산	5.0	3.3	4.7	4.5	4.9
유형자산	1,161.2	1,389.2	1,368.7	1,354.5	1,351.5
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	2,268.1	2,363.5	2,535.2
유동부채	318.9	260.2	283.4	276.2	292.0
금융부채	128.5	80.0	45.0	45.0	45.0
매입채무 등	122.3	123.5	177.3	170.6	185.2
기타유동부채	68.1	56.7	61.1	60.6	61.8
비유동부채	151.7	237.2	278.8	273.6	284.9
금융부채	58.0	141.5	141.5	141.5	141.5
기타비유동부채	93.7	95.7	137.3	132.1	143.4
부채총계	470.6	497.4	562.2	549.8	576.9
지배주주지분	1,286.1	1,473.2	1,705.9	1,813.1	1,957.0
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	1,406.4	1,513.6	1,657.5
비지배주주지분	7.0	0.0	0.0	0.6	1.3
자본총계	1,293.1	1,473.2	1,705.9	1,813.7	1,958.3
순금융부채	89.4	211.8	(127.8)	(226.8)	(389.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	322.6	227.9	463.7	251.5	325.6
당기순이익	272.9	214.5	257.4	151.0	187.8
조정	65.1	93.3	115.7	120.8	119.3
감가상각비	64.4	95.1	130.1	127.7	126.1
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	(7.5)	(0.0)	0.1
영업활동자산부채변동	(15.4)	(79.9)	90.6	(20.3)	18.5
투자활동 현금흐름	(278.0)	(306.3)	(107.0)	(109.2)	(119.5)
투자자산감소(증가)	2.8	7.1	5.3	6.8	6.2
유형자산감소(증가)	(262.7)	(318.2)	(109.6)	(113.4)	(123.1)
기타	(18.1)	4.8	(2.7)	(2.6)	(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)	304.6	99.0	162.8
Unlevered CFO	346.2	308.3	449.6	311.6	355.3
Free Cash Flow	59.8	(90.5)	354.1	138.0	202.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한유화



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.7	BUY	200,000		
18.10.24	BUY	280,000	-43.10%	-38.57%
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%
17.2.2	BUY	400,000	-35.94%	-26.63%
17.1.23	BUY	380,000	-27.11%	-25.79%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 01월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.