대한유화 (006650)

3분기 실적, 눈높이를 높일 필요가 있다

BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(08/26): 109,500원

시가총액: 7,118억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

대한유화는 올해 2분기를 저점으로 3분기부터 실적 반등이 예상됩니다. 매크로 변수의 불확실성 지속에도 불구하고, 1) 수출주에 우호적인 환율 효과 발생, 2) 전분기 정기보수 진행에 따른 기저효과, 3) 나프타/LPG 가격 하락으로 인한 주요 제품들의 스프레드 개선 등에 기인합니다. 한편 연간 2,000억원 수준의 영업이익 창출 능력을 고려할 때, 현재 시가총액(7,118억원)은 과도하게 저평가 받고 있다고 평가됩니다.

Stock Data

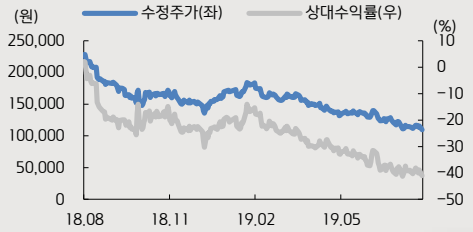
KOSPI (08/26)		1,916.31pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	228,000원	109,500원
등락률	-52.0%	0.0%
수익률	절대	상대
1W	-9.5%	-2.4%
6M	-40.3%	-30.4%
1Y	-50.9%	-41.1%

발행주식수		6,500천주
일평균 거래량(3M)		30천주
외국인 지분율		14.9%
배당수익률(2019E)		3.7%
BPS(2019E)		277,683원
주요 주주	이순규 외 12인	40.2%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,779.4	2,554.0	2,094.7	2,252.9
영업이익	284.2	318.8	151.8	209.1
EBITDA	379.3	454.3	282.2	334.8
세전이익	280.1	336.4	171.0	235.0
순이익	214.5	257.4	133.4	183.3
지배주주지분순이익	214.3	257.4	133.4	183.3
EPS(원)	32,972	39,602	20,517	28,205
증감률(%YoY)	-21.2	20.1	-48.2	37.5
PER(배)	8.0	3.9	5.3	3.9
PBR(배)	1.16	0.59	0.39	0.36
EV/EBITDA(배)	5.1	2.2	1.9	1.0
영업이익률(%)	16.0	12.5	7.2	9.3
ROE(%)	15.5	16.2	7.6	9.7
순부채비율(%)	14.4	0.1	-10.4	-19.1

Price Trend



>>> 올해 3분기 실적, 시장 기대치 상회 전망

대한유화의 올해 3분기 실적은 542억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자 전환이 예상된다. 역내 MEG 업황 둔화 지속에도 불구하고, 1) 수출주에 우호적인 환율 효과가 발생할 전망이고, 2) 4~5월에 순차적으로 진행되었던 플랜트/크래커 정기보수에 따른 기저효과가 예상되며, 3) 국제유가/LPG 가격 하락으로 인한 나프타 투입가의 동반 하락으로 전반적인 제조원가 개선이 전망되고, 4) 대외 매크로 변수의 불확실성에도 3분기 석유화학 성수기 및 고부가 폴리머 증설(분리막용 등) 효과 등으로 가동률이 견조한 수준을 유지할 것으로 전망되기 때문이다.

한편 6~7월 마진율이 급속히 훼손되었던 에틸렌은 최근 스팀 크래커의 정기보수로 동남아시아의 공급 감소, 미국 등 역외 물량 출회 감소 및 중국 지역 당국의 공해조절책 발표 등에 따른 중국 내 스팟 가용성 제한 등으로 최근 변동마진율이 올해 1분기 수준으로 회복하였다. 또한 HDPE/PP 등 폴리머도 최근 다운스트림(건설/자동차 등) 시황의 부진에도 불구하고, 나프타 가격 하락으로 변동마진율이 7월 중순 이후 반등하고 있다.

>>> 분기 500억원 수준의 이익 창출 능력 보유

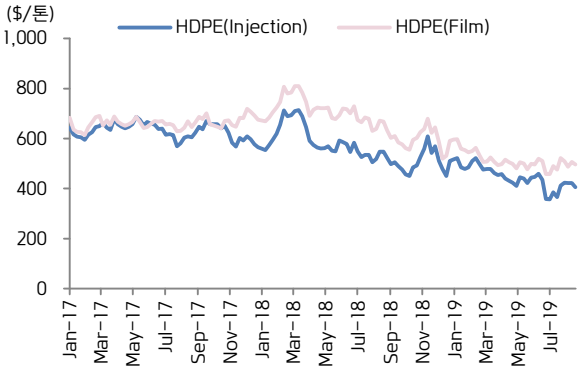
지난 2분기 정기보수 진행에 따른 적자전환, 과거 대비 업황 싸이클 둔화 및 역내/외 증설 확대 등으로 동사의 주가는 2018년 초 이후 지속적으로 하락하고 있다.

하지만 1) 대규모 투자 마무리에 따른 우수한 재무구조 지속, 2) 유가 하락에 따른 원가 개선 효과 및 분리막용 폴리머 등 고부가 제품 판매 확대로 분기 500억원의 수준의 이익 창출 능력 보유, 3) LPG 원료 투입 비중을 확대할 수 있는 원재료 다각화 옵션 보유, 4) 향후 3~4년 동안 대규모 정기보수 제한, 5) 과거 대비 이자수익 증가 및 관계기업 등의 안정적 실적 지속으로 인한 세전이익이 영업이익보다 큰 구조 등을 감안하면, 최근 주가 하락은 과도하다고 판단된다.

역내 나프타 가격 추이

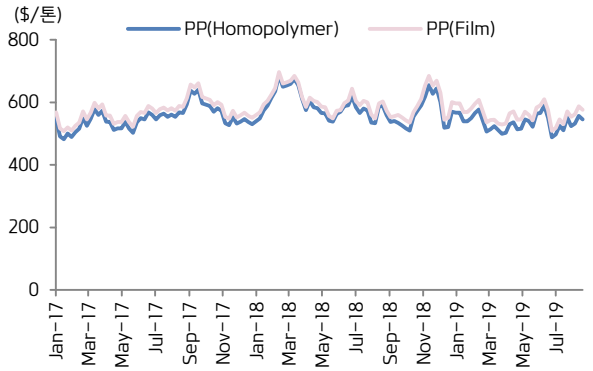
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내 HDPE 스프레드 추이



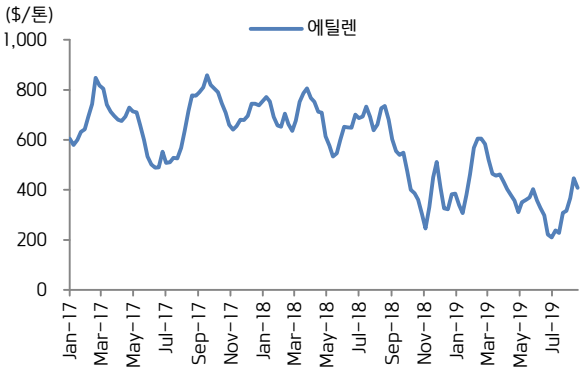
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내 PP 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

국내 에틸렌 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2018				2019				2016	2017	2018	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual				
매출액	613	653	645	643	516	405	579	595	1,596	1,779	2,554	2,095	2,253
영업이익	104	108	88	19	57	-16	54	56	343	284	319	152	209
%	16.9%	16.6%	13.6%	3.0%	11.0%	-3.9%	9.4%	9.5%	21.5%	16.0%	12.5%	7.2%	9.3%
세전이익	107	112	98	19	62	-12	59	62	360	280	336	171	235
%	17.4%	17.2%	15.2%	3.0%	12.0%	-3.0%	10.2%	10.4%	22.6%	15.7%	13.2%	8.2%	10.4%
당기순이익	82	84	74	18	58	-11	42	45	273	214	257	133	183
%	13.4%	12.8%	11.5%	2.7%	11.2%	-2.8%	7.3%	7.6%	17.1%	12.1%	10.1%	6.4%	8.1%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	1,779.4	2,554.0	2,094.7	2,252.9	2,268.8
매출원가	1,444.0	2,178.4	1,896.2	1,993.7	2,007.9
매출총이익	335.4	375.6	198.5	259.2	260.9
판관비	51.2	56.8	46.7	50.1	50.4
영업이익	284.2	318.8	151.8	209.1	210.5
EBITDA	379.3	454.3	282.2	334.8	325.9
영업외손익	-4.1	17.6	19.1	25.9	33.3
이자수익	1.3	1.9	8.8	15.6	22.9
이자비용	4.4	3.6	3.6	3.6	3.6
외환관련이익	5.4	9.0	9.0	9.0	9.0
외환관련손실	8.1	9.6	9.3	9.3	9.3
종속 및 관계기업손익	7.4	8.4	8.4	8.4	8.4
기타	-5.7	11.5	5.8	5.8	5.9
법인세차감전이익	280.1	336.4	171.0	235.0	243.8
법인세비용	65.6	79.0	37.6	51.7	53.6
계속사업순손익	214.5	257.4	133.4	183.3	190.2
당기순이익	214.5	257.4	133.4	183.3	190.2
지배주주순이익	214.3	257.4	133.4	183.3	190.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.5	43.5	-18.0	7.6	0.7
영업이익 증감율	-17.1	12.2	-52.4	37.7	0.7
EBITDA 증감율	-6.9	19.8	-37.9	18.6	-2.7
지배주주순이익 증감율	-21.3	20.1	-48.2	37.4	3.8
EPS 증감율	-21.2	20.1	-48.2	37.5	3.7
매출총이익율(%)	18.8	14.7	9.5	11.5	11.5
영업이익률(%)	16.0	12.5	7.2	9.3	9.3
EBITDA Margin(%)	21.3	17.8	13.5	14.9	14.4
지배주주순이익률(%)	12.0	10.1	6.4	8.1	8.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	411.7	428.7	552.8	764.4	972.1
현금 및 현금성자산	9.7	53.7	243.4	431.0	635.1
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	223.0	201.7	165.4	177.9	179.2
재고자산	174.2	167.6	137.5	147.9	148.9
기타유동자산	4.8	5.7	6.5	7.6	8.9
비유동자산	1,558.9	1,555.2	1,533.2	1,476.0	1,429.0
투자자산	143.2	148.8	157.2	165.6	174.0
유형자산	1,389.2	1,381.4	1,351.0	1,285.4	1,229.9
무형자산	5.7	6.4	6.4	6.4	6.4
기타비유동자산	20.8	18.6	18.6	18.6	18.7
자산총계	1,970.6	1,983.9	2,086.1	2,240.5	2,401.1
유동부채	260.2	134.8	133.1	133.7	133.7
매입채무 및 기타채무	123.5	75.1	73.4	74.0	74.0
단기금융부채	80.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타유동부채	56.7	54.7	54.7	54.7	54.7
비유동부채	237.2	148.0	148.0	148.0	148.0
장기금융부채	141.5	51.0	51.0	51.0	51.0
기타비유동부채	95.7	97.0	97.0	97.0	97.0
부채총계	497.4	282.8	281.1	281.7	281.8
지배지분	1,473.2	1,701.1	1,804.9	1,958.8	2,119.4
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타자본	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타포괄손익누계액	-0.2	-0.2	-5.0	-9.8	-14.6
이익잉여금	1,173.7	1,401.6	1,510.3	1,668.9	1,834.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,473.2	1,701.1	1,804.9	1,958.8	2,119.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	227.9	350.9	505.4	463.5	480.0
당기순이익	0.0	0.0	133.4	183.3	190.2
비현금항목의 가감	105.0	147.7	169.1	171.7	156.1
유형자산감가상각비	95.1	135.5	130.4	125.6	115.5
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-7.4	-8.4	-8.4	-8.4	-8.4
기타	17.3	20.6	47.1	54.5	49.0
영업활동자산부채증감	-79.9	-61.1	63.8	-23.4	-3.5
매출채권및기타채권의감소	-36.9	19.4	36.3	-12.5	-1.3
재고자산의감소	-36.0	-5.2	30.1	-10.4	-1.0
매입채무및기타채무의증가	2.3	-59.4	-1.7	0.6	0.1
기타	-9.3	-15.9	-0.9	-1.1	-1.3
기타현금흐름	202.8	264.3	139.1	131.9	137.2
투자활동 현금흐름	-306.3	-116.6	-103.3	-63.4	-63.4
유형자산의 취득	-318.3	-125.8	-100.0	-60.0	-60.0
유형자산의 처분	0.1	10.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.4	-0.8	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	7.1	2.8	0.1	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	10.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.8	-3.2	-3.4	-3.4	-3.4
재무활동 현금흐름	1.1	-190.2	-24.7	-24.7	-24.7
차입금의 증가(감소)	35.0	-165.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.7	-24.7	-24.7	-24.7	-24.7
기타	-9.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	-187.7	-187.7	-187.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-77.4	44.0	189.6	187.7	204.2
기초현금 및 현금성자산	87.0	9.7	53.7	243.4	431.0
기말현금 및 현금성자산	9.7	53.7	243.4	431.0	635.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	32,972	39,602	20,517	28,205	29,255
BPS	226,646	261,707	277,683	301,346	326,060
CFPS	49,152	62,323	46,537	54,625	53,268
DPS	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	8.0	3.9	5.3	3.9	3.7
PER(최고)	9.1	8.8	9.1		
PER(최저)	7.0	3.6	5.1		
PBR	1.16	0.59	0.39	0.36	0.34
PBR(최고)	1.32	1.33	0.67		
PBR(최저)	1.02	0.55	0.38		
PSR	0.96	0.39	0.34	0.32	0.31
PCFR	5.4	2.5	2.4	2.0	2.1
EV/EBITDA	5.1	2.2	1.9	1.0	0.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	11.5	9.6	18.5	13.5	13.0
배당수익률(%,보통주,현금)	1.5	2.6	3.7	3.7	3.7
ROA	11.5	13.0	6.6	8.5	8.2
ROE	15.5	16.2	7.6	9.7	9.3
ROIC	15.0	15.0	7.5	10.7	11.2
매출채권회전율	8.6	12.0	11.4	13.1	12.7
재고자산회전율	11.4	14.9	13.7	15.8	15.3
부채비율	33.8	16.6	15.6	14.4	13.3
순차입금비율	14.4	0.1	-10.4	-19.1	-27.3
이자보상배율	63.9	88.0	41.9	57.7	58.1
총차입금	221.5	56.0	56.0	56.0	56.0
순차입금	211.8	2.3	-187.4	-375.0	-579.1
NOPLAT	379.3	454.3	282.2	334.8	325.9
FCF	-84.0	202.9	212.6	205.4	216.1

Compliance Notice

- 당사는 8월 26일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

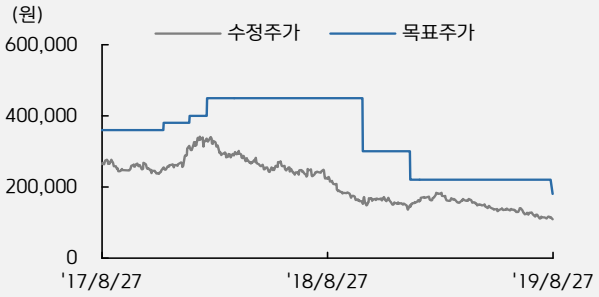
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
대한유화 (006650)	2017/08/29	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.2	-23.1
	2017/10/16	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.1	-23.1
	2017/10/18	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-23.1
	2017/11/08	Buy(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-23.1
	2017/12/05	Buy(Maintain)	380,000원	6개월	-29.8	-16.8
	2018/01/16	Buy(Maintain)	400,000원	6개월	-19.2	-14.5
	2018/02/13	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-27.0	-24.3
	2018/02/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-31.8	-24.3
	2018/03/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-32.7	-24.3
	2018/04/12	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-37.0	-24.3
	2018/06/05	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-37.9	-24.3
	2018/06/28	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-40.1	-24.3
	2018/08/14	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-56.6	-44.7
	2018/10/24	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-47.2	-42.7
	2019/01/08	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-25.3	-16.4
	2019/02/20	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.7	-16.4
	2019/08/27	Buy(Maintain)	180,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	1	0.53%