

# 대한유화 (006650.KS)

## 강세 전환 제품 추가요!

기존 실적 증가를 견인한 PE와 PP의 스프레드 강세가 유지되는 가운데 MEG와 BD, 벤젠 등 상대적 저수익 제품 스프레드가 크게 확대되어 분기실적 호조 유지 전망. 2017년 대규모 증설 이후 한 차례 더 연간 영업이익 증가가 예상됨

### PE, PP 강세유지에 MEG, BD 또한 강세전환

4분기 영업이익 845억원(+ 47.1% y-y, + 22.7% q-q) 기록 추정. ① 직전 분기 여름 휴가시즌 감소했던 석유화학 제품 출하량이 회복되었고, ② 분기 말 MEG와 BD, 벤젠/톨루엔 가격 및 스프레드 확대로 수익성이 개선됐으며, ③ 우호적 환율로 분기 실적이 증가한 것으로 판단

HDPE와 PP의 분기 평균 스프레드는 강세를 유지 중. 원재료(납사) 투입 시차 5주 고려 시 4분기 평균 스프레드는 각각 1%, 2% 확대됨. 1분기 계절적 성수기 진입과 중국의 춘절 수요가 시작될 전망으로 주요 제품 스프레드 확대 전망

MEG와 BD, 벤젠의 분기 평균 스프레드(원재료 투입시차 5주 고려)는 각각 3분기대비 4분기 톤당 96달러, 470달러, 53달러 확대됨. 제품별 연간 생산 능력은 각각 21만톤, 15만톤(mixed C4 기준, 이 중 BD 40% 함유), 11만톤으로 분기 기준 약 150억원의 영업이익 증가 효과 추정

### 2017년 대형 NCC 설비 대열 합류

NCC 기준 연간 47만톤 설비를 80만톤으로 확대하는 증설 프로젝트 진행 중. 6월 완공 이후에는 대형 NCC 설비가 되며, 운영 효율이 극대화될 전망. 분기별 실적은 1분기 분기 사상최대 실적을 기록한 이후, 2분기 설비 증설을 위한 정기보수를 약 한달 반 진행할 예정으로 일시적 감소 전망. 3분기부터 증설 설비 가동률 상승이 시작되며, 4분기에 최대 가동률에 도달할 전망. 연간 영업이익은 증설 과도기인 2017년 3,827억원(+ 16.1% y-y) 이후 2018년 5,279억원(+ 37.9% y-y) 기록 추정

### 대한유화 4분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E				1Q17E	
					예상치	y-y	q-q	기준추정		
매출액	405	394	405	361	461	13.9	27.9	438	400	511
영업이익	57	78	98	69	85	47.1	22.7	79	74	110
영업이익률	14.2	19.7	24.3	19.1	18.3			18.0	18.6	21.5
세전이익	48	82	102	74	85	76.1	15.3	88	78	112
(지배)순이익	40	63	76	56	64	59.7	15.5	67	59	85

자료: 대한유화, Wisefn, NH투자증권 리서치센터 전망

Company Comment | 2017. 1. 3

### Buy (유지)

목표주가 380,000원 (유지)

현재가 (17/01/02) 279,500원

업종 화학

KOSPI / KOSDAQ	2,026.16 / 632.04
시가총액(보통주)	1,816.8십억원
발행주식수(보통주)	6.5백만주
52주 최고가('17/01/02)	279,500원
최저가('16/01/20)	155,000원
평균거래대금(60일)	8,809백만원
배당수익률(2016E)	1.09%
외국인지분율	19.6%

주요주주

이순규 외 13 인	41.6%
국민연금	7.0%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%)	30.9	17.2	62.5
상대수익률 (%)p	32.0	14.9	57.3

2015 2016E 2017F 2018F

매출액	1,727	1,621	2,145	2,961
증감률	-15.9	-6.1	32.3	38.1
영업이익	271	330	383	528
영업이익률	15.7	20.3	17.8	17.8
(지배자분)순이익	200	259	296	408
EPS	30,846	39,880	45,587	62,845
증감률	212.7	29.3	14.3	37.9
PER	5.6	6.9	6.1	4.4
PBR	1.1	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA	3.7	4.2	3.5	2.4
ROE	21.5	22.5	21.0	23.4
부채비율	47.7	37.9	36.7	20.4
순차입금	126	-26	-39	-205

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 황유식  
02)768-7391, ys.hwang@nhqv.com

## 대한유화 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	1,727	1,621	2,145	2,961
	- 수정 전	-	1,598	2,062	2,671
	- 변동률	-	1.4	4.0	10.9
영업이익	- 수정 후	271	330	383	528
	- 수정 전	-	324	357	388
	- 변동률	-	1.8	7.2	36.1
영업이익률(수정 후)		15.7	20.3	17.8	17.8
EBITDA		335	425	504	666
(지배지분)순이익		200	259	296	408
EPS	- 수정 후	30,846	39,880	45,587	62,845
	- 수정 전	-	40,390	43,813	47,557
	- 변동률	-	-1.3	4.0	32.1
PER		5.6	6.9	6.1	4.4
PBR		1.1	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA		3.7	4.2	3.5	2.4
ROE		21.5	22.5	21.0	23.4

주: IFRS 연결기준

자료: 대한유화, NH투자증권 리서치센터 전망

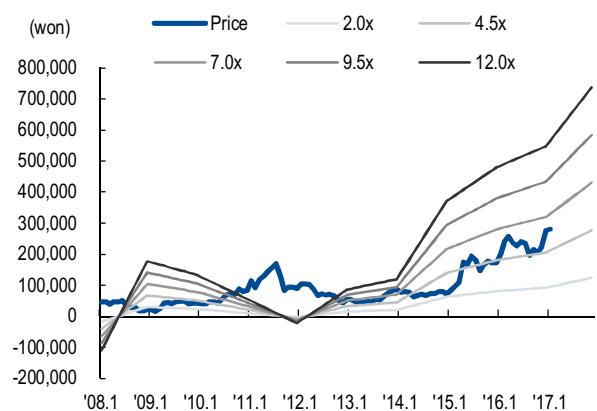
## 대한유화 분기 실적 추이

(단위: 십억원, %)

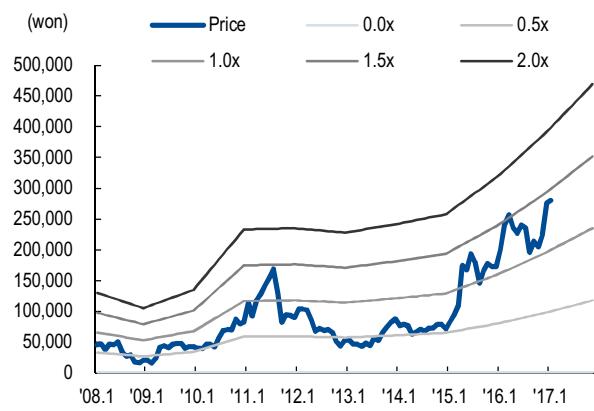
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016E	2017F
매출액	394	405	361	461	511	282	646	706	1,727	1,621	2,145
영업이익	78	98	69	85	110	59	103	111	271	330	383
%OP	19.7%	24.3%	19.1%	18.3%	21.5%	20.8%	15.9%	15.8%	15.7%	20.3%	17.8%
세전이익	82	102	74	85	112	61	105	113	269	343	391
지배기업순이익	63	76	56	64	85	46	80	86	200	259	296
YOY(%)											
매출액	-8%	-10%	-18%	14%	30%	-30%	79%	53%	-16%	-6%	32%
영업이익	43%	12%	-3%	47.1%	41%	-41%	49%	31.5%	288%	22%	16%
세전이익	49.5%	13%	-2%	76%	36.3%	-41%	43%	33%	235%	28%	14%
지배기업순이익	50.6%	11%	12%	60%	34.9%	-39%	43%	33%	213%	29%	14%
QOQ(%)											
매출액	-3%	3%	-11%	28%	11%	-45%	129%	9%			
영업이익	36%	26%	-30%	22.7%	30%	-47%	75%	8.1%			
세전이익	70%	25%	-28%	15%	32%	-46%	73%	7%			
지배기업순이익	56%	21%	-27%	15%	32%	-46%	73%	7%			

주: IFRS 연결기준

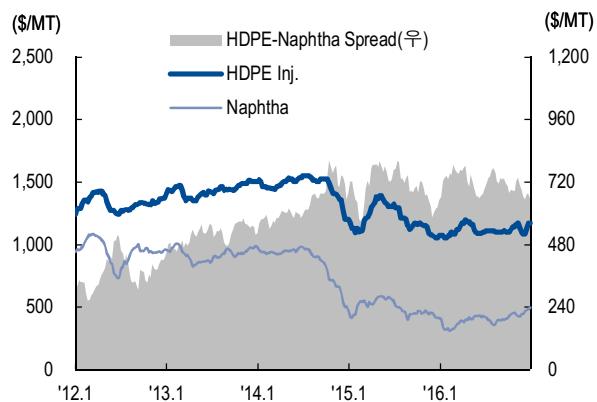
자료: 대한유화, NH투자증권 리서치센터 전망

**Forward PER Band**

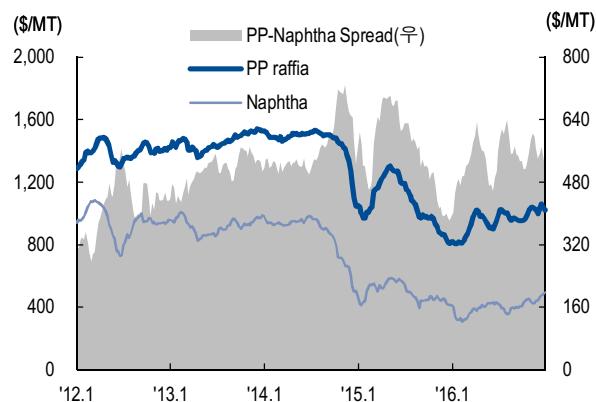
자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

**Trailing PBR Band**

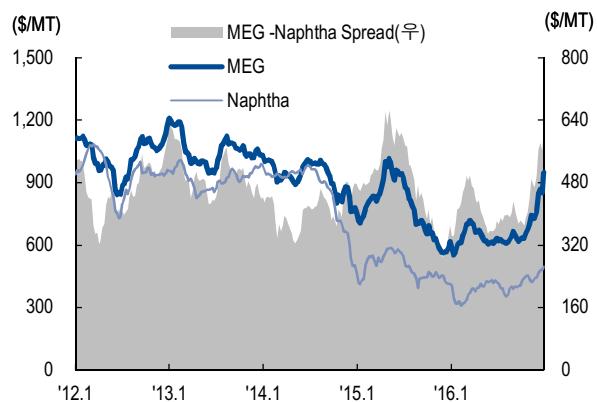
자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

**HDPE 스프레드 강세 유지**

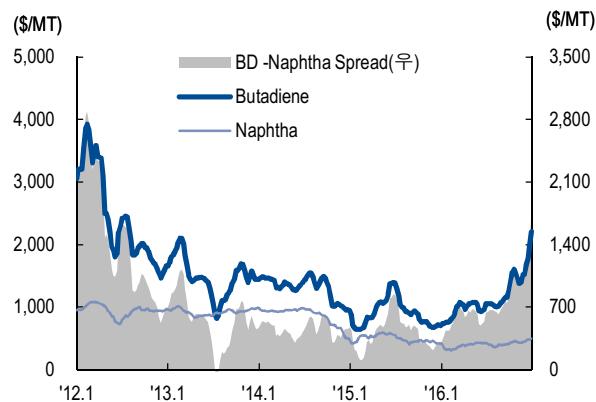
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

**PP 스프레드 강세 유지**

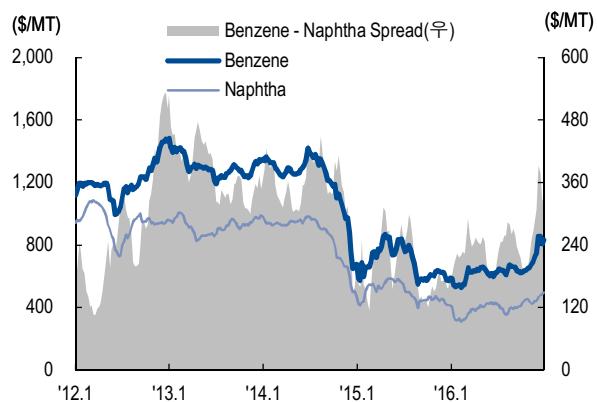
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

**4Q16부터 MEG 스프레드 급등**

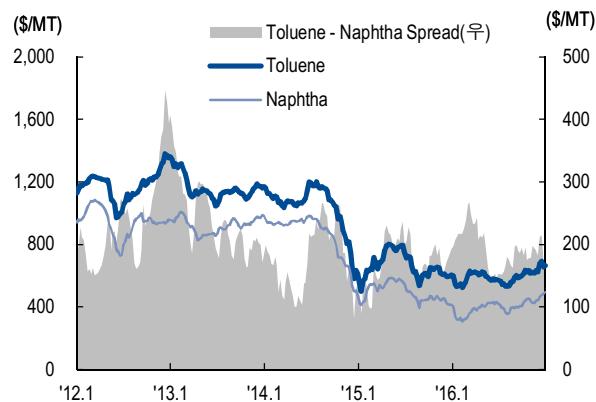
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

**BD 공급 부족으로 가격 급등**

자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

**2016년말 Benzene 가격 및 스프레드 급등**

자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

**Toluene은 낮은 수익성이 지속되는 중**

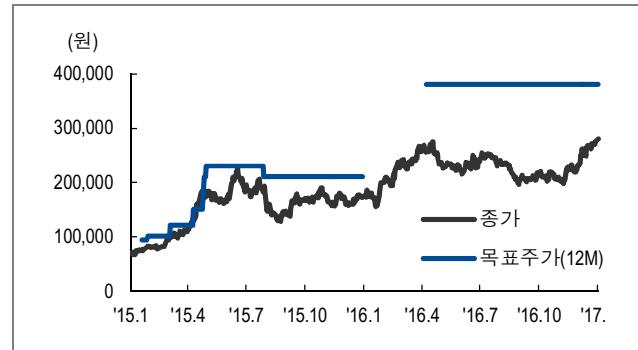
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				Valuation / Profitability / Stability					
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F		2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	1,727	1,621	2,145	2,961	PER(배)	5.6	6.9	6.1	4.4
증감률 (%)	-15.9	-6.1	32.3	38.1	PBR(배)	1.1	1.4	1.2	0.9
매출원가	1,401	1,234	1,648	2,276	PCR(배)	4.0	4.1	3.6	2.7
매출총이익	326	387	496	685	PSR(배)	0.6	1.1	0.8	0.6
Gross 마진 (%)	18.9	23.9	23.1	23.1	EV/EBITDA(배)	3.7	4.2	3.5	2.4
판매비와 일반관리비	55	57	114	157	EV/EBIT(배)	4.6	5.4	4.7	3.1
영업이익	271	330	383	528	EPS(원)	30,846	39,880	45,587	62,845
증감률 (%)	287.9	21.6	16.1	37.9	BPS(원)	158,361	195,391	238,127	298,122
OP 마진 (%)	15.7	20.3	17.8	17.8	SPS(원)	265,687	249,401	329,950	455,604
EBITDA	335	425	504	666	자기자본이익률(ROE, %)	21.5	22.5	21.0	23.4
영업외손익	-2	13	8	11	총자산이익률(ROA, %)	13.5	15.8	15.3	18.3
금융수익(비용)	-9	-4	-2	1	투하자본이익률 (ROIC, %)	21.1	23.1	25.9	27.3
기타영업외손익	0	7	0	0	배당수익률(%)	1.7	1.1	1.1	1.1
종속, 관계기업관련손익	7	10	10	10	배당성향(%)	9.2	7.1	6.3	4.5
세전계속사업이익	269	343	391	539	총현금배당금(십억원)	19	19	19	19
법인세비용	68	83	94	129	보통주 주당배당금(원)	3,000	3,000	3,000	3,000
계속사업이익	201	260	297	410	순부채(현금)/자기자본(%)	12.2	-2.0	-2.5	-10.5
당기순이익	201	260	297	410	총부채/ 자기자본(%)	47.7	37.9	36.7	20.4
증감률 (%)	214.5	29.5	14.3	37.9	이자발생부채	260	259	274	132
Net 마진 (%)	11.6	16.0	13.9	13.8	유동비율(%)	152.7	215.6	239.7	425.7
지배주주지분 순이익	200	259	296	408	총발행주식수(백만주)	7	7	7	7
비지배주주지분 순이익	0	1	1	1	액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	2	0	0	0	주가(원)	172,000	275,500	279,500	279,500
총포괄이익	203	260	297	410	시가총액(십억원)	1,118	1,791	1,817	1,817

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				CASH FLOW STATEMENT					
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	134	284	313	336	영업활동 현금흐름	324	331	314	417
매출채권	139	146	218	262	당기순이익	201	260	297	410
유동자산	410	567	762	874	+ 유/무형자산상각비	64	96	121	138
유형자산	960	1,037	1,165	1,248	+ 종속, 관계기업관련손익	-7	-10	-10	-10
투자자산	138	134	176	199	+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
비유동자산	1,119	1,194	1,365	1,470	Gross Cash Flow	277	432	504	666
자산총계	1,529	1,761	2,127	2,344	- 운전자본의증가(감소)	4	-14	-94	-121
단기성부채	140	139	154	75	투자활동 현금흐름	-114	-161	-282	-233
매입채무	29	28	37	42	+ 유형자산 감소	1	0	0	0
유동부채	269	263	318	205	- 유형자산 증가(CAPEX)	-84	-172	-250	-220
장기성부채	120	120	120	57	+ 투자자산의매각(취득)	-43	14	-32	-13
장기충당부채	0	0	0	0	Free Cash Flow	239	159	64	197
비유동부채	225	221	253	192	Net Cash Flow	210	170	32	184
부채총계	493	484	571	397	재무활동현금흐름	-136	-20	-3	-161
자본금	41	41	41	41	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	264	264	264	264	부채증감	-136	-20	-3	-161
이익잉여금	728	968	1,246	1,636	현금의증가	74	150	29	23
비지배주주지분	6	7	8	9	기말현금 및 현금성자산	134	284	313	336
자본총계	1,036	1,277	1,556	1,947	기말 순부채(순현금)	126	-26	-39	-205

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
대한유화	006650.KS	2016.04.07	Buy	380,000원(12개월)
			담당 Analyst 변경	
		2015.07.29	Buy	210,000원(12개월)
		2015.04.30	Buy	230,000원(12개월)
		2015.04.27	Buy	210,000원(12개월)
		2015.04.10	Buy	150,000원(12개월)
		2015.03.04	Buy	120,000원(12개월)
		2015.01.28	Buy	100,000원(12개월)
		2015.01.19	Buy	94,000원(12개월)
			담당 Analyst 변경	



## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 12월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
77.4%	22.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '대한유화'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 시전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지([www.nhqv.com](http://www.nhqv.com))에서 이를 조회하실 수 있습니다.