

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 | 컨센서스 | |
| 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 |
| (지배)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 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 황유식

02)768-7391, ys.hwang@nhq.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

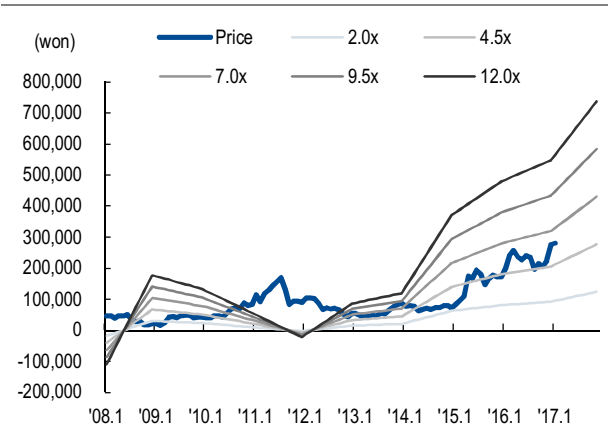
(단위: 십억원, %)

| | 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

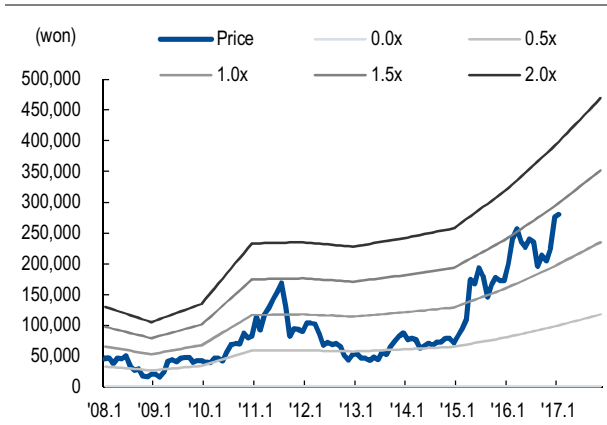
자료: 대한유화, NH투자증권 리서치센터 전망

Forward PER Band



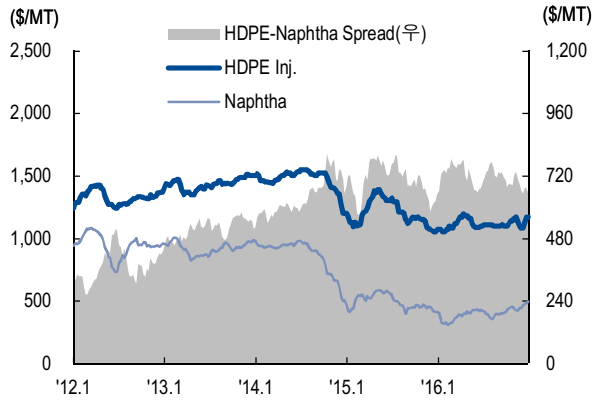
자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

Trailing PBR Band



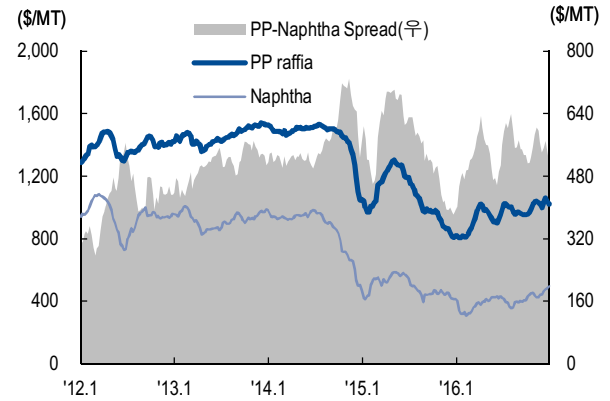
자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

HDPE 스프레드 강세 유지



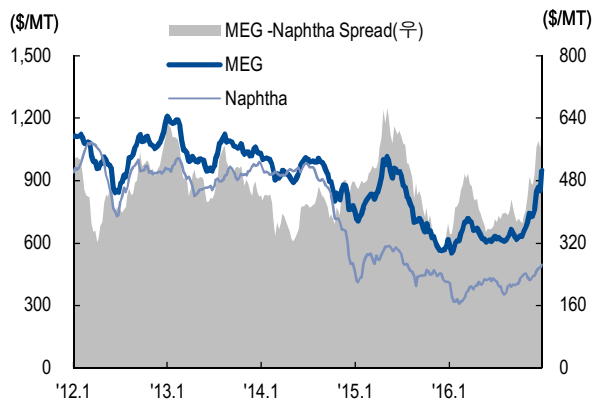
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

PP 스프레드 강세 유지



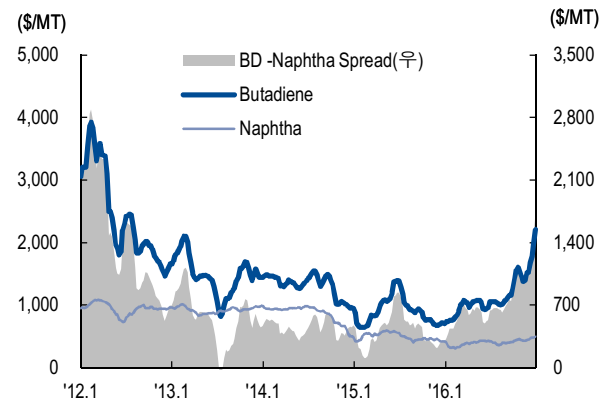
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

4Q16 부터 MEG 스프레드 급등



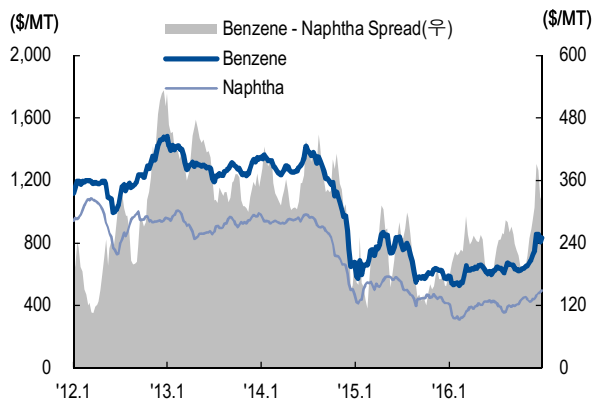
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

BD 공급 부족으로 가격 급등



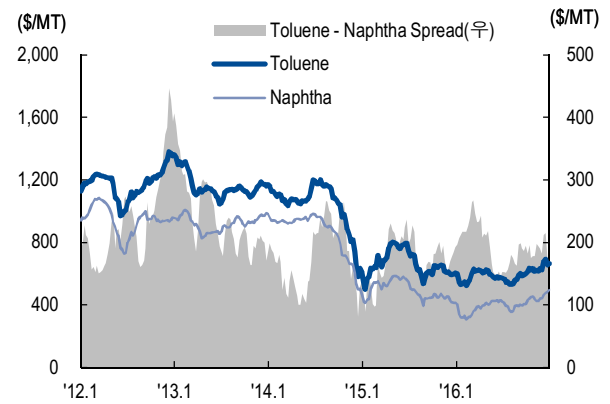
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

2016 연말 Benzene 가격 및 스프레드 급등



자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

Toluene 은 낮은 수익성이 지속되는 중



자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
| 매출액 | 1,727 | 1,621 | 2,145 | 2,961 |
| 증감률 (%) | -15.9 | -6.1 | 32.3 | 38.1 |
| 매출원가 | 1,401 | 1,234 | 1,648 | 2,276 |
| 매출총이익 | 326 | 387 | 496 | 685 |
| Gross 마진 (%) | 18.9 | 23.9 | 23.1 | 23.1 |
| 판매비와 일반관리비 | 55 | 57 | 114 | 157 |
| 영업이익 | 271 | 330 | 383 | 528 |
| 증감률 (%) | 287.9 | 21.6 | 16.1 | 37.9 |
| OP 마진 (%) | 15.7 | 20.3 | 17.8 | 17.8 |
| EBITDA | 335 | 425 | 504 | 666 |
| 영업외손익 | -2 | 13 | 8 | 11 |
| 금융수익(비용) | -9 | -4 | -2 | 1 |
| 기타영업외손익 | 0 | 7 | 0 | 0 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 7 | 10 | 10 | 10 |
| 세전계속사업이익 | 269 | 343 | 391 | 539 |
| 법인세비용 | 68 | 83 | 94 | 129 |
| 계속사업이익 | 201 | 260 | 297 | 410 |
| 당기순이익 | 201 | 260 | 297 | 410 |
| 증감률 (%) | 214.5 | 29.5 | 14.3 | 37.9 |
| Net 마진 (%) | 11.6 | 16.0 | 13.9 | 13.8 |
| 지배주주지분 순이익 | 200 | 259 | 296 | 408 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 기타포괄이익 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 203 | 260 | 297 | 410 |

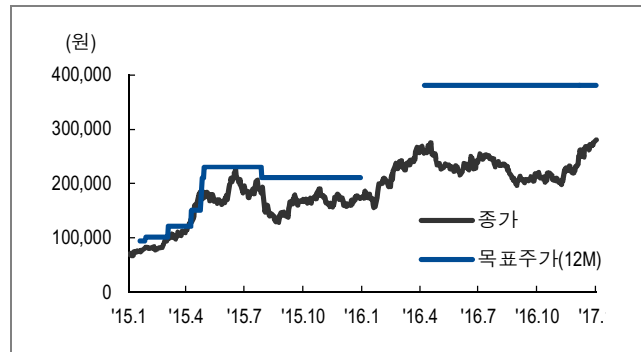
| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
| PER(배) | 5.6 | 6.9 | 6.1 | 4.4 |
| PBR(배) | 1.1 | 1.4 | 1.2 | 0.9 |
| PCR(배) | 4.0 | 4.1 | 3.6 | 2.7 |
| PSR(배) | 0.6 | 1.1 | 0.8 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | 3.7 | 4.2 | 3.5 | 2.4 |
| EV/EBIT(배) | 4.6 | 5.4 | 4.7 | 3.1 |
| EPS(원) | 30,846 | 39,880 | 45,587 | 62,845 |
| BPS(원) | 158,361 | 195,391 | 238,127 | 298,122 |
| SPS(원) | 265,687 | 249,401 | 329,950 | 455,604 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 21.5 | 22.5 | 21.0 | 23.4 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 13.5 | 15.8 | 15.3 | 18.3 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 21.1 | 23.1 | 25.9 | 27.3 |
| 배당수익률(%) | 1.7 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 배당성장(%) | 9.2 | 7.1 | 6.3 | 4.5 |
| 총현금배당금(십억원) | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 보통주 주당배당금(원) | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 12.2 | -2.0 | -2.5 | -10.5 |
| 총부채/ 자기자본(%) | 47.7 | 37.9 | 36.7 | 20.4 |
| 이자발생부채 | 260 | 259 | 274 | 132 |
| 유동비율(%) | 152.7 | 215.6 | 239.7 | 425.7 |
| 총발행주식수(백만주) | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 172,000 | 275,500 | 279,500 | 279,500 |
| 시가총액(십억원) | 1,118 | 1,791 | 1,817 | 1,817 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
| 현금및현금성자산 | 134 | 284 | 313 | 336 |
| 매출채권 | 139 | 146 | 218 | 262 |
| 유동자산 | 410 | 567 | 762 | 874 |
| 유형자산 | 960 | 1,037 | 1,165 | 1,248 |
| 투자자산 | 138 | 134 | 176 | 199 |
| 비유동자산 | 1,119 | 1,194 | 1,365 | 1,470 |
| 자산총계 | 1,529 | 1,761 | 2,127 | 2,344 |
| 단기성부채 | 140 | 139 | 154 | 75 |
| 매입채무 | 29 | 28 | 37 | 42 |
| 유동부채 | 269 | 263 | 318 | 205 |
| 장기성부채 | 120 | 120 | 120 | 57 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 225 | 221 | 253 | 192 |
| 부채총계 | 493 | 484 | 571 | 397 |
| 자본금 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 자본잉여금 | 264 | 264 | 264 | 264 |
| 이익잉여금 | 728 | 968 | 1,246 | 1,636 |
| 비지배주주지분 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 자본총계 | 1,036 | 1,277 | 1,556 | 1,947 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2015/12A | 2016/12E | 2017/12F | 2018/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 324 | 331 | 314 | 417 |
| 당기순이익 | 201 | 260 | 297 | 410 |
| + 유/무형자산상각비 | 64 | 96 | 121 | 138 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | -7 | -10 | -10 | -10 |
| + 외화환산손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 277 | 432 | 504 | 666 |
| - 운전자본의증가(감소) | 4 | -14 | -94 | -121 |
| 투자활동 현금흐름 | -114 | -161 | -282 | -233 |
| + 유형자산 감소 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -84 | -172 | -250 | -220 |
| + 투자자산의매각(취득) | -43 | 14 | -32 | -13 |
| Free Cash Flow | 239 | 159 | 64 | 197 |
| Net Cash Flow | 210 | 170 | 32 | 184 |
| 재무활동현금흐름 | -136 | -20 | -3 | -161 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -136 | -20 | -3 | -161 |
| 현금의증가 | 74 | 150 | 29 | 23 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 134 | 284 | 313 | 336 |
| 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 대한유화의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.

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 지적 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)에서 이를 조회하실 수 있습니다.