

대한유화 (006650.KS)

유가 하락에 속지 말자!

유가 하락 시 제품 가격도 하락하기 때문에 시황 악화에 대한 시장 우려가 높아졌으나 주요 제품 수익성은 오히려 확대된 상태. 2분기 증설 이후 실적 증가 고려 시 현 주가에서는 적극적인 비중확대를 권고함

또다시 분기 최대 실적 추정

1분기 영업이익 1,069억원(+ 37% y-y, + 9% q-q)으로 분기 최대실적 추정. HDPE와 PP 스프레드가 견조한 가운데 지난 4분기 말부터 MEG, BD, 벤젠의 가격 스프레드가 크게 확대되었기 때문

2월 중순 이후 원유 가격이 하락하면서 석유화학 제품 가격도 빠졌으나 스프레드는 안정적 수준을 유지하고 있음. WTI 가격은 배럴당 54.1달러를 단기 고점으로 13% 하락했고, 납사는 톤당 529달러에서 15% 하락함. 유가 하락 시 PE와 PP 등 제품 가격도 하락하기 때문에 시장에서는 수익성 감소에 대한 우려가 높았으나 주요 제품 스프레드는 오히려 확대되었음

이는 제품 가격보다 원재료(납사) 가격이 더 빠르게 하락했기 때문. HDPE 스프레드는 2월 613달러에서 현재 691달러로 확대되었고, PP 스프레드는 2월 492달러에서 566달러로 회복됨

주가 과매도 상태로 적극적인 비중확대 추천

기타 제품으로 MEG와 BD, 벤젠은 1분기 들어서 스프레드가 축소됐으나 4분기 평균보다는 여전히 10~30% 높은 수준임. 위 제품은 글로벌 설비 증설이 많지 않아 스프레드는 박스권 움직임이 예상됨. HDPE와 PP 등 주요 제품의 수익성이 높아졌기 때문에 영업이익 기반은 강화되었음

그러나 주가는 4분기 평균으로 하락하여 과매도 상태로 판단됨. 2분기 대규모 증설 이후 실적 증가를 고려 시 밸류에이션 저평가는 더욱 심화될 전망으로 현 주가에서는 적극적인 비중확대를 권고함

주) 용어 설명은 첨부된 Appendix 참고

대한유화 1분기 실적 Preview(K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E				2Q17F	
					예상치	y-y	q-q	기존 추정		
매출액	394	405	361	437	494	25.3	13.2	493	472	266
영업이익	78	98	69	98	107	37.3	9.3	105	107	57
영업이익률	19.7	24.3	19.1	22.4	21.6			21.3	22.6	21.5
세전이익	82	102	74	102	111	35.1	8.6	110	111	62
(지배)순이익	63	76	56	77	84	75.9	42.9	83	84	47

자료: Wisefn, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2017. 4. 3

Buy (유지)

목표주가	380,000원 (유지)
현재가 (17/03/30)	242,000원
업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,164.64 / 614.68
시가총액(보통주)	1,573.0십억원
발행주식수(보통주)	6.5백만주
52주 최고가('17/02/10)	293,500원
최저가('16/08/31)	195,500원
평균거래대금(60일)	8,965백만원
배당수익률(2017E)	1.65%
외국인지분율	21.2%
주요주주	
이순규 외 13 인	41.4%
국민연금	10.0%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-12.2 13.3 -7.6
상대수익률 (%)	-17.8 7.0 -14.6
	2016 2017E 2018F 2019F
매출액	1,596 2,149 2,955 3,141
증감률	-7.6 34.6 37.5 6.3
영업이익	343 365 522 551
영업이익률	21.5 17.0 17.7 17.5
(지배자분)순이익	272 292 413 437
EPS	41,867 44,945 63,526 67,220
증감률	35.7 7.4 41.3 5.8
PER	6.6 5.4 3.8 3.6
PBR	1.4 1.0 0.8 0.7
EV/EBITDA	4.6 3.4 2.2 1.9
ROE	23.5 20.6 23.6 20.3
부채비율	36.4 29.5 27.0 18.1
순차입금	89 33 -123 -206

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



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

표 1. 대한유화 연간 실적 전망

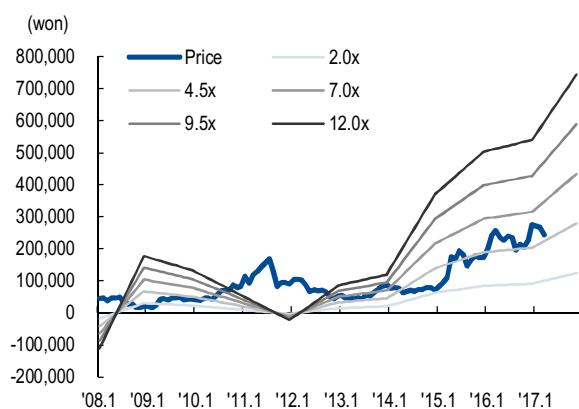
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	1,596	2,149	2,955	3,141
	- 수정 전	-	2,132	2,853	3,085
	- 변동률	-	0.8	3.6	1.8
영업이익	- 수정 후	343	365	522	551
	- 수정 전	-	384	530	515
	- 변동률	-	-4.9	-1.6	7.0
영업이익률(수정 후)		21.5	17.0	17.7	17.5
EBITDA		407	474	666	731
(지배지분)순이익		272	292	413	437
EPS	- 수정 후	41,867	44,945	63,526	67,220
	- 수정 전	-	47,086	64,375	63,006
	- 변동률	-	-4.5	-1.3	6.7
PER		6.6	5.4	3.8	3.6
PBR		1.4	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA		4.6	3.4	2.2	1.9
ROE		23.5	20.6	23.6	20.3

주: IFRS 연결기준

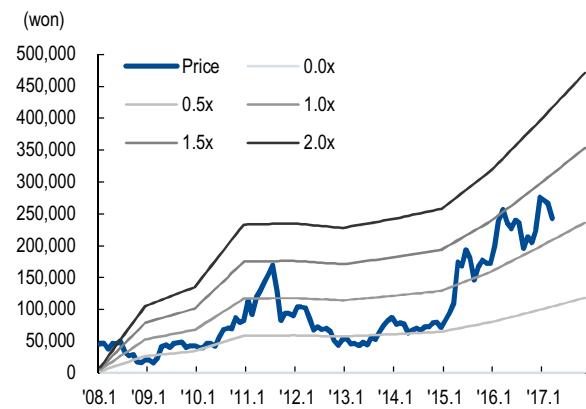
자료: 대한유화, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 1. Forward PER Band



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치본부

그림 2. Trailing PBR Band



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치본부

표2. 대한유화 분기 실적 추이

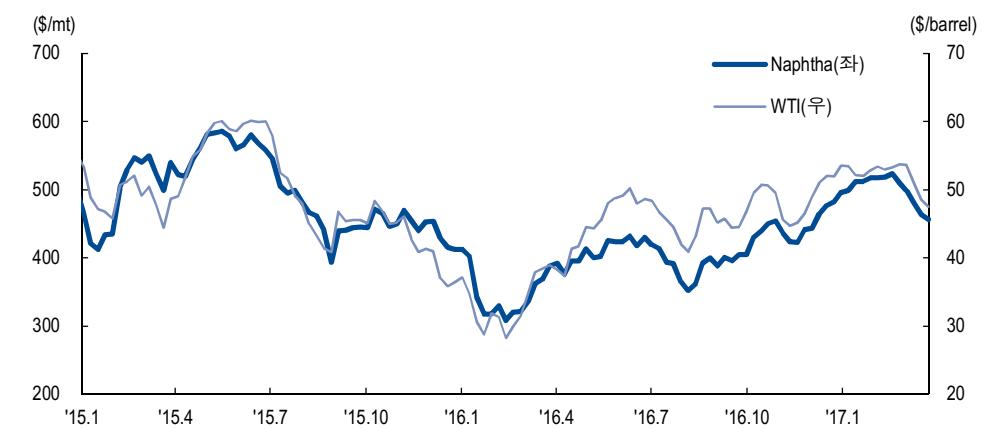
(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	394	405	361	437	494	266	670	719	1,596	2,149	2,955
영업이익	78	98	69	98	107	57	98	103	343	365	522
%OP	19.7%	24.3%	19.1%	22.4%	21.6%	21.5%	14.6%	14.3%	21.5%	17.0%	17.7%
세전이익	82	102	74	102	111	62	103	110	360	386	545
지배기업순이익	63	76	56	77	84	47	78	83	272	292	413
YOY(%)											
매출액	-8%	-10%	-18%	8%	25%	-34%	86%	65%	-8%	35%	38%
영업이익	43%	12%	-3%	70%	37%	-42%	42%	5%	26%	6%	43%
세전이익	49%	13%	-2%	111%	35%	-39%	39%	7%	34%	7%	41%
지배기업순이익	51%	11%	12%	92%	34%	-38%	39%	8%	36%	7%	41%
QOQ(%)											
매출액	-3%	3%	-11%	21%	13%	-46%	152%	7%			
영업이익	36%	26%	-30%	42%	9%	-47%	72%	5%			
세전이익	70%	25%	-28%	38%	9%	-44%	64%	7%			
지배기업순이익	56%	21%	-27%	39%	9%	-44%	65%	7%			

주: IFRS 연결기준

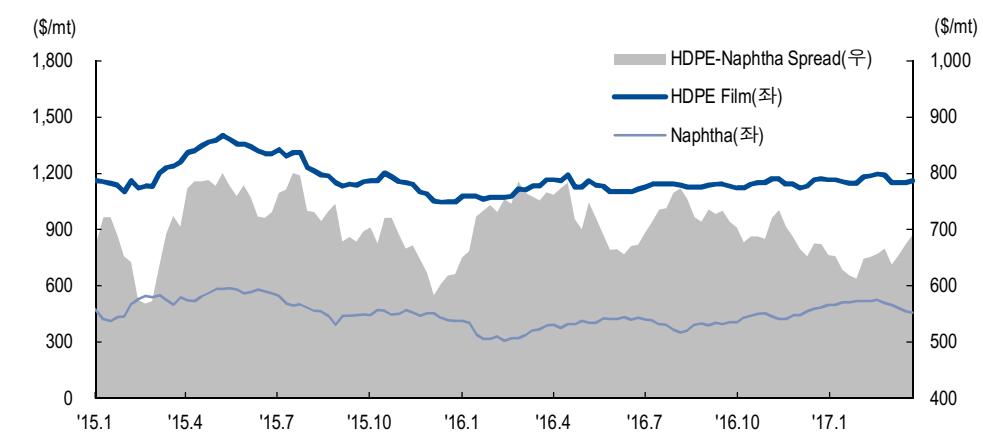
자료: 대한유화, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 2월 중순부터 국제 원유(WTI기준)와 납사 가격 하락



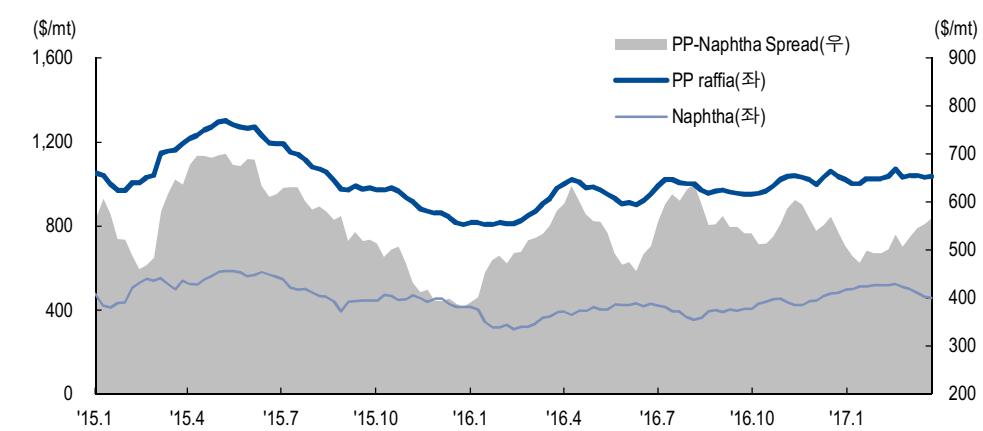
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림4. 납사 가격은 하락했지만 HDPE의 스프레드는 확대됨



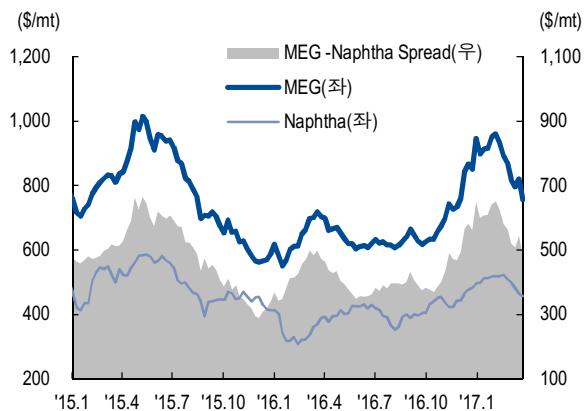
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림5. 납사 가격 하락으로 PP 스프레드는 회복 추세를 나타냄



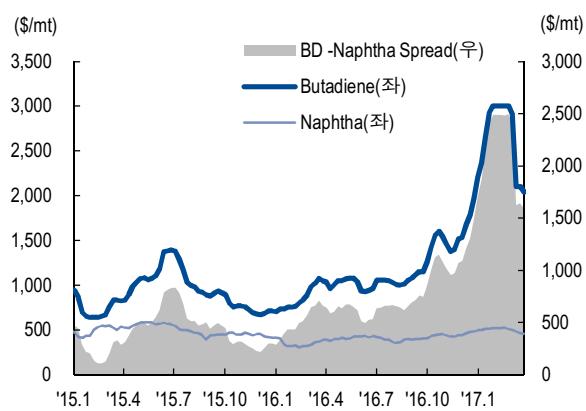
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림 6. MEG 스프레드 축소됐으나 4분기 평균치 이상 유지



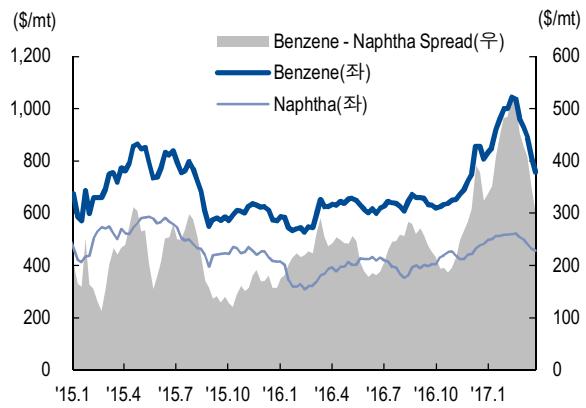
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

그림 7. 부타디엔 스프레드 급등락했지만 여전히 높은 수준



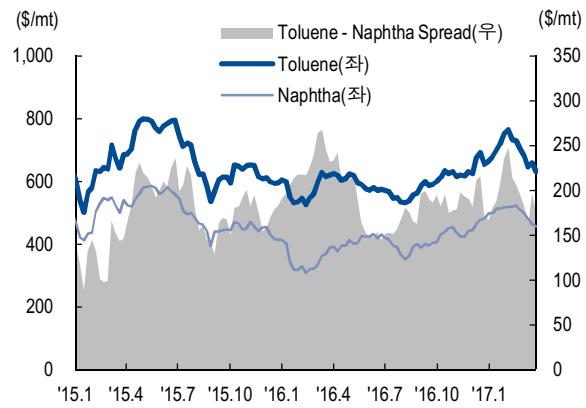
자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

그림 8. Benzene 스프레드는 4분기 말 수준으로 축소



자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

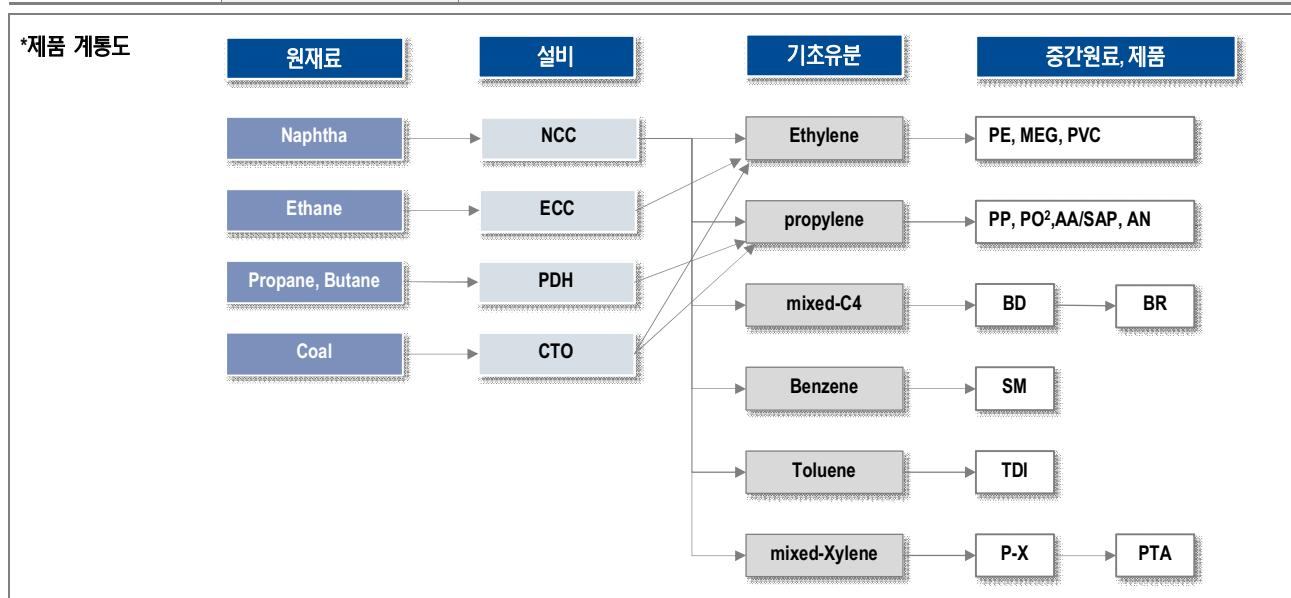
그림 9. Toluene 스프레드는 견조한 수준 유지



자료: Platts, NH투자증권 리서치센터

Appendix

Category	Acronym	Full Name	Chemical Formula
기초유분	BD	Butadiene, 부타디엔	C ₄ H ₆
	Mixed - X	Mixed - Xylene	C ₈ H ₁₀
	PO ¹	Poly Olefin	C _n H _{2n}
합성수지	PE	Polyethylene, 폴리에틸렌	(C ₂ H ₄) _n
	HDPE, LDPE, LLDPE	High-density PE, Low-density PE, Linear low-density PE	
	PP	Polypropylene, 폴리프로필렌	(C ₃ H ₆) _n
	PVC	Polyvinyl chloride	(C ₂ H ₃ Cl) _n
	ABS	Acrylonitrile Butadiene Styrene	(C ₈ H ₈ ·C ₄ H ₆ ·C ₃ H ₃ N) _n
	PS	Polystyrene, 폴리스타이렌	(C ₈ H ₈) _n
	EP	Engineering Plastic	
화섬원료	MEG or EG	(mono) Ethylene glycol	(CH ₂ OH) ₂
	P-X	Para-Xylene	C ₈ H ₁₀
	PTA	Purified Terephthalic acid	C ₈ H ₆ O ₄
	CPLM	Caprolactam	C ₆ H ₁₁ NO
중간원료	SM	Styrene monomer	C ₈ H ₈
	AN	Acrylonitrile	C ₃ H ₃ N
	EDC	Ethylene dichloride	C ₂ H ₄ Cl ₂
	BPA	Bisphenol A	C ₁₅ H ₁₆ O ₂
	MDI	Methylene diphenyl diisocyanate	C ₁₅ H ₁₀ N ₂ O ₂
	TDI	Toluene diisocyanate	C ₉ H ₆ N ₂ O ₂
	PC	Polycarbonate	
	PO ²	Propylene Oxide	C ₃ H ₆ O
	PPG	Polypropylene Glycol	
용제 및 기타	AA/SAP	Acetic acid/ Superabsorbent polymers	C ₂ H ₄ O ₂
	BR	Butadiene Rubber	
	SBR	Styrene Butadiene Rubber	
제조설비	NCC	Naphtha Cracking Center	
	ECC	Ethane Cracking Center	
	CTO	Coal to Olefin	
	CTP	Coal to Propylene	
	PDH	Propane dehydrogenation	

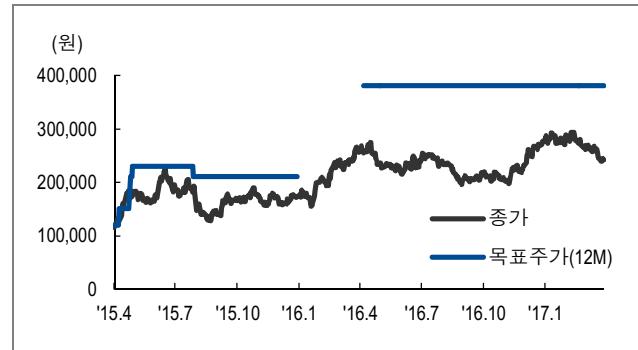


STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F		2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	1,596	2,149	2,955	3,141	PER(배)	6.6	5.4	3.8	3.6
증감률 (%)	-7.6	34.6	37.5	6.3	PBR(배)	1.4	1.0	0.8	0.7
매출원가	1,201	1,728	2,366	2,514	PCR(배)	5.1	3.2	2.3	2.1
매출총이익	396	421	589	627	PSR(배)	1.1	0.7	0.5	0.5
Gross 마진 (%)	24.8	19.6	19.9	20.0	EV/EBITDA(배)	4.6	3.4	2.2	1.9
판매비와 일반관리비	53	56	67	76	EV/EBIT(배)	5.5	4.4	2.8	2.5
영업이익	343	365	522	551	EPS(원)	41,867	44,945	63,526	67,220
증감률 (%)	26.5	6.5	42.9	5.6	BPS(원)	197,854	238,999	298,724	362,144
OP 마진 (%)	21.5	17.0	17.7	17.5	SPS(원)	245,596	330,603	454,586	483,176
EBITDA	407	474	666	731	자기자본이익률(ROE, %)	23.5	20.6	23.6	20.3
영업외손익	17	20	23	26	총자산이익률(ROA, %)	16.6	15.5	18.4	16.6
금융수익(비용)	1	0	2	5	투하자본이익률 (ROIC, %)	25.2	24.9	32.2	26.5
기타영업외손익	9	11	11	11	배당수익률(%)	1.5	1.7	1.7	1.7
종속, 관계기업관련손익	8	10	10	10	배당성향(%)	9.1	8.5	6.0	5.7
세전계속사업이익	360	386	545	577	총현금배당금(십억원)	25	25	25	25
법인세비용	87	93	131	138	보통주 주당배당금(원)	4,000	4,000	4,000	4,000
계속사업이익	273	293	414	438	순부채(현금)/자기자본(%)	6.9	2.1	-6.3	-8.7
당기순이익	273	293	414	438	총부채/ 자기자본(%)	36.4	29.5	27.0	18.1
증감률 (%)	35.9	7.4	41.3	5.8	이자발생부채	186	185	198	127
Net 마진 (%)	17.1	13.6	14.0	14.0	유동비율(%)	134.3	166.8	216.2	322.7
지배주주지분 순이익	272	292	413	437	총발행주식수(백만주)	7	7	7	7
비지배주주지분 순이익	1	1	1	1	액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	3	0	0	0	주가(원)	275,500	242,000	242,000	242,000
총포괄이익	276	293	414	438	시가총액(십억원)	1,791	1,573	1,573	1,573

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F	(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	87	143	309	319	영업활동 현금흐름	323	347	534	481
매출채권	176	171	179	206	당기순이익	273	293	414	438
유동자산	428	519	756	868	+ 유/무형자산상각비	64	109	144	180
유형자산	1,161	1,332	1,509	1,689	+ 종속, 관계기업관련손익	-8	-10	-10	-10
투자자산	143	138	182	206	+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
비유동자산	1,335	1,502	1,722	1,925	Gross Cash Flow	349	485	677	742
자산총계	1,764	2,021	2,478	2,793	- 운전자본의증가(감소)	-15	-45	-14	-127
단기성부채	128	127	140	87	투자활동 현금흐름	-278	-265	-357	-375
매입채무	71	68	82	93	+ 유형자산 감소	0	0	0	0
유동부채	319	311	350	269	- 유형자산 증가(CAPEX)	-263	-280	-320	-360
장기성부채	58	58	58	40	+ 투자자산의매각(취득)	3	15	-34	-14
장기충당부채	0	0	0	0	Free Cash Flow	60	67	214	121
비유동부채	152	149	177	160	Net Cash Flow	45	82	177	106
부채총계	471	460	527	429	재무활동현금흐름	-92	-26	-12	-96
자본금	41	41	41	41	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	264	264	264	264	부채증감	-92	-26	-12	-96
이익잉여금	984	1,252	1,640	2,052	현금의증가	-47	56	166	10
비지배주주지분	7	8	9	10	기말현금 및 현금성자산	87	143	309	319
자본총계	1,293	1,561	1,951	2,364	기말 순부채(순현금)	89	33	-123	-206

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)



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. (2017년 3월 31일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.0%	25.0%	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)에서 이를 조회하실 수 있습니다.