

대한유화 (006650.KS)

새 집을 미리 둘러볼까요?

NCC 증설 마무리 단계로 6월부터 재가동에 들어가며, 설비 증설을 통한 영업이익 증가 규모는 연간 약 1,500억원 추정. 증가된 연간 실적을 고려해야 할 단계이며, Peer Group 비교를 통한 주가 Rerating 이 예상됨

대규모 증설 이후 재가동 임박

정기보수 및 설비 증설 작업이 마무리 수순에 들어갔으며, 6월 재가동될 전망. 정기보수 중 화재 사고가 있었지만 사고 재발 방지 대책을 수립하였고, 약 1주일의 준비 후 공사를 재개한 것으로 보임. 당사 추정 일정인 6월 중 재가동과 3분기 가동률 상승에는 무리가 없을 전망

대규모 증설 작업인 'ONE Project'는 NCC capa를 47만톤에서 80만톤으로 약 70% 확대하는 대규모 공사. 주요 설비는 생산능력이 확대된 설비로 교체되며, 대형설비 전환 후에는 높은 생산 효율을 보일 것으로 판단됨. NCC 설비 확대에 따라 다양한 기초 유분의 생산량 증가 예정. 에틸렌 33만톤 및 프로필렌 15만톤, mixed C4 9만톤(BD 포함), 아로마틱스 9만톤, 기타 부산물 등의 연간 생산량이 늘어날 전망

연간실적 증가와 밸류에이션 재평가 전망

설비 효율성과 규모의 경제 확대를 배제하고 설비 증설을 통한 순수 실적 증가는 매출액 약 6,800억원, 영업이익 약 1,500억원이 될 것으로 추정. 이는 2016년 기록한 연간 매출액과 영업이익의 각각 42%, 44% 비중에 해당함. 열효율 증가, LPG 혼합 사용을 통한 원료 효율성 증대 등을 고려 시 추가적인 실적 개선이 가능할 것으로 판단

증설 후 동사의 NCC 생산 능력은 롯데케미칼 자회사 LC Titan의 증설 이후(3분기)의 NCC 생산 능력과 동일한 80만톤이 되어 향후 비슷한 연간 실적을 기록할 것으로 전망됨. LC Titan은 7월 말레이시아에 상장될 예정이며, 말레이시아 시장 내 유일한 비교 기업인 Petronas Chemical Group 밸류에이션이 상당부분 적용될 것으로 예상. 유사한 사업을 영위하는 국내 기업에 비해 높은 밸류에이션을 적용 받고 있어 공모 가격이 높을 것으로 보임. 동일한 생산능력과 연간 실적이 예상되는 동사의 시가총액과 비교되며, 극단적인 저평가 상태가 해소되는 계기가 될 것으로 전망

정기보수를 진행하는 분기 실적에 연연하기보다 증설 이후의 가치를 반영할 시점. ① 6월 재가동 이후 3분기부터는 NCC 80만톤 체재로 전환되는 만큼 증가된 실적을 반영하여야 하며, ② peer group의 상장 이후 시장 가치 비교를 통한 밸류에이션 재평가가 이뤄질 것으로 판단함

주) 용어 설명은 첨부된 Appendix 참고

Company Comment | 2017. 5. 25

Buy (유지)

목표주가	380,000원 (유지)		
현재가 (17/05/24)	251,000원		
업종	화학		
KOSPI / KOSDAQ	2,317.34 / 646.04		
시가총액(보통주)	1,631.5십억원		
발행주식수(보통주)	6.5백만주		
52주 최고가('17/02/10)	293,500원		
최저가('16/08/31)	195,500원		
평균거래대금(60일)	8,209백만원		
배당수익률(2017E)	1.59%		
외국인지분율	19.8%		
주요주주			
이순규 외 13 인	41.4%		
국민연금	10.0%		
주가상승률	3개월 6개월 12개월		
절대수익률 (%)	-7.0 13.6 12.3		
상대수익률 (%p)	-16.0 -3.4 -6.1		
2016	2017E	2018F	2019F
매출액	1,596	2,094	2,955
증감률	-7.6	31.2	41.1
영업이익	343	367	522
영업이익률	21.5	17.5	17.7
(지배지분)순이익	272	288	412
EPS	41,867	44,290	63,454
증감률	35.7	5.8	43.3
PER	6.6	5.7	4.0
PBR	1.4	1.1	0.8
EV/EBITDA	4.6	3.5	2.3
ROE	23.5	20.3	23.7
부채비율	36.4	29.5	27.1
순차입금	89	62	-98

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



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

표 1. 대한유화 증설 후 NCC capa 는 LC Titan 과 동일

(단위: 십억원, 배, %)

	Petronas Chemical Group (말레이시아)		LC Titan (말레이시아, 롯데케미칼)		대한유화	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Cracker Capa.	ECC 100만톤		NCC 73만톤 (증설 후 NCC 80만톤)		NCC 47만톤 (증설 후 NCC 80만톤)	
매출액	3,936	3,887	2,281	2,238	1,727	1,596
영업이익	820	1,128	301	474	271	343
순이익	809	822	172	362	201	273
EBITDA	1,192	1,503	419	584	335	407
시가총액	15,888	15,033	2017.07월 상장 예정		1,062	1,702
PER	20.8	19.0			5.6	6.6
PBR	2.3	2.1			1.1	1.4
ROE	11.7	11.3			21.5	23.5

자료: 각사 IR, NH 투자증권 리서치본부

표 2. 대한유화 증설 프로젝트로 매출액, 영업이익 증가

Project	CAPEX (억원)	완공일	주요 제품	증설 규모(천톤)	매출액(억원)	영업이익(억원)
ONE Project (NCC Expansion)	4,950	2017.05 월	Ethylene	330	3,891	895
			Propylene	150	1,351	243
			mixed C4	90	796	231
			Benzene	70	595	119
			Toluene	15	105	16
			Xylene	5	36	6
Total					6,774	1,510
HDPE/PP Project	1,070	2018.2H	HDPE	50	629	63
			PP	50	545	44
Total					1,174	106

자료: 대한유화, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 대한유화 분기 실적 추이

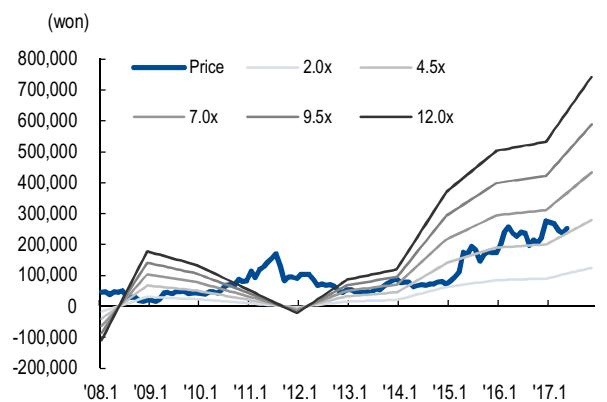
(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	394.4	404.7	360.6	436.7	434.6	270.4	669.8	719.3	1,596.4	2,094.0	2,954.8
영업이익	77.9	98.5	68.9	97.8	107.8	58.2	98.0	103.1	343.0	367.2	521.9
%OP	19.7%	24.3%	19.1%	22.4%	24.8%	21.5%	14.6%	14.3%	21.5%	17.5%	17.7%
세전이익	82.1	102.3	73.7	102.1	100.8	63.5	102.3	112.9	360.2	379.5	544.3
지배기업순이익	62.9	76.1	55.8	77.4	76.7	48.1	77.5	85.6	272.1	287.9	412.5
YOY(%)											
매출액	-8%	-10%	-18%	8%	10%	-33%	86%	65%	-8%	31%	41%
영업이익	43%	12%	-3%	70%	38%	-41%	42%	5%	26%	7%	42%
세전이익	49%	13%	-2%	111%	23%	-38%	39%	11%	34%	5%	43%
지배기업순이익	51%	11%	12%	92%	22%	-37%	39%	11%	36%	6%	43%
QOQ(%)											
매출액	-3%	3%	-11%	21%	0%	-38%	148%	7%			
영업이익	36%	26%	-30%	42%	10%	-46%	68%	5%			
세전이익	70%	25%	-28%	38%	-1%	-37%	61%	10%			
지배기업순이익	56%	21%	-27%	39%	-1%	-37%	61%	10%			

주: IFRS 연결기준

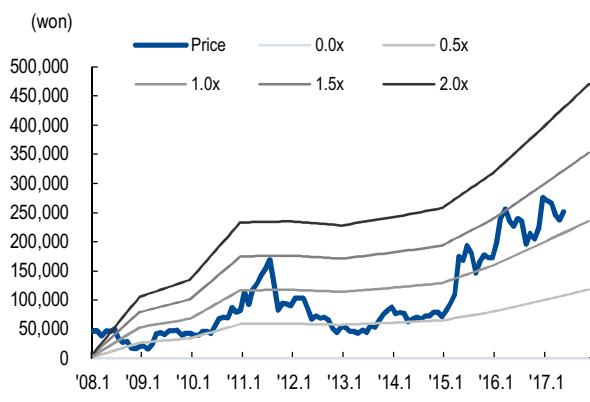
자료: 대한유화, NH투자증권 리서치본부 전망

그림 1. Forward PER Band



자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

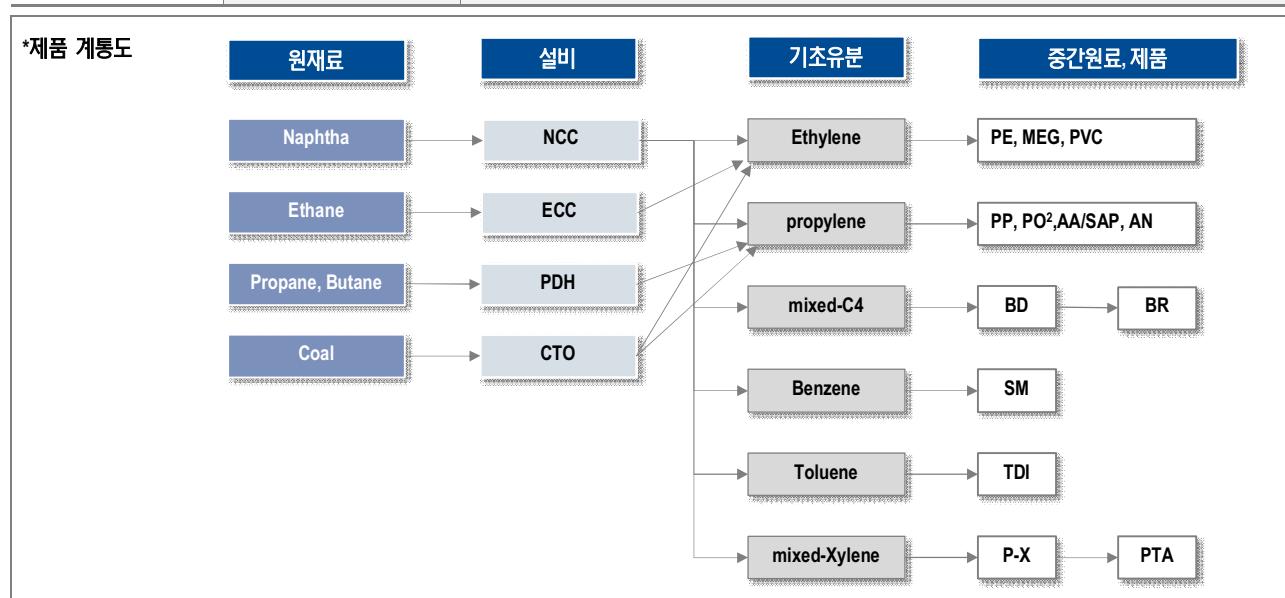
그림 2. Trailing PBR Band



자료: WiseFn, NH투자증권 리서치본부

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	

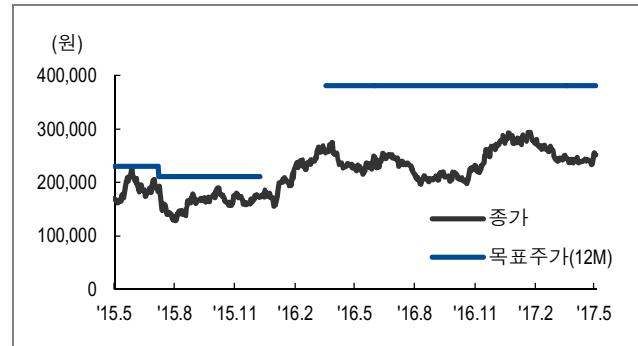


STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F		2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	1,596	2,094	2,955	3,141	PER(배)	6.6	5.7	4.0	3.7
증감률 (%)	-7.6	31.2	41.1	6.3	PBR(배)	1.4	1.1	0.8	0.7
매출원가	1,201	1,671	2,366	2,514	PCR(배)	5.1	3.4	2.4	2.2
매출총이익	396	423	589	627	PSR(배)	1.1	0.8	0.6	0.5
Gross 마진 (%)	24.8	20.2	19.9	20.0	EV/EBITDA(배)	4.6	3.5	2.3	2.0
판매비와 일반관리비	53	56	67	76	EV/EBIT(배)	5.5	4.6	3.0	2.6
영업이익	343	367	522	551	EPS(원)	41,867	44,290	63,454	67,157
증감률 (%)	26.5	7.1	42.1	5.6	BPS(원)	197,854	238,344	297,997	361,353
OP 마진 (%)	21.5	17.5	17.7	17.5	SPS(원)	245,596	322,158	454,586	483,176
EBITDA	407	481	670	734	자기자본이익률(ROE, %)	23.5	20.3	23.7	20.4
영업외손익	17	12	22	25	총자산이익률(ROA, %)	16.6	15.3	18.4	16.6
금융수익(비용)	1	-1	1	4	투하자본이익률 (ROIC, %)	25.2	24.8	31.7	26.2
기타영업외손익	9	3	11	11	배당수익률(%)	1.5	1.6	1.6	1.6
종속, 관계기업관련손익	8	10	10	10	배당성향(%)	9.1	8.6	6.0	5.7
세전계속사업이익	360	380	544	576	총현금배당금(십억원)	25	25	25	25
법인세비용	87	91	131	138	보통주 주당배당금(원)	4,000	4,000	4,000	4,000
계속사업이익	273	289	414	438	순부채(현금)/자기자본(%)	6.9	4.0	-5.0	-7.8
당기순이익	273	289	414	438	총부채/ 자기자본(%)	36.4	29.5	27.1	18.2
증감률 (%)	35.9	5.8	43.3	5.8	이자발생부채	186	185	198	127
Net 마진 (%)	17.1	13.8	14.0	13.9	유동비율(%)	134.3	157.4	208.9	314.4
지배주주지분 순이익	272	288	412	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	251,000	251,000	251,000
총포괄이익	276	289	414	438	시가총액(십억원)	1,791	1,632	1,632	1,632

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	113	283	296	영업활동 현금흐름	323	347	538	484
매출채권	176	171	179	206	당기순이익	273	289	414	438
유동자산	428	490	731	845	+ 유/무형자산상각비	64	114	148	183
유형자산	1,161	1,357	1,529	1,706	+ 종속, 관계기업관련손익	-8	-10	-10	-10
투자자산	143	138	182	206	+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
비유동자산	1,335	1,527	1,743	1,943	Gross Cash Flow	349	484	681	745
자산총계	1,764	2,017	2,473	2,788	- 운전자본의증가(감소)	-15	-45	-14	-127
단기성부채	128	127	140	87	투자활동 현금흐름	-278	-295	-357	-375
매입채무	71	68	82	93	+ 유형자산 감소	0	0	0	0
유동부채	319	311	350	269	- 유형자산 증가(CAPEX)	-263	-310	-320	-360
장기성부채	58	58	58	40	+ 투자자산의매각(취득)	3	15	-34	-14
장기충당부채	0	0	0	0	Free Cash Flow	60	37	218	124
비유동부채	152	149	177	160	Net Cash Flow	45	52	181	109
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	1,248	1,635	2,047	현금의증가	-47	26	170	13
비지배주주지분	7	8	9	10	기말현금 및 현금성자산	87	113	283	296
자본총계	1,293	1,557	1,946	2,359	기말 순부채(순현금)	89	62	-98	-183

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
대한유화	006650.KS	2016.04.07	Buy	380,000원(12개월)
		2015.07.29	Buy	210,000원(12개월)
		2015.04.30	Buy	230,000원(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. (2017년 5월 19일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.4%	23.6%	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)에서 이를 조회하실 수 있습니다.