

2017. 4. 6



▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 370,000 원

현재주가 (4.5) 244,000 원

상승여력 51.6 %

KOSPI 2,160.85pt

시가총액 15,860억원

발행주식수 650만주

유동주식비율 47.89%

외국인비중 20.93%

52주 최고/최저가 293,500원 / 195,500원

평균거래대금 88.8억원

주요주주(%)

케이피아이씨코퍼레이션 30.8

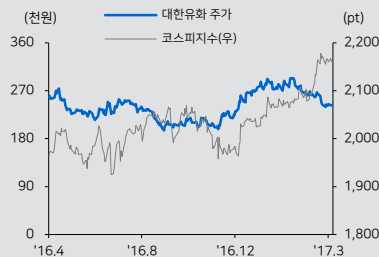
국민연금 7.0

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -6.69 12.70 -5.43

상대주가 -11.89 6.00 -14.59

주가그래프



대한유화 006650

3월 제품가격 조정에도 불구하고
분기 사상 최대 이익 달성할 전망

- ✓ 화학업종 최선호주 및 적정주가 37만원 유지
- ✓ 1Q17 영업이익은 1,046억원으로 분기 사상 최대이익을 달성할 전망
- ✓ 17년 매출액 2.3조원, 영업이익 3,602억원으로 전년대비 이익 규모 확대될 전망
- ✓ 3Q17 에틸렌 및 기타 설비 확장으로 2H17 영업이익 2,084억원으로 증가할 전망
- ✓ 설비 확장에 따른 외형 성장, 하반기 업황 반등을 감안하면 주가 저평가 매력 부각

1Q17 영업이익 1,046억원(+7.0% QoQ)으로 사상 최대 이익을 예상

1Q17 영업이익은 1,046억원으로 최근 상향된 시장 예상치(1,082억원)에 부합할 전망이다. 이는 (1) 주요 제품 가격 견조(HDPE 1,137달러/톤으로 +1.2% QoQ, PP 1,029달러/톤으로 +1.4% QoQ), (2) 벤젠과 MEG의 스프레드 개선, (3) 판매량이 증가했기 때문이다.

MEG 마진 개선(568달러/톤, +19% QoQ)은 (1) 인도 MEG 75만톤 신규가동이 2분기로 연기, (2) 대만과 사우디 소재 MEG설비가 정기보수를 실시하며 공급이 타이트한 가운데, (3) 폴리에스터 신규 가동으로 MEG 수요가 증가했기 때문이다.

벤젠 스프레드는 421달러/톤(+55% QoQ)으로 확대되었다. 역내 벤젠 증설이 전무한 가운데, 중국 내 SM 수요 증가로 가격이 큰 폭으로 상승(+27% QoQ)했다.

17년 하반기 Re-vamping=벌크업

동사는 3분기 NCC 80만톤/연으로 설비가 확장된다. 에틸렌을 비롯해 프로필렌(51만톤/연), 혼합 C4(24만톤/연), 벤젠(18만톤)이 포함된다. 설비 확장을 대비해 4월부터 45일간 정기보수를 실시하고, 이에 따른 기회손실비용 등이 발생한다. 2분기 영업이익은 507억원으로 감소되겠다. 그럼에도 연간 영업이익은 +5% YoY 증가한 3,602억원을 예상한다. 이는 (1) 폴리머 가동률 상승(현재 70%), (2) 설비 확장에 따른 판매량 증가, (3) LPG 투입 등에 따른 유틸리티 비용 감소가 예상되기 때문이다. 2H17 매출액 1.5조원, 영업이익은 2,084억원으로 예상된다.

투자의견 Buy와 적정주가 37만원 유지

3월 제품가격 조정과 수익성 둔화 우려로 주가는 작년 4분기 수준으로 하락했다. 하반기 설비 확장과 이익 규모 증가를 고려하면 현재 주가는 저평가 구간이라 판단하고 적극 매수를 추천한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,053.4	69.9	64.1	9,864	39.5	127,701	7.2	0.6	7.4	7.9	71.0
2015	1,727.0	271.2	200.5	30,846	212.7	157,591	5.6	1.1	3.7	21.5	47.7
2016	1,596.4	343.0	272.1	41,867	35.7	197,046	6.6	1.4	4.6	23.5	36.4
2017E	2,300.5	360.2	283.6	43,638	4.2	236,884	5.6	1.0	3.7	20.0	35.9
2018E	3,549.7	476.0	374.5	57,613	32.0	290,696	4.2	0.8	2.5	21.8	32.3

표1 대한유화 1Q17 Earnings Preview

(십억원)	1Q17E	1Q16	(% YoY)	4Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	487.2	394.4	23.5	436.7	11.6	472.9	3.0
영업이익	104.6	77.9	34.3	97.8	7.0	108.3	-3.4
순이익(지배)	81.9	82.1	-0.2	77.3	6.0	85.6	-4.3

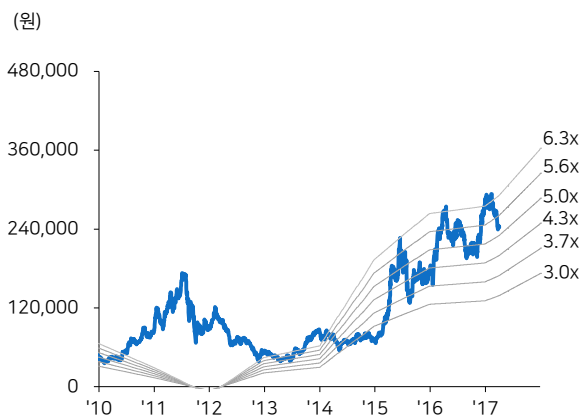
자료: 대한유화, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표2 대한유화 실적 추정치

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	394.4	404.7	360.6	436.7	487.2	323.7	732.3	734.6	1,727.0	1,596.4	2,300.5	3,549.7
영업이익	77.9	98.5	68.9	97.8	104.6	42.9	110.0	98.4	271.2	343.0	360.2	476.0
% OP	19.8%	24.3%	19.1%	22.4%	21.5%	13.3%	15.0%	13.4%	15.7%	21.5%	15.7%	13.4%
세전이익	82.1	102.3	73.7	102.1	108.0	50.7	113.5	101.9	268.7	360.2	374.0	493.8
순이익(지배주주)	62.9	76.1	55.8	77.4	81.9	38.5	86.1	77.2	200.5	272.1	283.6	374.5
% YoY												
매출액	-8.0%	-10.3%	-18.4%	7.7%	23.5%	-20.0%	103.1%	68.2%	-15.9%	-7.6%	44.1%	54.3%
영업이익	43.2%	11.9%	-3.4%	70.4%	34.3%	-56.4%	59.7%	0.6%	288.0%	26.5%	5.0%	32.1%
세전이익	49.5%	13.2%	-1.9%	111.4%	31.5%	-50.4%	54.0%	-0.2%	234.6%	34.1%	3.8%	32.0%
당기순이익	50.8%	11.1%	11.8%	91.6%	30.2%	-49.4%	54.3%	-0.3%	212.8%	35.7%	4.2%	32.1%
% QoQ												
매출액	-2.7%	2.6%	-10.9%	21.1%	11.6%	-33.6%	126.2%	0.3%				
영업이익	35.7%	26.4%	-30.1%	41.9%	7.0%	-59.0%	156.4%	-10.5%				
세전이익	70.0%	24.6%	-28.0%	38.5%	5.8%	-53.1%	123.9%	-10.2%				
당기순이익	55.7%	21.0%	-26.7%	38.7%	5.8%	-53.0%	123.6%	-10.3%				

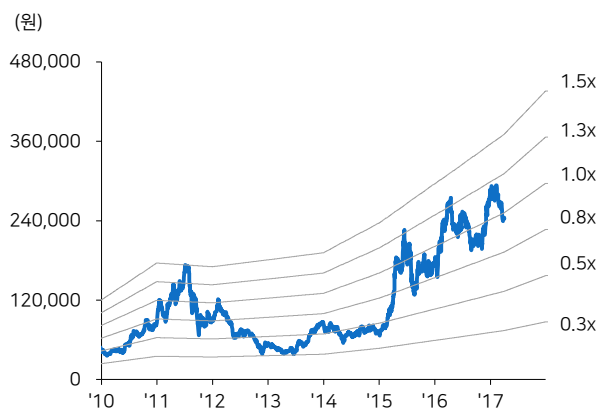
자료: 대한유화, 메리츠증권 리서치센터

그림1 대한유화 PER Band Chart(12M Fwd)



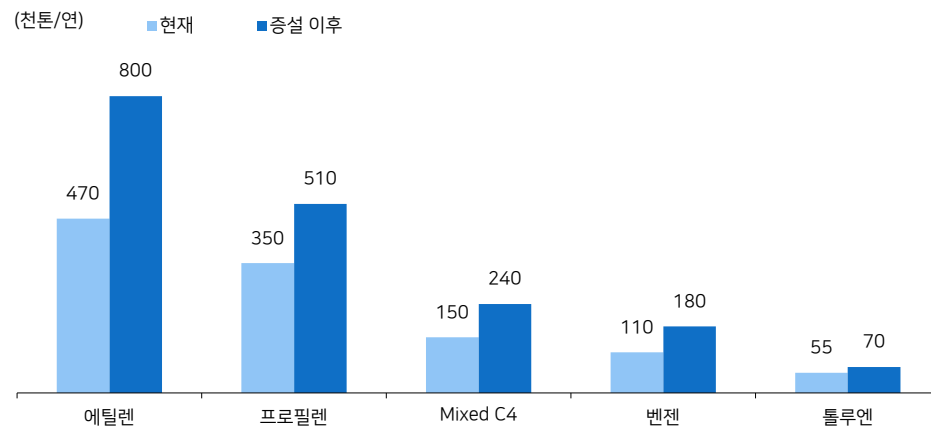
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 대한유화 PBR Band Chart(12M Trailing)



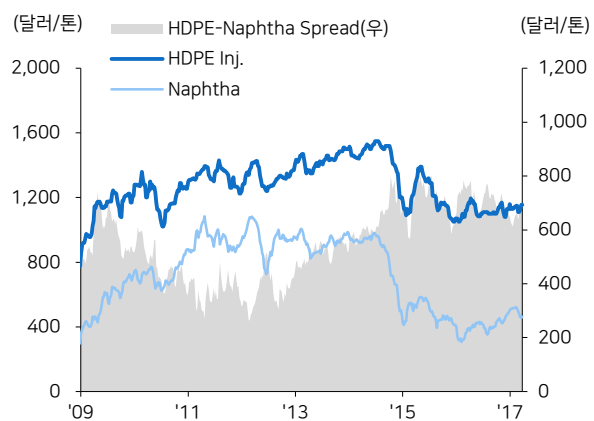
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대한유화의 제품별 생산능력 변화



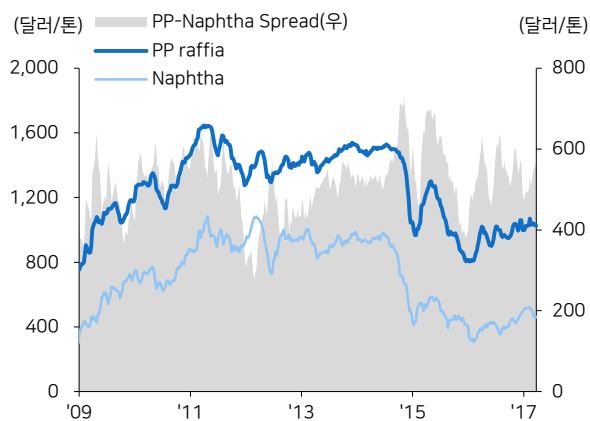
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 HDPE 가격 및 스프레드



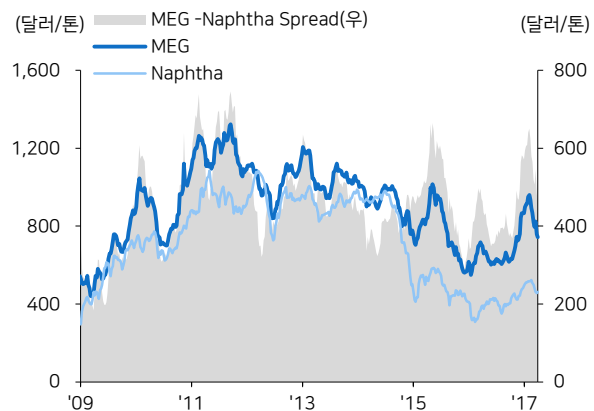
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림5 PP 가격 및 스프레드



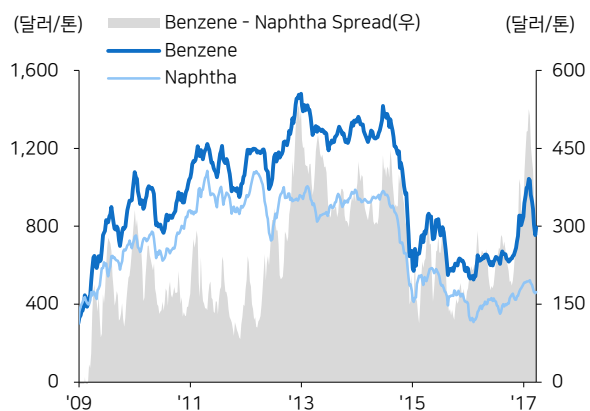
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 MEG 가격 및 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 벤젠 가격 및 스프레드



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 3월 제품가격 조정으로 대한유화 통합 스프레드 소폭 축소



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 제품가격 및 환율 하락으로 래깅 마진 축소



자료: 메리츠증권 리서치센터

대한유화(006650)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,053.4	1,727.0	1,596.4	2,300.5	3,549.7
매출액증가율 (%)	4.4	-15.9	-7.6	44.1	54.3
매출원가	1,929.0	1,400.7	1,200.6	1,748.4	2,697.7
매출총이익	124.4	326.3	395.8	552.1	851.9
판매비와관리비	54.5	55.1	52.8	191.9	376.0
영업이익	69.9	271.2	343.0	360.2	476.0
영업이익률 (%)	3.4	15.7	21.5	15.7	13.4
금융수익	-5.6	-9.1	0.7	1.9	5.9
종속/관계기업관련손익	5.3	7.0	7.5	4.0	4.0
기타영업외손익	10.6	-0.4	9.0	8.0	8.0
세전계속사업이익	80.3	268.7	360.2	374.0	493.8
법인세비용	16.4	67.9	87.3	89.8	118.5
당기순이익	63.8	200.8	272.9	284.3	375.3
지배주주지분 순이익	64.1	200.5	272.1	283.6	374.5

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	415.3	410.5	428.3	679.8	1,020.5
현금및현금성자산	60.3	134.4	87.0	105.8	313.2
매출채권	154.6	138.6	175.8	295.7	364.4
재고자산	168.4	128.7	138.7	233.4	287.6
비유동자산	1,025.2	1,118.6	1,335.4	1,429.9	1,497.7
유형자산	915.6	960.0	1,161.2	1,298.6	1,366.4
무형자산	6.1	5.0	5.3	5.3	5.3
투자자산	88.0	138.1	142.9	100.0	100.0
자산총계	1,440.4	1,529.1	1,763.6	2,109.7	2,518.2
유동부채	272.1	268.8	318.9	341.5	362.8
매입채무	48.4	29.0	70.6	81.2	89.3
단기차입금	90.0	50.0	43.0	43.0	43.0
유동성장기부채	85.9	90.5	85.5	85.5	85.5
비유동부채	326.2	224.7	151.7	215.6	252.1
사채	99.7	49.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	110.0	70.0	58.0	58.0	58.0
부채총계	598.3	493.5	470.6	557.1	614.9
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	534.6	727.6	984.4	1,243.4	1,593.2
비지배주주지분	6.0	6.2	7.0	7.6	8.5
자본총계	842.1	1,035.6	1,293.1	1,552.6	1,903.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	77.5	323.7	322.6	223.4	392.1
당기순이익(손실)	63.8	200.8	272.9	284.3	375.3
유형자산감가상각비	34.6	64.0	64.4	82.6	92.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-36.0	4.0	-15.4	-139.5	-71.4
투자활동 현금흐름	-172.5	-113.8	-278.0	-179.9	-159.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-163.8	-84.4	-262.7	-220.0	-160.0
투자자산의 감소(증가)	4.9	-43.1	2.8	46.9	4.0
재무활동 현금흐름	79.4	-135.9	-91.9	-24.7	-24.7
차입금증감	85.8	-125.3	-73.9	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-15.6	74.1	-47.3	18.7	207.5
기초현금	75.9	60.3	134.4	87.0	105.8
기말현금	60.3	134.4	87.0	105.8	313.2

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	315,909	265,687	245,596	353,929	546,103
EPS(지배주주)	9,864	30,846	41,867	43,638	57,613
CFPS	16,762	42,609	53,670	69,352	88,640
EBITDAPS	16,084	51,567	62,675	68,121	87,410
BPS	127,701	157,591	197,046	236,884	290,696
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	2.1	1.7	1.5	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	7.2	5.6	6.6	5.6	4.2
PCR	4.2	4.0	5.1	3.5	2.8
PSR	0.2	0.6	1.1	0.7	0.4
PBR	0.6	1.1	1.4	1.0	0.8
EBITDA	104.5	335.2	407.4	442.8	568.2
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.6	3.7	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.9	21.5	23.5	20.0	21.8
EBITDA 이익률	5.1	19.4	25.5	19.2	16.0
부채비율	71.0	47.7	36.4	35.9	32.3
금융비용부담률	0.4	0.6	0.2	0.0	0.0
이자보상배율(x)	9.0	24.6	88.5	640.2	845.9
매출채권회전율(x)	11.8	11.8	10.2	9.8	10.8
재고자산회전율(x)	11.8	11.6	11.9	12.4	13.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노우호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 7월 14일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대한유화(006650) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.15	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	<p>(원)</p> <p>— 대한유화 주가 — 적정주가</p> <p>'15.4 '15.10 '16.4 '16.10</p>
2015.04.30	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.06.03	산업분석	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.06.24	산업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.06	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.15	산업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.07.29	기업브리프	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.09.16	산업분석	StrongBuy	250,000	황유식	
2015.10.05	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.11.10	산업분석	StrongBuy	310,000	황유식	
2015.12.07	산업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
2016.01.27	기업브리프	StrongBuy	310,000	황유식	
담당자 변경					
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	
2016.10.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	
2017.04.06	기업브리프	Buy	370,000	노우호	