2014.03.03

대한유화 (006650)

화학업계의 불독(Bull-Dog)
황규원입니다.
(02)3770-3564
kyuwon.hwang@tongyang.co.kr

투자의견: BUY (Maintain)
목표주가: 130,000원

주가		78,300원
자본금		410억원
시가총액		5,090억원
주당순자산		121,243원
부채비율		62.33%
총발행주식수		6,500,000주
60일 평균 거래대금		35억원
60일 평균 거래량		44,335주
52주 고		87,200원
52주 저		38,550원
외인지분율		11.68%
주요주주	이순규 외 15인	46.50%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	1.4	(2.1)	71.9
상대	(1.8)	1.1	75.9
절대(달러환산)	2.6	(2.8)	74.2

자료: Datastream

3월 중국 전인대 시기에 더 매수해야...

[탐방 이슈1] 2014년 1분기 예상 실적은?

2014년 1분기 실적 추정치를 살펴보면, '매출액 5,058억원(전분기 4,553억원), 영업이익 147억원(전분기 △144억원), 지배주주 순이익 118억원(전분기 △31억원)' 등이다.[표1] 1분기 영업실적은 전분기 △144억원 대비 290억원 이상 개선될 것으로 예상된다. PE/PP 강세 속에 지난 4분기 대규모 정기보수 영향이 해소되기 때문이다.

매출 비중 70%를 차지하는 PE/PP 제품 호조세는 지난 분기에 이어 계속되고 있다. 범용 PE/PP 스프레드(=PE/PP 평균가격 – 나프타 가격)는 전분기 623$에서 2014년 1분기 625$로 강보합세를 유지하고 있다. 영업이익 손익분기점이 400$ 정도라는 점을 감안하면 호조세가 이어지고 있는 것이다.

다만, 지난 4분기와 2014년 1분기의 차이점은 에틸렌 마진(에틸렌-나프타)은 강화된 반면, PE 마진(PE-에틸렌)은 약세를 보이고 있다는 점이다. 아시아 지역에 NCC 공급부족 현상이 표면화된 것이다. 이런 여건하에, 대한유화㈜는 수익성 극대화를 위해 지난 연말부터 PE물량을 일부 줄이는 대신, 고마진의 에틸렌을 직접 외부에 판매하고 있다. 다른 PE/PP 판매업체와 차별화되고 있다.

반면, 매출액의 10%를 차지하는 C4 가스(1,460$ 전후)는 손익분기점 수준에 머무르고 있다. 3 ~ 5월에는 부타디엔 가격 상승에 따른 C4 수익회복을 기대할 수 있다. 아시아 대형 NCC업체 정기보수로 인해 부타디엔 공급이 감소하게 된다. 뿐만 아니라, 아시아 최대 구매처인 금호석유㈜가 부타디엔 자체생산 대신 외부 구매비율을 높일 계획이다. 2분기 실적 증가로 이어질 전망이다.

[탐방 이슈2] EO/EG 신규증설 효과는?

2014년 3분기에는 최근 2년간 투자가 진행되어온 EG 15만톤(폴리에스터 원료)과 EO 4만톤(산업용접착제) 공장이 온산 잉여부지에 완공된다. 최근 5년간 평균 가격 EG 1,100$과 EO 1,600$을 적용할 경우, 기대할 수 있는 매출액과 영업이익 규모는 각각 2,500억원과 250억원(영업이익률 10%) 수준이다. 물론, 2014년 1분기 EG의 스팟가격 약세로 인해 우려감이 대두되고 있지만, 2014년 대한유화㈜ 설비가 가동되는 시기에는 지금보다 우호적인 판매환경이 기대된다.

[결론] 실적 우상향 추세는 아직 끝나지 않아...

대한유화㈜의 주식투자 매력은 2가지이다. 단기적으로 2013년 4분기 적자이후 2014년 1 ~ 2분기 에틸렌강세와 C4회복으로 실적 증가세가 이어질 전망이다. 중기적으로, EO/EG 신규 증설에 따른 수익확충 기대감이 높다. 그럼에도 불구하고, PBR은 0.6배로 저렴하다. 주가상승추세는 끝나지 않았다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	20,246	20,829	19,660	19,932	19,055
영업이익	409	-48	180	632	757
영업이익률	2.0	-0.2	0.9	3.2	4.0
지배주주귀속 순이익	300	-124	459	525	636
지배주주 귀속 EPS	4,622	-1,902	7,056	8,082	9,787
(증가율)	-55.6	-141.2	-471.0	14.5	21.1
PER	25.0	-39.6	11.1	9.7	8.0
PBR	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
ROE	4.7	-1.6	6.0	6.5	7.4

자료: 동양증권

표 1. 대한유화㈜ 실적 추정치 : 2014 년 1 분기 예상 147 억원(전분기 △144 억원, 시장 컨센서스 145 억원)

		2012				2013				2014				연간실적			
		1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2012	2013	2014	2015
생산 Capa																	
HDPE	(만톤)	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	53.0	53.0	53.0	53.0
PP	(만톤)	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	11.8	47.0	47.0	47.0	47.0
BTX	(만톤)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	20.0	20.0	20.0	20.0
기타(C4+RPG)	(만톤)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	15.0	15.0	15.0	15.0
EG/EO	(만톤)												4.8			4.8	19.0
매출액	억원	5,418	5,080	5,273	5,059	4,966	5,469	4,672	4,553	5,058	4,976	5,014	4,884	20,829	19,660	19,932	19,055
HDPE	억원	1,571	1,452	1,387	1,372	1,502	1,621	1,616	1,501	1,605	1,546	1,561	1,450	5,782	6,240	6,162	4,776
HDPE	$/MT	1,365	1,337	1,317	1,355	1,430	1,405	1,443	1,520	1,540	1,420	1,430	1,430	1,344	1,450	1,455	1,450
PP	억원	1,397	1,324	1,292	1,262	1,347	1,412	1,433	1,331	1,423	1,390	1,394	1,375	5,275	5,523	5,583	5,936
PP	$/MT	1,368	1,375	1,361	1,406	1,406	1,388	1,375	1,510	1,520	1,440	1,440	1,415	1,383	1,420	1,454	1,470
BTX	억원	751	650	629	583	614	667	627	568	625	620	621	626	2,612	2,476	2,492	2,510
BTX	$/MT	1,183	1,102	1,178	1,365	1,400	1,287	1,260	1,270	1,300	1,240	1,270	1,270	1,207	1,304	1,270	1,230
기타(C4)	억원	913	682	576	488	530	453	378	419	465	493	504	523	2,659	1,781	1,985	2,250
Butadiene	$/MT	3,468	2,606	2,133	1,686	1,911	1,395	1,156	1,450	1,500	1,630	1,800	1,860	2,473	1,478	1,698	2,000
나프타	$/MT	1,030	898	926	943	968	870	920	945	960	920	930	948	949	926	940	970
EG/EO	억원												274			274	2,210
EG	$/MT												1,140			1,140	1,140
주요계열사 매출액	억원					71	67	59	52	73	73	73	73		275	293	325
코리아에어텍	억원					71	67	59	50	73	73	73	73		275	293	325
영업이익	억원	52	-39	22	-82	95	113	116	-144	147	197	180	108	-48	180	632	757
대한유화	억원	52	-39	22	-82	93	111	114	-146	147	197	181	108	-48	171	633	759
Cash마진	$/MT	491	439	480	386	434	458	470	481	485	480	487	480	449	461	483	482
주요계열사 매출액	억원	-	-	-	-	1	2	-6	2	0	0	0	0		-1	-1	-2
코리아에어텍	억원	-	-	-	-	1	2	-6	2	0	0	0	0		-1	-1	-2
지배주주 순이익	억원	52	-74	3	-103	73	92	325	-31	118	158	152	98	-122	459	526	636
EPS	원/주													-1,902	7,056	6,714	8,387
BPS	원/주													114,306	121,243	127,007	133,968
주당배당	원/주				0				1,000				1,500	0	1,000	1,500	1,500
ROE														-1.7%	5.8%	5.3%	6.3%

Fundamental 변화

- 2013년 1분기 : 영업이익 95억원으로 회복.
- 2013년 2분기 : 영업이익 113억원으로, 2개분기 연속 실적 개선
- 2013년 3분기 : 영업이익 116억원으로, 전분기 대비 소폭 개선
- 2013년 4분기 : 영업손익 △146억원으로, 적자전환. 정기보수 영향이 컸음
  - (1) PE/PP 수익 호조세는 지속되지만, 10월 NCC 설비 정기보수(1개월)로 인해 200억원 내외의 기회 비용 발생.
  - (2) 격려금 등 일회성 100억원 규모의 추가 발생
- 2014년 1분기 : 영업손익 147억원으로, 전년동기 95억원과 전분기 △146억원 대비 증가 예상. 주력제품 1톤당 스프레드는 485$로 전분기 481$ 대비 추가 개선 기대
  - (1) 정기보수 종료로 정상적인 판매 진행. Ethylene 및 프로필렌 강세에 힘입어, PE/PP 스프레드(=PE/PP-나프타)는 560$로 강세 지속. 특히, PE보다 에틸렌 수익이 개선됨에 따라, 매출량의 5% 내외를 외부에 직접 판매
    2월 ~5월 동안 아시아 대형 NCC업체 정기보수에 따른 효과 기대(원료인 나프타 약세 & 에틸렌 등 모노머 가격 강세)
  - (2) 분기당 3.8만톤 정도 판매하는 C4 가스는 영업손익 BEP 수준 예상
  - (3) 분기당 5만톤 정도 판매하는 BTX 제품가격은 1300$ 이상의 가격 강세가 이어지고 있음

`

- 2013년 : 4분기 NCC 대규모 정기보수
- 2014년 : 3분기 EO/EG 19만톤 신규 증설(4분기 양산 예정)

자료 : 동양증권 리서치센터

그림 1. PE/PP 스프레드 추이 : 2014 년 1 분기도 강세

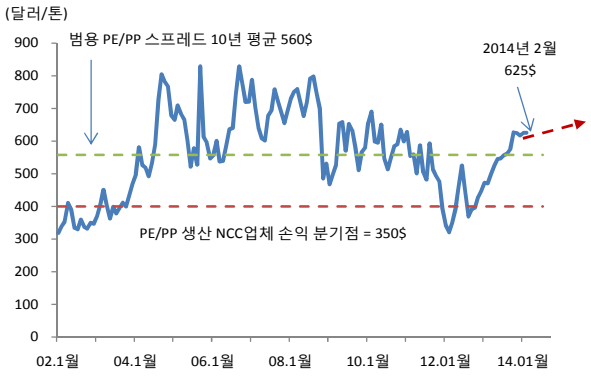
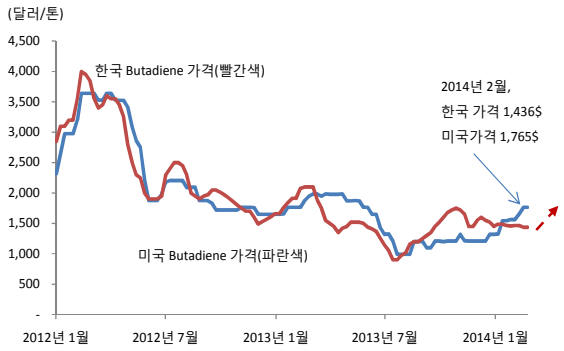


그림 2. 부타디엔 미국 및 한국 가격 : 2 분기 BD 가격 상승 기대



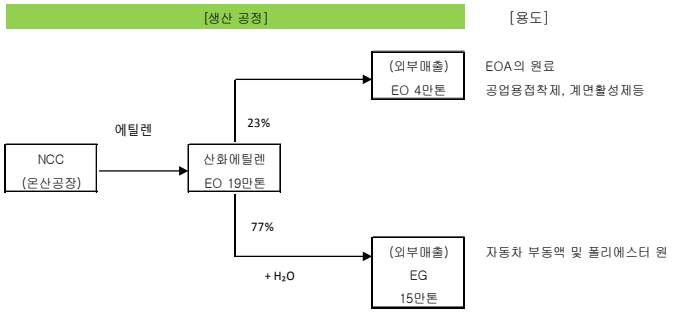
자료: 동양증권 리서치센터

표 2. 아시아 NCC 업체 정기보수일정 : **3 ~ 5 월에 집중으로 Ethylene 공급부족 -> 대한유화㈜ 수혜**

시	기	NCC업체	지 역	기 간	연간생산능력
2014년	2월	Asahi Kasei	일본, Mizushima	2월말 ~ 4월	50.4만톤
		PTT	태국, Map Ta Phut	2/9 ~ 3/17	46만톤
	3월	Showa Denko	일본, Oita	3~4월	69만톤
		Tosoh	일본, Yokkaichi	3~4월	52.7만톤
	4월	CPC	대만, Lin Yuan	4월	70만톤
	5월	롯데케미칼	한국, 여수	4일간	100만톤
		롯데케미칼	한국, 여수	4일간	100만톤
		ZRCC	중국, Zhenhai	45일간	100만톤
		Keiyo Ethylene	일본, Chiba	5~6월	76.8만톤
		Mitsubishi Chemical	일본, Kashima	5월초~6월초	54만톤
	6월	Mitsubishi Chemical	일본, Osaka	6월말~7월말	50만톤
		Mitsui Chemical	일본, Sakai	6월말~7월말	50만톤
	8월	Tonen Chemical	일본, Kawasaki	8~9월	54만톤
	9월	Idemitsu Kosan	일본, Tokuyama	9월말~11월초	68.7만톤
	10월	LG화학	한국, 여수	10/21~11/24	100만톤
		여천NCC	한국, 여수	10월	46.5만톤
		Shell	싱가폴, Bukom	4분기중	80만톤
		Formosa	대만, Mailiao	4분기중	120만톤

자료: ICIS, Reuter 등

그림 3. EO/EG 생산 프로세스(2014 년 3 분기 완공, 4 분기 가동)



EO : Ethylene Oxide, EO 1톤 생산을 위해서 Ethylene 0.9 ~1.0톤 필요
EG : Ethylene Glycol, EG 1톤 생산을 위해서는 나프타 0.65톤 필요

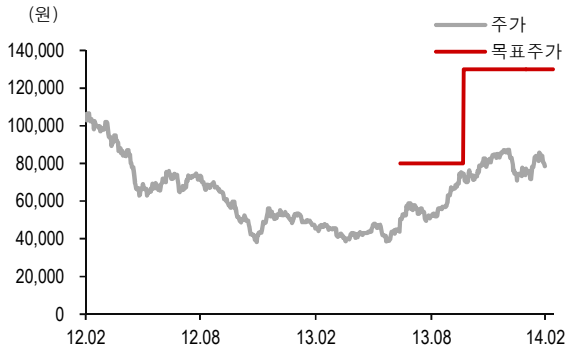
자료: 동양증권 리서치센터

표 3. EO/EG 증설 효과 : 연간 영업이익 270 억원 확대 가능

구		분	금 액	비고
매출액		**(A+B)**	**2,445억원**	
	EO	(A)	736억원	
		생산능력	4.0만톤	외부판매량
		판가	1,672$/톤	3개년 평균
	EG	(B)	1,709억원	
		생산능력	15.0만톤	외부판매량
		판가	1,036$/톤	3개년 평균
	평균환율		1,100원/달러	
영업이익			**269억원**	
	영업이익률		11%	
	1톤당 영업손익	(C-D)	129$/톤	
	1톤당 스프레드	(C)	529$/톤	
		EO스프레드	763$/톤	EO-0.9×나프타
		EG스프레드	466$/톤	EG-0.65×나프타
	톤당 영업비용	(D)	400$/톤	NCC+EO/EG설비
EBITDA			**409억원**	
	영업이익		269억원	
	감가상각비		140억원	2100억원/15년

자료: 동양증권 리서치센터

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-03-03	BUY	130,000
2014-01-22	BUY	130,000
2014-01-07	BUY	130,000
2013-11-25	BUY	130,000
2013-10-21	BUY	130,000
2013-10-07	BUY	80,000
2013-09-30	BUY	80,000
2013-08-19	BUY	80,000
2013-07-12	BUY	80,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line) : 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Storong Buy : 30%이상 Buy : 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.