대한유화 (006650)

쾌조의 출발, 2분기도 청신호

매수 (유지)

주가 (5 월 29 일)	65,900 원
목표주가	85,000 원 (유지)
상승여력	29.0%

정용진 ☎ (02) 3772-1591 ✉ yjjung86@shinhan.com

이응주 ☎ (02) 3772-1559 ✉ eungju.lee@shinhan.com

KOSPI		2,012.26p
KOSDAQ		549.61p
시가총액		428.4 십억원
액면가		5,000 원
발행주식수		6.5 백만주
유동주식수		2.7 백만주(41.1%)
52 주 최고가/최저가		87,200 원/38,550 원
일평균 거래량 (60 일)		42,201 주
일평균 거래액 (60 일)		2,895 백만원
외국인 지분율		9.55%
주요주주	이순규 외 15 인	46.09%

절대수익률	3 개월	-15.8%
	6 개월	-19.6%
	12 개월	42.3%
KOSPI 대비 상대수익률	3 개월	-17.2%
	6 개월	-18.3%
	12 개월	41.6%

- 1Q14 영업이익 166억원(QoQ 흑전, YoY +74.7%)으로 시장 기대치를 상회
- 2Q14 영업이익 161억원(QoQ -2.9%, YoY 35.0%)으로 양호한 실적 지속
- 하반기 화섬원료 진출 기대감 유효, 투자의견 매수와 목표주가 85,000원 유지

1Q14 영업이익 166억원(QoQ 흑전, YoY +74.7%)으로 시장 기대치를 상회

1분기 영업이익은 전분기 대비 흑자전환한 166억원을 달성했다. 컨센서스인 139억원을 19.7% 상회하는 호실적이다. 정기보수에 따른 가동률 하락으로 부진했던 4분기 실적에서 벗어났다.

실적 개선의 일등 공신은 기초유분이다. 공급이 타이트해 일부 물량을 직접 판매했다. 에틸렌 스프레드가 전분기보다 24.5% 상승한 481달러/톤을 기록해 직판 수익률이 좋았다. 반면 주력 제품인 HDPE/PP 스프레드는 각각 전분기 대비 1.0%, 3.4% 소폭 하락했다. 스프레드 감소폭이 크지 않아 기초유분 판매를 통한 실적 개선이 두드러졌다.

2Q14 영업이익 161억원(QoQ -2.9%, YoY 35.0%)으로 양호한 실적 이어갈 전망

2분기 영업이익은 161억원을 기록할 전망이다. 전분기 대비 2.9% 감소한 실적이지만 전년 동기와 비교하면 35.0%의 성장이다.

실적의 핵심인 합성수지 스프레드는 1분기보다 상승했다(HDPE +6.2%, PP +0.7%). 주력 제품의 호조로 가동률을 높게 유지하고 있다. 에틸렌-납사 스프레드가 하락했지만 합성수지-에틸렌 스프레드 상승으로 만회할 수 있다. 다만 원/달러 환율 하락의 영향으로 전분기 대비 소폭의 감익을 전망한다.

하반기 신규 가동에 따른 기대감 유효, 투자의견 매수와 목표주가 85,000원 유지

투자의견 매수와 목표주가 85,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 실적 기준 PBR 0.67배다. 하반기 MEG 신규 설비 가동을 감안하면 실적 개선은 이제 초입 국면이다. 화섬원료 시황의 회복이 점진적으로 가시화되면서 체질 개선에 신뢰가 커질 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2012	2,082.9	(4.8)	(11.8)	(12.4)	(1,902)	적전	113,746	(27.8)	14.0	0.5	(1.6)	28.6
2013	1,966.0	17.9	56.8	46.0	7,071	흑전	120,516	12.3	14.2	0.7	6.0	28.4
2014F	2,124.7	61.4	73.9	58.7	9,025	27.6	128,591	7.3	6.4	0.5	7.2	30.0
2015F	2,207.8	71.1	86.6	67.7	10,418	15.4	137,584	6.3	4.3	0.5	7.8	19.6
2016F	2,259.1	82.7	100.1	78.3	12,041	15.6	147,724	5.5	3.7	0.4	8.4	12.5

대한유화의 1Q14 실적 요약

(십억원, %)	1Q14	4Q13	QoQ	1Q13	YoY	신한금융	컨센서스
매출액	523.6	455.2	15.0	496.6	5.4	514.3	500.0
영업이익	16.6	(14.4)	흑자전환	9.5	74.7	12.6	13.9
세전이익	17.6	(7.1)	흑자전환	9.8	80.7	15.6	17.8
순이익	14.2	(3.1)	흑자전환	7.3	94.4	12.1	13.6
영업이익률	3.2	(3.2)		1.9		2.5	2.8
순이익률	3.4	(1.6)		2.0		3.0	3.6

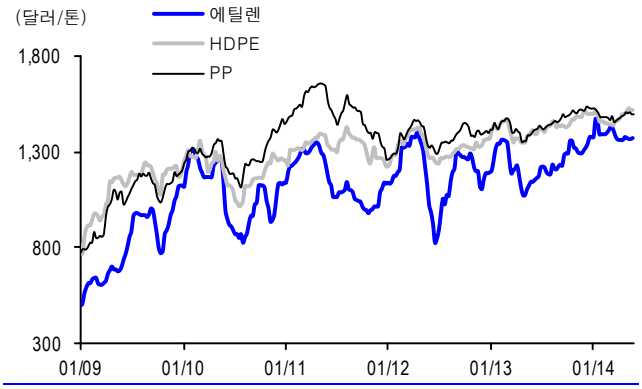
자료: 회사 자료, FnGuide, 신한금융투자, 주: 순이익은 지배주주 기준

대한유화의 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14F	3Q14F	4Q14F	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	전체	496	547	467	455	524	527	533	541	545	569	567	527	1,966	2,125	2,208	2,259
	합성수지	305	347	297	306	306	316	352	324	322	333	329	301	1,255	1,298	1,285	1,267
	기타	192	200	170	149	218	212	181	176	182	186	187	178	711	786	734	775
	화섬원료								41	41	50	51	48		41	189	216
영업이익	전체	9	12	12	(14)	17	16	16	13	16	22	17	16	19	61	71	83
	합성수지	3	22	16	2	15	16	20	12	12	20	18	5	43	63	54	50
	기타	7	(10)	(4)	(16)	2	(0)	(4)	(1)	0	(4)	(7)	6	(24)	(4)	(4)	10
	화섬원료								2	4	6	5	5		2	20	23
매출액 증가율	YoY	(8.4)	7.8	(11.4)	(10.0)	5.5	(3.6)	14.1	18.8	4.1	7.8	6.4	(2.6)	(5.6)	8.1	3.9	2.3
	QoQ	(1.9)	10.3	(14.6)	(2.6)	15.0	0.7	1.0	1.5	0.8	4.3	(0.3)	(7.1)				
영업이익 증가율	YoY	124.8	흑전	흑전	적지	77.9	35.0	35.1	흑전	(3.9)	39.5	4.0	26.8	흑전	222.5	15.9	16.3
	QoQ	흑전	28.1	(1.2)	적전	흑전	(2.9)	(1.1)	(20.1)	25.1	41.0	(26.2)	(2.6)				
영업이익률	전체	1.9	2.2	2.5	(3.1)	3.2	3.1	3.0	2.4	2.9	4.0	2.9	3.1	1.0	2.9	3.2	3.7
	합성수지	0.8	6.5	5.4	0.7	4.8	5.2	5.7	3.6	3.6	6.0	5.4	1.7	3.4	4.8	4.2	3.9
	기타	3.5	(5.2)	(2.4)	(10.9)	0.8	(0.1)	(2.4)	(0.6)	0.2	(2.0)	(3.5)	3.5	(3.4)	(0.5)	(0.5)	1.3
	화섬원료								5.2	9.4	12.9	10.5	9.8		5.2	10.7	10.5

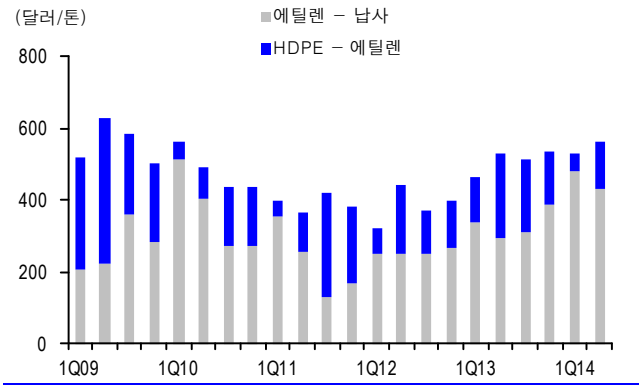
자료: 대한유화, 신한금융투자

기초유분 및 합성수지의 가격 추이



자료: Platts, 신한금융투자

범용 합성수지(HDPE)의 스프레드 추이



자료: Platts, 신한금융투자

대한유화의 수익예상 변경

(십억원, 원, %)	변경전			변경후			변경률		
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F
매출액	2,057	2,174	2,223	2,125	2,208	2,259	3.3	1.6	1.6
영업이익	53	67	78	61	71	83	15.1	5.4	5.8
세전이익	65	83	95	74	87	100	13.3	4.8	5.1
순이익	51	65	74	59	68	78	14.9	4.8	5.1
EPS	7,853	9,940	11,452	9,025	10,418	12,041	14.9	4.8	5.1
영업이익률	2.6	3.1	3.5	2.9	3.2	3.7			
ROE	6.3	7.5	8.1	7.2	7.8	8.4			

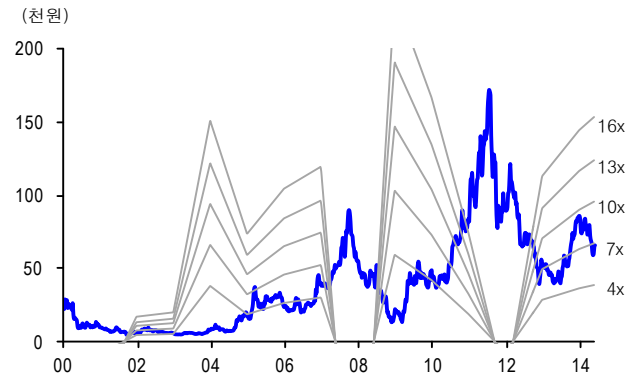
자료: 신한금융투자, 주: 순이익/EPS/ROE는 지배주주 기준

석유화학 Peer 그룹 밸류에이션 비교

구분	회사명	시가총액	2014E				2015E			
		(십억원)	PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)	PER(x)	PBR(x)	EV/EBITDA(x)	ROE(%)
국내	대한유화	428	8.9	0.5	6.3	6.0	7.9	0.5	6.0	6.4
	롯데케미칼	5,570	13.1	0.8	7.0	6.6	9.1	0.8	5.7	8.7
	LG화학	17,330	12.7	1.5	6.4	11.6	10.4	1.3	5.6	12.9
Major	BASF(독)	107,532	14.3	2.7	8.4	19.2	13.1	2.4	7.9	19.4
	SABIC(사)	94,848	12.3	2.0	6.7	17.0	12.0	1.9	6.6	16.7
	DuPont(미)	63,946	15.9	3.8	9.9	24.4	14.1	3.4	9.1	24.9
	Dow Chem(미)	63,447	17.4	2.4	9.2	14.4	14.4	2.2	8.6	16.6
일본	Shin-Etsu(일)	26,264	20.0	1.4	7.2	7.3	18.1	1.3	6.7	7.6
	Mitsubishi(일)	6,282	14.6	0.7	7.5	4.7	11.2	0.6	6.8	6.0
	Sumitomo(일)	6,174	11.7	0.9	8.1	8.1	8.5	0.9	7.4	10.7
	Mitsui(일)	2,664	18.1	0.7	9.8	4.5	12.7	0.7	8.7	6.3
아시아	PTT GC(태)	9,414	8.6	1.2	6.4	14.1	8.1	1.1	6.1	13.9
	Formosa Plc(대만)	16,882	19.8	1.9	30.2	9.8	18.2	1.8	27.8	10.0
	NanYa(대만)	18,232	18.2	1.8	18.6	10.2	17.1	1.8	17.4	10.2
	Sinopec SPC(중)	4,523	11.8	0.9	9.1	6.5	9.9	0.9	8.7	8.3

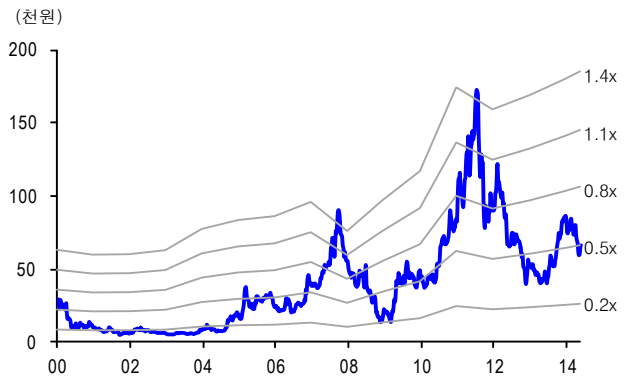
자료: Bloomberg, 신한금융투자, 주: Bloomberg 컨센서스 기준

대한유화의 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한금융투자

대한유화의 12MF PBR 밴드 차트

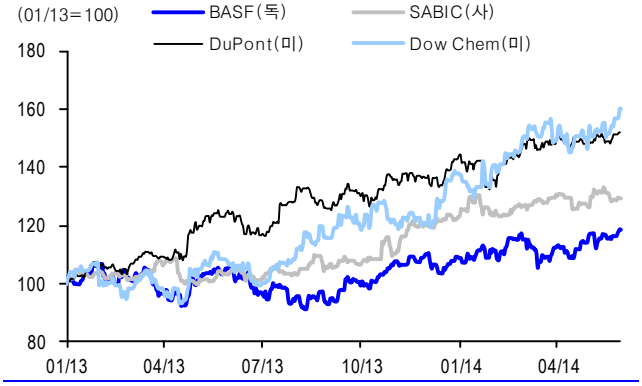


자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내 석유화학 업체의 상대주가 추이

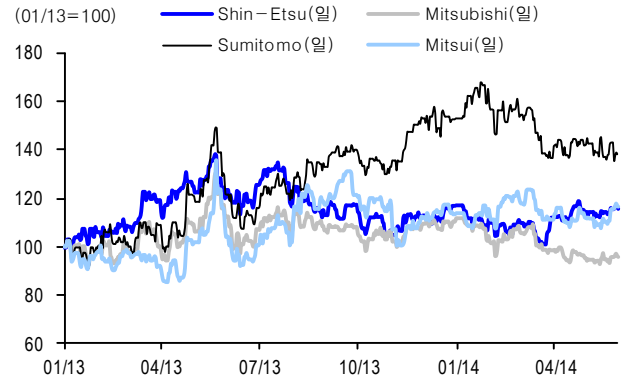
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 Major 석유화학 업체의 상대주가 추이



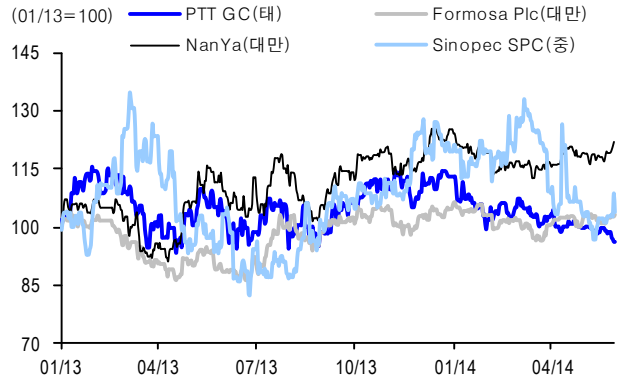
자료: Bloomberg, 신한금융투자

일본 석유화학 업체의 상대주가 추이



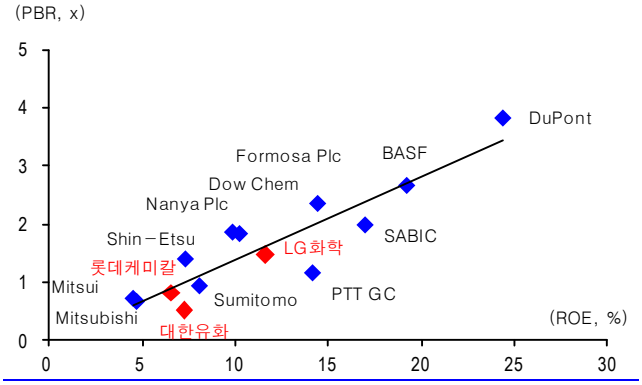
자료: Bloomberg, 신한금융투자

아시아(일본 제외) 석유화학 업체의 상대주가 추이



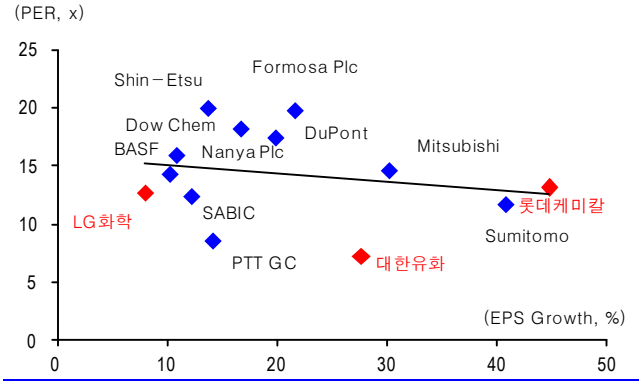
자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 석유화학 업체간 ROE-PBR 비교 차트(14년 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

글로벌 석유화학 업체간 EPS 성장률-PER 비교 차트(14년 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
자산총계	**1,278.1**	**1,354.5**	**1,456.4**	**1,482.9**	**1,519.5**
유동자산	480.5	465.9	497.1	546.2	576.7
현금및현금성자산	102.2	75.9	75.7	108.3	128.6
매출채권	177.3	193.9	209.6	217.8	222.9
재고자산	185.7	180.7	195.3	202.9	207.6
비유동자산	797.6	888.7	959.2	936.7	942.8
유형자산	720.2	777.6	841.0	814.8	818.6
무형자산	7.0	6.1	6.1	6.1	6.1
투자자산	51.3	87.7	94.8	98.5	100.8
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**532.4**	**564.9**	**614.4**	**582.7**	**553.7**
유동부채	306.4	298.4	303.4	281.8	317.7
단기차입금	132.9	111.9	126.9	96.9	116.9
매입채무	72.4	109.6	118.4	123.1	125.9
유동성장기부채	66.0	37.0	15.0	17.0	29.0
비유동부채	226.0	266.6	311.0	300.9	236.0
사채	79.7	99.7	119.7	124.7	75.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	37.0	50.0	65.0	45.0	26.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**745.7**	**789.6**	**841.9**	**900.2**	**965.9**
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타자본	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	437.7	481.8	534.3	592.8	658.7
지배주주지분	**739.3**	**783.3**	**835.8**	**894.3**	**960.2**
비지배주주지분	6.4	6.3	6.1	5.9	5.7
*총차입금	315.6	299.9	328.0	285.0	249.1
*순차입금(순현금)	213.5	224.0	252.3	176.8	120.4

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	**2,082.9**	**1,966.0**	**2,124.7**	**2,207.8**	**2,259.1**
증가율 (%)	2.9	(5.6)	8.1	3.9	2.3
매출원가	**2,034.7**	**1,896.5**	**2,002.9**	**2,072.1**	**2,108.6**
매출총이익	**48.3**	**69.4**	**121.8**	**135.7**	**150.5**
매출총이익률 (%)	2.3	3.5	5.7	6.1	6.7
판매관리비	**53.1**	**51.5**	**60.4**	**64.6**	**67.8**
영업이익	**(4.8)**	**17.9**	**61.4**	**71.1**	**82.7**
증가율 (%)	N/A	N/A	242.0	15.9	16.3
영업이익률 (%)	(0.2)	0.9	2.9	3.2	3.7
영업외손익	**(7.0)**	**38.8**	**12.6**	**15.4**	**17.3**
금융손익	(13.5)	(10.0)	(8.1)	(7.1)	(5.1)
기타영업외손익	5.2	18.5	0.8	1.9	1.3
종속 및 관계기업관련손익	1.4	30.3	19.9	20.6	21.1
세전계속사업이익	**(11.8)**	**56.8**	**73.9**	**86.6**	**100.1**
법인세비용	0.5	10.9	15.4	19.0	22.0
계속사업이익	(12.2)	45.8	58.5	67.5	78.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(12.2)**	**45.8**	**58.5**	**67.5**	**78.0**
증가율 (%)	N/A	N/A	27.6	15.4	15.6
순이익률 (%)	(0.6)	2.3	2.8	3.1	3.5
(지배주주)당기순이익	(12.4)	46.0	58.7	67.7	78.3
(비지배주주)당기순이익	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
총포괄이익	**(13.7)**	**43.9**	**58.5**	**67.5**	**78.0**
(지배주주)총포괄이익	(13.8)	44.0	58.7	67.7	78.3
(비지배주주)총포괄이익	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
EBITDA	**40.3**	**56.1**	**107.9**	**141.4**	**150.9**
증가율 (%)	(55.4)	39.2	92.3	31.0	6.7
EBITDA 이익률 (%)	1.9	2.9	5.1	6.4	6.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	**10.1**	**74.7**	**75.1**	**108.7**	**118.8**
당기순이익	(12.2)	45.8	58.5	67.5	78.0
유형자산상각비	45.1	38.2	46.5	70.2	68.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.1)	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1.4)	(30.3)	(19.9)	(20.6)	(21.1)
운전자본변동	(21.8)	18.7	(10.1)	(8.4)	(6.3)
(법인세납부)	(1.5)	(7.8)	(15.4)	(19.0)	(22.0)
기타	2.0	9.8	15.5	19.0	22.0
투자활동으로인한현금흐름	**(53.1)**	**(85.5)**	**(97.2)**	**(27.1)**	**(53.2)**
유형자산의증가(CAPEX)	(46.4)	(85.9)	(110.0)	(44.0)	(72.0)
유형자산의감소	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.4)	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(7.7)	(0.5)	12.8	16.9	18.8
기타	2.3	(0.1)	(0.0)	0.0	(0.0)
FCF	**(33.4)**	**(4.2)**	**(34.4)**	**71.5**	**54.4**
재무활동으로인한현금흐름	**20.6**	**(15.4)**	**21.9**	**(49.1)**	**(45.2)**
차입금의 증가(감소)	29.8	(15.4)	28.1	(42.9)	(36.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(9.3)	0.0	(6.2)	(6.2)	(9.3)
기타	0.1	0.0	(0.0)	(0.0)	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(22.5)**	**(26.3)**	**(0.2)**	**32.6**	**20.4**
기초현금	124.6	102.2	75.9	75.7	108.3
기말현금	102.2	75.9	75.7	108.3	128.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

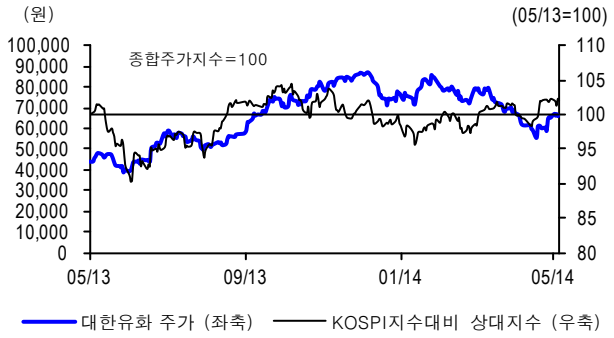
주요 투자지표

12월 결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS (당기순이익, 원)	(1,883)	7,051	9,000	10,389	12,007
EPS (지배순이익, 원)	(1,902)	7,071	9,025	10,418	12,041
BPS (자본총계, 원)	114,728	121,478	129,528	138,492	148,599
BPS (지배지분, 원)	113,746	120,516	128,591	137,584	147,724
DPS (원)	0	1,000	1,000	1,500	2,000
PER (당기순이익, 배)	(28.0)	12.4	7.3	6.3	5.5
PER (지배순이익, 배)	(27.8)	12.3	7.3	6.3	5.5
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.5	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA (배)	14.0	14.2	6.4	4.3	3.7
EV/EBIT (배)	(117.3)	44.4	11.2	8.6	6.7
배당수익률 (%)	0.0	1.1	1.5	2.3	3.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	1.9	2.9	5.1	6.4	6.7
영업이익률 (%)	(0.2)	0.9	2.9	3.2	3.7
순이익률 (%)	(0.6)	2.3	2.8	3.1	3.5
ROA (%)	(1.0)	3.5	4.2	4.6	5.2
ROE (지배순이익, %)	(1.6)	6.0	7.2	7.8	8.4
ROIC (%)	(1.3)	2.4	5.2	5.4	6.1
안정성					
부채비율 (%)	71.4	71.5	73.0	64.7	57.3
순차입금비율 (%)	28.6	28.4	30.0	19.6	12.5
현금비율 (%)	33.3	25.4	25.0	38.4	40.5
이자보상배율 (배)	(0.4)	1.7	5.6	6.7	8.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	8.1	7.7	8.4	8.3	8.2
재고자산회수기간 (일)	30.3	34.0	32.3	32.9	33.2
매출채권회수기간 (일)	31.5	34.5	34.7	35.3	35.6

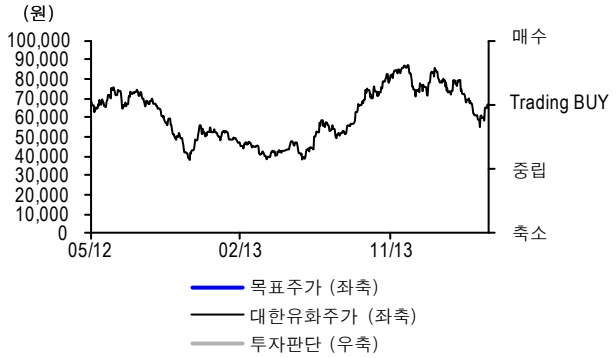
자료: 회사 자료, 신한금융투자

대한유화 (006650)

주가차트



투자의견 및 목표주가 추이



Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 정용진, 이응주)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련 사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2014년 05월 25일	매수	85,000

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

종목	◆ **매수** : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상 ◆ **Trading BUY** : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15% ◆ **중립** : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0% ◆ **축소** : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하	섹터	◆ **비중확대** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ **중립** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ **축소** : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우