

대한유화 (006650)

매수 (신규)

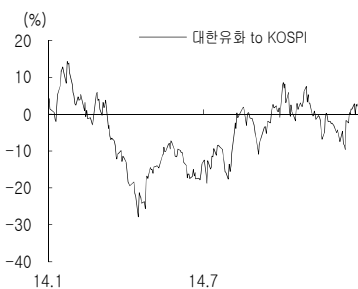
목표주가	120,000원
현재가 (1/23)	76,900원
KOSPI (1/23)	1,936.09pt
시가총액	500십억원
발행주식수	6,500천주
액면가	5,000원
52주 최고가	85,800원
최저가	55,300원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	12.4%
배당수익률 (2014F)	1.4%

주주구성	
이순규 외 15인	45.61%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	5%	18%	0%
절대기준	6%	24%	1%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	120,000	-	-
EPS(14)	9,310	-	-
EPS(15)	11,725	-	-

대한유화 주가추이



이 지 연

02 6915 5673
leepd200@ibks.com

견조한 실적과 저평가의 조화

4Q14 Preview: 스프레드 개선에 따른 견조한 실적

4분기 매출액은 4,400억원(QoQ -13.9%, YoY -1.5%)과 영업이익 229억원(QoQ +8.1%, YoY 흑전)으로 14년 분기 실적 중 가장 좋을 것으로 판단된다. 비수기와 일회성 비용(상여금 등) 반영에도 불구하고 4분기 실적 호조가 예상되는 이유는 1) 유가 하락에 따라 원료인 납사가격은 전분기 대비 약 30% 하락함에도 불구하고, 동사의 주력제품인 합성수지 HDPE/PP 제품가격은 10% 하락에 불과하였기 때문이다. 이로 인한 HDPE/PP제품의 납사 대비 스프레드는 전분기 대비 각각 7%와 5% 상승하였을 것으로 예상된다. 또한 4분기 가격 하락 폭이 컸던 모노머(에틸렌/프로필렌)의 외부판매 비중을 줄이고 폴리머(HDPE/PP)의 비중을 탄력적으로 늘린 점도 이익 개선에 크게 기여하였다.

2015년 EG설비 가동에 따른 이익 증가 기대

동사는 에틸렌 47만톤, 프로필렌 35만톤, BTX 20만톤의 모노머 제품을 생산하며, HDPE 53만톤, PP 47만톤의 폴리머 제품을 생산하고 있다. 전체 매출액에서 모노머 제품 비중은 약 40%이며, 폴리머 제품 비중은 약 60%이다. 에틸렌 계열 다운스트림 투자 계획의 일환으로 EO/EG설비를 증설하였으며 15년부터 상업가동에 따라 이익 개선이 예상된다. 폴리에스터 원료인 EG(Ethylene Glycol) 15만톤은 1월부터 상업가동을 시작하였으며, EO(Ethylene Oxide) 4만톤 설비는 2월부터 상업가동이 예상된다. 특히 EO제품은 두 자릿수 이상의 고마진 제품군으로 수익성 개선 기여가 높을 것으로 판단된다. EO제품의 울산 지역 수요는 약 4~5만톤 알려져 있어 제품 판매는 원활히 이뤄질 것으로 예상된다.

화학업종내 가장 저평가되었으며 투자의견 'BUY', 목표주가 12만원 제시

15년 NCC 증설이 미미함에 따라 에틸렌 강세는 지속될 것으로 판단된다. 동사는 타NCC 업체 대비 규모가 작으나 에틸렌 및 합성수지(PE/PP) 강세에 따라 실적 개선이 지속되고 있다. 15년 EO/EG설비 가동에 따른 고정비 증가에도 불구하고, 최근 EG제품 스프레드 개선이 이뤄지고 있어 20%의 영업이익 증가가 예상된다. 15년 기준 P/E는 6.6배로 화학업종내 가장 저평가 되었다는 판단으로 투자의견 'BUY'와 목표주가 12만원으로 제시한다.

(단위: 십억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	2,083	1,966	2,023	1,607	1,821
영업이익	-5	18	68	82	95
세전이익	-12	57	79	99	113
지배주주순이익	-12	46	61	76	88
EPS(원)	-1,902	7,071	9,310	11,725	13,473
증가율(%)	적전	흑전	31.7	25.9	14.9
영업이익률(%)	-0.2	0.9	3.4	5.1	5.2
순이익률(%)	-0.6	2.3	3.0	4.7	4.8
ROE(%)	-1.6	6.0	7.5	8.7	9.2
PER	-27.8	12.3	7.6	6.6	5.7
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	14.0	14.2	7.2	5.0	4.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 대한유화 실적 전망

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14F	12	13	14F	15F	16F
매출액	497	547	467	455	524	529	521	448	20,829	19,660	20,226	16,071	18,209
(QoQ, %)	(0.0)	1.0	(1.5)	(0.3)	1.5	0.1	(0.2)	(1.4)					
(YoY, %)	(0.8)	0.8	(1.1)	(0.9)	0.5	(0.3)	1.2	(0.1)	2.9	(5.6)	2.9	(20.5)	13.3
영업이익	95	113	116	(144)	166	78	212	229	(48)	179	684	820	953
(QoQ, %)	흑전	19.1	2.3	적전	흑전	(53.1)	172.1	8.1					
(YoY, %)	83.2	흑전	432.9	적지	74.6	(31.3)	82.8	흑전	적전	흑전	281.1	19.9	16.3
영업이익율	19.1	20.7	24.8	(31.7)	31.7	14.7	40.6	51.0	(0.2)	0.9	3.4	5.1	5.2
[기본전제]													
Dubai유가	108	101	106	106	105	106	101	74	109	105	97	55	65
납사	964	857	921	951	935	953	915	655	944	923	865	484	566
HDPE-납사(1m)	465	493	536	541	526	562	601	648	385	509	584	583	568
PP-납사(1m)	489	506	555	580	545	555	573	600	446	532	568	475	455

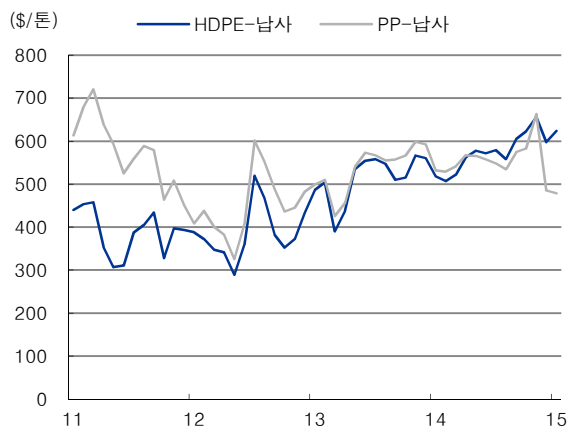
자료: IBK투자증권

표 2. 대한유화 밸류에이션 - 목표주가 12만원

(단위: 십억원 배)	15F	15F	비고
EBITDA		156	
Target Multiple		7.0	화학업종 평균 7배 적용
영업가치 (A)		1,090	
관계기업투자자산 (B)		43	3Q14 기준
순차입금 (C)		320	3Q14 기준
우선주사가총액 (D)		-	
목표 시가총액 (E=A+B-C-D)		813	
유통주식수 (F)		6,500	보통주 기준
목표주가 (G=E/F)		120,000	
현재주가		76,900	
Upside (%)		62	

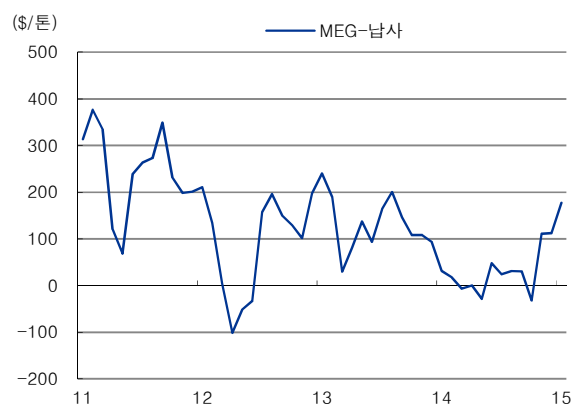
자료: IBK투자증권

그림 1. 합성수지(HDPE/PP) 스프레드 (1M Lagging 반영)



자료: 시스켈, IBK투자증권

그림 2. MEG 스프레드



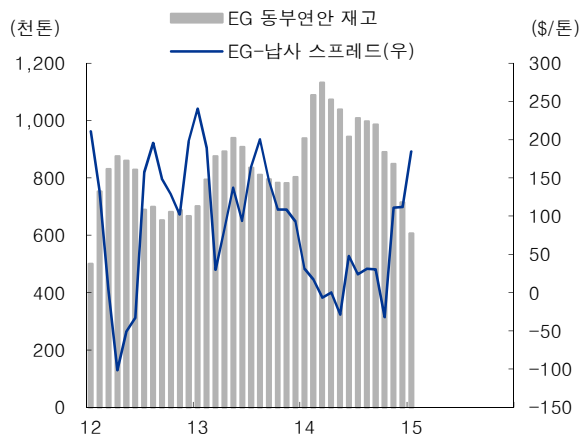
자료: 시스켈, IBK투자증권

표 3. 대한유화 제품 생산능력

생산능력	(천톤)
Ethylene	470
Propylene	350
C4	150
HDPE	530
PP	470
Benzene	110
Toluene	55
Xylene	35
EO/EG	190

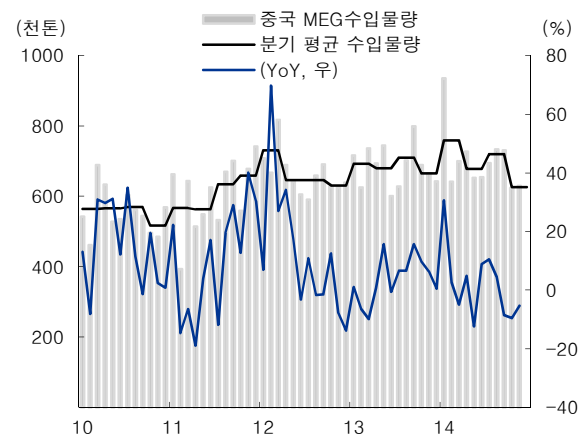
자료: IBK투자증권

그림 3. 중국 동부연안 재고 감소와 MEG제품 스프레드 반등



자료: 시스켈, IBK투자증권

그림 4. 중국 MEG 수입물량



자료: 시스켈, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	2,083	1,966	2,023	1,607	1,821
증가율(%)	2.9	-5.6	2.9	-20.5	13.3
매출원가	2,035	1,897	1,901	1,471	1,668
매출총이익	48	69	122	136	152
매출총이익률 (%)	2.3	3.5	6.0	8.5	8.4
판매비	53	51	53	54	57
판매비율(%)	2.5	2.6	2.6	3.4	3.1
영업이익	-5	18	68	82	95
증가율(%)	적전	흑전	281.1	19.9	16.3
영업이익률(%)	-0.2	0.9	3.4	5.1	5.2
순금융손익	-14	-10	-5	-2	-1
이자손익	-10	-7	-4	-4	-3
기타	-4	-3	-1	2	2
기타영업외손익	5	19	10	11	11
중속/관계기업손익	1	30	6	8	9
세전이익	-12	57	79	99	113
법인세	0	11	18	23	26
법인세율	-4.2	19.3	23.5	23.0	23.0
계속사업이익	-12	46	60	76	87
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-12	46	60	76	87
증가율(%)	적전	흑전	31.7	25.9	14.9
당기순이익률 (%)	-0.6	2.3	3.0	4.7	4.8
지배주주당기순이익	-12	46	61	76	88
기타포괄이익	-1	-2	0	0	0
총포괄이익	-14	44	60	76	87
EBITDA	40	56	105	156	189
증가율(%)	-55.4	39.2	86.8	48.6	21.2
EBITDA마진율(%)	1.9	2.9	5.2	9.7	10.4

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	-1,902	7,071	9,310	11,725	13,473
BPS	113,746	120,516	128,874	139,650	152,172
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	-27.8	12.3	7.6	6.6	5.7
PBR	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	14.0	14.2	7.2	5.0	4.1
성장성지표(%)					
매출증가율	2.9	-5.6	2.9	-20.5	13.3
EPS증가율	적전	흑전	31.7	25.9	14.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.1	1.4	1.3	1.3
ROE	-1.6	6.0	7.5	8.7	9.2
ROA	-1.0	3.5	4.2	5.1	5.6
ROIC	-1.2	4.5	5.6	6.6	7.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	71.4	71.5	76.4	64.6	63.6
순차입금 비율(%)	28.6	28.2	34.3	30.1	27.2
이자보상배율(배)	-0.4	1.7	8.7	10.4	12.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.6	10.6	11.7	11.8	14.2
재고자산회전율	12.0	10.7	10.9	9.5	11.4
총자산회전율	1.6	1.5	1.4	1.1	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	480	466	455	381	436
현금및현금성자산	102	76	94	94	110
유가증권	0	0	5	4	5
매출채권	177	194	151	120	136
재고자산	186	181	189	150	170
비유동자산	798	889	1,034	1,123	1,191
유형자산	720	778	926	1,008	1,070
무형자산	7	6	6	6	6
투자자산	51	88	85	88	92
자산총계	1,278	1,355	1,489	1,504	1,627
유동부채	306	298	312	282	322
매입채무및기타채무	72	110	108	92	104
단기차입금	133	112	112	96	109
유동성장기부채	66	37	51	61	71
비유동부채	226	267	333	308	311
사채	80	100	100	100	100
장기차입금	37	50	126	116	106
부채총계	532	565	645	590	632
지배주주지분	739	783	838	908	989
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
자본조정등	-4	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	438	482	536	606	688
비지배주주지분	6	6	6	6	6
자본총계	746	790	844	914	995
비이자부채	217	266	257	218	247
총차입금	316	299	388	372	385
순차입금	213	223	289	275	271

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	10	75	119	183	137
당기순이익	-12	46	60	76	87
비현금성 비용 및 수익	55	16	43	57	75
유형자산감가상각비	45	38	36	74	93
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-22	19	25	53	-22
매출채권등의감소	0	0	24	31	-16
재고자산의감소	-22	5	-6	39	-20
매입채무등의증가	0	0	3	-16	12
기타 영업현금흐름	-11	-6	-10	-4	-3
투자활동 현금흐름	-53	-86	-449	-153	-159
유형자산의 증가(CAPEX)	-46	-86	-176	-156	-156
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-7	-1	9	1	-2
기타	2	0	-283	2	-1
재무활동 현금흐름	21	-15	64	-29	38
차입금의증가(감소)	-20	-15	68	-10	-10
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	41	0	-4	-19	48
기타 및 조정	0	0	284	0	0
현금의 증가	-22	-26	18	0	16
기초현금	125	102	76	94	94
기말현금	102	76	94	94	110

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

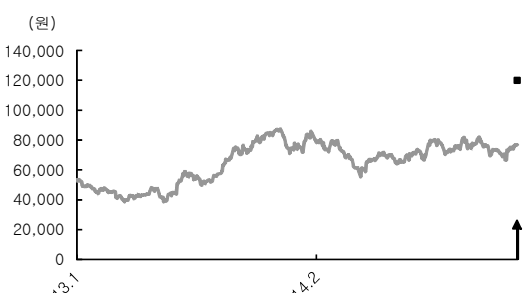
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

대한유화 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2015.01.26	매수	120,000원			