



2015년 9월 16일 | Equity Research

대한유화 (006650)

우호적인 환경, 견조한 실적, 밸류에이션 매력의 3박자

유가하락으로 실제 증설 지연이 나타나는 중국 CTO/MTO

유가 하락은 석유화학제품 제조 원가경쟁력, 즉 설비투자 환경을 변화시켰다. 이러한 환경변화의 가장 큰 피해자는 중국 CTO/MTO 업체들이다. 현재 아시아 NCC업체의 에틸렌 제조원가가 500~600\$/톤에 불과한 반면, CTO/MTO업체의 제조원가는 약 1,000~1,100\$/톤에 달하는 것으로 추정된다. 이러한 제조원가 경쟁력 변화는 중국 CTO/MTO업체의 증설 지연을 유발하게 되었는데, 이는 실제 데이터로 확인 가능하다. 2015년 예정된 CTO/MTO 증설 물량 중 16%가 지난 일년 사이에 증설이 지연(170만톤→140만톤)되었고, 2016년 증설 예정 물량의 약 23%가 지연(220만톤→170만톤)되고 있다. 문제는 원가경쟁력 변화로 이러한 증설 지연 혹은 취소가 향후 지속적으로 나타날 가능성이 높다는 점이다. 2015년 이후 예정된 글로벌 에틸렌 증설의 약 25~30%가 CTO/MTO 위주라는 점을 감안하면 에틸렌 공급은 예상보다 감소할 가능성이 높아 보이며, 이는 대한유화 입장에서 우호적인 환경이 조성될 가능성이 높다는 것을 의미한다.

하반기, 여전히 높은 레벨의 이익 창출이 가능한 상황

3Q15 영업이익은 컨센(675억원)에 부합하는 677억원(QoQ -23.1%, YoY +220%)을 전망한다. 유가하락 국면에서도 견조한 이익 체력을 시현할 것으로 예상되는데, 이는 1) 견조한 PE 마진 유지 2) 에틸렌 외부구매를 통한 PE가동률 상승으로 물량효과 발생 3) 환율 상승 효과 때문이다. 10~11월 역내 정기보수에 따른 에틸렌 체인 수급 타이트 가능성을 감안하면 4Q15에도 견조한 이익(618억원)이 예상된다.

세계에서 가장 저평가된 화학주. Valuation 매력 높음

투자의견 BUY, 목표주가 280,000원을 유지한다. 현 주가는 12M Fwd PBR 0.9배, 12M Fwd PER 4.7배로 매우 저평가되어 있다고 판단한다. 특히, ROE-PBR Valuation으로 보면(2015년 기준 ROE 23%, PBR 1배 수준), 글로벌 석유화학 업체 중에서 가장 저평가되어 있다는 판단이다.

Update

BUY

| TP(12M): 280,000원 | CP(9월 15일): 161,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,937.56
52주 최고/최저(원)	226,500/66,500
시가총액(십억원)	1,049.8
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	6,500.0
60일 평균 거래량(천주)	87.4
60일 평균 거래대금(십억원)	14.6
15년 배당금(예상, 원)	1,500
15년 배당수익률(예상, %)	0.93
외국인지분율(%)	15.47
주요주주 지분율(%)	
이순규 외 14 인	43.58
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.9 59.9 111.4
상대	15.6 63.9 122.1

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	1,760.3	1,780.2
영업이익(십억원)	257.0	223.4
순이익(십억원)	203.0	177.6
EPS(원)	31,326	27,209
BPS(원)	166,023	193,222

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	1,966.0	2,053.4	1,691.2	1,756.0	1,825.9
영업이익	십억원	17.9	69.9	271.9	293.5	286.8
세전이익	십억원	56.8	80.3	283.6	313.5	315.1
순이익	십억원	46.0	64.1	215.2	237.9	239.2
EPS	원	7,071	9,864	33,115	36,603	36,794
증감률	%	(471.8)	39.5	235.7	10.5	0.5
PER	배	12.33	7.19	4.88	4.41	4.39
PBR	배	0.72	0.55	1.00	0.82	0.70
EV/EBITDA	배	14.21	7.44	3.46	2.66	2.11
ROE	%	6.04	7.92	22.92	20.57	17.26
BPS	원	121,076	129,197	160,887	196,065	231,433
DPS	원	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500

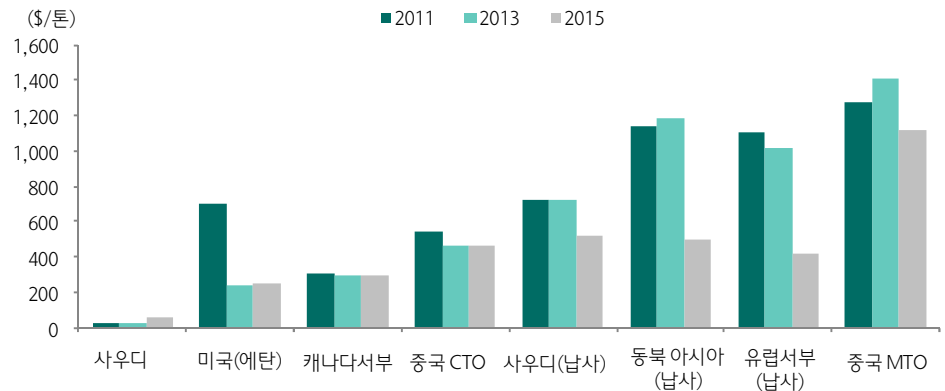


Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 전우제
02-3771-7617
wchun0222@hanafn.com

중국 CTO/MTO업체의 높은 투자비에 따른 감가상각비 등을 고려하면 제조원가 경쟁력은 NCC대비 현저히 떨어짐

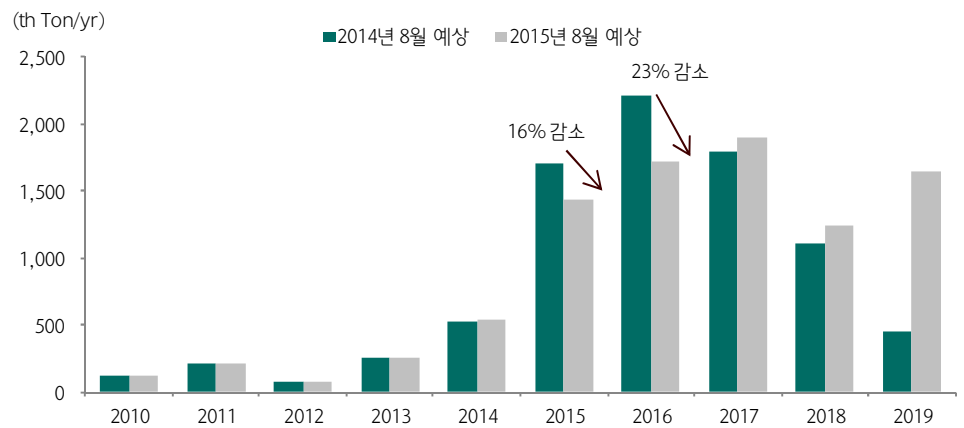
그림 1. 지역별 에틸렌 제조 Cash Cost 비교(2011년, 2013년, 그리고 2015년 비교)



자료: IHS, 하나대투증권

CTO/MTO 증설, 일년 전 대비 2015년은 16%, 2016년은 23%가 지연되는 모습 나타나

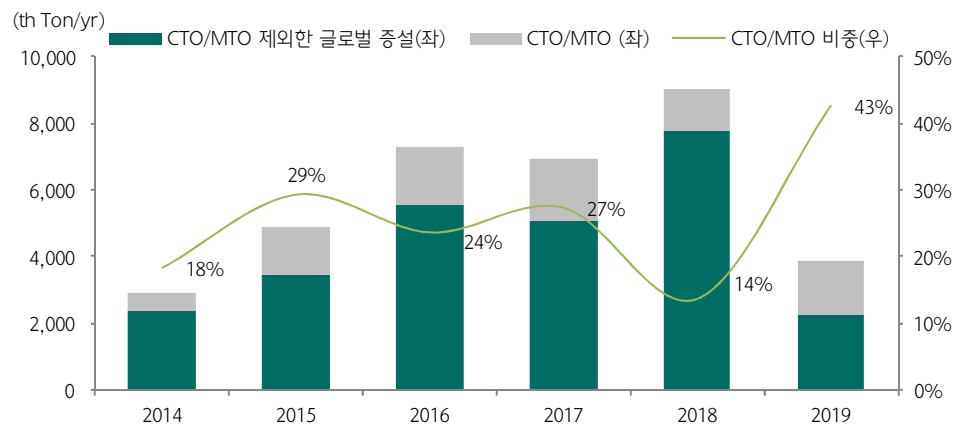
그림 2. 중국 CTO/MTO 증설 예상 추이(2014년 8월과 2015년 8월의 비교)



자료: 하나금융투자

2015년 이후 증설의 약 25%~30% 가량은 CTO/MTO 위주

그림 3. 글로벌 에틸렌 증설 중 중국 CTO/MTO 비중 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 세계에서 가장 저평가된 석유화학 업체, 대한유화

ROE-PBR Valuation상 대한유화는
매우 저평가되어 있음

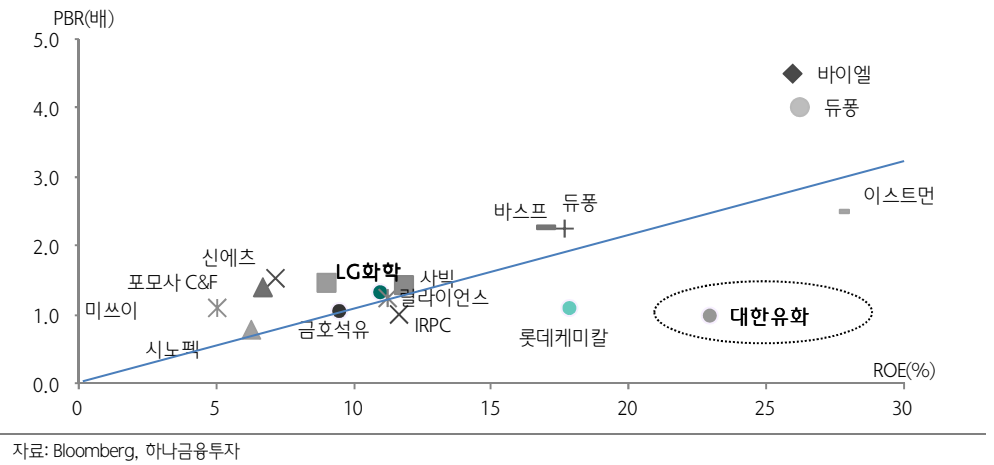


그림 5. 12M Fwd PBR 밴드차트

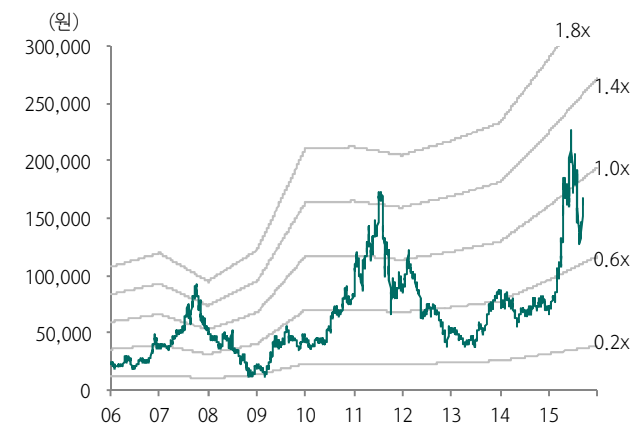
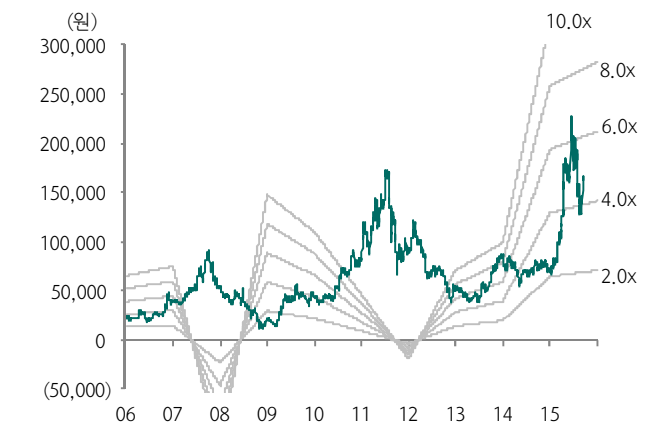


그림 6. 12M Fwd PER 밴드차트



주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,966.0	2,053.4	1,691.2	1,756.0	1,825.9
매출원가	1,896.5	1,929.0	1,375.0	1,417.4	1,492.1
매출총이익	69.5	124.4	316.2	338.6	333.8
판매비	51.5	54.5	44.3	45.1	47.0
영업이익	17.9	69.9	271.9	293.5	286.8
금융손익	(10.0)	(5.6)	(1.8)	6.5	14.8
종속/관계기업손익	30.3	5.3	5.3	5.3	5.3
기타영업외손익	18.5	10.6	8.1	8.1	8.1
세전이익	56.8	80.3	283.6	313.5	315.1
법인세	10.9	16.4	68.1	75.2	75.6
계속사업이익	45.8	63.8	215.5	238.2	239.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	45.8	63.8	215.5	238.2	239.5
포괄이익	(0.1)	(0.3)	0.3	0.3	0.3
(지분법제외)순이익	46.0	64.1	215.2	237.9	239.2
지배주주포괄이익	44.0	59.0	216.6	239.4	240.6
NOPAT	14.5	55.6	206.6	223.0	218.0
EBITDA	56.1	104.5	330.0	353.8	349.6
성장성(%)					
매출액증가율	(5.6)	4.4	(17.6)	3.8	4.0
NOPAT증가율	(390.0)	283.4	271.6	7.9	(2.2)
EBITDA증가율	39.2	86.3	215.8	7.2	(1.2)
(조정)영업이익증가율	(472.9)	290.5	289.0	7.9	(2.3)
(지분법제외)순이익증가율	(471.0)	39.3	235.7	10.5	0.5
(지분법제외)EPS증가율	(471.8)	39.5	235.7	10.5	0.5
수익성(%)					
매출총이익률	3.5	6.1	18.7	19.3	18.3
EBITDA이익률	2.9	5.1	19.5	20.1	19.1
(조정)영업이익률	0.9	3.4	16.1	16.7	15.7
계속사업이익률	2.3	3.1	12.7	13.6	13.1
투자지표					
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	7,071	9,864	33,115	36,603	36,794
BPS	121,076	129,197	160,887	196,065	231,433
CFPS	9,547	16,762	52,025	55,672	55,033
EBITDAPS	8,632	16,084	50,776	54,423	53,784
SPS	302,456	315,909	260,185	270,159	280,904
DPS	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	12.3	7.2	4.9	4.4	4.4
PBR	0.7	0.5	1.0	0.8	0.7
PCR	9.1	4.2	3.1	2.9	2.9
EV/EBITDA	14.2	7.4	3.5	2.7	2.1
PSR	0.3	0.2	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	6.0	7.9	22.9	20.6	17.3
ROA	3.5	4.6	14.3	14.2	12.5
ROIC	1.4	5.0	17.7	19.1	18.2
부채비율	71.5	71.0	48.8	40.6	34.8
순부채비율	28.4	37.0	8.3	(9.1)	(21.2)
이자보상배율(배)	1.7	9.0	33.2	38.5	37.6

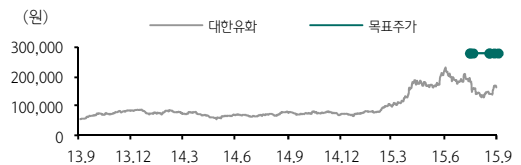
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	465.9	415.3	528.7	742.7	957.6
금융자산	75.9	74.1	247.7	450.9	654.3
현금성자산	75.9	60.3	236.3	439.1	642.0
매출채권 등	206.5	170.6	140.5	145.9	151.7
재고자산	180.7	168.4	138.7	144.0	149.7
기타유동자산	2.8	2.2	1.8	1.9	1.9
비유동자산	888.7	1,025.2	1,031.6	1,052.9	1,075.1
투자자산	87.7	88.0	72.5	75.2	78.2
금융자산	10.9	5.8	4.8	4.9	5.1
유형자산	777.6	915.6	937.6	956.2	975.3
무형자산	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
기타비유동자산	17.3	15.5	15.4	15.4	15.5
자산총계	1,354.5	1,440.4	1,560.3	1,795.6	2,032.7
유동부채	298.4	237.1	171.3	174.0	176.8
금융부채	150.2	140.9	90.0	90.0	90.0
매입채무 등	146.4	83.4	68.7	71.3	74.1
기타유동부채	1.8	12.8	12.6	12.7	12.7
비유동부채	266.6	361.2	340.6	344.3	348.3
금융부채	149.7	244.7	244.7	244.7	244.7
기타비유동부채	116.9	116.5	95.9	99.6	103.6
부채총계	564.9	598.3	511.9	518.3	525.1
지배주주지분	783.3	836.1	1,042.1	1,270.7	1,500.7
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
자본조정	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
기타포괄이익누계	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	481.8	534.6	740.6	969.2	1,199.1
비지배주주지분	6.3	6.0	6.3	6.6	6.9
자본총계	789.6	842.1	1,048.4	1,277.3	1,507.6
순금융부채	224.0	311.5	87.0	(116.3)	(319.6)
현금흐름표					
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	74.7	77.5	293.2	288.9	292.3
당기순이익	45.8	63.8	215.5	238.2	239.5
조정	10.2	49.7	53.0	55.1	57.6
감가상각비	38.2	34.6	58.2	60.3	62.8
외환거래손익	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
지분법손익	(30.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)	(5.3)
기타	2.3	20.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)
자산/부채의 변동	18.7	(36.0)	24.7	(4.4)	(4.8)
투자활동현금흐름	(85.5)	(172.5)	(57.0)	(76.8)	(80.2)
투자자산감소(증가)	(6.1)	4.9	20.9	2.6	2.4
유형자산감소(증가)	(85.5)	(163.7)	(80.2)	(78.8)	(81.9)
기타투자활동	6.1	(13.7)	2.3	(0.6)	(0.7)
재무활동현금흐름	(15.4)	79.4	(60.2)	(9.3)	(9.3)
금융부채증가(감소)	(15.7)	85.8	(50.9)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(6.2)	(9.3)	(9.3)	(9.3)
현금의 증감	(26.3)	(15.6)	176.0	202.8	202.9
Unlevered CFO	62.1	109.0	338.2	361.9	357.7
Free Cash Flow	(11.2)	(86.3)	213.1	210.1	210.4

투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이

대한유화

날짜	투자이전	목표주가
15.9.16	BUY	280,000
15.9.9	BUY	280,000
15.9.1	BUY	280,000
15.8.31	BUY	280,000
15.8.3	BUY	280,000
15.7.29	BUY	280,000
15.7.28	BUY	280,000



투자이전 분류 및 적용

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급 비율

투자등급	BUY (매수)	Neutral (중립)	Reduce (비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	82.5%	13.5%	4.0%	100.0%

* 기준일: 2015년 9월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2015년 9월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2015년 9월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재 의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.