



이동욱
화학/정유 (2122-9199)
treestump@hi-ib.com

Buy (Maintain)

목표가(6M) 310,000원
종가(2016/03/11) 237,000원

Stock Indicator

자본금	41십억원
발행주식수	650만주
시가총액	1,541십억원
외국인지분율	21.9%
배당금(2014)	1,500원
EPS(2015)	30,846원
BPS(2015)	158,361원
ROE(2015)	21.5%
52주 주가	97,300~241,500원
60일평균거래량	47,292주
60일평균거래대금	9.3십억원

Price Trend



대한유화(006650)

NCC 증설로 인한 추가적 효과 기대

■ 올해 상반기는 작년과 유사한 호실적 기록 전망

최근 유가 상승에도 불구하고, 2월부터 톤당 \$300대의 저가 나프타 투입 효과로 올해 상반기 대한유화의 실적은 작년 상반기와 유사한 호실적을 기록할 전망이다. 이는 1) 역내 에틸렌 정기보수 물량이 작년(217만톤)에 비해 올해(100만톤 이상)는 50% 수준에 불과하지만, 올해 1분기 일본 NCC 50만톤 폐쇄, 싱가포르 Shell 등 일부 크래커의 불가항력 선언 지속으로 역내 생산 차질 물량은 작년과 유사한 수준을 기록하고 있으며, 2) 올해 3~5월에는 작년 가동률이 높았던 미국 에탄크래커의 정기보수 집중으로 역외 에틸렌 수급도 타이트 현상이 지속될 것으로 보이며, 3) 우려하였던 중국의 석탄 화학 기반의 PE/MEG 설비의 경우 높은 투자비, 기술적 문제, 환경 이슈가 존재하는 가운데, 최근 유가 하락으로 원가경쟁력을 상실하며 기존의 계획보다 신증설이 지연되며, 에틸렌 및 그 유도체(PE/MEG)의 스프레드가 호조세를 유지하고 있기 때문이다.

■ NCC 증설로 인한 긍정적 효과

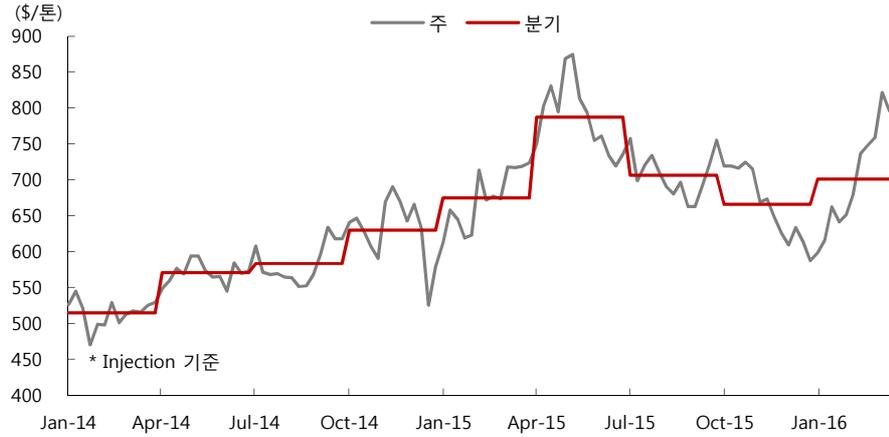
현재 당사는 온산 NCC 증설을 진행 중이며, 내년 6월 초에는 NCC 규모가 현재 47만 톤에서 80만톤으로 약 70%의 생산능력이 확대될 전망이다. 이에 따라 에틸렌 생산 시 부산되는 프로필렌/Mixed C4/BTX 생산능력도 기존 대비 약 50~63%까지 증가하며, 당사는 외형 측면에서 규모의 경제 효과가 기대된다. 또한 이번 NCC 증설로 규모의 경제 효과뿐만 아니라 당사 실적에 추가적/긍정적 효과도 기대된다. 1) 규모의 확대에 에너지 원단위/비용의 감소 등 연료비 절감이 예상되며, 2) 2014년 말 MEG/EO 신설에 따른 자체 에틸렌 밸런스 부족으로 PE/PP 가동률이 기존 대비 현격히 감소하였는데, 이번 에틸렌/프로필렌 증설로 폴리머 가동률을 최대 100%까지 높일 수 있으며, 3) 부타디엔 등 추가 유도체 증설 등도 가능해지며, 또한 4) 이번 동사의 증설에도 불구하고 울산 지역은 에틸렌 공급 부족을 겪고 있어, 당사는 추가적인 에틸렌 외부 판매도 가능하다. 한편 올해와 내년에 NCC 리밸런싱에 약 5천억원 수준의 대규모 Capex 투입에도 불구하고, 작년과 올해에 각각 약 3,300~3,400억원의 수준의 EBITDA 고려했을 때, 동사의 올해 부채비율은 50% 초반 수준에 불과할 전망이다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2013	1,966	18	46	7,071	12.3	14.1	120,516	0.7	5.9	71.5
2014	2,053	70	64	9,864	7.2	7.4	128,637	0.6	7.9	71.0
2015	1,727	271	200	30,846	7.7	5.0	158,361	1.5	21.5	47.7
2016E	1,633	274	201	30,873	7.7	4.9	185,953	1.3	17.9	53.0
2017E	1,908	257	190	29,185	8.1	4.2	212,331	1.1	14.7	53.6

자료: 대한유화, 하이투자증권 리서치센터



〈그림 1〉 HDPE 스프레드 추이(주별, 분기별, 시차적용)



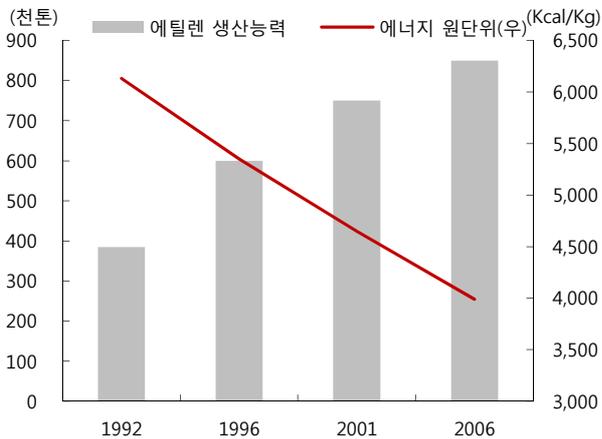
자료: Cischem, 하이투자증권

〈표 1〉 나프타크래커 에틸렌 Cash Cost 사례

제품	Yield(Ton C2)	
나프타	-3.47	Ton/Ton
에틸렌	1.00	Ton/Ton
프로필렌	0.58	Ton/Ton
Crude C4s	0.38	Ton/Ton
Pygas	0.80	Ton/Ton
Hydrogen	0.05	Ton/Ton
Fuel	25.54	Mmbtu/Ton
Pyrolysis Fuel Oil	0.17	Mmbtu/Ton
유틸리티	(Ton C2)	
전력	213	KWh
연료	26	Mmbtu
용수	206	Ton
촉매/화학	7.41	\$

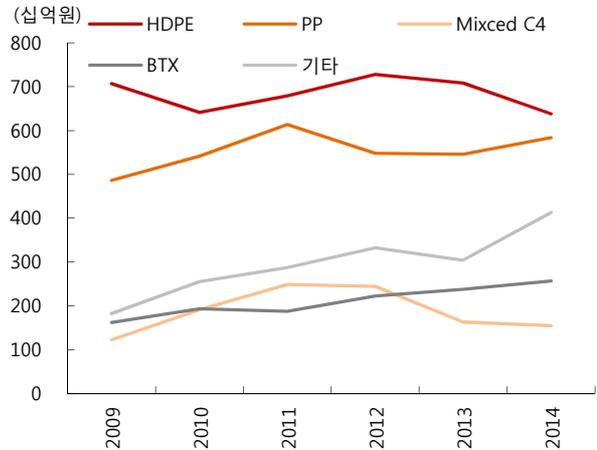
자료: 업계, 하이투자증권

〈그림 3〉 LG 화학(LG 석유화학) 에틸렌 생산능력/에너지 원단위 추이



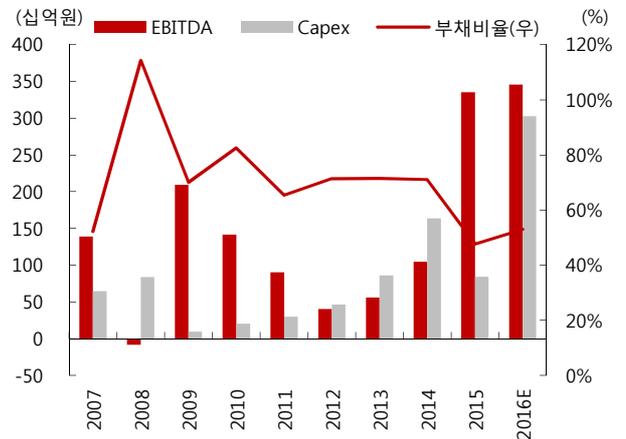
자료: 업계, 하이투자증권

〈그림 2〉 대한유화 제품별 매출액 추이(연별)



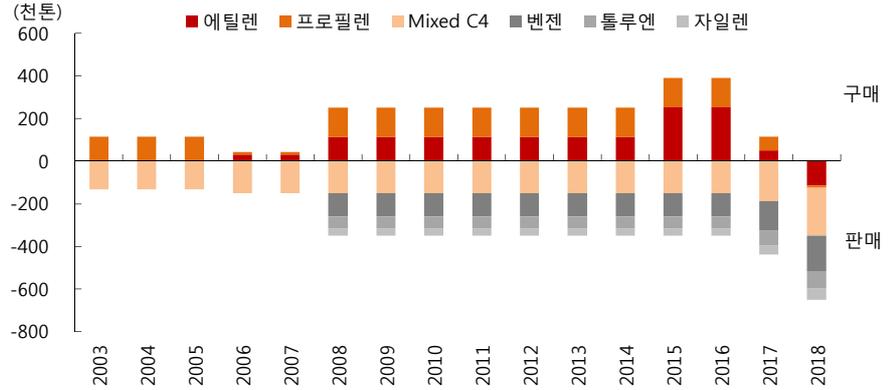
자료: 대한유화, 하이투자증권

〈그림 4〉 대한유화 EBITDA/Capex/부채비율 추이



자료: 대한유화, 하이투자증권

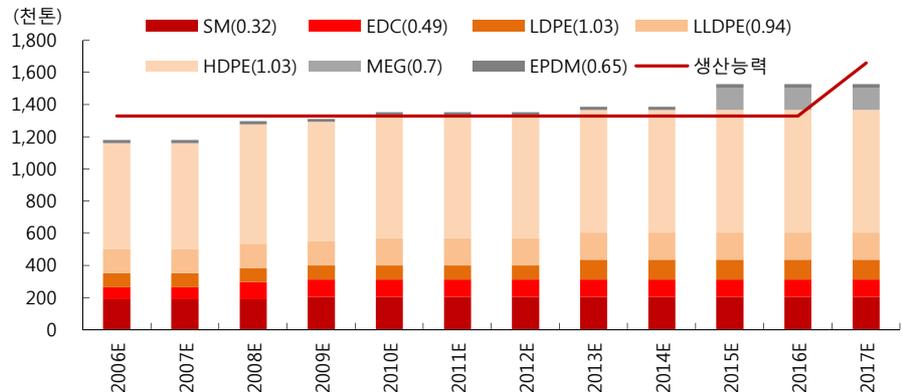
〈그림 5〉 대한유화 모노머 밸런스 추이(연별, 이론적 추정치)



* 크래커/폴리머/OCU 등 각 공장 100% 가동 가동 기준

자료: 대한유화, 하이투자증권

〈그림 6〉 울산 지역 에틸렌 수급 밸런스 전망



* 가동률 100% 가정 기준, PO/SM 제외

자료: 각사, 하이투자증권

〈표 2〉 대한유화 실적 전망

구분	(단위: 십억원)							
	2015				2016			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	429	451	442	405	370	386	414	463
영업이익	54	88	71	57	62	76	73	63
영업이익률	12.7%	19.5%	16.1%	14.2%	16.9%	19.6%	17.7%	13.6%
순이익	42	69	50	41	46	57	49	50
순이익률	9.7%	15.2%	11.3%	10.0%	12.3%	14.7%	11.8%	10.7%

자료: 대한유화, 하이투자증권

〈표 3〉 대한유화 Valuation

사업부	EBITDA	Multiple	Value	비고
석유화학	3,460	5.6	19,374	배수 20% 할인
영업가치 합(A)			19,374	
투자자산가치(B)			1,470	
순차입금(C)			1,618,888	
시가총액(D=A+B-C)			19,225	
주식수(E)			6,176	자사주 제외
적정주가(D/E)			311,286	
목표주가			310,000	천원 단위 절하
현재주가			239,500	3/21 일 종가기준
상승여력			29.4%	현재주가 대비

자료: Fnguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	415	410	511	726
현금 및 현금성자산	60	134	250	422
단기금융자산	14	-	-	-
매출채권	171	144	137	160
재고자산	168	129	122	142
비유동자산	1,025	1,119	1,349	1,404
유형자산	916	960	1,190	1,245
무형자산	6	5	5	5
자산총계	1,440	1,529	1,860	2,130
유동부채	272	269	268	276
매입채무	83	68	64	75
단기차입금	90	50	50	50
유동성장기부채	86	90	90	90
비유동부채	326	225	376	467
사채	100	50	201	292
장기차입금	110	70	70	70
부채총계	598	493	644	743
지배주주지분	836	1,029	1,209	1,380
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264
이익잉여금	535	728	907	1,078
기타자본항목	-4	-4	-4	-4
비지배주주지분	6	6	7	7
자본총계	842	1,036	1,215	1,387

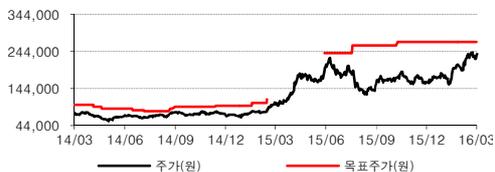
현금흐름표

(단위:십억원)

	2014	2015	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	77	324	340	332
당기순이익	64	201	201	190
유형자산감가상각비	35	64	72	126
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	5	7	14	17
투자활동 현금흐름	-172	-114	-220	-38
유형자산의 처분(취득)	-163	-84	-303	-181
무형자산의 처분(취득)	-	1	-	-
금융상품의 증감	5	-43	14	17
재무활동 현금흐름	79	-136	133	69
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-6	-9	-19	-22
현금및현금성자산의증감	-16	74	116	172
기초현금및현금성자산	76	60	134	250
기말현금및현금성자산	60	134	250	422

자료: 대한유화, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의와의 차이



당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여

- ▶ 회사는 해당 종목의 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기만투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. [\[진정성 이동문\]](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증명자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전체, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가 대비 3등급) 종목추천의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2014년 5월 12일부터 적용)

-Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상 -Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락 -Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

2. 산업추천 투자등급 (사기총액 기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2014	2015	2016E	2017E
매출액	2,053	1,727	1,633	1,908
증가율(%)	4.4	-15.9	-5.4	16.8
매출원가	1,929	1,401	1,307	1,590
매출총이익	124	326	326	317
연구개발비	0	0	0	0
판매비와관리비	55	55	52	61
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	70	271	274	257
증가율(%)	289.5	287.9	0.9	-6.2
영업이익률(%)	3.4	15.7	16.8	13.5
이자수익	3	3	5	8
이자비용	8	11	11	16
지분법이익(손실)	5	7	14	17
기타영업외손익	11	0	-10	-10
세전계속사업이익	80	269	270	255
법인세비용	16	68	69	65
세전계속이익률(%)	3.9	15.6	16.5	13.4
당기순이익	64	201	201	190
순이익률(%)	3.1	11.6	12.3	10.0
지배주주귀속 순이익	64	200	201	190
기타포괄이익	-5	2	2	2
총포괄이익	59	203	203	192
지배주주귀속총포괄이익	59	202	203	192

주요투자지표

	2014	2015	2016E	2017E
주당지표(원)				
EPS	9,864	30,846	30,873	29,185
BPS	128,637	158,361	185,953	212,331
CFPS	15,194	40,692	41,990	48,624
DPS	1,500	3,000	3,500	3,000
Valuation(배)				
PER	7.2	7.7	7.7	8.1
PBR	0.6	1.5	1.3	1.1
PCR	4.7	5.8	5.6	4.9
EV/EBITDA	7.4	5.0	4.9	4.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.9	21.5	17.9	14.7
EBITDA 이익률	5.1	19.4	21.2	20.1
부채비율	71.0	47.7	53.0	53.6
순부채비율	37.0	12.2	13.3	5.8
매출채권회전율(x)	10.9	11.0	11.6	12.9
재고자산회전율(x)	11.8	11.6	13.0	14.5

투자등급추이

의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격	의견제시 일자	투자 의견	목표가격
2016-03-15	Buy	310,000	2014-09-11	Buy	95,000			
2015-10-19	Buy	270,000	2014-09-01	Buy	90,000			
2015-07-29	Buy	260,000	2014-07-16	Buy	82,500			
2015-06-08(당당자 변경)	Buy	240,000	2014-06-25	Buy	85,000			
2015-02-24	Buy	115,000	2014-04-30	Buy	90,000			
2015-01-28	Buy	105,000	2014-04-15	Buy	95,000			
2014-11-24	Buy	97,500						

하이투자증권 투자비용 등급 공시	
구분	투자비용 비율(%)
매수	90.8 %
중립(보유)	8.7 %
매도	0.5 %
2015-12-31 기준	