



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(12/9): 272,500원

시가총액: 17,713억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 5105-9767 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/6)		2,049.12pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	287,000원	155,000원
등락률	-5.05%	75.81%
수익률	절대	상대
1W	9.0%	5.8%
6M	9.2%	4.1%
1Y	47.3%	38.4%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	38천주
외국인 지분율	19.40%
배당수익률(16E)	1.45%
BPS(16E)	196,249원
주요 주주	이순규 외 13인
	41.58%
	대한유화우리사주조합
	8.48%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,270	15,723	18,045	25,022
보고영업이익	2,712	3,338	3,463	3,211
핵심영업이익	2,712	3,338	3,463	3,211
EBITDA	3,352	3,938	4,215	4,051
세전이익	2,687	3,505	3,589	3,376
순이익	2,008	2,654	2,799	2,633
자체주주지분순이익	2,005	2,647	2,793	2,628
EPS(원)	30,846	40,721	42,972	40,429
증감률(%YoY)	212.7	32.0	5.5	-5.9
PER(배)	5.6	6.8	6.4	6.8
PBR(배)	1.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	3.7	4.9	4.3	4.1
보고영업이익률(%)	15.7	21.2	19.2	12.8
핵심영업이익률(%)	15.7	21.2	19.2	12.8
ROE(%)	21.4	22.9	19.9	15.9
순부채비율(%)	12.2	9.9	2.0	-7.4

## Price Trend



## 기업분석

## 대한유화 (006650)

## 사우디 SABIC 보다 높은 영업이익률



우리는 대한유화의 작년 4분기 영업이익이 최근 높아진 시장 기대치를 큰 폭으로 상회할 것으로 추정하고 있다. HDPE 스프레드가 견고한 수준을 지속하였고, 11~12월 중 인도 릴라이언스의 대규모 PP 설비 정기보수로 PP 스프레드도 추가적 개선이 되었으며, 환율도 수출주에 우호적으로 전환되었기 때문이다. 한편 동사는 올해 상반기에 NCC 리밸핑이 완료된다. 이에 따른 모노머 판매 확대 및 기존 폴리머 플랜트 가동률 개선에 따른 물량 측면의 증가 효과를 고려해야 할 필요가 있어 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 여전히 싸다

최근 상승한 주가로 투자자들의 차익 실현 욕구가 커질 수 있을 것으로 본다. 하지만 당 리서치센터는 동사의 경우 최근 주가 상승에도 불구하고 국내/외 화학 업체 중 가장 저평가 받고 있다고 판단하고 있다. 이는 마진율 측면에서 확인 가능하다. 규모 면에서 차이가 나지만, 사우디의 저가 에탄/프로판을 활용하여 석유화학 제품을 생산하는 SABIC의 작년 영업이익률(컨센서스)은 약 19%이다. 비록 높은 마진율이지만 작년 동사의 추정 영업이익률에 미달하는 수치이다. 이는 동사와 같은 나프타를 활용한 크래커가 보조금 성격의 저렴한 에탄/프로판을 투입한 대규모 사우디 크래커의 마진율을 상회한다는 말이다. 세계 다각화/기초 석유화학 업체의 작년 평균 PER이 13~14배에서 거래된 것으로 보면 동사의 작년/올해 추정 PER은 6~7배 수준이다. 아직도 동사는 펀더멘털 대비 제 가격을 반영하지 못한 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 실적, 비수기임에도 최고 수준 마진율 기록 전망

동사의 작년 4분기 영업이익은 계절적 비수기임에도 불구하고 전 분기 대비 28.7% 이상 증가한 886억원을 기록하며 최근 높아진 시장 기대치(754억원)를 크게 상회할 전망이다. 이는 1) 전 분기 대비 수출주에 우호적인 환율 효과가 반영되었고, 2) 경쟁사 대비 소규모 설비의 성격을 기회 요인으로 삼아 수익성이 높은 제품 판매/생산을 탄력적으로 확대하였고, 3) 전 분기에 있었던 PP 물량 감소 효과가 제거되었으며, 4) 일부 HDPE/Xylene 스프레드 축소를 MEG/Mixed C4/벤젠/톨루엔/PP 스프레드 개선이 충분히 만회하였기 때문이다. 특히 MEG/C4/벤젠은 성수기 효과 및 수요 개선으로 큰 폭의 마진 개선이 있었다. 이에 동사의 작년 영업이익은 3,338억 원으로 창사 최대치를 기록할 전망이다. 반복해서 말하지만 현재 시가총액(1.77조원)은 동사가 창출할 수 있는 연간 영업이익 대비 여전히 작은 것으로 보인다.

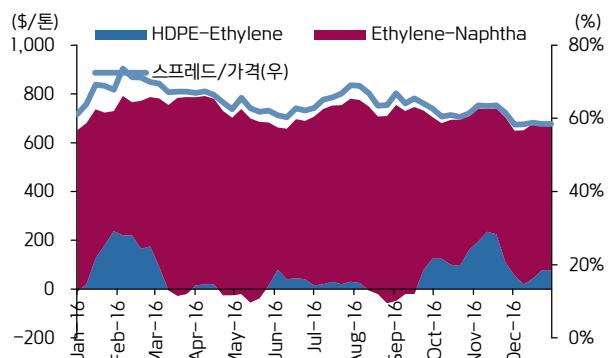
## &gt;&gt;&gt; NCC 리밸핑으로 경쟁력이 더욱 강해진다

현재 동사는 NCC 리밸핑을 하고 있다. 계획된 공정률로 진행 중으로 보인

다. NCC 규모가 기존 대비 70% 이상 증가하는 이점이 실적에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 보이지만, 약 120만톤 다운스트림/미드스트림 규모 대비 부족한 모노머 생산량을 고려하면 리밸핑 원료 후 폴리머 가동률 향상/다운스트림 원료 통합 효과에 따른 고정비 감소 등으로 동사 제조원가의 추가적 감소를 동반할 전망이다.

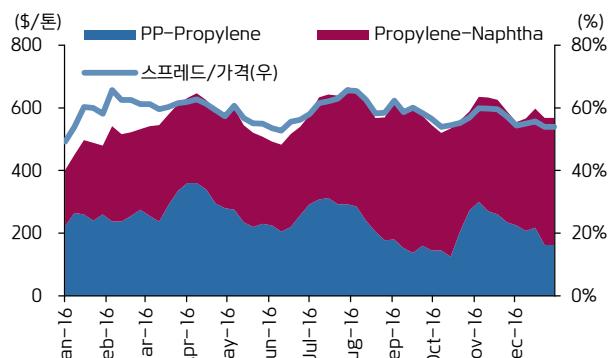
또한 동사는 이번 리밸핑과 동시에 LPG를 원료로 투입할 수 있는 비중을 높이고 있다. 미국 수출 확대로 인한 LPG 가격 하향 안정화 기조가 유지되는 가운데 하절기 LPG 대비 프리미엄 거래되는 나프타 투입 감소로 추가적인 원료 투입 측면의 비용 절감 효과도 기대된다. 한편 NCC 리밸핑/폴리머 제품믹스 고도화 등으로 약 6,000억원 이상의 Capex가 투입될 것으로 예상되지만, 재작년 이후 양호한 현금흐름을 바탕으로 올해 동사의 순차입금비율은 2%에 불과할 전망이다. 흔들릴 필요 없다. 포트폴리오의 수익을 최대로 달성하자. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하며, 실적 개선을 근거로 목표주가를 기존 350,000원에서 360,000원으로 상향한다.

## HDPE 통합 스프레드 추이



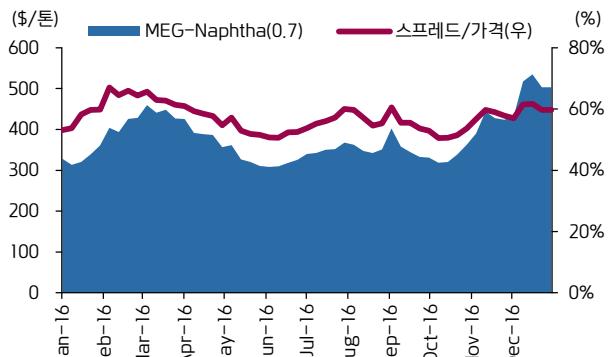
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## PP 통합 스프레드 추이



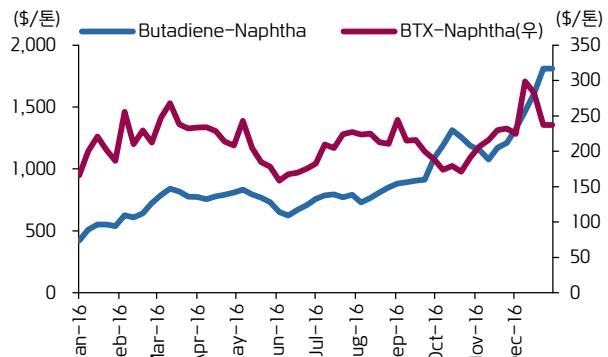
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## MEG 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 부타디엔/BTX(가중평균) 스프레드 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	429	451	442	405	394	405	361	413	2,053	1,727	1,572	1,804
영업이익	54	88	71	57	78	98	69	89	70	271	334	346
%	13%	20%	16%	14%	20%	24%	19%	21%	3%	16%	21%	19%
순이익	42	69	50	41	63	76	56	70	64	201	265	280

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 석유화학 제품 스프레드 현황(4W Lagging)

구분(\$/톤)	01/02/ 17	Prices (\$/톤)					Change (%)						
		1W	1M	3M	6M	12M	1W	1M	3M	6M	12M		
기초 유분	Ethylene	Naphtha	625	649	635	625	683	629	-4%	-2%	0%	-8%	-1%
	Propylene	Naphtha	425	449	370	445	275	146	-5%	15%	-5%	54%	191%
	Butadiene	Naphtha	1,685	1,709	1,225	1,005	623	264	-1%	38%	68%	171%	539%
	Mixed C4	Naphtha	134	158	123	99	37	-57	-16%	9%	35%	266%	-334%
	Benzene	Naphtha	332	357	330	245	195	129	-7%	1%	36%	70%	158%
	Toluene	Naphtha	190	214	208	233	148	154	-11%	-9%	-18%	28%	23%
	Xylene (Solvent)	Naphtha	122	147	150	200	143	116	-17%	-19%	-39%	-14%	5%
	Xylene (Isomer)	Naphtha	217	242	223	288	240	204	-10%	-2%	-25%	-10%	7%
중간 원료	Raffinate-1	Naphtha	127	152	134	138	81	20	-16%	-5%	-8%	58%	535%
	SM	Naphtha	710	734	730	610	603	434	-3%	-3%	16%	18%	64%
	SM	Ethylene/BZ	182	216	282	39	189	16	-16%	-35%	371%	-4%	1059%
	PX	Naphtha	370	394	363	393	378	299	-6%	2%	-6%	-2%	24%
	PX	MX	26	44	-13	-26	-39	-102	-42%	-305%	-198%	-166%	-125%
	OX	Naphtha	350	374	383	313	275	171	-7%	-9%	12%	27%	104%
	OX	MX	168	183	168	53	28	-60	-8%	0%	219%	509%	-379%
	EDC	Ethylene	-33	-25	-6	-95	-23	-74	29%	432%	-66%	42%	-56%
	VCM	Ethylene	264	277	325	119	75	45	-5%	-19%	121%	253%	491%
	VAM	Ethylene/AA	33	46	70	-21	77	67	-29%	-53%	-255%	-57%	-51%
	PO	Propylene	958	978	1,055	1,488	769	836	-2%	-9%	-36%	25%	15%
	MDI (Polymeric)	Benzene	2,551	2,581	2,450	2,414	1,455	1,203	-1%	4%	6%	75%	112%
	MDI (Pure)	Benzene	2,834	2,856	3,112	2,377	2,130	1,828	-1%	-9%	19%	33%	55%
	TDI	Toluene	3,542	3,554	3,973	3,607	1,704	1,334	0%	-11%	-2%	108%	166%
솔벤 트	Phenol	Benzene	133	163	138	185	210	188	-18%	-4%	-28%	-37%	-29%
	BPA	BZ/Propylene	376	403	362	347	374	245	-7%	4%	8%	1%	54%
	BPA	Phenol/Acetone	354	346	206	187	167	82	3%	72%	90%	112%	330%
	Acetone	Propylene	57	57	7	-20	-58	-67	0%	773%	-380%	-197%	-185%
	MEK	Naphtha	400	424	425	425	278	284	-6%	-6%	-6%	44%	41%
	IPA	Xylene	433	433	405	435	373	177	0%	7%	-1%	16%	144%
	ECH	Propylene	707	707	732	468	544	754	0%	-3%	51%	30%	-6%
	DEG	Ethylene	98	114	98	-114	-69	-97	-15%	0%	-186%	-242%	-201%
합성 수지	HDPE (Injection)	Naphtha	662	687	685	730	688	599	-4%	-3%	-9%	-4%	11%
	HDPE (Injection)	Ethylene	36	61	111	-108	75	-16	-42%	-68%	-133%	-52%	-325%
	HDPE (Film)	Naphtha	702	727	690	750	698	619	-3%	2%	-6%	1%	14%
	HDPE (Film)	Ethylene	76	101	116	-88	85	4	-25%	-35%	-186%	-11%	1746%
	LDPE	Naphtha	822	847	825	800	723	614	-3%	0%	3%	14%	34%
	LDPE	Ethylene	196	221	251	-38	110	-1	-12%	-22%	-617%	78%	-21844%
	LLDPE	Naphtha	697	722	715	775	693	609	-3%	-3%	-10%	1%	15%
	LLDPE	Ethylene	166	190	228	43	171	87	-12%	-27%	285%	-3%	91%
	PP (Homopolymer)	Naphtha	567	592	575	570	548	349	-4%	-1%	-1%	4%	63%
	PP (Homopolymer)	Propylene	206	206	210	97	252	218	0%	-2%	111%	-18%	-6%
	PP (Film)	Naphtha	587	612	595	590	568	369	-4%	-1%	-1%	3%	59%
	PP (Film)	Propylene	226	226	230	117	272	238	0%	-2%	92%	-17%	-5%
	PVC	Naphtha	455	479	545	525	348	274	-5%	-17%	-13%	31%	66%
	PVC	Ethylene	391	404	486	313	271	206	-3%	-20%	25%	44%	90%
	GPPS	Naphtha	872	897	865	775	728	624	-3%	1%	13%	20%	40%
	GPPS	SM	154	143	157	92	161	160	7%	-2%	68%	-4%	-4%
기타 제품	HIPS	Naphtha	917	942	905	825	773	644	-3%	1%	11%	19%	43%
	HIPS	SM	308	299	302	240	298	265	3%	2%	29%	4%	17%
	ABS	Naphtha	1,240	1,264	1,175	1,045	898	694	-2%	5%	19%	38%	79%
	ABS	AN/BD/SM	418	432	362	294	321	248	-3%	16%	42%	30%	69%
	MMA	Naphtha	1,760	1,747	1,763	1,815	1,418	1,039	1%	0%	-3%	24%	69%
	PET Bottle Grade	MEG/TPA	169	177	138	108	149	132	-5%	23%	57%	13%	28%
	AN	Naphtha	765	789	870	995	723	699	-3%	-12%	-23%	6%	9%
	AN	Propylene	356	356	459	474	386	535	0%	-23%	-25%	-8%	-33%
합성 원료	MEG	Naphtha	517	534	460	363	333	305	-3%	12%	43%	55%	69%
	MEG	Ethylene	127	144	103	-170	-49	-78	-12%	24%	-175%	-358%	-263%
	Caprolactam	BZ/Ammonia	820	863	635	505	283	141	-5%	29%	62%	190%	480%
	TPA	PX	100	103	83	78	112	70	-3%	20%	28%	-11%	43%
	Adipic Acid	Ammonia/BZ	1,027	1,088	916	616	640	336	-6%	12%	67%	60%	206%
기타 제품	PTMEG	Naphtha	1,757	1,782	1,538	1,470	1,458	1,976	-1%	14%	20%	21%	-11%
	2EH	Propylene	241	241	243	135	224	244	0%	-1%	78%	7%	-1%
	DOP	PA/2EH	25	22	89	55	-65	34	18%	-71%	-54%	-139%	-26%
	PA	OX	241	241	240	149	108	48	0%	0%	62%	123%	407%

자료: 씨스켐 등, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	20,534	17,270	15,723	18,045	25,022
매출원가	19,290	14,007	11,871	13,995	20,994
매출총이익	1,244	3,263	3,852	4,050	4,028
판매비및일반관리비	545	551	514	587	818
영업이익(보고)	699	2,712	3,338	3,463	3,211
영업이익(핵심)	699	2,712	3,338	3,463	3,211
영업외손익	103	-25	166	125	165
이자수익	31	26	13	27	35
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	84	74	51	45	46
이자비용	78	110	46	132	156
외환손실	85	80	50	45	46
관계기업지분법손익	53	70	98	97	100
투자및기타자산처분손익	0	8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	0	-3	-2	-2
기타	106	-12	103	135	187
법인세차감전이익	803	2,687	3,505	3,589	3,376
법인세비용	164	679	851	789	743
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	24.3%	22.0%	22.0%
당기순이익	638	2,008	2,654	2,799	2,633
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,647	2,793	2,628
EBITDA	1,045	3,352	3,938	4,215	4,051
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,254	3,551	3,474
수정당기순이익	644	2,002	2,657	2,802	2,635
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-9.0	14.8	38.7
영업이익(보고)	289.5	287.9	23.1	3.7	-7.3
영업이익(핵심)	289.5	287.9	23.1	3.7	-7.3
EBITDA	86.3	220.6	17.5	7.0	-3.9
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	32.0	5.5	-5.9
EPS	39.5	212.7	32.0	5.5	-5.9
수정순이익	48.8	210.7	32.7	5.4	-5.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,283	3,263	2,802
당기순이익	803	2,687	2,654	2,799	2,633
감가상각비	346	640	600	752	840
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1	0	-1	0	0
자산처분손익	1	5	0	0	0
지분법손익	-53	-70	-98	-97	-100
영업활동자산부채 증감	-360	40	127	-190	-572
기타	38	-65	1	0	0
투자활동현금흐름	-1,725	-1,138	-3,025	-2,175	-1,326
투자자산의 처분	-90	-311	3	-5	-16
유형자산의 처분	0	8	0	0	0
유형자산의 취득	-1,638	-844	-3,029	-2,170	-1,311
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	2	8	0	0	0
재무활동현금흐름	794	-1,359	1,241	969	802
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	868	-1,255	1,514	1,085	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-62	-93	-185	-247	-247
기타	-13	-11	-88	131	393
현금및현금성자산의순증가	-156	741	1,499	2,057	2,277
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	2,842	4,900
기말현금및현금성자산	603	1,344	2,842	4,900	7,177
Gross Cash Flow	1,135	3,197	3,156	3,454	3,374
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	1,037	1,855	2,169

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,356	7,785	11,177
현금및현금성자산	603	1,344	2,842	4,900	7,177
유동금융자산	138	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,342	1,540	2,135
재고자산	1,684	1,287	1,172	1,345	1,865
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,708	15,230	15,820
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	11	16
투자자산	1,015	1,525	1,620	1,722	1,838
유형자산	9,156	9,600	12,029	13,447	13,917
무형자산	61	50	50	50	50
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,404	15,291	19,064	23,014	26,997
유동부채	2,721	2,688	2,573	2,746	3,264
매입채무및기타유동채무	844	687	626	718	996
단기차입금	900	500	500	500	500
유동성장기차입금	859	905	905	905	905
기타유동부채	118	596	543	623	864
비유동부채	3,262	2,247	3,666	4,892	5,970
장기매입채무및비유동채무	124	73	66	76	105
사채및장기차입금	2,097	1,199	2,713	3,798	4,453
기타비유동부채	1,041	975	887	1,018	1,411
부채총계	5,983	4,935	6,239	7,637	9,234
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	5,346	7,276	9,739	12,286	14,668
기타자본	2,140	2,142	2,142	2,142	2,142
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,756	15,304	17,686
비지배주주지분자본총계	60	62	69	73	78
자본총계	8,421	10,356	12,825	15,377	17,763
순차입금	3,115	1,260	1,275	303	-1,319
총차입금	3,856	2,603	4,118	5,203	5,858

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

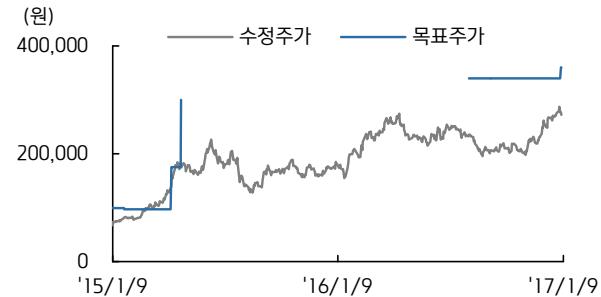
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	40,721	42,972	40,429
BPS	128,637	158,361	196,249	235,441	272,087
주당EBITDA	16,084	51,567	60,591	64,849	62,327
CFPS	15,152	40,737	50,066	54,629	53,444
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	7.2	5.6	6.8	6.4	6.8
PBR	0.6	1.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.9	4.3	4.1
PCFR	4.7	4.2	5.5	5.0	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	21.2	19.2	12.8
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	21.2	19.2	12.8
EBITDA margin	5.1	19.4	25.0	23.4	16.2
순이익률	3.1	11.6	16.9	15.5	10.5
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	22.9	19.9	15.9
투하자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	27.3	24.4	20.7
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	48.7	49.7	52.0
순차입금비율	37.0	12.2	9.9	2.0	-7.4
이자보상배율(배)	9.0	24.6	72.5	26.2	20.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	10.8	11.2	12.5	13.6
재고자산회전율	11.8	11.6	12.8	14.3	15.6
매입채무회전율	17.7	22.6	23.9	26.9	29.2

- 당사는 1월 6일 현재 '대한유화 (006650)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
대한유화 (006650)	2015/01/28	Buy(Maintain)	97,000원
	2015/04/14	Buy(Maintain)	175,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	300,000원
담당자 변경	2016/08/09	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/08	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/27	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/10/31	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/11/02	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/11/15	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/12/12	Buy(Maintain)	340,000원
	2017/01/09	Buy(Maintain)	360,000원

### 목표주가 추이



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

### 투자등급 비율 통계 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%