



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(10/17): 263,000원

시가총액: 17,095억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

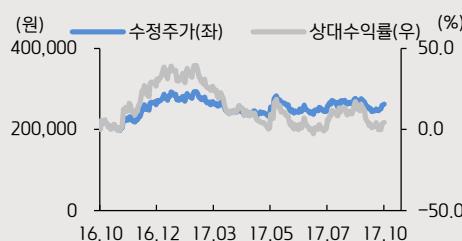
KOSPI (10/17)		2,368.39t
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	293,500원	197,500원
등락률	-10.39%	33.16%
수익률	절대	상대
1W	1.7%	-2.3%
6M	8.2%	-6.5%
1Y	28.0%	4.5%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	52천주
외국인 지분율	8.70%
배당수익률(17E)	1.52%
BPS(17E)	228,290원
주요 주주	이순규 외 12인 국민연금공단
	41.37% 11.70%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	18,077	24,075	24,436
보고영업이익	3,430	2,830	4,358	4,553
핵심영업이익	3,430	2,830	4,358	4,553
EBITDA	4,074	3,440	5,050	5,277
세전이익	3,602	2,962	4,714	4,950
순이익	2,729	2,203	3,460	3,633
자체주주지분순이익	2,721	2,224	3,514	3,690
EPS(원)	41,867	34,216	54,062	56,770
증감률(%YoY)	35.7	-18.3	58.0	5.0
PER(배)	6.6	7.7	4.9	4.6
PBR(배)	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	3.0	2.4
보고영업이익률(%)	21.5	15.7	18.1	18.6
핵심영업이익률(%)	21.5	15.7	18.1	18.6
ROE(%)	23.4	15.8	21.0	18.4
순부채비율(%)	6.9	4.3	-9.0	-19.9

Price Trend



기업브리프

대한유화 (006650)

NCC 80만톤 규모의 경쟁사들과 비교해 보자



대한유화의 크래커 확장이 마무리되었습니다. 이에 올해 하반기부터 동사의 에틸렌 생산능력은 80만톤으로 증가하며, 70% 이상 증가하였습니다. 증설 완료 후 창출할 수 있는 연간 영업이익은 비슷한 규모의 생산능력을 보유한 중한석화, 롯데케미칼 타이탄, 찬드라 아스리 등과 비교하면 어느 정도 감이 잡힐 것으로 예상됩니다. 한편 타이탄과 찬드라 아스리의 시총이 각각 7.3조원, 3.3조원으로 형성된 가운데, 현재 동사의 시총은 1.7조원으로 현저하게 저평가되어 있습니다.

>>> 80만톤 규모의 경쟁 NCC들과 이익을 비교해 보자

외신 및 트레이더 뉴스 등에 따르면 동사의 온산 크래커 가동률은 95%까지 상승하였으며, 10월 말에 풀 가동을 계획하고 있는 것으로 보인다. 한편 리家都知道 완료 후 물량 증가 효과를 충분히 고려할 필요가 있어 보인다. 이는 증설 이후 비슷한 규모 크래커들의 실적을 비교하면 어느 정도 감이 잡힌다. 동사와 다운스트림의 제품 믹스 등의 차이가 존재하나, 중한석화(Sinopec/SK JV)는 NCC 규모가 80만톤이며, 올해 영업이익은 6,000억원 수준으로 추정된다. 또한 동남아시아의 롯데케미칼 타이탄(72만톤), 찬드라 아스리(86만톤)의 작년 영업이익은 약 5,000억원 수준을 기록하였다.

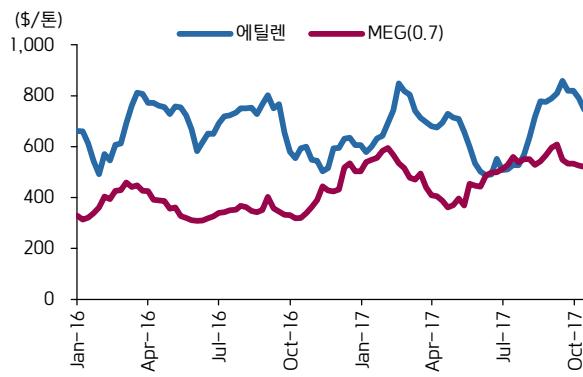
>>> 내년 영업이익, 올해 대비 54% 이상 증가 전망

동사의 내년 영업이익은 4,358억원으로 올해 대비 54% 이상 증가할 전망이다. 올해 말에서 내년 초에 약 450만톤 규모의 미국 에탄 크래커들의 본격 가동에도 불구하고, 1) 신흥국 수요 증가로 세계 에틸렌 평균 수요 증가는 700만톤을 상회할 것으로 보이며, 2) 중국의 폐 플라스틱 규제로 인한 Virgin 플라스틱 수요 증가가 내년 수급 개선에 긍정적으로 영향을 줄 전망이기 때문이다. 또한 3) 크래커 증설에 따른 마진율이 높은 올레핀/아로마틱 등 모노머 외부 판매 확대가 전망되고, 4) 크래커 증설로 인한 원자재 투입 확대로 HDPE/PP의 외부 판매량 기준 대비 10만톤 이상 증가하는 가운데, 내년 폴리머의 증설 완료로 약 10만톤의 HDPE/PP 물량이 추가적으로 증가할 전망이다. 특히 내년 3분기 증설이 완료되는 HDPE/PP는 범용 제품이 아닌, UHMWPE/LiBS 분리막 등에 사용되는 고부가 제품으로 정상 가동 시 동사 마진 개선에 긍정적으로 작용할 전망이다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 360,000원(유지)

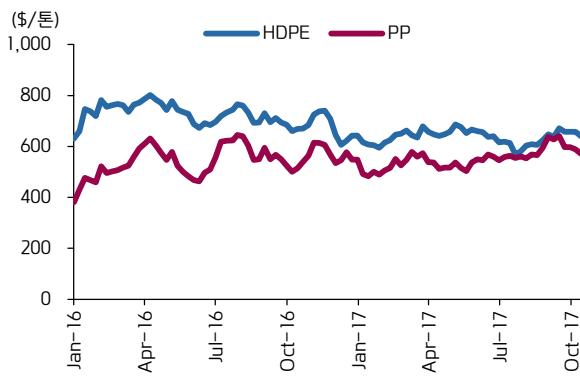
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 360,000원 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 내년 미국 에탄 크래커 가동에도 불구하고, 화학 업황이 호조세를 지속할 것으로 보이며, 2) 올해 크래커 리밸핑 및 내년 하반기 고부가 PE/PP 증설 완료로 추가적인 물량 증가가 예상되며 때문이다. 현 주가는 내년 기준 PER 4.9배, PBR 0.9배로 ROE 21.0%를 감안하며 과도하게 저평가되어 있다고 판단된다.

에틸렌/MEG 스프레드 추이(주별)



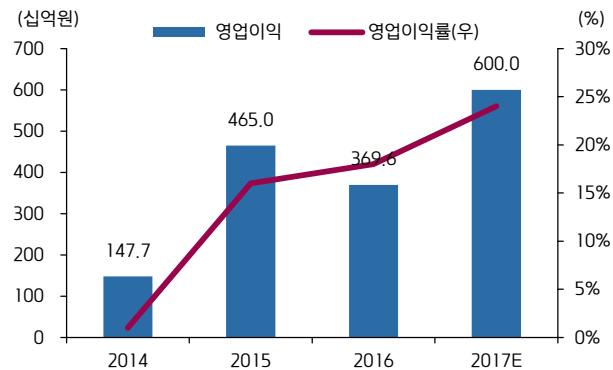
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

HDPE/PP 스프레드 추이(주별)



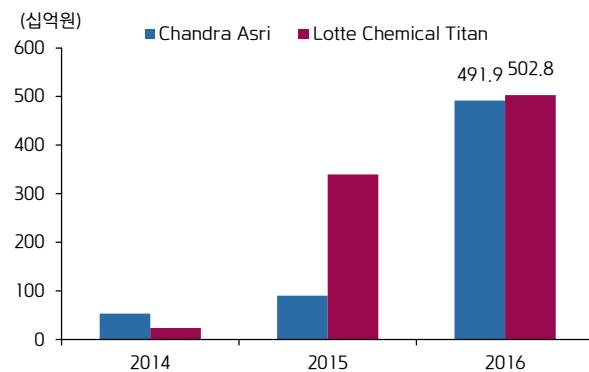
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

Sinopec-SK Wuhan Petrochemical 영업이익/영업이익률 추이



자료: SK이노베이션, 키움증권 리서치

Chandra Asri/Lotte Chemical Titan 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	Annual				
매출액	394	405	361	437	435	224	548	601	2,053	1,727	1,596	1,808	2,407
합성수지	262	270	222	267	225	157	274	277	1,231	1,089	1,022	934	1,114
기초유분/합성원료	128	131	135	166	205	64	269	317	800	624	560	855	1,272
기타	5	3	3	4	4	3	5	7	23	14	15	19	22
영업이익	78	98	69	98	108	-12	85	101	70	271	343	283	436
%	19.7	24.3	19.1	22.4	24.8	-5.2	15.6	16.9	3.4	15.7	21.1%	15.7	18.0

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	18,077	24,075	24,436
매출원가	14,007	12,006	14,667	18,917	19,071
매출총이익	3,263	3,958	3,410	5,157	5,365
판매비및일반관리비	551	528	580	799	811
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,830	4,358	4,553
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,830	4,358	4,553
영업외손익	-25	172	132	356	396
이자수익	26	27	12	27	30
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	74	96	66	73	75
이자비용	110	39	17	38	46
외환손실	80	77	73	73	74
관계기인지분법손익	70	75	69	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	10	11	12
기타	-12	89	65	256	260
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,962	4,714	4,950
법인세비용	679	873	759	1,254	1,317
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	25.6%	26.6%	26.6%
당기순이익	2,008	2,729	2,203	3,460	3,633
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,224	3,514	3,690
EBITDA	3,352	4,074	3,440	5,050	5,277
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	2,813	4,151	4,357
수정당기순이익	2,002	2,729	2,193	3,448	3,624
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	13.2	33.2	1.5
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.5	54.0	4.5
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.5	54.0	4.5
EBITDA	220.6	21.5	-15.6	46.8	4.5
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-18.3	58.0	5.0
EPS	212.7	35.7	-18.3	58.0	5.0
수정순이익	210.7	36.3	-19.6	57.3	5.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,558	3,524	4,185
당기순이익	2,687	3,602	2,203	3,460	3,633
감가상각비	640	644	610	692	724
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	7	0	-1
자산처분손익	5	1	0	0	0
지분법손익	-70	-75	-69	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-186	-528	-32
기타	-65	-790	-7	0	1
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,198	-1,391	-1,315
투자자산의 처분	-311	-128	-28	-80	-5
유형자산의 처분	8	1	0	0	0
유형자산의 취득	-844	-2,627	-2,170	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	0	0	0
기타	8	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	960	755	429
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	1,085	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	122	347	21
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,321	2,889	3,299
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,191	5,080
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,191	5,080	8,379
Gross Cash Flow	3,197	3,380	2,744	4,051	4,217
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,085	3,211	2,833

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,055	10,226	13,602
현금및현금성자산	1,344	870	2,191	5,080	8,379
유동금융자산	0	100	113	151	153
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,180	2,903	2,946
재고자산	1,287	1,387	1,571	2,092	2,124
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	14,998	15,763	16,492
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	11	15	15
투자자산	1,525	1,679	1,763	1,905	2,047
유형자산	9,600	11,612	13,172	13,791	14,377
무형자산	50	53	53	53	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	21,053	25,989	30,094
유동부채	2,688	3,189	3,441	4,157	4,200
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,490	1,984	2,014
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	667	888	902
비유동부채	2,247	1,517	2,725	3,733	4,409
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	20	20
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,046	1,393	1,414
부채총계	4,935	4,706	6,167	7,889	8,609
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,823	15,091	18,533
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,839	18,107	21,549
비자본주주지분자본총계	62	70	48	-7	-65
자본총계	10,356	12,931	14,887	18,099	21,485
순차입금	1,260	894	645	-1,626	-4,272
총차입금	2,603	1,865	2,949	3,605	4,260

Compliance Notice

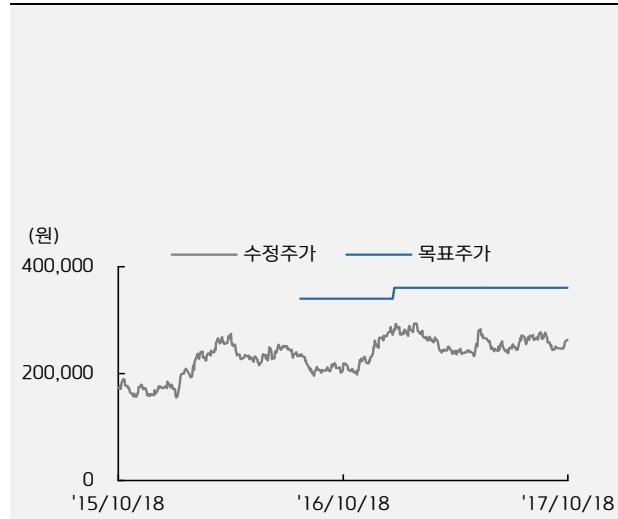
- 당사는 10월 17일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	2016/08/09	BUY(Reinitiate)	340,000원	6개월	-35.7	-30.7
	2016/09/01	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-36.3	-30.7
	2016/09/05	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-36.5	-30.7
	2016/09/08	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.6	-30.7
	2016/09/27	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7
	2016/10/31	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7
	2016/11/02	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-38.0	-30.7
	2016/11/15	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-36.6	-23.1
	2016/12/12	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-33.7	-15.6
	2017/01/09	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/01/24	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/01/24	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.9	-18.8
	2017/02/03	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/02/10	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-22.9	-18.5
	2017/03/13	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-23.4	-18.5
	2017/03/22	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5
	2017/05/26	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5
	2017/06/27	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.9	-18.5
	2017/07/03	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-18.5
	2017/07/17	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-32.0	-30.7
	2017/07/20	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-29.7	-24.6
	2017/08/10	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.5	-23.1
	2017/10/16	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.5	-23.1
	2017/10/18	BUY(Maintain)	360,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%