



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(11/7): 254,500원

시가총액: 16,543억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

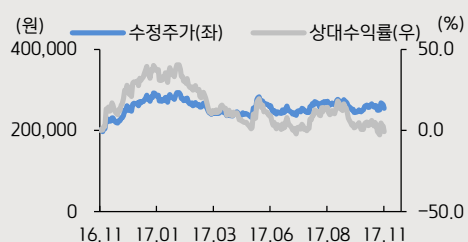
KOSPI (11/7)	2,545.44t	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	293,500원	197,500원
등락률	-13.29%	28.86%
수익률	절대	상대
1W	2.6%	N/A
6M	6.7%	-6.0%
1Y	26.6%	-0.6%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	52천주
외국인 지분율	9.10%
배당수익률(17E)	1.57%
BPS(17E)	227,864원
주요 주주	이순규 외 12인 41.34%
	국민연금공단 11.70%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	18,013	24,776	25,025
보고영업이익	3,430	2,802	4,045	4,344
핵심영업이익	3,430	2,802	4,045	4,344
EBITDA	4,074	3,412	4,736	5,068
세전이익	3,602	2,860	4,249	4,587
순이익	2,729	2,199	3,314	3,577
지배주주지분순이익	2,721	2,196	3,314	3,577
EPS(원)	41,867	33,790	50,990	55,038
증감률(%YoY)	35.7	-19.3	50.9	7.9
PER(배)	6.6	7.5	5.0	4.6
PBR(배)	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	5.0	3.2	2.5
보고영업이익률(%)	21.5	15.6	16.3	17.4
핵심영업이익률(%)	21.5	15.6	16.3	17.4
ROE(%)	23.4	15.8	20.2	18.2
순부채비율(%)	6.9	4.3	-8.1	-19.0

## Price Trend



## 기업브리프

## 대한유화 (006650)

## 관심을 가질 시점



일부 부정적 요인 발생에도 불구하고, 대한유화의 올해 4분기 영업이익은 1,001억원으로 올해 1분기에 이어 재차 1,000억원대를 기록할 전망이다. 증설한 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되고 있고, 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용이 제한되며, 마진율이 높은 에틸렌 등 모노머의 외부 판매가 확대될 것으로 전망되기 때문이다. 동사에 대해 올해 4분기 중 매수 타이밍 잡기를 권합니다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 영업이익, 재차 1,000억원대 기록 전망

유가/프로판 가격 상승에 따른 나프타 가격의 동반 상승, 4분기 석유화학 계절적 비수기 효과 및 중국 SBR 플랜트의 생산 차질로 인한 부타디엔 가격 급락으로 올해 4분기 이후 NCC 업체 실적 감소에 대한 일부 시장의 우려가 존재한다.

다만 올해 4분기 PE/PP/MEG 업황은 견조한 흐름을 지속할 전망이다. 이는 1) 역대 Saudi Kayan(에틸렌 150만톤), CPC No.4(에틸렌 38만톤) 등의 크래커가 정기보수를 진행하고 있는 가운데, 역외 Borealis 폴리올레핀 플랜트(100만톤)의 불가항력 선언으로 역대/외 PE 수급이 견조한 흐름을 지속할 것으로 예상되고, 2) MEG는 사우디 Sharq No.4(70만톤), 쿠웨이트 Equate No.2(61.5만톤) 및 중국 업체(Gem Chemical, Shanghai Petrochemical, Sinopec Maoming) 등 180만톤 이상의 MEG 설비가 정기보수에 들어가면서 수급 타이트 현상이 유지될 것으로 전망되며, 3) PP도 중국의 섯다운되었던 플랜트들의 재가동에도 불구하고, 계절적 성수기에 따른 프로판/석탄 가격 상승으로 중국 로컬 PP 가격이 동반 상승하며 견고한 스프레드가 유지될 것으로 예상되기 때문이다.

한편 동사의 올해 4분기 영업이익은 1,001억원으로 올해 1분기에 이어 재차 1,000억원대를 기록할 전망이다. 동사의 리튬핑한 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되고, 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용 발생에 따른 기저효과가 발생할 전망이며, 마진율이 높은 에틸렌 등 모노머의 외부 판매가 확대될 것으로 보이기 때문이다. 참고로 동사와 사업 구조와 NCC 규모가 비슷한 말레이시아 롯데케미칼 타이탄의 경우도 4분기 이후 월 400~500억원의 영업이익을 기록하고 있는 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 내년이 더 기대된다

동사의 내년 영업이익은 4,004억원으로 올해 대비 증익 폭이 클 전망이다. 올해 말에서 내년 중순까지 약 450만톤 규모의 미국 에탄 크래커들의 본격 가동함에도 불구하고, 1) 중국의 폐 플라스틱 규제에 따른 Virgin 플라스틱 수요 증가가 내년 1분기~2분기부터 본격적으로 수급에 영향을 줄 것으로

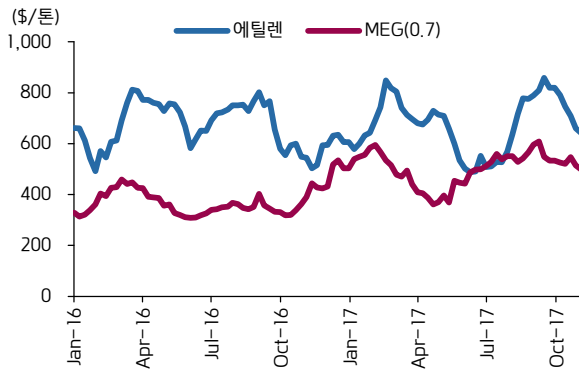
보이고, 2) 신흥국 수요 증가로 세계 에틸렌 평균 수요 증가는 700만톤을 상회할 것으로 예상되며, 3) 중국의 환경 오염에 대한 단속 강화로 CTO/MTO 신증설이 속도를 늦출 것으로 보이고, 4) 크래커 증설 효과가 온기 반영되며 동사는 모노머뿐만 아니라 PE/PP 물량 확대가 전망되기 때문이다.

### >>> 투자 의견 Buy(유지), 목표주가 360,000원(유지)

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 360,000원 유지한다.

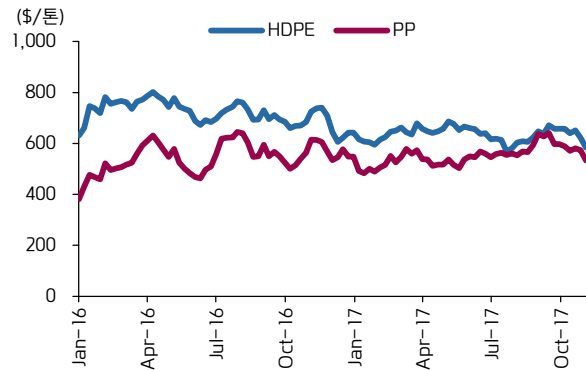
동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 내년 미국 에탄 크래커 가동에도 불구하고, 화학 업황이 호조세를 지속할 것으로 보이며, 2) 내년 하반기 10만톤 수준의 고부가 PE/PP 증설 완료로 추가적인 물량/마진 개선이 예상되기 때문이다. 현 주가는 내년 기준 PER 5.0배, PBR 0.9배로 ROE 20.2%를 감안하면 과도하게 저평가되어 있다고 판단되며, 동사에 대해 올해 4분기 중 매수 타이밍을 잡기를 권한다.

## 에틸렌/MEG 스프레드 추이



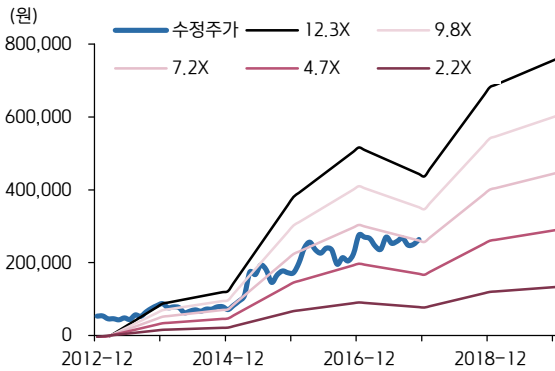
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## HDPE/PP 스프레드 추이



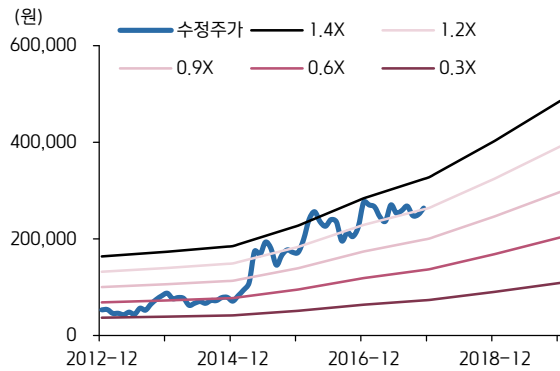
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 대한유화 PER 밴드



자료: DataGuide, 키움증권 리서치

## 대한유화 PBR 밴드



자료: DataGuide, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual				
매출액	394	405	361	437	435	224	526	617	2,053	1,727	1,596	1,801	2,478
합성수지	262	270	222	267	225	157	244	281	1,231	1,089	1,022	908	1,159
기초유분/합성원료	128	131	135	166	205	64	276	329	800	624	560	874	1,296
기타	5	3	3	4	4	3	5	7	23	14	15	19	22
영업이익	78	98	69	98	108	-12	84	100	70	271	343	280	404
%	19.7	24.3	19.1	22.4	24.8	-5.2	15.9	16.2	3.4	15.7	21.6	15.6	16.3

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	18,013	24,776	25,025
매출원가	14,007	12,006	14,633	19,909	19,850
매출총이익	3,263	3,958	3,380	4,867	5,175
판매비및일반관리비	551	528	578	823	831
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,802	4,045	4,344
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,802	4,045	4,344
영업외손익	-25	172	58	205	243
이자수익	26	27	12	28	31
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	74	96	66	73	75
이자비용	110	39	17	38	46
외환손실	80	77	73	73	74
관계기업지분법손익	70	75	69	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	10	11	12
기타	-12	89	-9	104	105
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,860	4,249	4,587
법인세비용	679	873	661	935	1,009
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,199	3,314	3,577
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,196	3,314	3,577
EBITDA	3,352	4,074	3,412	4,736	5,068
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	2,809	4,006	4,302
수정당기순이익	2,002	2,729	2,188	3,303	3,569
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	12.8	37.5	1.0
영업이익(보고)	287.9	26.5	-18.3	44.3	7.4
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-18.3	44.3	7.4
EBITDA	220.6	21.5	-16.2	38.8	7.0
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-19.3	50.9	7.9
EPS	212.7	35.7	-19.3	50.9	7.9
수정순이익	210.7	36.3	-19.8	50.9	8.0

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,559	3,311	4,140
당기순이익	2,687	3,602	2,199	3,314	3,577
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	-180	-595	-22
기타	-65	-790	-7	0	1
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,197	-1,401	-1,314
투자자산의 처분	-311	-128	-27	-90	-3
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	956	800	423
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	119	391	14
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,319	2,710	3,249
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,190	4,900
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,190	4,900	8,148
Gross Cash Flow	3,197	3,380	2,740	3,906	4,162
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,062	2,831	2,684

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,040	10,196	13,497
현금및현금성자산	1,344	870	2,190	4,900	8,148
유동금융자산	0	100	113	155	157
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,172	2,987	3,017
재고자산	1,287	1,387	1,565	2,153	2,175
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	14,998	15,768	16,497
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	11	15	15
투자자산	1,525	1,679	1,762	1,910	2,051
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	21,038	25,964	29,994
유동부채	2,688	3,189	3,434	4,241	4,270
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,484	2,042	2,062
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	665	914	923
비유동부채	2,247	1,517	2,722	3,774	4,444
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	20	20
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,042	1,434	1,448
부채총계	4,935	4,706	6,155	8,014	8,714
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,795	14,864	18,195
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,811	17,880	21,211
비지배주주지분자본총계	62	70	71	70	69
자본총계	10,356	12,931	14,882	17,950	21,280
순차입금	1,260	894	647	-1,450	-4,045
총차입금	2,603	1,865	2,949	3,605	4,260

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	33,790	50,990	55,038
BPS	158,361	197,854	227,864	275,072	326,324
주당EBITDA	51,567	62,675	52,492	72,869	77,970
CFPS	40,737	51,887	43,209	61,633	66,181
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	7.5	5.0	4.6
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.0	3.2	2.5
PCFR	4.2	5.3	5.9	4.1	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	15.6	16.3	17.4
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	15.6	16.3	17.4
EBITDA margin	19.4	25.5	18.9	19.1	20.3
순이익률	11.6	17.1	12.2	13.4	14.3
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.8	20.2	18.2
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	20.1	26.2	20.2
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	41.4	44.6	40.9
순차입금비율	12.2	6.9	4.3	-8.1	-19.0
이자보상배율(배)	24.6	88.5	165.5	105.3	94.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.8	9.6	8.3
재고자산회전율	11.6	11.9	12.2	13.3	11.6
매입채무회전율	22.6	15.9	12.9	14.1	12.2

## Compliance Notice

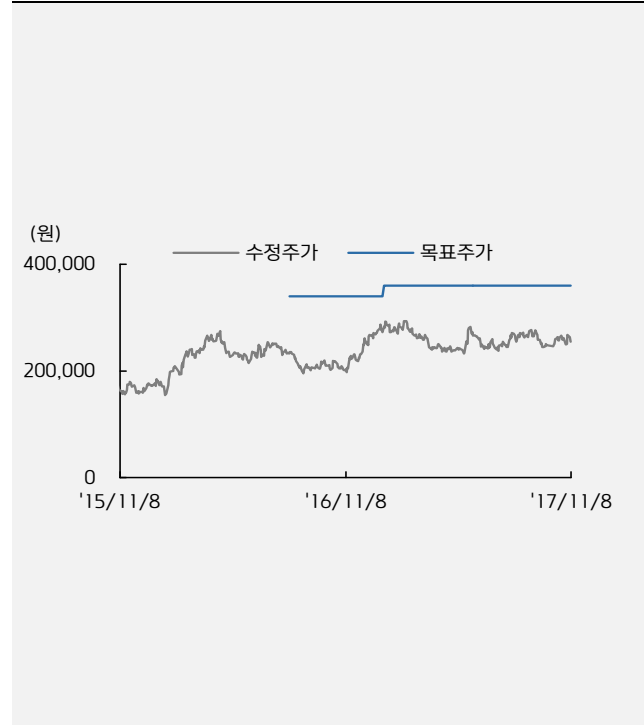
- 당사는 11월 7일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	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	-31.1	-30.7
	2017/07/20	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-24.6
	2017/08/10	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.2	-23.1
	2017/10/16	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.1	-23.1
	2017/10/18	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-23.1
	2017/11/08	BUY(Maintain)	360,000원	6개월		

\* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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%