



## BUY(Maintain)

목표주가: 380,000원

주가(12/4): 254,500원

시가총액: 16,510억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

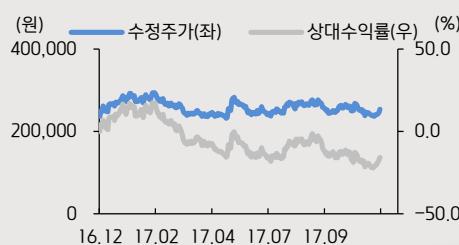
KOSPI (12/4)		2,501.67pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	293,500원	232,500원
등락률	-13.46%	28.86%
수익률	절대	상대
1W	-4.7%	-2.5%
6M	-4.5%	-9.5%
1Y	10.0%	-13.4%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	50천주
외국인 지분율	8.92%
배당수익률(17E)	1.57%
BPS(17E)	227,748원
주요 주주	이순규 외 12인 국민연금공단
	41.31% 11.70%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	18,449	26,514	26,691
보고영업이익	3,430	2,804	4,449	4,733
핵심영업이익	3,430	2,804	4,449	4,733
EBITDA	4,074	3,414	5,141	5,457
세전이익	3,602	2,848	4,568	4,876
순이익	2,729	2,189	3,426	3,657
자체주주지분순이익	2,721	2,189	3,431	3,662
EPS(원)	41.867	33,673	52,787	56,340
증감률(%YoY)	35.7	-19.6	56.8	6.7
PER(배)	6.6	7.5	4.8	4.5
PBR(배)	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	5.0	2.9	2.3
보고영업이익률(%)	21.5	15.2	16.8	17.7
핵심영업이익률(%)	21.5	15.2	16.8	17.7
ROE(%)	23.4	15.7	20.8	18.5
순부채비율(%)	6.9	4.6	-8.2	-19.4

## Price Trend



## 기업브리프

## 대한유화 (006650)

## 잉여의 미학



대한유화의 올해 4분기 영업이익은 1,003억원으로 올해 1분기에 이어 재차 1천억원 대를 기록할 전망입니다. 증설한 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되고 있고, 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용이 제거되기 때문입니다. 또한 내년은 PE 스프레드 감소 전망에도 불구하고, 동사는 잉여로 전환된 에틸렌/프로필렌 외부 판매에서만 1,000억원 수준의 영업이익이 추가될 것으로 보입니다. 주가 리레이팅이 필요한 시점입니다.

## &gt;&gt;&gt; 12월부터, 화학 제품 수요/가격 반등 전망

유가/프로판 가격 상승에 따른 나프타 가격의 동반 상승, 석유화학 계절적 비수기 요인 등으로 올해 4분기 이후 NCC 업체 실적 감소에 대한 시장의 우려가 존재한다. 하지만 동사의 올해 4분기 영업이익은 1,003억원으로 올해 1분기에 이어 재차 1천억원 대를 기록할 전망이다. 동사의 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되고, 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용 제거 등 기저효과가 발생할 전망이기 때문이다. 참고로 내년 중국의 대기질 규제 및 내년 2월 춘절로 인한 재고 축적으로 올해 12월부터 전반적인 화학 제품 수요/가격의 변동성이 커질 전망이다.

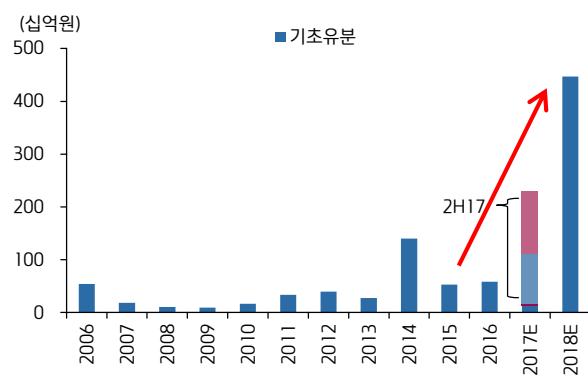
## &gt;&gt;&gt; 기초유분부문, 내년 1천억원 수준의 영업이익 증가

동사의 내년 영업이익은 4,449억원으로 올해 대비 58.7% 증가할 전망이다. 올해 말에서 내년 중순까지 450만톤 규모의 미국 에탄 크래커들의 본격 가동에도 불구하고, 1) 중국의 폐플라스틱 및 대기질 규제로 인한 Virgin 플라스틱 수요 증가가 내년 1~2분기부터 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 지연될 것으로 전망되고, 4) 크래커 증설 효과가 온기 반영되며 동사의 PE/PP 물량 증가가 전망되기 때문이다. 5) 특히 동사는 잉여로 전환된 에틸렌/프로필렌 등 기초유분부문에서만 내년 1천억원 수준의 영업이익이 추가될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy(유지), 목표주가 380,000원(상향)

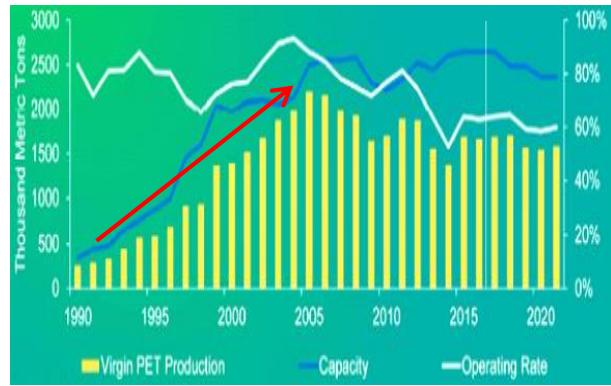
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 실적 개선(모노머/PP 수익성 및 중국 수급 개선 등)에 근거해 목표주가는 380,000원으로 상향 조정한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 내년 미국 에탄 크래커 가동에도 불구하고, 화학 업황은 호조세를 지속할 것으로 보이며, 2) 동사는 내년 하반기 10만톤의 고부가 PE/PP 증설로 추가적인 물량/마진 개선이 예상되기 때문이다. 한편 현재 주가는 내년 기준 PER 4.8배, PBR 0.9배로 ROE 20.8%를 감안하면 과도하게 저평가되어 있다고 판단된다.

## 대한유화 기초유분(C2/C3) 매출액 추이(추정치)



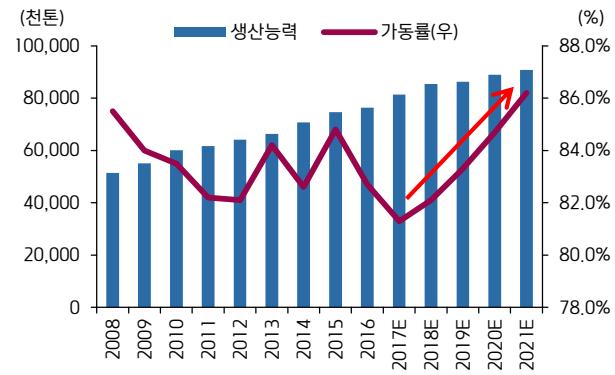
자료: 대한유화, KPIA, 키움증권 리서치

## 서유럽 Virgin PET 생산 추이



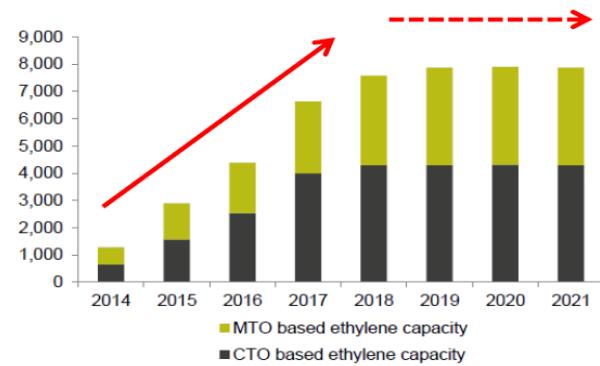
자료: IHS, 키움증권 리서치

## 세계 PP 생산능력/가동률 추이



자료: METI, Bloomberg, 키움증권 리서치

## 중국 CTO/MTO 생산능력 추이



자료: Platts, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE						
매출액	394	405	361	437	435	224	526	661	2,053	1,727	1,596	1,845	2,651	
합성수지*	262	270	222	267	225	157	244	301	1,231	1,089	1,022	931	1,239	
기초유분/합성원료*	128	131	135	166	205	64	276	355	800	624	560	900	1,400	
기타*	5	3	3	4	4	3	5	5	23	14	15	14	12	
영업이익	78	98	69	98	108	-12	84	100	70	271	343	280	445	
%	19.7	24.3	19.1	22.4	24.8	-5.2	15.9	15.2	3.4	15.7	21.5	15.2	16.8	

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	18,449	26,514	26,691
매출원가	14,007	12,006	15,053	21,184	21,071
매출총이익	3,263	3,958	3,397	5,329	5,620
판매비및일반관리비	551	528	593	881	887
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,804	4,449	4,733
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,804	4,449	4,733
영업외손익	-25	172	44	120	143
이자수익	26	27	3	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	74	96	40	40	41
이자비용	110	39	21	94	112
외환손실	80	77	49	42	43
관계기인지분법손익	70	75	78	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	-8	-11	-11
기타	-12	89	0	127	128
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,848	4,568	4,876
법인세비용	679	873	659	1,142	1,219
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.1%	25.0%	25.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,189	3,426	3,657
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,189	3,431	3,662
EBITDA	3,352	4,074	3,414	5,141	5,457
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	2,799	4,118	4,381
수정당기순이익	2,002	2,729	2,196	3,437	3,665
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	15.6	43.7	0.7
영업이익(보고)	287.9	26.5	-18.3	58.7	6.4
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-18.3	58.7	6.4
EBITDA	220.6	21.5	-16.2	50.6	6.2
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-19.6	56.8	6.7
EPS	212.7	35.7	-19.6	56.8	6.7
수정순이익	210.7	36.3	-19.5	56.5	6.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,502	3,309	4,226
당기순이익	2,687	3,602	2,189	3,426	3,657
감가상각비	640	644	610	692	724
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	9	3	2
자산처분손익	5	1	0	0	0
지분법손익	-70	-75	-78	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-219	-709	-16
기타	-65	-790	-9	-3	-2
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,202	-1,418	-1,313
투자자산의 처분	-311	-128	-33	-107	-2
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	982	875	419
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	144	467	10
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,281	2,765	3,331
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,152	4,917
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,152	4,917	8,248
Gross Cash Flow	3,197	3,380	2,721	4,018	4,241
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,026	3,120	2,986

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,095	10,585	13,953
현금및현금성자산	1,344	870	2,152	4,917	8,248
유동금융자산	0	100	116	166	167
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,224	3,197	3,218
재고자산	1,287	1,387	1,603	2,304	2,320
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	15,010	15,791	16,519
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	11	16	16
투자자산	1,525	1,679	1,774	1,931	2,072
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	21,106	26,375	30,472
유동부채	2,688	3,189	3,486	4,448	4,469
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,520	2,185	2,200
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	681	978	985
비유동부채	2,247	1,517	2,747	3,876	4,541
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	21	22
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,067	1,534	1,544
부채총계	4,935	4,706	6,233	8,324	9,010
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,788	14,973	18,389
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,804	17,989	21,405
비자매주주지분자본총계	62	70	69	63	57
자본총계	10,356	12,931	14,873	18,052	21,462
순차입금	1,260	894	682	-1,479	-4,156
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	33,673	52,787	56,340
BPS	158,361	197,854	227,748	276,752	329,305
주당EBITDA	51,567	62,675	52,522	79,086	83,961
CFPS	40,737	51,887	43,060	63,355	67,402
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	7.5	4.8	4.5
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.0	2.9	2.3
PCFR	4.2	5.3	5.9	4.0	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	15.2	16.8	17.7
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	15.2	16.8	17.7
EBITDA margin	19.4	25.5	18.5	19.4	20.4
순이익률	11.6	17.1	11.9	12.9	13.7
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.7	20.8	18.5
투하자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	20.1	28.7	21.8
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	41.9	46.1	42.0
순차입금비율	12.2	6.9	4.6	-8.2	-19.4
이자보상배율(배)	24.6	88.5	134.7	47.3	42.1
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.9	9.8	8.3
재고자산회전율	11.6	11.9	12.3	13.6	11.5
매입채무회전율	22.6	15.9	13.0	14.3	12.2

## Compliance Notice

- 당사는 12월 4일 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	-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	-28.8	-23.1
	2017/12/05	BUY(Maintain)	380,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기입	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%