



## BUY(Maintain)

목표주가: 400,000원

주가(1/15): 316,000원

시가총액: 20,540억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

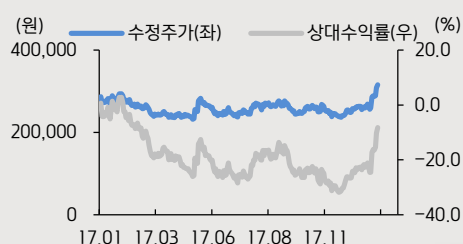
KOSPI (1/15)		2,503.73pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	316,000원	232,500원
등락률	0.00%	35.91%
수익률	절대	상대
1W	21.1%	20.0%
6M	27.7%	23.1%
1Y	10.1%	-8.7%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	51천주
외국인 지분율	9.35%
배당수익률(17E)	1.52%
BPS(17E)	228,746원
주요 주주	이순규 외 12인 41.18%
	국민연금공단 11.97%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	18,443	26,493	26,696
보고영업이익	3,430	2,887	4,506	4,803
핵심영업이익	3,430	2,887	4,506	4,803
EBITDA	4,074	3,497	5,197	5,527
세전이익	3,602	2,931	4,625	4,946
순이익	2,729	2,254	3,469	3,709
지배주주지분순이익	2,721	2,254	3,474	3,715
EPS(원)	41,867	34,672	53,443	57,148
증감률(%YoY)	35.7	-17.2	54.1	6.9
PER(배)	6.6	7.6	4.9	4.6
PBR(배)	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	3.0	2.3
보고영업이익률(%)	21.5	15.7	17.0	18.0
핵심영업이익률(%)	21.5	15.7	17.0	18.0
ROE(%)	23.4	16.2	21.0	18.6
순부채비율(%)	6.9	4.1	-8.7	-20.0

## Price Trend



## 대한유화 (006650)

## 모노머의 힘



대한유화의 작년 4분기 영업이익은 1,086억원으로 작년 1분기에 이어 재차 1천억원 대를 기록할 전망이다. 증설한 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되고 있고, 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용이 제거되기 때문이다. 또한 올해는 PE 스프레드 감소 전망에도 불구하고, 동사는 잉여로 전환된 에틸렌/프로필렌 외부 판매에서만 1,000억원 이상의 영업이익이 추가될 것으로 보인다. 화학주 Top-Pick 유지합니다.

## &gt;&gt;&gt; 작년 4분기 영업이익, 1천억원대 재차 달성 전망

나프타 가격의 상승, 석유화학 계절적 비수기 요인 등으로 작년 4분기 이후 NCC 업체 실적 감소에 대한 우려가 존재한다. 하지만 대한유화의 작년 4분기 영업이익은 1,086억원으로 작년 1분기에 이어 재차 1천억원 대를 기록할 전망이다. 동사의 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되었고, 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용 제거 등 기저 효과가 발생하였으며, 중국 폴리에스터 가동률 상승에 따라 MEG의 수익성도 개선된 것으로 추정되기 때문이다.

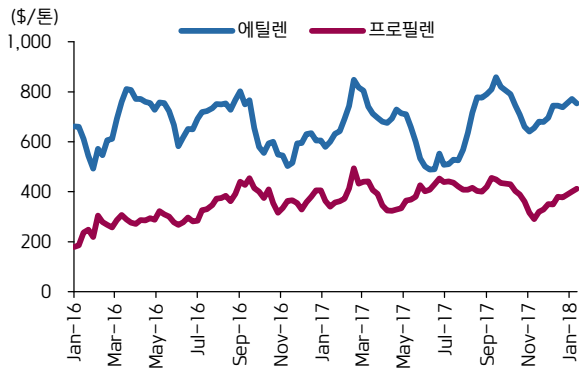
## &gt;&gt;&gt; 기초유분부문, 올해 1천억원 이상의 영업이익 증가

동사의 올해 영업이익은 4,506억원으로 작년 대비 56.1% 증가할 전망이다. 작년 말에서 올해 중순까지 450만톤 규모의 미국 에탄 크래커들의 본격 가동에도 불구하고, 1) 중국의 페플라스틱 및 대기질 규제에 인한 Virgin 플라스틱 수요 증가가 올해 1~2분기부터 본격적으로 수급에 영향을 줄 것으로 보이고, 2) 신흥국 수요 증가로 세계 에틸렌 평균 수요 증가가 700만톤을 상회할 것으로 예상되며, 3) 중국의 환경 오염에 대한 단속 강화로 CTO/MTO 신증설이 지연될 것으로 전망되고, 4) 크래커 증설 효과가 온기 반영되며 PE/PP 판매/생산 물량의 증가가 전망되기 때문이다. 5) 특히 동사는 잉여로 전환된 에틸렌/프로필렌 등 기초유분부문에서만 올해 1천억원 이상의 영업이익이 추가될 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy(유지), 목표주가 400,000원(상향)

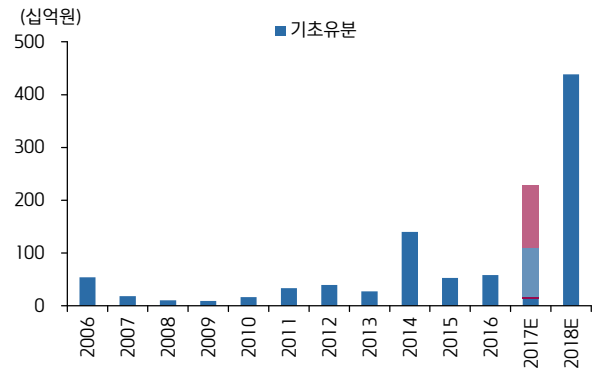
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 올해 이익 개선에 근거해 목표주가는 기존 380,000원에서 400,000원으로 상향 조정한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 미국 에탄 크래커 가동에도 불구하고, 화학 업황은 중국 환경 이슈로 호조세를 지속할 것으로 보이며, 2) 동사는 올해 하반기 10만톤의 PE/PP 증설로 추가적인 물량/마진 개선이 예상되기 때문이다. 한편 현재 주가는 올해 기준 PER 4.9배, PBR 0.9배로 ROE 21.0%를 감안하면 여전히 저평가되어 있다고 판단된다. 화학주 Top-Pick 유지한다.

## 에틸렌/프로필렌 스프레드 추이



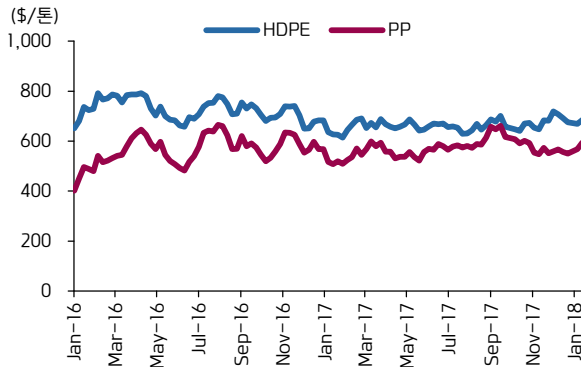
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 대한유화 기초유분 매출액 추이(추정치)



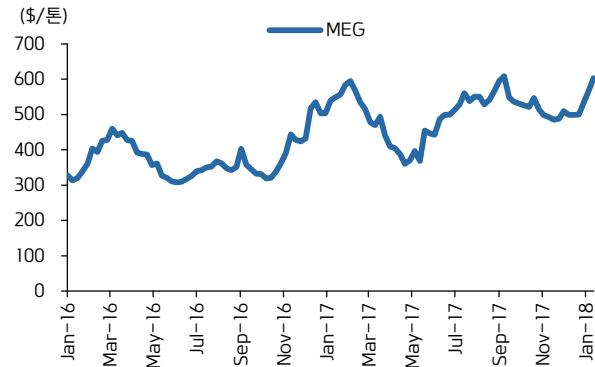
자료: 대한유화, KPIA, 키움증권 리서치

## HDPE/PP 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## MEG 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	435	224	526	660	665	659	660	666	2,053	1,727	1,596	1,844	2,649
합성수지*	225	157	248	301	303	302	302	332	1,231	1,089	1,022	931	1,239
기초유분/합성원료*	205	64	275	355	357	356	356	330	800	624	560	899	1,398
기타*	4	3	2	5	4	1	2	5	23	14	15	14	12
영업이익	108	-12	84	109	118	107	112	114	70	271	343	289	451
%	24.8	-5.2	15.9	16.5	17.7	16.3	17.0	17.1	3.4	15.7	21.5	15.7	17.0

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	18,443	26,493	26,696
매출원가	14,007	12,006	14,963	21,107	21,006
매출총이익	3,263	3,958	3,480	5,386	5,690
판매비및일반관리비	551	528	592	880	887
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,887	4,506	4,803
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,887	4,506	4,803
영업외손익	-25	172	43	119	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
관계기업지분법손익	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	2,931	4,625	4,946
법인세비용	679	873	677	1,156	1,236
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.1%	25.0%	25.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,254	3,469	3,709
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,254	3,474	3,715
EBITDA	3,352	4,074	3,497	5,197	5,527
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	2,864	4,161	4,434
수정당기순이익	2,002	2,729	2,261	3,479	3,718
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	15.5	43.6	0.8
영업이익(보고)	287.9	26.5	-15.8	56.1	6.6
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-15.8	56.1	6.6
EBITDA	220.6	21.5	-14.2	48.6	6.3
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-17.2	54.1	6.9
EPS	212.7	35.7	-17.2	54.1	6.9
수정순이익	210.7	36.3	-17.1	53.9	6.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,568	3,352	4,276
당기순이익	2,687	3,602	2,254	3,469	3,709
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	-218	-708	-18
기타	-65	-790	-9	-3	-2
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,202	-1,418	-1,313
투자자산의 처분	-311	-128	-33	-107	-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	981	874	420
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	143	466	12
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,346	2,809	3,382
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,217	5,025
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,217	5,025	8,408
Gross Cash Flow	3,197	3,380	2,786	4,061	4,294
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,109	3,179	3,036

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,159	10,688	14,114
현금및현금성자산	1,344	870	2,217	5,025	8,408
유동금융자산	0	100	116	166	167
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,224	3,194	3,219
재고자산	1,287	1,387	1,603	2,302	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	21,169	26,479	30,633
유동부채	2,688	3,189	3,485	4,445	4,470
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,520	2,183	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	3,874	4,542
장기매입채무및기타유동채무	73	13	15	21	22
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,067	1,533	1,545
부채총계	4,935	4,706	6,232	8,320	9,011
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,852	15,080	18,549
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,868	18,096	21,565
비지배주주지분자본총계	62	70	69	63	57
자본총계	10,356	12,931	14,937	18,159	21,621
순차입금	1,260	894	617	-1,587	-4,315
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	34,672	53,443	57,148
BPS	158,361	197,854	228,746	278,406	331,766
주당EBITDA	51,567	62,675	53,800	79,960	85,036
CFPS	40,737	51,887	44,057	64,009	68,209
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	7.6	4.9	4.6
PBR	1.1	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	3.0	2.3
PCFR	4.2	5.3	6.0	4.1	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	15.7	17.0	18.0
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	15.7	17.0	18.0
EBITDA margin	19.4	25.5	19.0	19.6	20.7
순이익률	11.6	17.1	12.2	13.1	13.9
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	16.2	21.0	18.6
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	20.7	29.0	22.1
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	41.7	45.8	41.7
순차입금비율	12.2	6.9	4.1	-8.7	-20.0
이자보상배율(배)	24.6	88.5	138.7	47.9	42.7
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.9	9.8	8.3
재고자산회전율	11.6	11.9	12.3	13.6	11.6
매입채무회전율	22.6	15.9	13.0	14.3	12.2

## Compliance Notice

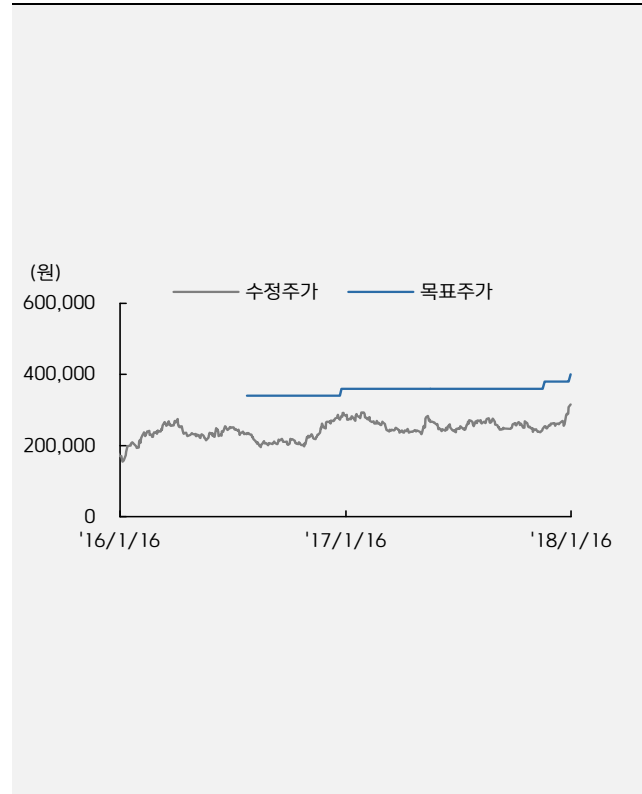
- 당사는 1월 15일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사실	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	-29.8	-16.8
	2018/01/16	BUY(Maintain)	400,000원	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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%