



BUY(Maintain)

목표주가: 450,000원

주가(2/12): 336,000원

시가총액: 21,840억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

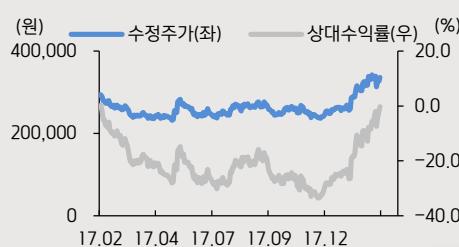
KOSPI (2/12)	2,385.38pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	342,000원	232,500원
등락률	-1.75%	44.52%
수익률	절대	상대
1W	8.9%	14.0%
6M	31.8%	28.1%
1Y	14.5%	-0.4%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	50천주
외국인 지분율	8.86%
배당수익률(17E)	1.52%
BPS(17E)	227,061원
주요 주주	이순규 외 12인 국민연금공단
	40.31% 11.97%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	17,794	26,630	26,823
보고영업이익	3,430	2,842	4,766	4,860
핵심영업이익	3,430	2,842	4,766	4,860
EBITDA	4,074	3,452	5,458	5,585
세전이익	3,602	2,800	4,519	4,634
순이익	2,729	2,144	3,525	3,614
자배주주지분순이익	2,721	2,144	3,530	3,620
EPS(원)	41,867	32,987	54,303	55,685
증감률(%YoY)	35.7	-21.2	64.6	2.5
PER(배)	6.6	8.0	4.9	4.7
PBR(배)	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	5.2	2.9	2.3
보고영업이익률(%)	21.5	16.0	17.9	18.1
핵심영업이익률(%)	21.5	16.0	17.9	18.1
ROE(%)	23.4	15.5	21.4	18.3
순부채비율(%)	6.9	4.7	-8.4	-19.4

Price Trend



실적 Review

대한유화 (006650)

올해, 매월 400억원 수준의 영업이익 달성 전망



대한유화의 작년 4분기 영업이익은 1,041억원으로 작년 1분기에 이어 재차 1천억원대를 기록하였습니다. 증설한 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되었고, 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용이 제거되었기 때문입니다. 또한 동사는 잉여로 전환된 모노머 외부 판매에서만 1,000억원 이상의 영업이익이 추가될 것으로 추정됩니다. 롯데케미칼과 함께 화학주 Top-Pick 유지합니다.

>>> 작년 4분기 영업이익, 1천억원대 재차 달성

대한유화의 작년 4분기 실적은 매출액 5,952억원(YoY +36.3%, QoQ +13.2%), 영업이익 1,041억원(YoY +6.5%, QoQ +24.2%)을 기록하며, 비우호적인 환율 환경에도 불구하고, 시장 기대치(영업이익 1,034억원)를 상회하였다.

이는 1) 동사의 크래커가 풀가동하며 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되었고, 2) 전 분기 재고 축적에 따른 일회성 비용 제거 등 기저효과가 발생하였으며, 3) 중국 폴리에스터 가동률 상승에 따라 MEG의 수익성도 개선된 것으로 추정되고, 4) 저가 원자료 투입 효과가 발생하였으며, 5) 역내/외 크래커 설비 트러블 확대로 전반적인 폴리머 재고가 감소하며, PE/PP 수급 타이트 현상이 지속되었기 때문이다.

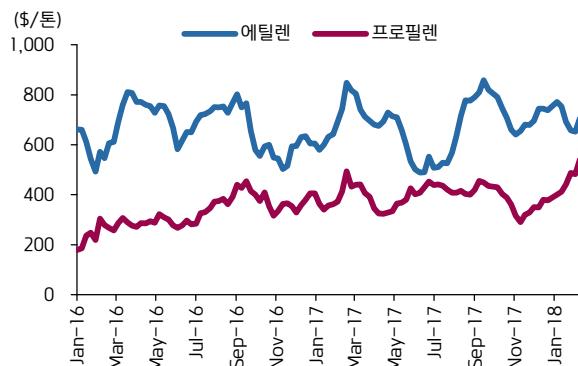
>>> 올해 영업이익, 작년 대비 67.7% 증가 전망

동사의 올해 영업이익은 4,766억원으로 작년 대비 67.7% 증가하며, 매월 400억원 수준의 영업이익을 달성할 수 있는 체력을 확보할 전망이다.

작년 말에서 올해 중순까지 450만톤 규모의 미국 크래커들의 가동에도 불구하고, 1) 중국의 폐플라스틱 및 대기질 규제로 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 강화 및 메탄올 가격 상승으로 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 추정된다.

동사에 대해 투자의견 Buy 유지하나, 올해 실적 개선에 근거해 목표주가는 기존 40만원에서 45만원으로 상향 조정한다. 한편 동사의 주가는 올해 기준 PER 4.9배, PBR 0.9배로 ROE 21.4%를 감안하면 여전히 저평가되어 있다고 판단된다.

에틸렌/프로필렌 스프레드 추이



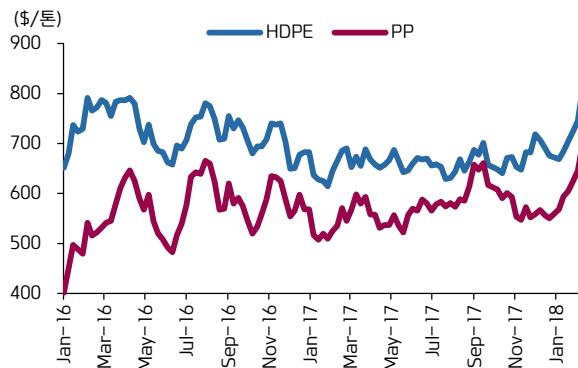
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

벤젠 스프레드 추이



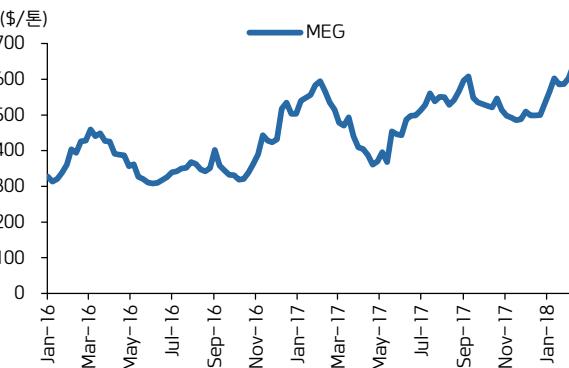
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

HDPE/PP 스프레드 추이



자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

MEG 스프레드 추이



자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE					
매출액	435	224	526	595	668	662	663	670	2,053	1,727	1,596	1,779	2,663
합성수지*	225	157	248	263	303	302	302	332	1,231	1,089	1,022	893	1,238
기초유분/합성원료*	205	64	275	327	361	359	359	333	800	624	560	872	1,412
기타*	4	3	2	5	4	1	2	5	23	14	15	14	12
영업이익	108	-12	84	104	119	129	129	101	70	271	343	284	477
%	24.8	-5.2	15.9	17.5	17.8	19.4	19.4	15.0	3.4	15.7	21.5	16.0	17.9

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	26,630	26,823
매출원가	14,007	12,006	14,381	20,980	21,072
매출총이익	3,263	3,958	3,413	5,650	5,752
판매비및일반관리비	551	528	571	885	891
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	4,766	4,860
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	4,766	4,860
영업외손익	-25	172	-42	-247	-227
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	-86	-240	-241
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,800	4,519	4,634
법인세비용	679	873	656	994	1,019
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,144	3,525	3,614
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,144	3,530	3,620
EBITDA	3,352	4,074	3,452	5,458	5,585
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	2,754	4,216	4,339
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	3,535	3,623
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	49.7	0.7
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	67.7	2.0
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	67.7	2.0
EBITDA	220.6	21.5	-15.3	58.1	2.3
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	64.6	2.5
EPS	212.7	35.7	-21.2	64.6	2.5
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	64.3	2.5

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,515	3,339	4,182
당기순이익	2,687	3,602	2,144	3,525	3,614
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	-161	-777	-17
기타	-65	-790	-9	-3	-2
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,194	-1,428	-1,313
투자자산의 처분	-311	-128	-24	-118	-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	944	920	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	106	511	11
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,265	2,830	3,288
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,136	4,966
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,136	4,966	8,254
Gross Cash Flow	3,197	3,380	2,676	4,116	4,199
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,121	3,370	3,081

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	5,939	10,658	13,987
현금및현금성자산	1,344	870	2,136	4,966	8,254
유동금융자산	0	100	112	167	168
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,146	3,211	3,234
재고자산	1,287	1,387	1,546	2,314	2,331
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	15,005	15,792	16,520
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	11	16	16
투자자산	1,525	1,679	1,770	1,932	2,073
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	20,944	26,450	30,507
유동부채	2,688	3,189	3,408	4,462	4,485
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,466	2,195	2,210
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	657	983	990
비유동부채	2,247	1,517	2,709	3,883	4,549
장기매입채무및비유동채무	73	13	14	22	22
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,030	1,541	1,552
부채총계	4,935	4,706	6,116	8,344	9,034
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,743	15,027	18,400
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,759	18,043	21,416
비자매주주지분자본총계	62	70	69	63	57
자본총계	10,356	12,931	14,828	18,106	21,473
순차입금	1,260	894	702	-1,528	-4,162
총차입금	2,603	1,865	2,949	3,605	4,260

Compliance Notice

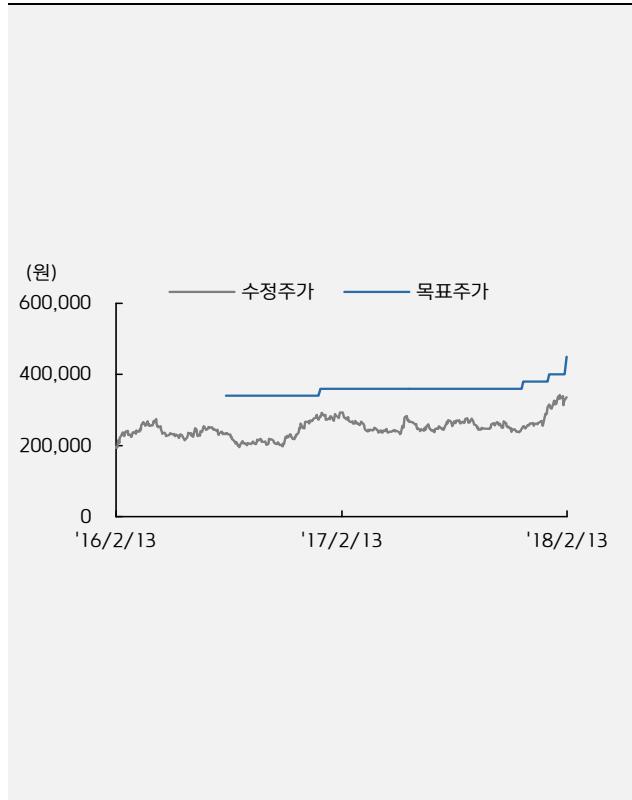
- 당사는 2월 12일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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
	2017/08/16	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	-19.2	-14.5
	2018/02/13	BUY(Maintain)	450,000원	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%