



BUY(Maintain)

목표주가: 450,000원

주가(6/27): 243,000원

시가총액: 15,795억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

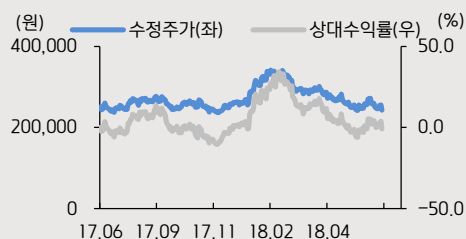
KOSPI (6/27)	2,342.03pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	342,000원	237,000원
등락률	-28.95%	2.53%
수익률	절대	상대
1W	0.4%	5.5%
6M	-6.4%	-2.6%
1Y	-3.0%	-0.9%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	40천주
외국인 지분율	7.43%
배당수익률(18E)	1.65%
BPS(18E)	275,164원
주요 주주	이순규 외 12인
	국민연금공단

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	15,964	17,794	25,725	25,382
보고영업이익	3,430	2,842	4,262	4,589
핵심영업이익	3,430	2,842	4,262	4,589
EBITDA	4,074	3,793	5,152	5,506
세전이익	3,602	2,801	4,378	4,729
순이익	2,729	2,145	3,401	3,689
지배주주지분순이익	2,721	2,143	3,401	3,689
EPS(원)	41,867	32,972	52,318	56,749
증감률(%YoY)	35.7	-21.2	58.7	8.5
PER(배)	6.6	8.0	4.6	4.3
PBR(배)	1.4	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	3.1	2.4
보고영업이익률(%)	21.5	16.0	16.6	18.1
핵심영업이익률(%)	21.5	16.0	16.6	18.1
ROE(%)	23.4	15.5	20.9	18.8
순부채비율(%)	6.9	14.4	0.7	-13.1

Price Trend



실적 Preview

대한유화 (006650)

올해 하반기, 미국 PE 증설 리스크 해소



대한유화의 올해 2분기 영업이익은 1,070억원으로 시장 기대치를 상회할 전망이다. 1) 역대 에틸렌/부타디엔 가격 반등으로 에틸렌/Mixed C4 마진이 개선되었고, 2) 수출주에 우호적인 환율 효과가 발생하였으며, 3) 전 분기 발생한 일부 설비 트러블에 따른 기저효과가 예상되기 때문이다. 한편 당사는 올해 하반기 폴리머 증설로 추가적인 물량 측면의 증가 효과가 발생할 전망이다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 견조한 실적 기록 전망

대한유화의 올해 2분기 영업이익은 1,070억원으로 시장 기대치를 상회할 전망이다.

유가 상승에 따른 주요 원재료인 나프타 가격 상승에도 불구하고, 1) 올해 2분기에는 견조한 플랜트 가동률을 지속하였고, 2) 역대 에틸렌/부타디엔 가격 반등으로 외부 판매 물량이 증가한 에틸렌/Mixed C4 마진이 개선되었으며, 3) 전 분기 대비 수출주에 우호적인 환율 효과가 발생하였고, 4) 폴리머 제품 중 동사가 주력하고 있는 HDPE, PP는 상대적으로 타이트한 공급 현상이 지속된 것으로 예상되기 때문이다.

한편 당사는 올해 하반기 HDPE/PP 증설(10만톤)로 추가적인 물량 측면의 증가 효과가 발생할 전망이며, 이번 폴리머 증설을 통하여 UHMWPE, LIBS 분리막용 PE/PP 등 고부가 특화제품 판매를 확대할 계획으로 보인다.

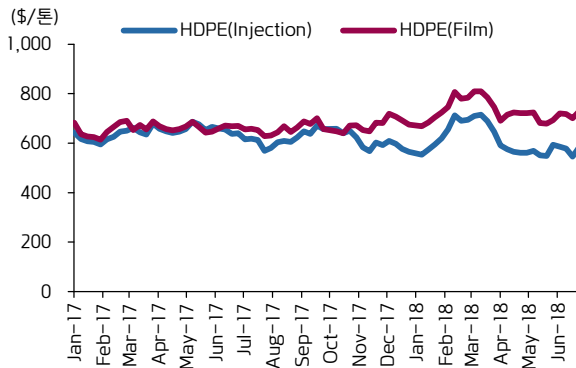
>>> 올해, 추가적인 PE 증설 제한

올해 하반기 추가적인 PE 증설은 제한될 전망이다. 현재 올해 하반기 계획을 가동 중인 PE 플랜트는 미국 1기, 이란 1기, 중국 1기로 총 3기에 불과하다. 이란의 설비(LDPE 30만톤, Andimeshk PC)는 미국 제재로 실제 가동을 둘러싼 불확실성이 존재하며, 중국의 설비(HDPE 30만톤, SXYCPC)는 환경 규제 이슈가 존재하고, 미국의 설비(LLDPE 32만톤, DowDupont)는 11월에 상업 가동 예정이지만, 예상보다 가동이 지연될 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 450,000원(유지)

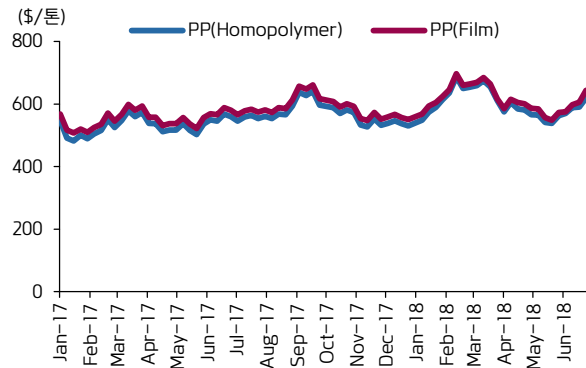
동사에 대해 투자의견과 목표주가 유지한다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 올해 하반기 실제로 가동되는 신증설 PE 설비의 제한으로 공급 타이트 현상이 지속될 것으로 예상되고, 2) 올해 하반기 10만톤의 고부가 PE/PP 증설로 동사는 추가적인 마진/물량 개선이 예상되기 때문이다. 동사의 주가는 올해 기준 PER 4.6배, PBR 0.9배로 ROE 20.9%를 감안하면 여전히 과도하게 저평가되어 있다고 판단된다.

HDPE 스프레드 추이



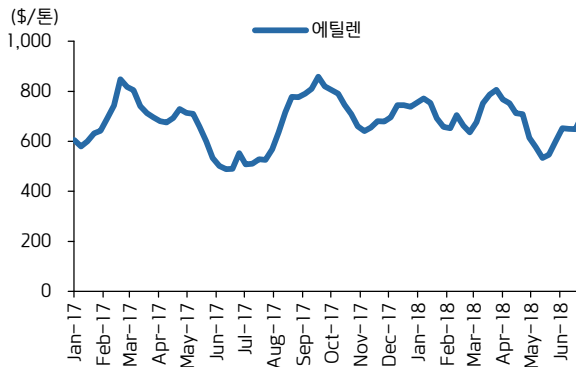
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

PP 스프레드 추이



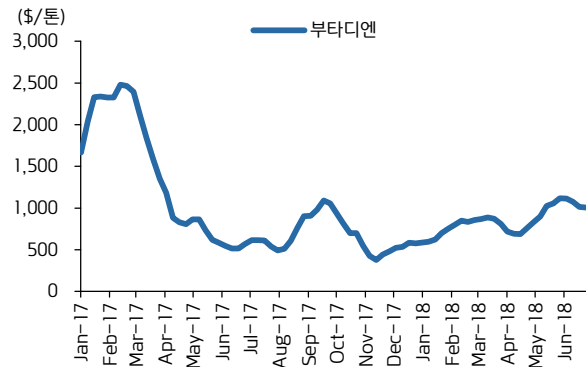
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

에틸렌 스프레드 추이



자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	435	224	526	595	613	662	655	642	2,053	1,727	1,596	1,779	2,572
합성수지	225	157	248	267	294	304	300	318	1,231	1,089	1,022	897	1,195
기초유분/합성원료	205	64	275	322	316	358	354	319	800	624	560	867	1,365
기타	4	3	2	6	3	0	1	5	23	14	15	15	12
영업이익	108	-12	84	104	104	107	115	100	70	271	343	284	426
%	24.8	-5.2	15.9	17.5	16.9	16.1	17.6	15.6	3.4	15.7	21.5	16.0	16.6

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	25,725	25,382
매출원가	14,007	12,006	14,440	20,685	20,031
매출총이익	3,263	3,958	3,354	5,040	5,351
판매비및일반관리비	551	528	512	777	762
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	4,262	4,589
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	4,262	4,589
영업외손익	-25	172	-41	116	140
이자수익	26	27	13	15	20
배당금수익	0	0	1	0	0
외환이익	74	96	54	74	75
이자비용	110	39	44	57	75
외환손실	80	77	81	100	102
관계기업지분법손익	70	75	74	101	140
투자및기타자산처분손익	8	1	-10	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	1
기타	-12	89	-49	82	81
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	4,378	4,729
법인세비용	679	873	656	977	1,040
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.4%	22.3%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	3,401	3,689
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,401	3,689
EBITDA	3,352	4,074	3,793	5,152	5,506
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	4,291	4,606
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	3,401	3,688
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	44.6	-1.3
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	50.0	7.7
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	50.0	7.7
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	35.8	6.9
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	58.7	8.5
EPS	212.7	35.7	-21.2	58.7	8.5
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	58.0	8.4

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	8,564	12,064
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,753	6,330
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,254	3,210
재고자산	1,287	1,387	1,742	2,518	2,485
기타유동비금융자산	0	0	27	39	38
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,136	16,669
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	30	29
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,737	1,877
유형자산	9,600	11,612	13,892	14,313	14,706
무형자산	50	53	57	57	57
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	19,706	24,700	28,732
유동부채	2,688	3,189	2,602	3,361	3,315
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,847	1,823
단기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타유동부채	596	674	525	714	693
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,453	4,090
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	22	21
사채및장기차입금	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	924	942	1,361	1,343
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,814	7,405
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,891	18,333
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,732	17,886	21,327
비지배주주지분자본총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,356	12,931	14,732	17,886	21,327
순차입금	1,260	894	2,118	118	-2,804
총차입금	2,603	1,865	2,215	2,870	3,526

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	3,154	4,497
당기순이익	2,687	3,602	2,801	3,401	3,689
감가상각비	640	644	951	890	917
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	1	26	27
자산처분손익	5	1	11	1	0
지분법손익	-70	-75	-74	-101	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-799	-1,035	31
기타	-65	-790	-613	-27	-27
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,326	-1,310
투자자산의 처분	-311	-128	124	-15	1
유형자산의 처분	8	1	1	0	0
유형자산의 취득	-844	-2,627	-3,183	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	-4	0	0
기타	8	1	-1	-1	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	11	828	390
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	350	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	-92	420	-18
현금및현금성자산의순증가	741	-473	-774	2,656	3,577
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	2,753
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,753	6,330
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	4,189	4,466
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	2,807	3,116

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	32,972	52,318	56,749
BPS	158,361	197,854	226,646	275,164	328,112
주당EBITDA	51,567	62,675	58,356	79,268	84,709
CFPS	40,737	51,887	47,623	66,011	70,856
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	8.0	4.6	4.3
PBR	1.1	1.4	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	3.1	2.4
PCFR	4.2	5.3	5.5	3.7	3.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.0	16.6	18.1
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.0	16.6	18.1
EBITDA margin	19.4	25.5	21.3	20.0	21.7
순이익률	11.6	17.1	12.1	13.2	14.5
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.5	20.9	18.8
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	14.9	25.2	19.5
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	33.8	38.1	34.7
순차입금비율	12.2	6.9	14.4	0.7	-13.1
이자보상배율(배)	24.6	88.5	63.9	74.7	61.3
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.5	9.3	7.9
재고자산회전율	11.6	11.9	11.4	12.1	10.1
매입채무회전율	22.6	16.6	14.2	16.5	13.8

Compliance Notice

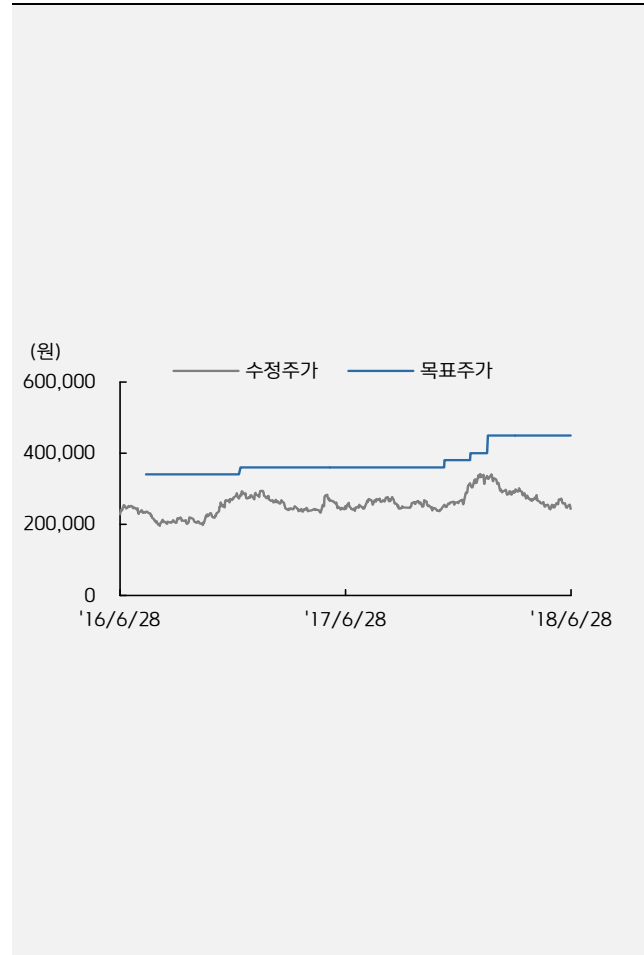
- 당사는 6월 27일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	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	-21.9	-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	-27.5	-18.5
	2017/06/07	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	-27.8	-24.4
	2017/08/29	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	-19.2	-14.5
	2018/02/13	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-27.0	-24.3
	2018/02/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-31.8	-24.3
	2018/03/27	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-32.7	-24.3
	2018/04/12	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-37.0	-24.3
	2018/06/05	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-37.9	-24.3
	2018/06/28	Buy(Maintain)	450,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자자의견 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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%