



BUY(Maintain)

목표주가: 300,000원
주가(10/23): 152,000원
시가총액: 9,880억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

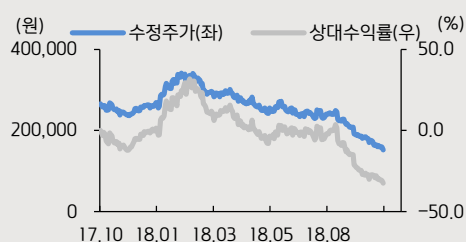
KOSPI (10/23)	2,106.10pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	342,000원	152,000원
등락률	-55.56%	0.00%
수익률	절대	상대
1W	-17.4%	-8.2%
6M	-43.4%	-33.5%
1Y	-42.9%	-32.4%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	57천주
외국인 지분율	12.48%
배당수익률(18E)	2.63%
BPS(18E)	268,761원
주요 주주	이순규 외 12인 40.19%
	국민연금공단 11.58%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	15,964	17,794	25,955	27,007
보고영업이익	3,430	2,842	3,706	3,783
핵심영업이익	3,430	2,842	3,706	3,783
EBITDA	4,074	3,793	4,596	4,700
세전이익	3,602	2,801	3,922	3,988
순이익	2,729	2,145	2,984	3,111
지배주주지분순이익	2,721	2,143	2,984	3,111
EPS(원)	41,867	32,972	45,915	47,861
증감률(%YoY)	35.7	-21.2	39.3	4.2
PER(배)	6.6	8.0	3.3	3.2
PBR(배)	1.4	1.2	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	2.3	1.7
보고영업이익률(%)	21.5	16.0	14.3	14.0
핵심영업이익률(%)	21.5	16.0	14.3	14.0
ROE(%)	23.4	15.5	18.5	16.5
순부채비율(%)	6.9	14.4	3.1	-8.3

Price Trend



대한유화 (006650)

3분기 실적, 나프타 가격 상승 영향



대한유화의 올해 3분기 영업이익은 876억원으로 시장 기대치를 소폭 하회하였습니다. 주요 원재료인 나프타 가격이 급등하였고, 미국-중국 무역 분쟁으로 역내 석유화학 제품 수요 불확실성이 확대되었기 때문입니다. 다만 최근 낮아진 제품 재고 수준, 내년 고부가 특화제품 판매 확대, 미사용 온산 유희 부지 가치 등을 고려할 경우 현재 주가는 과매도 국면에 있다고 판단됩니다.

>>> 3분기 영업이익 876억원(YoY +4.5%, QoQ -19.1%)

대한유화의 올해 3분기 실적은 매출액 6,450억원(YoY +22.7%, QoQ -1.2%), 영업이익 876억원(YoY +4.5%, QoQ -19.1%)을 기록하며, 시장 기대치를 소폭 하회하였다.

전 분기에 이어 전반적인 플랜트 가동률의 변화는 없었지만, 1) 유가 및 LPG 가격 상승에 따라 주요 원재료인 나프타 가격이 급등하였고, 2) 미국-중국 무역 분쟁으로 인한 역내 수요 불확실성 증대로 PE, MEG 등 주요 제품가격은 오히려 하락하였으며, 3) 올해 상반기까지 마진율이 높았던 에틸렌도 유도품 상황 악화로 일부 동남아/중동의 스팟 물량이 출회되면서, 스프레드가 축소된 점도 올해 3분기 실적 둔화에 한 요인으로 작용하였다.

>>> 고부가 특화제품 판매 비중 확대

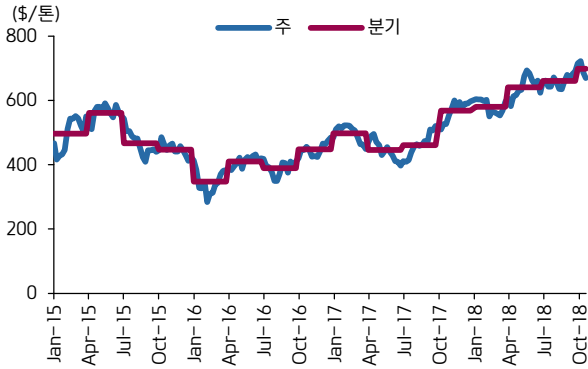
동사는 올해 하반기 PE/PP 증설(10만톤)로 내년 추가적인 물량 측면의 증가 효과가 발생할 전망이다. 한편 현재 동사의 LiBS 분리막용 PP, 습식 LiBS 분리막용 VHMPE 세계 시장점유율은 각각 60%, 40%로 세계 1위 업체 지위를 유지하고 있다.

이번 PE/PP 증설을 통하여 UHMWPE, LiBS 분리막용 PE/PP, Capacitor 필름용 고순도 PP 등 고부가 특화제품 판매 비중이 더욱 높아질 전망이다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 300,000원(하향)

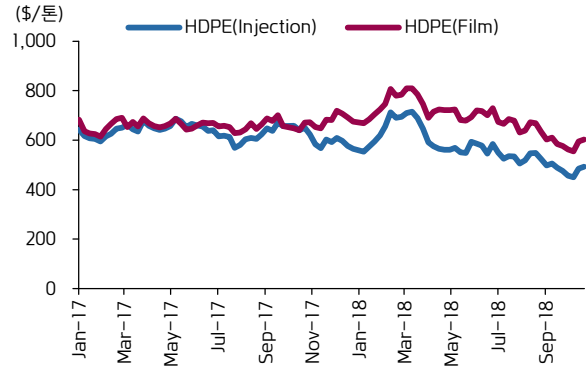
실적 추정치 하향 조정에 따라 동사에 대한 목표주가를 30만원으로 하향 조정하였다. 다만 최근 주요 제품들의 낮은 재고 수준, 내년 실적 기준 PBR 0.6배에서 거래, 내년 고부가 특화제품 판매 확대에 따른 물량 측면의 기대 효과 등을 고려할 경우 동사의 주가는 과매도 영역에 있다고 판단되어, 투자의견은 Buy를 유지한다. 한편 일반적으로 동사와 비슷한 규모의 크래커 및 유도체 플랜트들을 신설 시 3조원 이상의 Capex가 투입되고, 보유하고 있는 온산 공장의 유희 부지(약 10만평) 가치를 고려하면, 현재 동사의 시가총액(9,880억원)은 과도하게 저평가 구간에 있다고 판단된다.

나프타 가격 추이



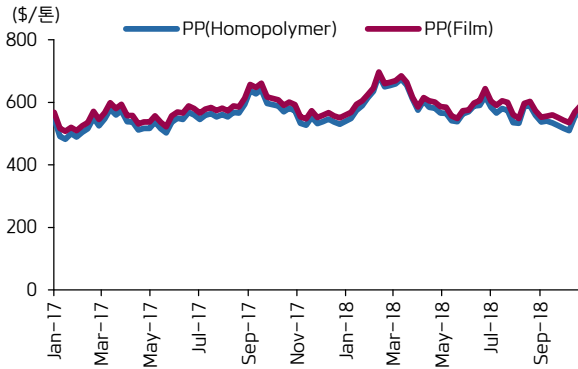
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

HDPE 스프레드 추이



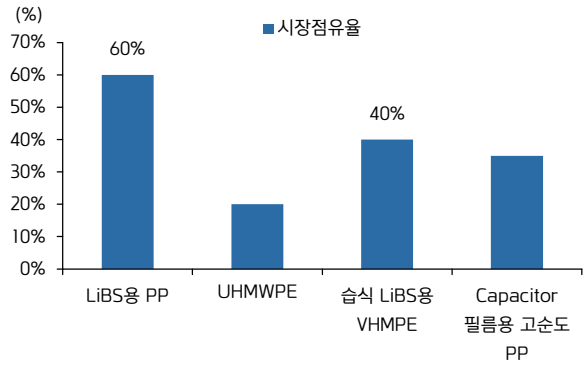
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

PP 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

대한유화 주요 특화 PE/PP 제품 세계 시장점유율 현황



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual				
매출액	435	224	526	595	613	653	645	682	2,053	1,727	1,596	1,779	2,592
합성수지	225	157	248	267	294	306	288	348	1,231	1,089	1,022	897	1,209
기초유분/합성원료	205	64	275	322	316	350	356	328	800	624	560	867	1,364
기타	4	3	2	6	3	0	1	5	23	14	15	15	19
영업이익	108	-12	84	104	104	108	88	71	70	271	343	284	371
%	24.8	-5.2	15.9	17.5	16.9	16.6	13.6	10.4	3.4	15.7	21.5	16.0	14.3

* 사업부문별 매출액: 추정치

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	25,925	27,007
매출원가	14,007	12,006	14,440	21,568	22,547
매출총이익	3,263	3,958	3,354	4,357	4,461
판매비및일반관리비	551	528	512	651	678
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	3,706	3,783
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	3,706	3,783
영업외손익	-25	172	-41	216	205
이자수익	26	27	13	2	0
배당금수익	0	0	1	0	0
외환이익	74	96	54	52	52
이자비용	110	39	44	12	0
외환손실	80	77	81	70	71
관계기업지분법손익	70	75	74	96	140
투자및기타자산처분손익	8	1	-10	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	2	3
기타	-12	89	-49	145	81
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	3,922	3,988
법인세비용	679	873	656	938	877
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.4%	23.9%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	2,984	3,111
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	2,984	3,111
EBITDA	3,352	4,074	3,793	4,596	4,700
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	3,874	4,028
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	2,983	3,109
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	45.7	4.2
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	30.4	2.1
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	30.4	2.1
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	21.2	2.3
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	39.3	4.2
EPS	212.7	35.7	-21.2	39.3	4.2
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	38.6	4.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	2,717	3,737
당기순이익	2,687	3,602	2,801	2,984	3,111
감가상각비	640	644	951	890	917
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	1	17	18
자산처분손익	5	1	11	1	0
지분법손익	-70	-75	-74	-96	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-799	-1,061	-151
기타	-65	-790	-613	-18	-18
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,326	-1,313
투자자산의 처분	-311	-128	124	-15	-2
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	839	466
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	430	57
현금및현금성자산의순증가	741	-473	-774	2,229	2,889
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	2,326
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,326	5,215
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	3,778	3,888
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	2,225	2,322

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	8,182	11,316
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,326	5,215
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,279	3,416
재고자산	1,287	1,387	1,742	2,538	2,644
기타유동비금융자산	0	0	27	39	41
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,132	16,669
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	30	31
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,733	1,875
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	24,314	27,985
유동부채	2,688	3,189	2,602	3,381	3,474
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,862	1,939
단기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타유동부채	596	674	525	719	735
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,464	4,177
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	22	23
사채및장기차입금	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	924	942	1,372	1,429
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,845	7,652
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,475	17,339
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,732	17,469	20,333
비지배주주지분자본총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,356	12,931	14,732	17,469	20,333
순차입금	1,260	894	2,118	544	-1,690
총차입금	2,603	1,865	2,215	2,870	3,526

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	32,972	45,915	47,861
BPS	158,361	197,854	226,646	268,761	312,821
주당EBITDA	51,567	62,675	58,356	70,707	72,307
CFPS	40,737	51,887	47,623	59,607	61,968
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	8.0	3.3	3.2
PBR	1.1	1.4	1.2	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	2.3	1.7
PCFR	4.2	5.3	5.5	2.6	2.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.0	14.3	14.0
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.0	14.3	14.0
EBITDA margin	19.4	25.5	21.3	17.7	17.4
순이익률	11.6	17.1	12.1	11.5	11.5
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.5	18.5	16.5
투하자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	14.9	21.9	16.0
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	33.8	39.2	37.6
순차입금비율	12.2	6.9	14.4	3.1	-8.3
이자보상배율(배)	24.6	88.5	63.9	305.2	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.5	9.4	8.1
재고자산회전율	11.6	11.9	11.4	12.1	10.4
매입채무회전율	22.6	16.6	14.2	16.5	14.2

Compliance Notice

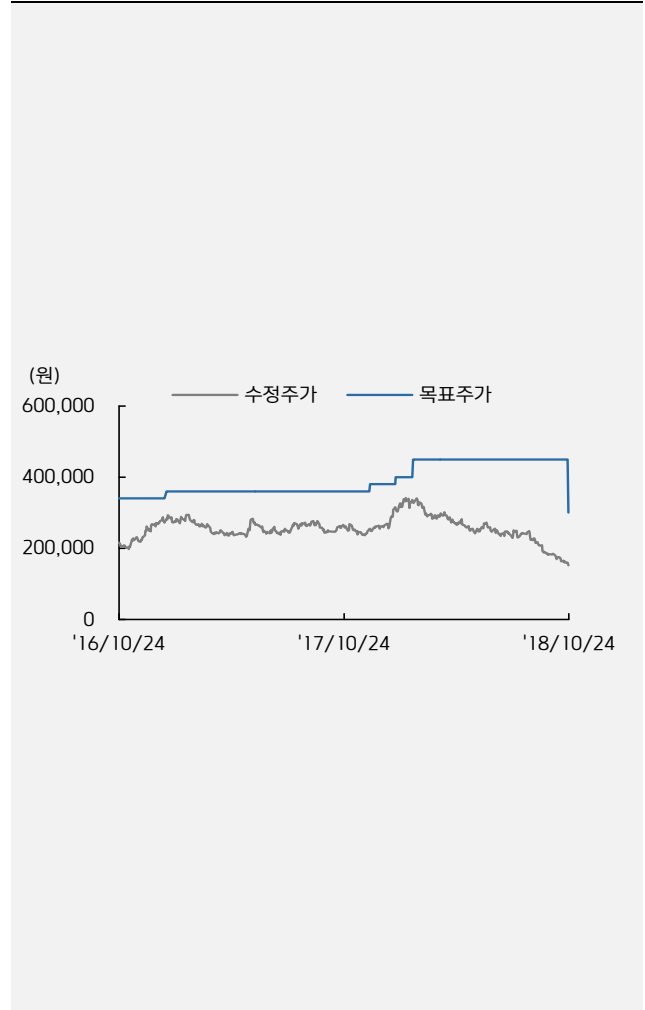
- 당사는 10월 23일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	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	-40.1	-24.3	
2018/08/14	Buy(Maintain)	450,000원	6개월	-56.6	-44.7	
2018/10/24	Buy(Maintain)	300,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%