



## BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(01/07): 148,000원

시가총액: 9,620억원

화학/정유  
Analyst 이동욱  
02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

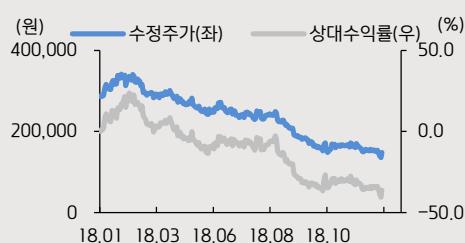
KOSPI (01/07)	2,037.10pt
52 주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	342,000원 -56.73%
등락률	8.82%
수익률	절대 상대
1W	-6.3% -4.6%
6M	-38.5% -31.3%
1Y	-43.0% -30.1%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	58천주
외국인 지분율	14.27%
배당수익률(18E)	2.61%
BPS(18E)	265,203원
주요 주주	이순규 외 12인 국민연금공단
	40.16% 8.97%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	15,964	17,794	24,866	21,353
보고영업이익	3,430	2,842	3,413	2,505
핵심영업이익	3,430	2,842	3,413	2,505
EBITDA	4,074	3,793	4,303	3,422
세전이익	3,602	2,801	3,626	2,695
순이익	2,729	2,145	2,753	2,102
자배주주지분순이익	2,721	2,143	2,753	2,102
EPS(원)	41,867	32,972	42,357	32,337
증감률(%YoY)	35.7	-21.2	28.5	-23.7
PER(배)	6.6	8.0	3.6	4.7
PBR(배)	1.4	1.2	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	2.5	2.7
보고영업이익률(%)	21.5	16.0	13.7	11.7
핵심영업이익률(%)	21.5	16.0	13.7	11.7
ROE(%)	23.4	15.5	17.2	11.6
순부채비율(%)	6.9	14.4	4.1	-4.6

## Price Trend



## 실적 Preview

## 대한유화 (006650)

## 대한유화 규모의 회사를 신규로 건설한다면…



대한유화의 작년 4분기 영업이익은 417억원으로 시장 기대치를 하회할 전망입니다. 높은 원재료 투입 효과 및 미·중 무역 분쟁에 따른 수요 감소로 주력 제품군들의 스프레드 축소가 예상되기 때문입니다. 한편 지난 4년 동안 1.2조원이 넘는 영업이익 달성을 통해 인한 재무구조 개선 및 동일한 규모의 신규 크래커 건설에 따른 투자비를 고려하면, 동사의 시가총액은 여전히 저평가되어 있다고 판단됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 하회 전망

대한유화의 작년 4분기 영업이익은 417억원으로 전 분기 대비 52.4% 감소하며, 최근 낮아진 시장 기대치(영업이익 637억원)를 하회할 전망이다. 전 분기에 이어 전반적인 플랜트 가동률의 변화는 없었지만, 1) 올해 4분기에도 원재료 투입 래깅 효과로 주요 원재료인 나프타 투입 가격이 높은 수준을 유지하였고, 2) 미국-중국 무역 분쟁으로 인한 역내 수요 불확실성 증가로 HDPE, PP, MEG, Mixed C4, BTX 등 주요 제품가격이 하락하였으며, 3) 올해 상반기까지 마진율이 높았던 에틸렌(연간 약 20만톤 외부 판매, 추정치)이 유도품 업황 악화로 일부 역내/외 스팟 물량이 출회되면서, 스프레드가 급락(QoQ -42.2%)한 점도 작년 4분기 실적 둔화 요인으로 작용할 것으로 예상되기 때문이다.

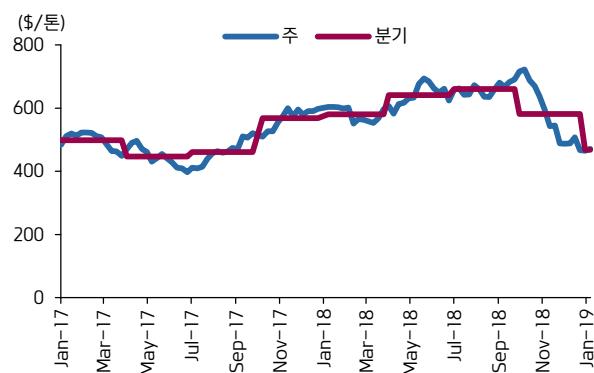
## &gt;&gt;&gt; 올해 연간 영업이익, 작년 대비 26.6% 감소 예상

동사의 올해 연간 영업이익은 작년 대비 26.6% 감소한 2,505억원을 기록할 전망이다. 올해 상반기에는 가격이 낮아진 나프타의 투입이 예상되나, 1) 올해 2분기에 약 한달 정도의 온산 크래커 정기보수에 따른 물량 감소 및 일회성 비용 증가가 예상되고, 2) 타 경쟁사 대비 신규 및 기존 제품 출시가 제한적이며, 3) 작년 증설된 180만톤 규모의 중국 Coal based MEG 플랜트들의 가동률 증가로 올해도 MEG 스프레드의 큰 폭의 개선이 제한적이기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy(유지), 목표주가 220,000원(하향)

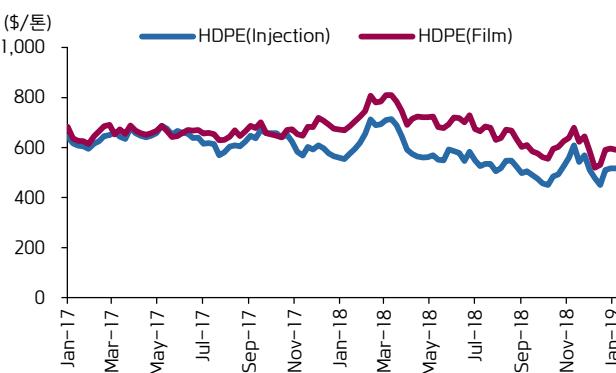
올해 실적 추정치 하향 조정에 따라 동사에 대한 목표주가를 220,000원으로 하향 조정한다. 다만 동사는 지난 4년 동안 1.2조원을 상회하는 영업이익(누적) 달성을 통해 2014년 3,000억원이 넘는 순차입금이 올해 -878억원을 기록하며, 안정적인 재무구조를 보유하고 있다는 점을 고려할 필요가 있어 보인다. 한편 신규로 150만톤 규모의 올레핀(C2/C3) 및 유도체를 건설(인프라 포함)할 경우, 미국 Shale 2<sup>nd</sup> Wave는 약 100억 달러 규모의 투자가 필요하며, 역내/외 프로젝트도 약 30~50억 달러가 필요하다. 동사의 올레핀(C2/C3) 생산능력은 OCU를 포함하면 130만톤을 상회하나, 시가총액은 1조원을 하회하는 등 여전히 저평가 구간에 있는 것으로 평가된다.

## 역내 나프타 가격 추이



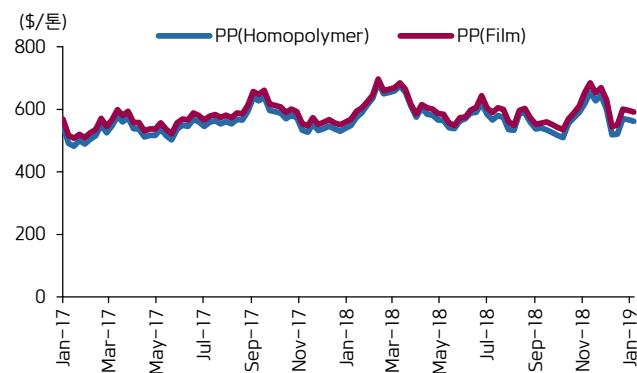
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

## 국내 HDPE 스프레드 추이



자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

## 국내 PP 스프레드 추이



자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

## 국내 에틸렌 스프레드 추이



자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(사업부)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	2019E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual				
매출액	435	224	526	595	613	653	645	576	1,727	1,596	1,779	2,487	2,135
합성수지	225	157	248	267	294	306	273	284	1,089	1,022	897	1,129	1,176
기초유분/합성원료	205	64	275	322	316	350	366	287	624	560	867	1,333	940
기타	4	3	2	6	3	0	6	4	14	15	15	24	19
영업이익	108	-12	84	104	104	108	88	42	271	343	284	341	250
%	24.8	-5.2	15.9	17.5	16.9	16.6	13.6	7.2	15.7	21.5	16.0	13.7	11.7

\* 사업부별 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	24,866	21,353
매출원가	14,007	12,006	14,440	20,892	18,366
매출총이익	3,263	3,958	3,354	3,974	2,987
판매비및일반관리비	551	528	512	561	482
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	3,413	2,505
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	3,413	2,505
영업외손익	-25	172	-41	213	190
이자수익	26	27	13	2	0
배당금수익	0	0	1	0	0
외환이익	74	96	54	35	30
이자비용	110	39	44	12	0
외환손실	80	77	81	45	41
관계기인지분법손익	70	75	74	104	140
투자및기타자산처분손익	8	1	-10	-1	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	-3	-4
기타	-12	89	-49	133	64
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	3,626	2,695
법인세비용	679	873	656	873	593
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.4%	24.1%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	2,753	2,102
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	2,753	2,102
EBITDA	3,352	4,074	3,793	4,303	3,422
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	3,643	3,019
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	2,757	2,105
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	39.7	-14.1
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	20.1	-26.6
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	20.1	-26.6
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	13.4	-20.5
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	28.5	-23.7
EPS	212.7	35.7	-21.2	28.5	-23.7
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	28.1	-23.7

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	2,614	3,317
당기순이익	2,687	3,602	2,801	2,753	2,102
감가상각비	640	644	951	890	917
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	1	11	10
자산처분손익	5	1	11	1	0
지분법손익	-70	-75	-74	-104	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-799	-925	438
기타	-65	-790	-613	-12	-10
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,325	-1,304
투자자산의 처분	-311	-128	124	-13	7
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	782	222
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	374	-186
현금및현금성자산의순증가	741	-473	-774	2,072	2,235
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	2,169
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,169	4,404
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	3,539	2,879
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	2,068	1,943

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	7,786	9,228
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,169	4,404
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,145	2,701
재고자산	1,287	1,387	1,742	2,434	2,090
기타유동비금융자산	0	0	27	38	32
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,136	16,659
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	29	25
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,738	1,872
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	23,922	25,887
유동부채	2,688	3,189	2,602	3,277	2,920
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,785	1,533
단기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타유동부채	596	674	525	692	587
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,407	3,874
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	21	18
사채및장기차입금	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	924	942	1,316	1,130
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,684	6,794
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,243	16,098
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,732	17,238	19,093
비자매주주지분자본총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,356	12,931	14,732	17,238	19,093
순차입금	1,260	894	2,118	701	-878
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	42,357	32,337
BPS	158,361	197,854	226,646	265,203	293,740
주당EBITDA	51,567	62,675	58,356	66,202	52,644
CFPS	40,737	51,887	47,623	56,050	46,444
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	8.0	3.6	4.7
PBR	1.1	1.4	1.2	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	2.5	2.7
PCFR	4.2	5.3	5.5	2.7	3.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.0	13.7	11.7
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.0	13.7	11.7
EBITDA margin	19.4	25.5	21.3	17.3	16.0
순이익률	11.6	17.1	12.1	11.1	9.8
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.5	17.2	11.6
투하자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	14.9	20.3	10.9
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	33.8	38.8	35.6
순차입금비율	12.2	6.9	14.4	4.1	-4.6
이자보상배율(배)	24.6	88.5	63.9	281.1	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.5	9.2	7.3
재고자산회전율	11.6	11.9	11.4	11.9	9.4
매입채무회전율	22.6	16.6	14.2	16.2	12.9

## Compliance Notice

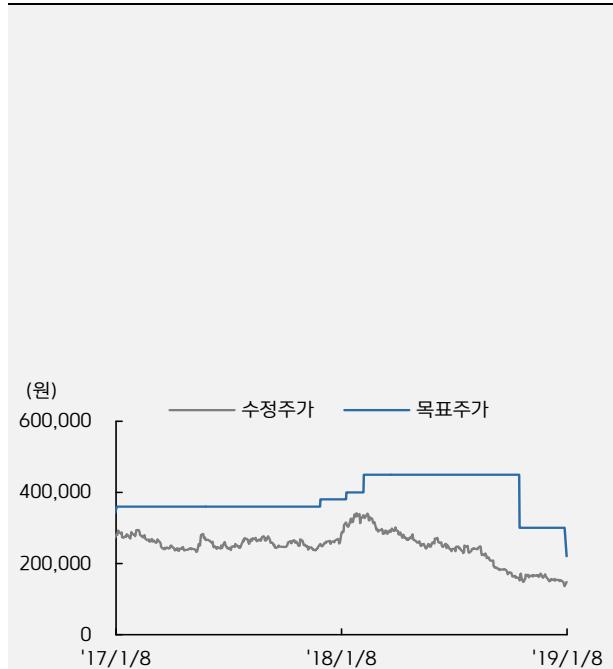
- 당사는 1월 7일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	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	-47.2	-42.7	
	2019/01/08	Buy(Maintain)	220,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%