



## BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원

주가(10/30): 116,500원

시가총액: 7,573억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

## Stock Data

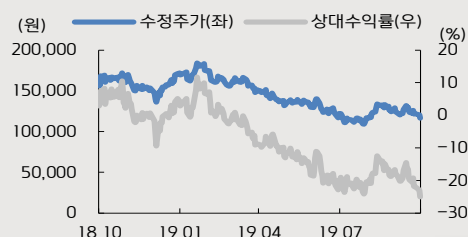
|              |            |          |
|--------------|------------|----------|
| KOSPI(10/30) | 2,080.27pt |          |
| 52 주 주가동향    | 최고가        | 최저가      |
| 최고/최저가 대비    | 184,000원   | 109,500원 |
| 등락률          | -36.7%     | 6.9%     |
| 수익률          | 절대         | 상대       |
| 1M           | -8.6%      | -9.4%    |
| 6M           | -22.3%     | -17.7%   |
| 1Y           | -22.6%     | -25.0%   |

|              |           |
|--------------|-----------|
| 발행주식수        | 6,500천주   |
| 일평균 거래량(3M)  | 31천주      |
| 외국인 지분율      | 13.1%     |
| 배당수익률(2019E) | 3.4%      |
| BPS(2019E)   | 276,245원  |
| 주요 주주        | 이순규 외 12인 |
|              | 40.2%     |

## 투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 1,779.4 | 2,554.0 | 2,111.2 | 2,321.7 |
| 영업이익           | 284.2   | 318.8   | 140.3   | 204.1   |
| EBITDA         | 379.3   | 454.3   | 270.6   | 329.7   |
| 세전이익           | 280.1   | 336.4   | 159.0   | 229.1   |
| 순이익            | 214.5   | 257.4   | 124.0   | 178.7   |
| 지배주주지분순이익      | 214.3   | 257.4   | 124.0   | 178.7   |
| EPS(원)         | 32,972  | 39,602  | 19,079  | 27,496  |
| 증감률(%YoY)      | -21.2   | 20.1    | -51.8   | 44.1    |
| PER(배)         | 8.0     | 3.9     | 6.1     | 4.2     |
| PBR(배)         | 1.16    | 0.59    | 0.42    | 0.39    |
| EV/EBITDA(배)   | 5.1     | 2.2     | 2.1     | 1.2     |
| 영업이익률(%)       | 16.0    | 12.5    | 6.6     | 8.8     |
| ROE(%)         | 15.5    | 16.2    | 7.1     | 9.6     |
| 순부채비율(%)       | 14.4    | 0.1     | -9.8    | -18.1   |

## Price Trend



## 대한유화 (006650)

## 3분기 영업이익, 시장 기대치 20% 상회



대한유화의 올해 3분기 영업이익은 608억원으로 시장 기대치(500억원)를 상회하였습니다. 매크로 변수의 불확실성 지속에도 불구하고, 1) 수출주에 우호적인 환율 효과, 2) 전 분기 정기보수 진행에 따른 기저효과, 3) 나프타/LPG 가격 하락으로 인한 주요 제품들의 스프레드 개선 등에 기인합니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 3분기 실적, 시장 기대치 상회

대한유화의 올해 3분기 영업이익은 608억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 흑자 전환을 하며, 시장 기대치(500억원)를 상회하였다. 역내 MEG 업황 둔화 지속에도 불구하고, 1) 수출주에 우호적인 환율 효과가 발생하였고, 2) 4~5월에 순차적으로 진행되었던 플랜트/크래커 정기보수에 따른 기저효과가 나타났으며, 3) 국제유가/LPG 가격 하락으로 인한 나프타 투입가의 동반 하락으로 전반적인 제조원가가 개선되었고, 4) 대외 매크로 변수의 불확실성에도 3분기 석유화학 성수기 및 고부가 폴리머 증설(분리막용 등) 효과 등으로 가동률이 견조한 수준을 유지하였기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 울산, SM 수급 타이트 지속 전망

동사는 3천억원을 투자하여 내후년 말까지 SM 30만톤 플랜트를 건설할 계획이다. 원재료인 에틸렌/벤젠 등은 온산 업스트림 크래커에서 자체적으로 조달할 것으로 보인다. 동사가 신규 SM 플랜트를 건설하려는 이유는 1) 중간체 추가 진출로 올레핀/PE/PP에 편중된 사업 모델에서 벗어나 방향족 신규 사업 확장을 추진하고, 2) 가격 변동성이 큰 모노머의 사업 효율성을 제고하기 위함이다. 한편 동사의 SM 증설에도 불구하고, 울산은 다운스트림 생산능력을 고려하면 20~30만톤의 공급 부족 상태가 지속될 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 분기 500억원 수준의 이익 창출 능력 보유

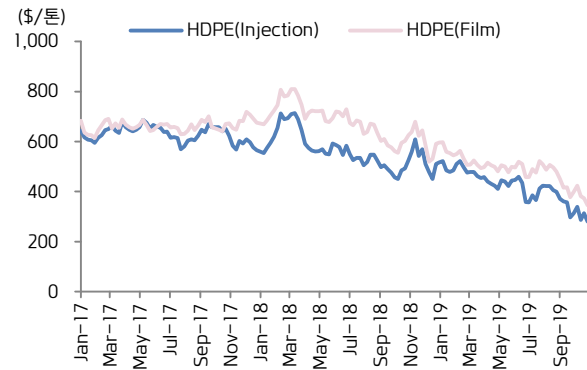
올해 정기보수 진행에 따른 실적 감소, 과거 대비 업황 사이클 둔화 및 역내/외 증설 확대 등으로 동사의 주가는 2018년 초 이후 지속적으로 하락하고 있다. 하지만 1) 대규모 투자 마무리에 따른 우수한 재무구조 지속, 2) 유가 하락에 따른 원가 개선 효과 및 분리막용 폴리머 등 고부가 제품 판매 확대로 분기 500억원 수준의 이익 창출 능력, 3) LPG 원료 투입 비중을 확대할 수 있는 원재료 다각화 옵션 보유, 4) 향후 3~4년 간 대규모 정기보수 제한, 5) 과거 대비 이자수익 증가 및 관계기업 등의 안정적 실적 지속으로 인한 세전이익이 영업이익보다 큰 구조 등을 감안하면, 최근 주가 하락은 과도하다는 판단이다.

## 역내 나프타 가격 추이



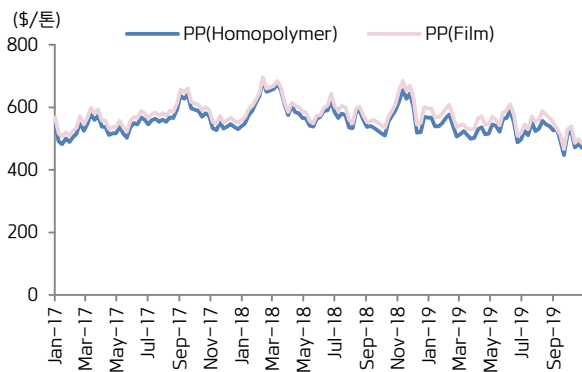
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 국내 HDPE 스프레드 추이



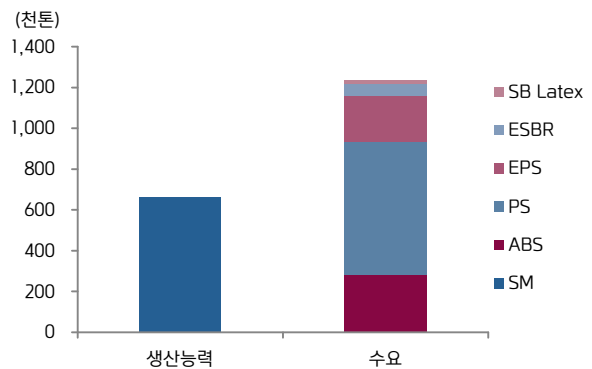
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 국내 PP 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 울산 지역 SM 밸런스(2019년 추정치)



자료: 각사, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

| (십억원) | 2018  |       |       |      | 2019  |       |       |      | 2016   | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E |
|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|-------|
|       | 1Q    | 2Q    | 3Q    | 4Q   | 1Q    | 2Q    | 3QP   | 4QE  | Annual |       |       |       |       |
| 매출액   | 613   | 653   | 645   | 643  | 516   | 405   | 587   | 603  | 1,596  | 1,779 | 2,554 | 2,111 | 2,322 |
| 영업이익  | 104   | 108   | 88    | 19   | 57    | -16   | 61    | 38   | 343    | 284   | 319   | 140   | 204   |
| %     | 16.9% | 16.6% | 13.6% | 3.0% | 11.0% | -3.9% | 10.4% | 6.3% | 21.5%  | 16.0% | 12.5% | 6.6%  | 8.8%  |

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결  | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액              | 1,779.4 | 2,554.0 | 2,111.2 | 2,321.7 | 2,388.6 |
| 매출원가             | 1,444.0 | 2,178.4 | 1,923.9 | 2,066.0 | 2,105.3 |
| 매출총이익            | 335.4   | 375.6   | 187.3   | 255.7   | 283.3   |
| 판매비              | 51.2    | 56.8    | 47.0    | 51.6    | 53.1    |
| 영업이익             | 284.2   | 318.8   | 140.3   | 204.1   | 230.2   |
| EBITDA           | 379.3   | 454.3   | 270.6   | 329.7   | 345.7   |
| 영업외손익            | -4.1    | 17.6    | 18.7    | 25.1    | 32.7    |
| 이자수익             | 1.3     | 1.9     | 8.4     | 14.7    | 22.4    |
| 이자비용             | 4.4     | 3.6     | 3.6     | 3.6     | 3.6     |
| 외환관련이익           | 5.4     | 9.0     | 9.0     | 9.0     | 9.0     |
| 외환관련손실           | 8.1     | 9.6     | 9.3     | 9.3     | 9.3     |
| 종속 및 관계기업손익      | 7.4     | 8.4     | 8.4     | 8.4     | 8.4     |
| 기타               | -5.7    | 11.5    | 5.8     | 5.9     | 5.8     |
| 법인세차감전이익         | 280.1   | 336.4   | 159.0   | 229.1   | 263.0   |
| 법인세비용            | 65.6    | 79.0    | 35.0    | 50.4    | 57.9    |
| 계속사업순이익          | 214.5   | 257.4   | 124.0   | 178.7   | 205.1   |
| 당기순이익            | 214.5   | 257.4   | 124.0   | 178.7   | 205.1   |
| 지배주주순이익          | 214.3   | 257.4   | 124.0   | 178.7   | 205.1   |
| 증감 및 수익성 (%)     |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감률          | 11.5    | 43.5    | -17.3   | 10.0    | 2.9     |
| 영업이익 증감률         | -17.1   | 12.2    | -56.0   | 45.5    | 12.8    |
| EBITDA 증감률       | -6.9    | 19.8    | -40.4   | 21.8    | 4.9     |
| 지배주주순이익 증감률      | -21.3   | 20.1    | -51.8   | 44.1    | 14.8    |
| EPS 증감률          | -21.2   | 20.1    | -51.8   | 44.1    | 14.8    |
| 매출총이익률(%)        | 18.8    | 14.7    | 8.9     | 11.0    | 11.9    |
| 영업이익률(%)         | 16.0    | 12.5    | 6.6     | 8.8     | 9.6     |
| EBITDA Margin(%) | 21.3    | 17.8    | 12.8    | 14.2    | 14.5    |
| 지배주주순이익률(%)      | 12.0    | 10.1    | 5.9     | 7.7     | 8.6     |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산            | 411.7   | 428.7   | 543.5   | 750.7   | 973.6   |
| 현금 및 현금성자산      | 9.7     | 53.7    | 231.7   | 407.4   | 619.3   |
| 단기금융자산          | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매출채권 및 기타채권     | 223.0   | 201.7   | 166.7   | 183.4   | 188.6   |
| 재고자산            | 174.2   | 167.6   | 138.6   | 152.4   | 156.8   |
| 기타유동자산          | 4.8     | 5.7     | 6.5     | 7.5     | 8.9     |
| 비유동자산           | 1,558.9 | 1,555.2 | 1,533.2 | 1,476.0 | 1,429.0 |
| 투자자산            | 143.2   | 148.8   | 157.2   | 165.6   | 174.0   |
| 유형자산            | 1,389.2 | 1,381.4 | 1,351.0 | 1,285.4 | 1,229.9 |
| 무형자산            | 5.7     | 6.4     | 6.4     | 6.4     | 6.4     |
| 기타비유동자산         | 20.8    | 18.6    | 18.6    | 18.6    | 18.7    |
| 자산총계            | 1,970.6 | 1,983.9 | 2,076.8 | 2,226.8 | 2,402.6 |
| 유동부채            | 260.2   | 134.8   | 133.2   | 133.9   | 134.2   |
| 매입채무 및 기타채무     | 123.5   | 75.1    | 73.4    | 74.2    | 74.5    |
| 단기금융부채          | 80.0    | 5.0     | 5.0     | 5.0     | 5.0     |
| 기타유동부채          | 56.7    | 54.7    | 54.8    | 54.7    | 54.7    |
| 비유동부채           | 237.2   | 148.0   | 148.0   | 148.0   | 148.0   |
| 장기금융부채          | 141.5   | 51.0    | 51.0    | 51.0    | 51.0    |
| 기타비유동부채         | 95.7    | 97.0    | 97.0    | 97.0    | 97.0    |
| 부채총계            | 497.4   | 282.8   | 281.2   | 282.0   | 282.2   |
| 자본지분            | 1,473.2 | 1,701.1 | 1,795.6 | 1,944.8 | 2,120.4 |
| 자본금             | 41.0    | 41.0    | 41.0    | 41.0    | 41.0    |
| 자본잉여금           | 264.3   | 264.3   | 264.3   | 264.3   | 264.3   |
| 기타자본            | -5.7    | -5.7    | -5.7    | -5.7    | -5.7    |
| 기타포괄손익누계액       | -0.2    | -0.2    | -5.0    | -9.8    | -14.6   |
| 이익잉여금           | 1,173.7 | 1,401.6 | 1,500.9 | 1,655.0 | 1,835.4 |
| 비지배지분           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 자본총계            | 1,473.2 | 1,701.1 | 1,795.6 | 1,944.8 | 2,120.4 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름          | 227.9  | 350.9  | 493.7  | 451.5  | 487.7  |
| 당기순이익              | 0.0    | 0.0    | 124.0  | 178.7  | 205.1  |
| 비현금항목의 가감          | 105.0  | 147.7  | 166.9  | 171.3  | 160.9  |
| 유형자산감가상각비          | 95.1   | 135.5  | 130.4  | 125.6  | 115.5  |
| 무형자산감가상각비          | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 지분법평가손익            | -7.4   | -8.4   | -8.4   | -8.4   | -8.4   |
| 기타                 | 17.3   | 20.6   | 44.9   | 54.1   | 53.8   |
| 영업활동자산부채증감         | -79.9  | -61.1  | 61.5   | -30.7  | -10.7  |
| 매출채권및기타채권의감소       | -36.9  | 19.4   | 35.0   | -16.6  | -5.3   |
| 재고자산의감소            | -36.0  | -5.2   | 29.1   | -13.8  | -4.4   |
| 매입채무및기타채무의증가       | 2.3    | -59.4  | -1.6   | 0.8    | 0.2    |
| 기타                 | -9.3   | -15.9  | -1.0   | -1.1   | -1.2   |
| 기타현금흐름             | 202.8  | 264.3  | 141.3  | 132.2  | 132.4  |
| 투자활동 현금흐름          | -306.3 | -116.6 | -103.3 | -63.4  | -63.4  |
| 유형자산의 취득           | -318.3 | -125.8 | -100.0 | -60.0  | -60.0  |
| 유형자산의 처분           | 0.1    | 10.4   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 무형자산의 순취득          | -0.4   | -0.8   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 투자자산의감소(증가)        | 7.1    | 2.8    | 0.1    | 0.0    | 0.0    |
| 단기금융자산의감소(증가)      | 10.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타                 | -4.8   | -3.2   | -3.4   | -3.4   | -3.4   |
| 재무활동 현금흐름          | 1.1    | -190.2 | -24.7  | -24.7  | -24.7  |
| 차입금의 증가(감소)        | 35.0   | -165.5 | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 자기주식처분(취득)         | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당금지급              | -24.7  | -24.7  | -24.7  | -24.7  | -24.7  |
| 기타                 | -9.2   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 기타현금흐름             | 0.0    | 0.0    | -187.7 | -187.7 | -187.7 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가    | -77.4  | 44.0   | 178.0  | 175.7  | 211.9  |
| 기초현금 및 현금성자산       | 87.0   | 9.7    | 53.7   | 231.7  | 407.4  |
| 기말현금 및 현금성자산       | 9.7    | 53.7   | 231.7  | 407.4  | 619.3  |

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결    | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)            |         |         |         |         |         |
| EPS                | 32,972  | 39,602  | 19,079  | 27,496  | 31,556  |
| BPS                | 226,646 | 261,707 | 276,245 | 299,199 | 326,214 |
| CFPS               | 49,152  | 62,323  | 44,758  | 53,847  | 56,306  |
| DPS                | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   | 4,000   |
| 주가배수(배)            |         |         |         |         |         |
| PER                | 8.0     | 3.9     | 6.1     | 4.2     | 3.7     |
| PER(최고)            | 9.1     | 8.8     | 9.7     |         |         |
| PER(최저)            | 7.0     | 3.6     | 5.5     |         |         |
| PBR                | 1.16    | 0.59    | 0.42    | 0.39    | 0.36    |
| PBR(최고)            | 1.32    | 1.33    | 0.67    |         |         |
| PBR(최저)            | 1.02    | 0.55    | 0.38    |         |         |
| PSR                | 0.96    | 0.39    | 0.36    | 0.33    | 0.32    |
| PCFR               | 5.4     | 2.5     | 2.6     | 2.2     | 2.1     |
| EV/EBITDA          | 5.1     | 2.2     | 2.1     | 1.2     | 0.6     |
| 주요비율(%)            |         |         |         |         |         |
| 배당성향(% , 보통주, 현금)  | 11.5    | 9.6     | 19.9    | 13.8    | 12.0    |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.5     | 2.6     | 3.4     | 3.4     | 3.4     |
| ROA                | 11.5    | 13.0    | 6.1     | 8.3     | 8.9     |
| ROE                | 15.5    | 16.2    | 7.1     | 9.6     | 10.1    |
| ROIC               | 15.0    | 15.0    | 6.9     | 10.4    | 12.1    |
| 매출채권회전율            | 8.6     | 12.0    | 11.5    | 13.3    | 12.8    |
| 재고자산회전율            | 11.4    | 14.9    | 13.8    | 16.0    | 15.5    |
| 부채비율               | 33.8    | 16.6    | 15.7    | 14.5    | 13.3    |
| 순차입금비율             | 14.4    | 0.1     | -9.8    | -18.1   | -26.6   |
| 이자보상배율             | 63.9    | 88.0    | 38.7    | 56.3    | 63.6    |
| 총차입금               | 221.5   | 56.0    | 56.0    | 56.0    | 56.0    |
| 순차입금               | 211.8   | 2.3     | -175.7  | -351.4  | -563.3  |
| NOPLAT             | 379.3   | 454.3   | 270.6   | 329.7   | 345.7   |
| FCF                | -84.0   | 202.9   | 201.3   | 194.1   | 224.3   |

## Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 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.

## 고지사항

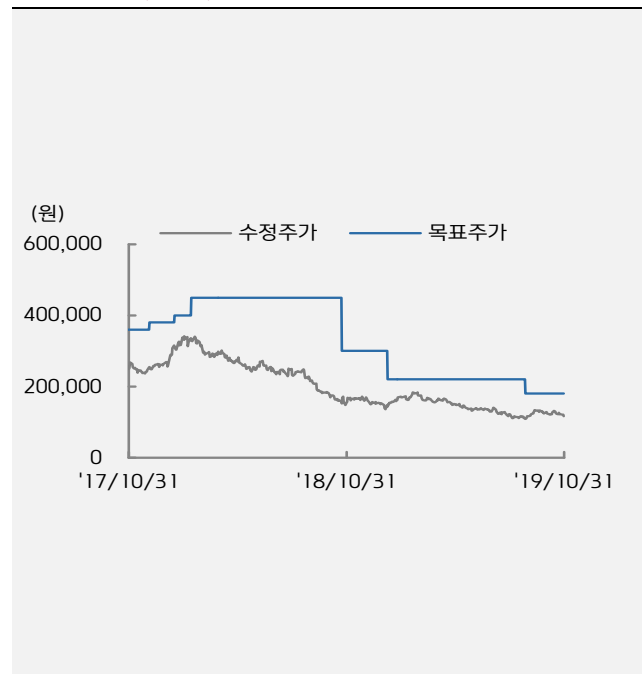
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자자의견변동내역(2개년)

| 종목명              | 일자         | 투자자의견         | 목표주가     | 목표 가격<br>대상<br>사명 | 과리율(%)     |            |
|------------------|------------|---------------|----------|-------------------|------------|------------|
|                  |            |               |          |                   | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 대한유화<br>(006650) | 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               | -25.3      | -16.4      |
|                  | 2019/02/20 | Buy(Maintain) | 220,000원 | 6개월               | -29.7      | -16.4      |
|                  | 2019/08/27 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 6개월               | -30.9      | -25.6      |
|                  | 2019/09/23 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 6개월               | -43.3      | -39.1      |
|                  | 2019/10/31 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 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 (2018/10/01~2019/09/30)

| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 93.98% | 5.42% | 0.60% |