



BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원

주가(8/31): 195,500원

시가총액: 12,708억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (8/31)	2,034.65pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	274,500원	137,500원
등락률	-28.78%	42.18%
수익률	절대	상대
1W	-16.8%	-17.6%
6M	-18.4%	-21.9%
1Y	34.4%	28.2%

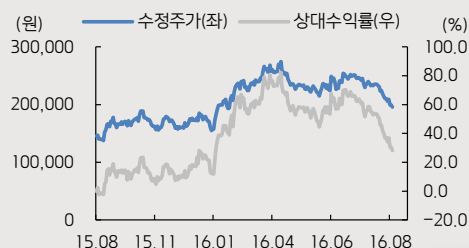
Company Data

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	23.03%
배당수익률(16E)	2.05%
BPS(16E)	195,308원
주요 주주	이순규 외 13인
	대한유화우리사주조합
	41.65%
	8.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,270	16,783	21,198	27,975
보고영업이익	2,712	3,262	3,316	3,032
핵심영업이익	2,712	3,262	3,316	3,032
EBITDA	3,352	3,862	4,068	3,850
세전이익	2,687	3,451	3,544	3,320
순이익	2,008	2,594	2,645	2,479
지배주주지분순이익	2,005	2,586	2,637	2,471
EPS(원)	30,846	39,780	40,572	38,013
증감률(%YoY)	212.7	29.0	2.0	-6.3
PER(배)	5.6	4.9	4.8	5.1
PBR(배)	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.7	3.7	3.2	2.8
보고영업이익률(%)	15.7	19.4	15.6	10.8
핵심영업이익률(%)	15.7	19.4	15.6	10.8
ROE(%)	21.4	22.4	18.9	15.2
순부채비율(%)	12.2	10.6	1.4	-12.3

Price Trend



기업분석

대한유화 (006650)

전세계 화학 업체 중 가장 저평가



일부 역내 생산차질 크래커(싱가폴 Shell)의 재가동 및 신규 크래커 가동 개시(사우디 Sadara) 등으로 올해 2분기를 Peak으로 국내 석유화학 업체의 실적이 큰 폭으로 감소할 것으로 전망하는 의견이 최근 대두되고 있다. 하지만 일부 부정적인 요인에도 불구하고, 역내/외 정기보수 및 생산차질로 대한유화 등 국내 NCC 업체의 이익 기여도가 높은 에틸렌 체인의 스프레드는 여전히 견고한 흐름을 지속하고 있다.

>>> 일부 부정적인 요인에도 불구하고, 여전히 견고한 에틸렌 체인 스프레드

최근 환율 하락, 긍정적 원재료 Lagging 효과 축소, 2015년말 이후 가동을 정지하였던 싱가포르 Shell NCC 재가동, 사우디 Sarada MFC 신규 가동에 따른 올레핀 수급타이트 진정 전망에 따라 올해 3분기 이후 대한유화를 포함한 화학 섹터의 주가가 하락세를 이어가고 있다.

하지만 역내 Formosa, JX Nippon 등 역내 NCC 정기보수 진행 및 역외 지역 생산 차질(미국 홍수, 유럽 설비 트러블) 등으로 3분기 에틸렌 체인의 스프레드는 강세를 유지하며 시장의 기대보다 국내 NCC 업체의 3분기 실적은 견조한 흐름을 지속할 전망이다. 특히 작년 이후 국내 NCC 업체의 이익기여도가 높은 PE(HDPE Injection 기준) 제품군의 경우 3분기 누계 평균 Spread가 \$726/톤으로 전 분기(\$739/톤) 대비 1.7% 감소하였지만, 제품가격 하락 분을 고려하였을 경우 오히려 마진을 측면에서는 전 분기 대비 개선이 전망되기 때문이다. 또한 Film Grade HDPE는 오히려 3분기 누계 스프레드(\$741/톤)가 전 분기(\$716/톤) 대비 높은 상황이며, 오는 9월 중국 G20 정상 회담에 따른 추가적인 제품가격 반등을 고려하면 시장에서 우려하던 3분기 석유화학 업체의 큰 폭의 마진 훼손은 우려에 불과할 전망이다.

한편 최근 북미 지역의 에틸렌 수급타이트 현상으로 인한 북미 에틸렌 가격의 상승으로 운송비를 고려할 경우 일각에서 제기한 북미 에틸렌의 역외 수출은 제한적일 것으로 예상된다.

>>> 내년부터 규모의 경제 논리에 동참하다

현재 동사는 온산 NCC 증설을 진행 중이며, 내년 6월에는 NCC 생산능력이 기존 47만톤에서 80만톤으로 약 70%가 증가할 전망이다. 이에 따라 에틸렌 생산 시 부산되는 프로필렌/Mixed C4/BTX 생산능력도 동시에 약 50~63% 증가하며, 동사는 내년부터 외형 측면에서 규모의 경제 효과가 기대된다.

또한 이번 NCC 증설로 규모의 경제 효과뿐만 아니라 동사 실적에 긍정적 효과가 추가 될 것으로 보인다. 1) 규모의 확대로 전반적인 에너지 원단위/비용의 감소 등 연료비 절감이 예상되며, 2) 2014년말 MEG/EO 신설에 따른 자체 에틸렌 밸런스가 부족하여 PE/PP 가동률이 기존 대비 현격히 감소하였는데, 이번 에틸렌/프로필렌 증설로 폴리머 가동률을 최대 100%까지 높일 수 있으며, 3) 부타디엔 등 추가 유도체 증설 등도 가능해지고, 4) 동사의 증설에도 불구하고 울산 지역은 에틸렌 공급 부족을 겪고 있어, 추가적인 에틸렌 외부 판매도 예상되며, 5) 증설과 동시에 설비 개조 및 탱크 확보를 통하여 크래커의 LPG 수용능력을 확대해 하절기 나프타 투입 비중을 줄이고, LPG 투입 비중을 높일 수 있는 원료 다변화 옵션이 생기게 된다.

한편 동사는 올해와 내년에 NCC 증설에 약 5천억원 수준의 대규모 Capex 투입에도 불구하고, 작년과 올해 약 3,000~4,000억원 수준의 EBITDA 창출 능력을 고려하였을 때, 동사의 올해 부채비율은 약 50% 수준에 불과할 전망이다.

>>> 아시아 NCC의 에틸렌 제조마진은 북미 ECC 보다 높다

막연하게 북미 ECC가 아시아 NCC 대비 경제성이 무조건 좋다는 편견은 접어두자. 실제 각 지역별 현물 가격 등을 고려한 에틸렌 제조마진은 흥미롭게도 현재 북미 ECC 보다 아시아 NCC가 오히려 톤당 \$250 정도 높은 상황이다. 북미 에틸렌 가격이 최근 수급타이트로 인하여 반등하고 있지만, 북미 에탄 공급 과잉에 따른 에탄 투입 가격 하락으로 북미 에틸렌 가격은 여전히 낮은 수준을 유지하고 있고, C3 이하 부산물 가격 반등으로 부산물 수율이 큰 NCC의 원가에서 부산물 차감 효과가 커졌기 때문이다.

한편 재정거래 측면에서 북미 에틸렌의 역외 판매를 우려하는 시각이 존재한다. 하지만 최근 북미 에틸렌 가격이 상승하였고, 북미 ECC도 대부분 자체 에틸렌 유도체를 통합하고 있으며, 지역적 밸런스(유럽/남미 생산 거점 보유)를 고려하면 아시아 역내로 북미 에틸렌의 유입은 제한되고 있는 상황이다. 또한 북미 에틸렌 유도체의 주요 수출 지역인 남미의 경우 최근 생산능력 확대에도 불구하고 공급 부족이 여전한 상황이며, 현재 PE/MEG 등 다운스트림 제품군 가격을 고려하면 북미 ECC의 경우도 에틸렌의 외부 판매 보다는 다운스트림 제품을 제조해 판매하는 것이 더 합리적인 상황이다. 한편 미국의 실현 가능성이 큰 ECC 증설은 허가 지연(대부분 1~2년) 등으로 실제 가동되는 시기는 2017년말로 2016년과 2017년 에틸렌 수급에는 큰 영향을 미치지 못할 전망이다.

>>> 하반기 실적 감익은 제한적으로 전망

\$200대 초중반의 저가 나프타 투입 효과 제한, 수출주에 부정적인 환율 움직임 등으로 올해 2분기 대비 동사의 3분기 마진 감소 요인이 존재한다. 하지만 동사는 견조한 플랜트 가동률 유지 및 PE 스프레드 견조세 지속으로 올해 3분기 영업이익은 작년 대비 13.2% 증가한 807억원을 기록할 전망이다.

또한 4분기는 석유화학 섹터의 전통적인 계절적 비수기로 동사 실적 감익이 클 것으로 예상하는 투자자가 많다. 동사의 경우 순수화학 비중이 커서 일정 부분 합리적이지는 않지만, 작년 초부터 높은 가동률을 유지하고 있는 MEG 플랜트 보유 효과로 과거 대비 이익 개선세가 유지될 전망이다. 참고로 4분기는 폴리에스터의 계절적 성수기이다.

>>> 현재 유가 기준에서는 중국 CTO/MTO 프로젝트 경제성 떨어진다

8/30일 WTI 기준 국제유가는 배럴당 46.35달러로 국제유가가 70달러 이상에서 경제성을 가지는 중국의 CTO/MTO 프로젝트의 경쟁력이 급격히 하락한 상황이다. 중국의 CTO/MTO 프로젝트는 동일 생산능력의 NCC 대비 3배 이상의 설비 투자비가 필요하고, 수자원 인프라가 요구되며, 환경 이슈가 존재하는 등 많은 단점에도 불구하고, 높은 변동마진을 장점으로 경제성을 보유했었다. 하지만 최근 유가 하락 안정화로 NCC의 원가가 급격히 개선되어 향후 중국 CTO/MTO 프로젝트의 연기 취소가 이어질 전망이다.

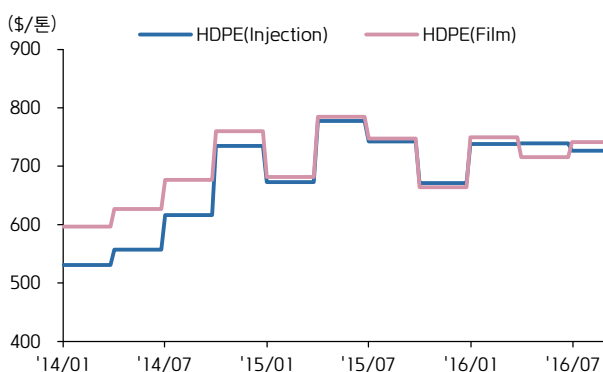
좀 더 부연하면, CTO는 석탄을 활용하는 만큼, 고온 프로세스를 구축하는데 대규모 투자비가 들어간다. 이 때문에 투자비를 낮추기 위해서는 프로세스 개선 또는 규모의 경제를 활용해 톤당 투자비를 낮추는 것 이외는 원가를 낮추는 방법이 없다. 이에 따라 저유가 기조가 유지된다면, 높은 고정비 부담으로 향후 추진될 프로젝트뿐만 아니라 현재 램프업 중인 프로젝트도 경제성이 크게 훼손되게 된다. 실제로 Datang Power의 경우 석탄화학 설비에 대하여 2015년초 약 4,000억원의 상각 처리를 하였으며, China Coal/Yitai Coal 등 타 석탄화학에 선 진출한 석탄 회사도 잠재적 자산 상각 처리가 이어질 전망이다.

>>> 투자 의견 Buy, 목표주가 340,000원 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy(매수), 목표주가 340,000원을 유지한다. 동사에 대해 투자 의견이 Buy(매수)인 이유는 1) 일부 북미 ECC 건설 지연 등으로 내년까지 에틸렌 체인의 호조세가 이어질 전망이며, 2) 동사는 내년 상반기 NCC 리밸런싱을 완료하여 추가적인 생산/판매 물량의 증가가 예상되며, 3) 부타디엔 등 비에틸렌 제품의 공급이 점진적으로 개선될 것으로 전망되기 때문이다.

현 주가는 올해 기준 PER 4.9배, PBR 1배 수준으로 ROE 22.4%를 감안하면 전세계 화학 업체 중 가장 저평가되어 있다고 판단되며, 최근 동사의 주가 하락은 양호한 펀더멘탈 대비 과도해 보인다.

HDPE 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

북미/아시아 크래커 에틸렌 제조마진 비교(2016년 8월)

구분	아시아	북미		비고
	나프타	에탄	프로판	
에틸렌 가격	51	33	33	센트/파운드
원재료 가격	18	6	11	센트/파운드
원재료 가격(에틸렌 파운드 당)	54	7	26	센트/파운드
마진(원재료)	-3	26	7	센트/파운드
부산물 차감	46	4	27	센트/파운드
마진(원재료/부산물 차감)	42	4	27	센트/파운드
기타 원가	3	2	3	센트/파운드
총 마진	40	28	31	센트/파운드
	874	620	694	\$/톤

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

대한유화 ONE Project 탱크 건설 사진



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 ONE Project 탱크 건설 사진



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2015				2016				2014	2015	2016E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	429	451	442	405	394	405	409	470	2,053	1,727	1,678
영업이익	54	88	71	57	78	98	81	69	70	271	326
영업이익률	12.7%	19.5%	16.1%	14.2%	19.7%	24.3%	19.7%	14.7%	3.4%	15.7%	19.4%
순이익	42	69	50	41	63	76	64	56	63	201	259

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

글로벌 화학 업체 PER(2016년) 비교

구분	PER	구분	PER
대한유화(추정치)	4.9	미쓰비시가스화학	12.2
브라스켄	6.3	쿠라레	12.2
롯데케미칼	6.5	아사히카세이	12.4
한화케미칼	6.9	웨스트레이크 케미컬	12.4
SKC	7.1	타타 케미컬스	12.5
Deepak Fertilisers & Petrochem	7.3	코퍼스 홀딩스	12.6
트린시오	7.7	TSRC	12.8
잉더 가스 그룹	8.1	다이요닛폰산소	13.0
라이온델바젤 인더스트리스	8.3	아르케마	13.2
토소	8.6	다우 케미컬	13.5
코오롱인더스트리	8.6	알페크	14.0
우베흥산	8.8	완화 화학 그룹	14.1
덴카	9.0	폴리원	14.3
스미토모화학	9.0	Covestro AG	14.3
헨츠만	9.0	바스프	14.4
제온	9.1	사우디 베이직 인더스트리얼	14.6
도쿠야마	9.1	올린	14.7
미쓰비시 케미컬 홀딩스	9.1	에어 워터	14.7
셀라니즈 코퍼레이션	9.4	포르모사 플라스틱	14.8
이스트만 케미컬	9.5	난야 플라스틱	14.9
시노펙 상하이석유화학	9.5	포르모사 케미컬 & 파이버	15.2
PTT 글로벌 케미컬	9.6	안부 내셔널 페트로케미컬	15.2
금호석유화학	10.0	탄산 짬유 화공	15.4
캐넥서스	10.0	인도라마 벤처	16.0
사우디 인터내셔널 페트로케미컬	10.2	룽성 석유화학	16.2
미쓰이화학	10.4	멕시켄	16.2
누플렉스 인더스트리얼	10.7	블루스타 아디세오	16.4
크레이튼 퍼포먼스 폴리머스	10.8	랑세스	17.0
가네카	11.1	페트로나스 케미컬 그룹	18.0
니폰쇼쿠바이	11.1	도카이카본	18.2
다이셀	11.2	사우디 카안 페트로케미컬	23.2
아데카	11.3	엑시올	26.1
솔베이	11.5	메타넥스	27.7
LG 화학	11.6	EMS-헤미 홀딩	28.9
쇼와전공	11.9	네이멍구 위안 싱 에너지	36.8
산동 화루 형성 화학	12.0	평균	12.9

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	20,534	17,270	16,783	21,198	27,975
매출원가	19,290	14,007	12,972	17,190	24,028
매출총이익	1,244	3,263	3,811	4,008	3,948
판매비및일반관리비	545	551	548	692	916
영업이익(보고)	699	2,712	3,262	3,316	3,032
영업이익(핵심)	699	2,712	3,262	3,316	3,032
영업외손익	103	-25	188	227	289
이자수익	31	26	7	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	84	74	78	79	80
이자비용	78	110	17	0	0
외환손실	85	80	77	79	80
관계기업지분법손익	53	70	84	80	100
투자및기타자산처분손익	0	8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	0	16	21	22
기타	106	-12	98	126	166
법인세차감전이익	803	2,687	3,451	3,544	3,320
법인세비용	164	679	856	898	842
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	24.8%	25.3%	25.3%
당기순이익	638	2,008	2,594	2,645	2,479
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,586	2,637	2,471
EBITDA	1,045	3,352	3,862	4,068	3,850
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,194	3,397	3,297
수정당기순이익	644	2,002	2,578	2,624	2,456
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-2.8	26.3	32.0
영업이익(보고)	289.5	287.9	20.3	1.7	-8.6
영업이익(핵심)	289.5	287.9	20.3	1.7	-8.6
EBITDA	86.3	220.6	15.2	5.3	-5.4
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	29.0	2.0	-6.3
EPS	39.5	212.7	29.0	2.0	-6.3
수정순이익	48.8	210.7	28.8	1.8	-6.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,150	2,955	2,641
당기순이익	803	2,687	2,594	2,645	2,479
감가상각비	346	640	600	752	818
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1	0	-1	0	0
자산처분손익	1	5	0	0	0
지분법손익	-53	-70	-84	-80	-100
영업활동자산부채 증감	-360	40	40	-362	-556
기타	38	-65	1	0	0
투자활동현금흐름	-1,725	-1,138	-3,027	-1,824	-415
투자자산의 처분	-90	-311	1	-10	-15
유형자산의 처분	0	8	0	0	0
유형자산의 취득	-1,638	-844	-3,029	-1,814	-400
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	2	8	0	0	0
재무활동현금흐름	794	-1,359	1,301	909	335
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	868	-1,255	1,514	907	200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-62	-93	-185	-247	-247
기타	-13	-11	-28	249	382
현금및현금성자산의순증가	-156	741	1,423	2,040	2,561
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	2,767	4,807
기말현금및현금성자산	603	1,344	2,767	4,807	7,368
Gross Cash Flow	1,135	3,197	3,110	3,317	3,197
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	874	1,892	2,894

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,450	8,196	11,840
현금및현금성자산	603	1,344	2,767	4,807	7,368
유동금융자산	138	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,432	1,809	2,387
재고자산	1,684	1,287	1,251	1,580	2,086
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,697	14,853	14,554
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	13	17
투자자산	1,015	1,525	1,608	1,698	1,813
유형자산	9,156	9,600	12,029	13,091	12,673
무형자산	61	50	50	50	50
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,404	15,291	19,147	23,048	26,394
유동부채	2,721	2,688	2,652	2,980	3,484
매입채무및기타유동채무	844	687	668	844	1,114
단기차입금	900	500	500	500	500
유동성장기차입금	859	905	905	905	905
기타유동부채	118	596	579	732	966
비유동부채	3,262	2,247	3,730	4,905	5,515
장기매입채무및비유동채무	124	73	71	89	118
사채및장기차입금	2,097	1,199	2,713	3,620	3,820
기타비유동부채	1,041	975	947	1,196	1,577
부채총계	5,983	4,935	6,382	7,885	8,999
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	5,346	7,276	9,678	12,069	14,294
기타자본	2,140	2,142	2,142	2,142	2,142
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,695	15,087	17,312
비지배주주지분자본총계	60	62	70	77	83
자본총계	8,421	10,356	12,765	15,163	17,395
순차입금	3,115	1,260	1,351	218	-2,143
총차입금	3,856	2,603	4,118	5,025	5,225

투자지표

(단위: 원, 배, %)

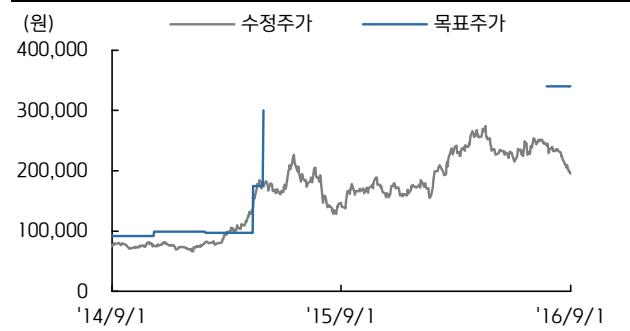
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	39,780	40,572	38,013
BPS	128,637	158,361	195,308	232,100	266,332
주당EBITDA	16,084	51,567	59,422	62,586	59,228
CFPS	15,152	40,737	49,141	52,265	50,720
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	7.2	5.6	4.9	4.8	5.1
PBR	0.6	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.4	3.7	3.7	3.2	2.8
PCFR	4.7	4.2	4.0	3.7	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	19.4	15.6	10.8
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	19.4	15.6	10.8
EBITDA margin	5.1	19.4	23.0	19.2	13.8
순이익률	3.1	11.6	15.5	12.5	8.9
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	22.4	18.9	15.2
투자자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	26.6	23.4	20.3
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	50.0	52.0	51.7
순차입금비율	37.0	12.2	10.6	1.4	-12.3
이자보상배율(배)	9.0	24.6	187.1	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	10.8	11.6	13.1	13.3
재고자산회전율	11.8	11.6	13.2	15.0	15.3
매입채무회전율	17.7	22.6	24.8	28.0	28.6

- 당사는 8월 31일 현재 '대한유화 (006650)' 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
대한유화 (006650)	2014/11/07	Buy(Maintain)	99,000원
	2015/01/28	Buy(Maintain)	97,000원
	2015/04/14	Buy(Maintain)	175,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	340,000원
	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원

목표주가 추이



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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%