



## BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원

주가(9/26): 204,000원

시가총액: 13,260억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (9/26)	2,047.11pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	274,500원	155,000원
등락률	-25.68%	31.61%
수익률	절대	상대
1W	-2.4%	-2.9%
6M	-20.6%	-23.1%
1Y	22.9%	16.6%

## Company Data

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	37천주
외국인 지분율	22.66%
배당수익률(16E)	1.96%
BPS(16E)	194,134원
주요 주주	이순규 외 13인 41.65%
	국민연금관리공단 8.48%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,270	16,783	21,198	27,975
보고영업이익	2,712	3,219	3,304	3,014
핵심영업이익	2,712	3,219	3,304	3,014
EBITDA	3,352	3,819	4,056	3,833
세전이익	2,687	3,283	3,202	2,944
순이익	2,008	2,518	2,498	2,296
지배주주지분순이익	2,005	2,509	2,490	2,289
EPS(원)	30,846	38,606	38,306	35,217
증감률(%YoY)	212.7	25.2	-0.8	-8.1
PER(배)	5.6	5.3	5.3	5.8
PBR(배)	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.7	3.9	3.4	3.0
보고영업이익률(%)	15.7	19.2	15.6	10.8
핵심영업이익률(%)	15.7	19.2	15.6	10.8
ROE(%)	21.4	21.9	18.1	14.4
순부채비율(%)	12.2	11.3	3.0	-10.2

## Price Trend



## 기업분석

## 대한유화 (006650)

## 3Q16 Preview: 여전히 견조한 마진을 유지



대한유화의 올해 3분기 영업이익은 일부 부정적인 요인에도 불구하고, 저유가 기조에 따른 NCC 경쟁력 유지 및 역내/외 올레핀 수급타이트 지속으로 작년 대비 증익 추세가 이어질 전망이다. 한편 내년에는 NCC 리밸런싱 및 개조 완료에 따른 규모의 경제 효과 및 원재료 다변화 효과(LPG 투입 비중 확대)로 추가적인 외형 성장 및 실적 개선이 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 2016년 3분기 영업이익, 전년 대비 10.4% 증가 전망

환율 하락, 7~8월 중국발 화학 수요 약세 및 싱가포르 Shell NCC 재가동 등 일부 실적에 부정적인 요인에도 불구하고, 동사의 올해 3분기 영업이익은 787억원으로 작년 대비 10.4% 증가할 전망이다.

이는 1) 저유가 기조가 유지되는 가운데, 역내 크래커들(포모사, 시노펙, JX에너지 등)의 추가적인 정기보수 진행으로 주력 제품인 HDPE/MEG의 스프레드가 전 분기에 이어 여전히 견고한 수준을 유지하고 있고, 2) 가격이 PE 대비 낮은 수준을 유지한 PP도 역내 수급타이트 현상 발생과 중국 석탄 가격 상승으로 마진을 측면에서는 PE와 유사한 수준을 기록하고 있는 것으로 예상되며, 3) 동사는 작년과 올해에 의미 있는 정기보수가 없어 타 경쟁사 대비 물량 및 가동률 훼손이 크지 않을 것으로 추정되며, 4) 비교적 소규모 설비를 보유하고 있는 이점을 바탕으로 시황에 탄력적인 생산/판매 정책을 실시하는 등 전사 수익성을 극대화하는 전략을 추구하기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 내년에는 더욱 유연해진다

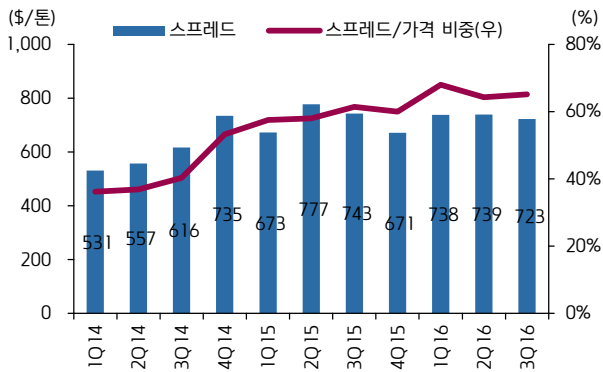
동사는 온산 NCC 증설을 진행 중에 있으며, 내년 6월 말에는 NCC 규모가 현재 47만톤에서 80만톤으로 약 70% 증가할 전망이다. 또한 에틸렌 생산 시 부산되는 프로필렌/C4/BTX 생산능력도 동반 증가하는 등 규모의 경제 효과가 기대된다.

한편 동사는 리밸런싱과 동시에 크래커의 나프타/LPG Swing 비중을 높이는 작업을 동시에 추진하고 있다. 이에 동사는 나프타와 함께 LPG를 원료로 사용할 수 있게 되어 향후 원재료 수급 및 가격 변동에 유연하게 대처할 수 있을 것으로 보인다. 참고로 그 동안 동사는 NCC 분해공정에서 부산물로 발생하는 LPG를 활용해 주로 전력(GTG) 등을 생산했다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 340,000원 유지

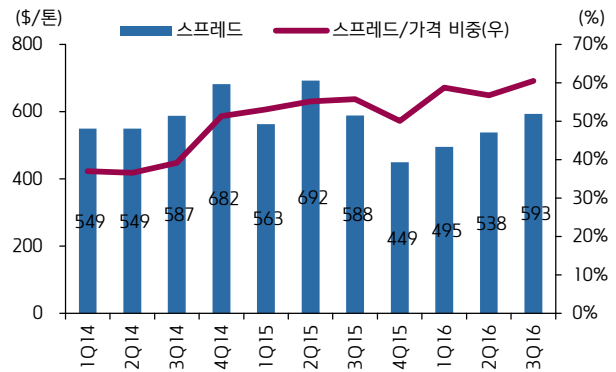
일부 부정적인 요인에도 불구하고, 내년까지 이익 창출력이 과도하게 저평가되어 있다고 판단된다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 340,000원 유지한다.

## HDPE 스프레드 추이(분기별)



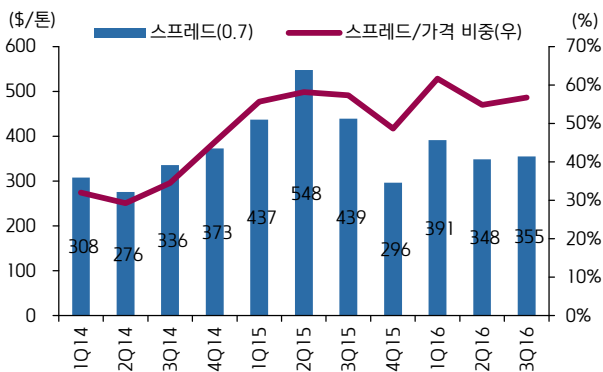
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## PP 스프레드 추이(분기별)



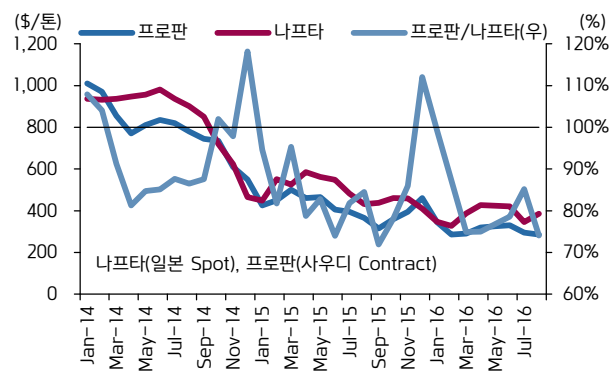
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## MEG 스프레드 추이(분기별)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 프로판/나프타 가격 추이(월별)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2015				2016				2014	2015	2016E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual
매출액	428.5	451.2	442.0	405.3	394.4	404.7	409.2	470.1	2,053.4	1,727.0	1,678.3
영업이익	54.4	88.0	71.3	57.4	77.9	98.5	78.7	66.8	69.9	271.2	321.9
%	12.7%	19.5%	16.1%	14.2%	19.7%	24.3%	19.2%	14.2%	3.4%	15.7%	19.2%
순이익	41.7	68.6	50.0	40.5	63.1	76.4	61.4	50.9	63.8	200.8	251.8

자료: 대한유화, 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	13,016	17,202	24,045
매출총이익	1,244	3,263	3,767	3,995	3,931
판매비및일반관리비	545	551	548	692	916
영업이익(보고)	699	2,712	3,219	3,304	3,014
영업이익(핵심)	699	2,712	3,219	3,304	3,014
영업외손익	103	-25	65	-102	-71
이자수익	31	26	17	23	30
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	84	74	78	79	80
이자비용	78	110	151	352	389
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	3,283	3,202	2,944
법인세비용	164	679	766	704	648
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	23.3%	22.0%	22.0%
당기순이익	638	2,008	2,518	2,498	2,296
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,509	2,490	2,289
EBITDA	1,045	3,352	3,819	4,056	3,833
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,118	3,249	3,114
수정당기순이익	644	2,002	2,502	2,477	2,274
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-2.8	26.3	32.0
영업이익(보고)	289.5	287.9	18.7	2.6	-8.8
영업이익(핵심)	289.5	287.9	18.7	2.6	-8.8
EBITDA	86.3	220.6	13.9	6.2	-5.5
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	25.2	-0.8	-8.1
EPS	39.5	212.7	25.2	-0.8	-8.1
수정순이익	48.8	210.7	24.9	-1.0	-8.2

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,073	2,808	2,459
당기순이익	803	2,687	2,518	2,498	2,296
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	1,347	1,892	2,379
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	2,690	4,582
기말현금및현금성자산	603	1,344	2,690	4,582	6,961
Gross Cash Flow	1,135	3,197	3,033	3,169	3,014
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	830	1,879	2,877

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,373	7,971	11,434
현금및현금성자산	603	1,344	2,690	4,582	6,961
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	19,071	22,824	25,987
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	9,601	11,846	13,889
기타자본	2,140	2,142	2,142	2,142	2,142
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,619	14,863	16,906
비지배주주지분자본총계	60	62	70	76	82
자본총계	8,421	10,356	12,688	14,939	16,988
순차입금	3,115	1,260	1,428	442	-1,736
총차입금	3,856	2,603	4,118	5,025	5,225

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

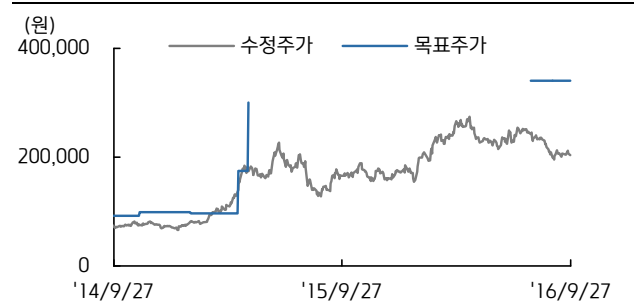
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	38,606	38,306	35,217
BPS	128,637	158,361	194,134	228,660	260,095
주당EBITDA	16,084	51,567	58,747	62,393	58,964
CFPS	15,152	40,737	47,963	49,992	47,915
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주당배수(배)					
PER	7.2	5.6	5.3	5.3	5.8
PBR	0.6	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.4	3.7	3.9	3.4	3.0
PCFR	4.7	4.2	4.3	4.1	4.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	19.2	15.6	10.8
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	19.2	15.6	10.8
EBITDA margin	5.1	19.4	22.8	19.1	13.7
순이익률	3.1	11.6	15.0	11.8	8.2
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	21.9	18.1	14.4
투자자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	26.3	23.3	20.2
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	50.3	52.8	53.0
순차입금비율	37.0	12.2	11.3	3.0	-10.2
이자보상배율(배)	9.0	24.6	21.3	9.4	7.7
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 9월 26일 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.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	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(Maintain)	340,000원
	2016/09/01	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/05	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/08	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/09/27	Buy(Maintain)	340,000원

## 목표주가 추이



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

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