



BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원
주가(12/9): 257,500원
시가총액: 16,738억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/9)	2,024.69pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	274,500원	155,000원
등락률	-6.19%	66.13%
수익률	절대	상대
1W	30.4%	26.1%
6M	8.9%	8.9%
1Y	59.4%	53.4%

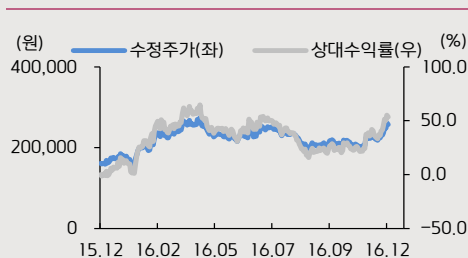
Company Data

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	40천주
외국인 지분율	20.21%
배당수익률(16E)	1.55%
BPS(16E)	194,691원
주요 주주	이순규 외 13인 41.60%
	국민연금관리공단 8.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,270	15,729	20,012	26,481
보고영업이익	2,712	3,225	3,364	3,193
핵심영업이익	2,712	3,225	3,364	3,193
EBITDA	3,352	3,825	4,116	4,033
세전이익	2,687	3,391	3,506	3,374
순이익	2,008	2,568	2,735	2,631
지배주주지분순이익	2,005	2,561	2,729	2,626
EPS(원)	30,846	39,396	41,984	40,398
증감률(%YoY)	212.7	27.7	6.6	-3.8
PER(배)	5.6	6.5	6.1	6.4
PBR(배)	1.1	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.7	4.7	4.2	3.8
보고영업이익률(%)	15.7	20.5	16.8	12.1
핵심영업이익률(%)	15.7	20.5	16.8	12.1
ROE(%)	21.4	22.2	19.6	16.0
순부채비율(%)	12.2	10.7	3.3	-7.5

Price Trend



기업분석

대한유화 (006650)

목표 시가총액 2.2조원



4분기는 석유화학 섹터의 전통적인 비수기다. 하지만 우리는 대한유화의 4분기 영업이익이 전 분기 대비 증익될 것으로 전망하고 있다. HDPE 스프레드가 여전히 견고한 수준을 지속하고 있고, 11~12월 중 인도 릴라이언스의 대규모 PP 설비 정기보수로 PP 스프레드의 추가 개선이 예상되며, 환율도 수출에 우호적으로 전환되었기 때문이다. 한편 동사는 내년 상반기에 NCC 리밸런싱이 완료된다. 규모의 경제 및 기존 폴리머 플랜트 가동을 개선할 시기로 보인다.

>>> 4분기, 비수기임에도 전 분기 대비 증익 전망

우리는 전통적인 석유화학 계절적 비수기 영향에도 불구하고, 대한유화의 올해 4분기 영업이익이 772억원으로 지난 3분기(689억원) 대비 약 12.1% 증익될 것으로 추정하고 있다. 이는 1) HDPE 스프레드가 여전히 견고한 수준을 유지하고 있고, 2) 9월부터 급등한 부타디엔 가격 상승으로 동사의 Mixed C4 공급 가격도 반등할 것으로 추정되며, 3) 올해 2분기와 3분기 생산량이 증가한 중국의 CTMEG 설비가 중국 석탄 가격 상승에 따라 경제성 하락이 전망되고, 4) 전 분기 대비 폴리머 판매/생산 물량의 훼손이 제한되며, 5) PP 수요가 견조한 가운데 프로판 가격 상승으로 PDH 경제성이 하락하여 스팀 크래커를 통합한 PP 설비의 반사 수혜가 전망되며, 6) 3분기 대비 수출주에 우호적 환율 환경이 지속되고 있기 때문이다.

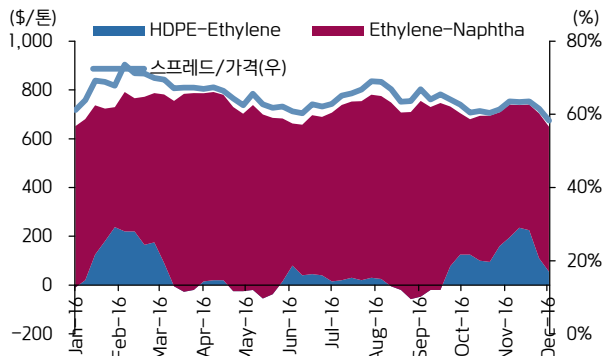
>>> 싱가포르 Shell 재가동에도 여전히 견고한 폴리올레핀 시장

한편 싱가포르 Shell은 기술적 오류로 섰다운하였던 크래커를 10월 말에 재가동하였다. 동 크래커의 생산능력은 에틸렌 96만톤, 프로필렌 54만톤으로 역대 폴리올레핀 수급타이트를 다소 완화시킬 수 있을 전망이다. 하지만 올해 4분기 말레이시아 및 태국(Rayong Olefin Co.) 등 동남아시아의 스팀 크래커 정기보수(30~40일)로 현재의 타이트한 폴리올레핀 공급은 4분기에도 유지될 전망이다. 한편 폴리머 수요는 인도 등 신흥국 수요가 확대되어 HDPE/PP 등 폴리올레핀 가격/스프레드가 강세 기조를 유지하고 있다.

>>> 내년 NCC 리밸런싱으로 물량 증가 효과 고려 필요

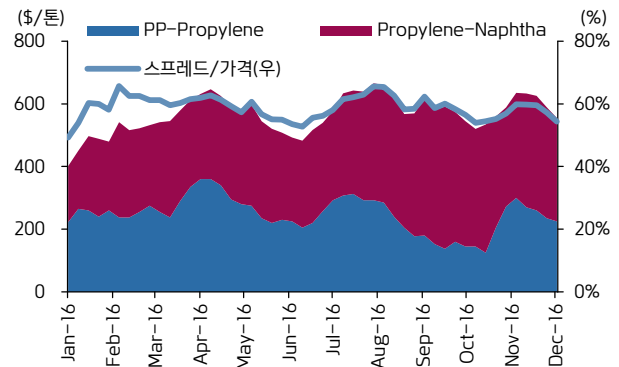
동사는 현재 NCC 리밸런싱을 진행 중에 있다. 내년 6월 완공 이후 동사의 모노머(C2/C3/C4/BTX) 생산능력은 현재 117만톤에서 내년 하반기 188만톤으로 약 60% 이상 증가할 전망이다. 이에 정기보수에도 불구하고 내년 규모의 경제 및 폴리머 플랜트의 전반적인 가동을 개선이 예상된다. 현재 환율, 스프레드, 물량 등이 동사 실적에 긍정적으로 작용하는 가운데 내년 NCC 리밸런싱 효과를 고려해야 할 시기로 판단된다. 우리는 1) 본업의 높은 수익성 지속 전망, 2) NCC 증설 효과, 3) 온산 유희부지 가치를 고려해 동사에 대해 투자의견(Buy), 목표 시가총액 2.2조원을 제시한다.

HDPE 통합 스프레드 추이



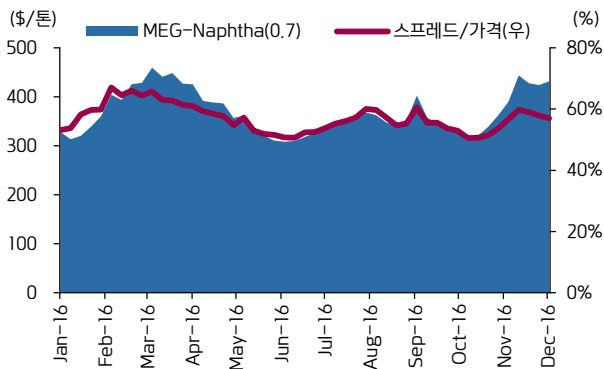
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

PP 통합 스프레드 추이



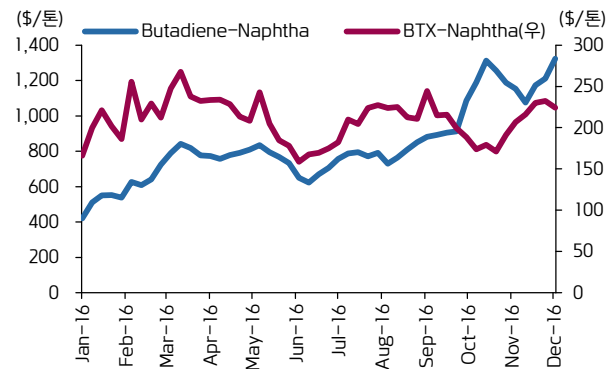
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

MEG 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

부타디엔/BTX(가중평균) 스프레드 추이



자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2015				2016				2014	2015	2016E	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	429	451	442	405	394	405	361	413	2,053	1,727	1,573	2,001
영업이익	54	88	71	57	78	98	69	77	70	271	322	336
%	13%	20%	16%	14%	20%	24%	19%	19%	3%	16%	21%	17%
순이익	42	69	50	41	63	76	56	61	64	201	257	273

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	20,534	17,270	15,729	20,012	26,481
매출원가	19,290	14,007	11,991	15,997	22,423
매출총이익	1,244	3,263	3,738	4,015	4,058
판매비및일반관리비	545	551	514	651	865
영업이익(보고)	699	2,712	3,225	3,364	3,193
영업이익(핵심)	699	2,712	3,225	3,364	3,193
영업외손익	103	-25	166	142	181
이자수익	31	26	13	29	38
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	84	74	51	45	46
이자비용	78	110	46	132	154
외환손실	85	80	50	45	46
관계기업지분법손익	53	70	98	97	100
투자및기타자산처분손익	0	8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	0	-3	-2	-2
기타	106	-12	103	150	198
법인세차감전이익	803	2,687	3,391	3,506	3,374
법인세비용	164	679	823	771	742
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	24.3%	22.0%	22.0%
당기순이익	638	2,008	2,568	2,735	2,631
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,561	2,729	2,626
EBITDA	1,045	3,352	3,825	4,116	4,033
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,168	3,487	3,472
수정당기순이익	644	2,002	2,571	2,737	2,633
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-8.9	27.2	32.3
영업이익(보고)	289.5	287.9	18.9	4.3	-5.1
영업이익(핵심)	289.5	287.9	18.9	4.3	-5.1
EBITDA	86.3	220.6	14.1	7.6	-2.0
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	27.7	6.6	-3.8
EPS	39.5	212.7	27.7	6.6	-3.8
수정순이익	48.8	210.7	28.4	6.5	-3.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,196	3,038	2,842
당기순이익	803	2,687	2,568	2,735	2,631
감가상각비	346	640	600	752	840
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1	0	-1	0	0
자산처분손익	1	5	0	0	0
지분법손익	-53	-70	-98	-97	-100
영업활동자산부채 증감	-360	40	126	-351	-530
기타	38	-65	1	0	0
투자활동현금흐름	-1,725	-1,138	-3,025	-2,179	-1,125
투자자산의 처분	-90	-311	3	-10	-14
유형자산의 처분	0	8	0	0	0
유형자산의 취득	-1,638	-844	-3,029	-2,170	-1,111
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	2	8	0	0	0
재무활동현금흐름	794	-1,359	1,241	1,079	673
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	868	-1,255	1,514	1,085	555
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-62	-93	-185	-247	-247
기타	-13	-11	-88	241	365
현금및현금성자산의순증가	-156	741	1,412	1,938	2,389
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	2,756	4,694
기말현금및현금성자산	603	1,344	2,756	4,694	7,084
Gross Cash Flow	1,135	3,197	3,070	3,389	3,372
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	922	1,596	2,393

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,271	7,894	11,317
현금및현금성자산	603	1,344	2,756	4,694	7,084
유동금융자산	138	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,342	1,707	2,259
재고자산	1,684	1,287	1,173	1,492	1,974
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,708	15,235	15,624
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	12	16
투자자산	1,015	1,525	1,620	1,727	1,841
유형자산	9,156	9,600	12,029	13,447	13,717
무형자산	61	50	50	50	50
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,404	15,291	18,979	23,129	26,941
유동부채	2,721	2,688	2,574	2,892	3,373
매입채무및기타유동채무	844	687	626	797	1,054
단기차입금	900	500	500	500	500
유동성장기차입금	859	905	905	905	905
기타유동부채	118	596	543	691	914
비유동부채	3,262	2,247	3,667	5,011	5,958
장기매입채무및비유동채무	124	73	66	84	111
사채및장기차입금	2,097	1,199	2,713	3,798	4,353
기타비유동부채	1,041	975	887	1,129	1,493
부채총계	5,983	4,935	6,240	7,903	9,331
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	5,346	7,276	9,653	12,136	14,516
기타자본	2,140	2,142	2,142	2,142	2,142
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,670	15,153	17,533
비지배주주지분자본총계	60	62	69	73	77
자본총계	8,421	10,356	12,739	15,226	17,611
순차입금	3,115	1,260	1,362	508	-1,326
총차입금	3,856	2,603	4,118	5,203	5,758

투자지표

(단위: 원, 배, %)

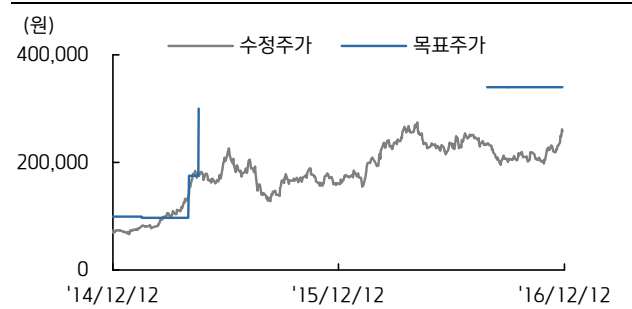
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	39,396	41,984	40,398
BPS	128,637	158,361	194,924	233,128	269,744
주당EBITDA	16,084	51,567	58,839	63,326	62,053
CFPS	15,152	40,737	48,738	53,639	53,413
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	7.2	5.6	6.5	6.1	6.4
PBR	0.6	1.1	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.7	4.2	3.8
PCFR	4.7	4.2	5.3	4.8	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	20.5	16.8	12.1
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	20.5	16.8	12.1
EBITDA margin	5.1	19.4	24.3	20.6	15.2
순이익률	3.1	11.6	16.3	13.7	9.9
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	22.2	19.6	16.0
투자자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	26.4	23.6	20.6
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	49.0	51.9	53.0
순차입금비율	37.0	12.2	10.7	3.3	-7.5
이자보상배율(배)	9.0	24.6	70.1	25.4	20.7
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	10.8	11.2	13.1	13.4
재고자산회전율	11.8	11.6	12.8	15.0	15.3
매입채무회전율	17.7	22.6	24.0	28.1	28.6

- 당사는 12월 9일 현재 '대한유화 (006650)' 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
대한유화 (006650)	2015/01/28	Buy(Maintain)	97,000원
	2015/04/14	Buy(Maintain)	175,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	300,000원
담당자 변경	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
	2016/10/31	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/11/02	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/11/15	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/12/12	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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%