



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(1/23): 277,000원

시가총액: 18,005억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

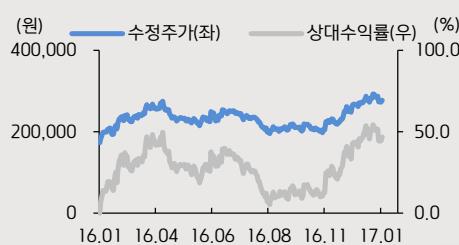
KOSPI (1/23)	2,065.99pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	292,500원
등락률	-5.30%
수익률	절대
1W	2.2%
6M	13.1%
1Y	75.9%
	상대
	0.7%
	10.0%
	60.0%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	19.99%
배당수익률(16E)	1.45%
BPS(16E)	197,376원
주요 주주	이순규 외 13인
	41.48%
	국민연금공단
	10.12%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,270	15,964	18,674	25,651
보고영업이익	2,712	3,430	3,762	3,645
핵심영업이익	2,712	3,430	3,762	3,645
EBITDA	3,352	4,030	4,514	4,485
세전이익	2,687	3,601	3,902	3,829
순이익	2,008	2,728	3,044	2,987
자배주주지분순이익	2,005	2,720	3,037	2,980
EPS(원)	30,846	41,848	46,730	45,854
증감률(%YoY)	212.7	35.7	11.7	-1.9
PER(배)	5.6	6.6	5.9	6.0
PBR(배)	1.1	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.7	4.8	4.0	3.6
보고영업이익률(%)	15.7	21.5	20.1	14.2
핵심영업이익률(%)	15.7	21.5	20.1	14.2
ROE(%)	21.4	23.5	21.3	17.5
순부채비율(%)	12.2	9.4	0.0	-10.7

## Price Trend



## 실적 Review

## 대한유화 (006650)

## 작년 2분기에 육박하는 4분기 영업이익 달성



대한유화의 작년 4분기 영업이익은 석유화학 계절적 비수기임에도 불구하고 978억원을 기록하며 창사 최대 영업이익을 기록하였던 작년 2분기에 육박하는 실적을 발표하였다. 환율, 물량, 스프레드 등이 실적에 모두 우호적으로 작용하였기 때문이다. 한편 올해 6월부터 온산 크래커 확장 설비가 본격 가동될 전망이다. 그동안 미진하였던 폴리머 플랜트의 가동률 개선 효과가 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 4분기 실적, 비수기임에도 최고 수준 영업이익 기록

대한유화의 작년 4분기 영업이익은 계절적 비수기임에도 불구하고 전 분기 대비 42.0% 증가한 978억원을 기록하며 최근 높아진 시장 기대치(860억 원)를 크게 상회하였다.

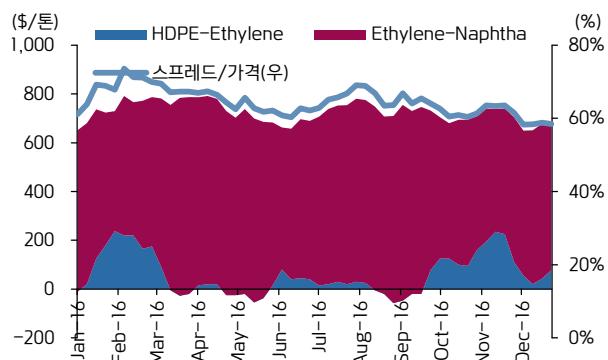
이는 1) 전 분기 대비 수출주에 우호적인 환율 효과가 반영되었고, 2) 경쟁사 대비 소규모 설비의 성격을 기회 요인으로 삼아 수익성이 높은 제품 판매/생산을 탄력적으로 확대하였고, 3) 전 분기에 있었던 PP 물량 감소 효과가 제거되었으며, 4) 일부 HDPE/Xylene 스프레드 축소를 MEG/Mixed C4/벤젠/톨루엔이 충분히 만회하였고, 5) 디왈리 이후 인도의 PP 수요가 강세로 전환된 가운데 작년 11~12월 중 약 한달 동안 인도 릴라이언스가 약 200만톤 규모의 PP 플랜트를 정기보수하여 PP 스프레드가 견조세를 지속하였기 때문이다. 특히 MEG/C4/벤젠은 폴리에스터 성수기 효과 및 중국 로컬 가격 상승으로 큰 폭의 마진 개선이 있었다. 이에 동사의 작년 영업이익은 3,430억원으로 창사 최대치를 기록하였다. 반복해서 말하지만 현재 시가총액(1.8조원)은 동사가 창출할 수 있는 연간 영업이익 대비 여전히 작은 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 하반기, 크래커 확장 효과 고려 필요

외신 및 트레이더 뉴스 등에 따르면 동사는 올해 2분기 말까지 온산의 47만톤 규모 크래커 확장 프로젝트를 마무리할 계획이다. 이 확장 설비는 4월 중순부터 가동될 것이고 5월 말에 테스트가 완료된다. 이에 동사의 에틸렌 생산능력 80만톤으로 확대되면서 기존 대비 약 70% 증가할 전망이다.

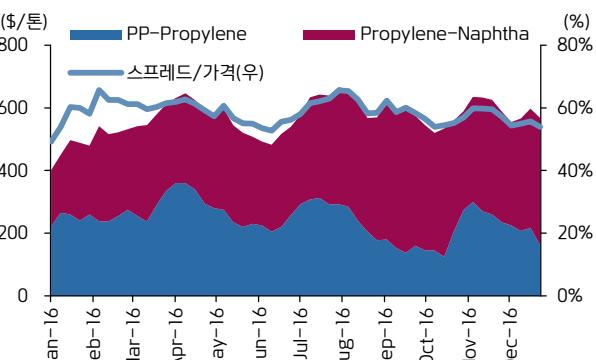
현재 동사의 합성수지 생산능력은 100만톤에 육박하지만, 1) 2014년 말 신규 MEG/HPEO 공장 가동, 2) 크래커 규모의 한계, 3) 높은 범용 제품 비중, 4) 상대적으로 시설 노후화 진행으로 그 동안 합성수지 플랜트 가동률이 70~75% 수준으로 제한되었다. 하지만 이번 크래커 확장 및 HDPE/PP 부대 설비 투자로 올해 하반기 이후 합성수지 플랜트 가동률이 80~90% 수준까지 높아질 전망이다. 동사에 대해 기존 투자의견/목표주가 유지한다.

## HDPE 통합 스프레드 추이



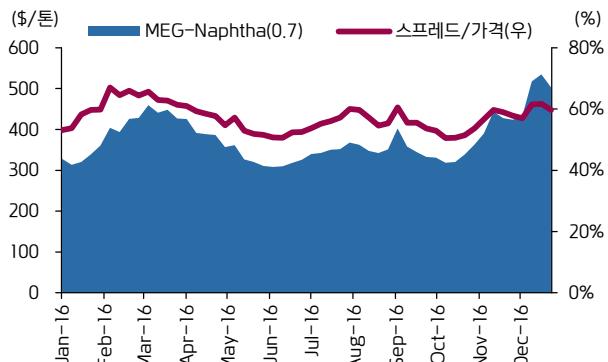
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

## PP 통합 스프레드 추이



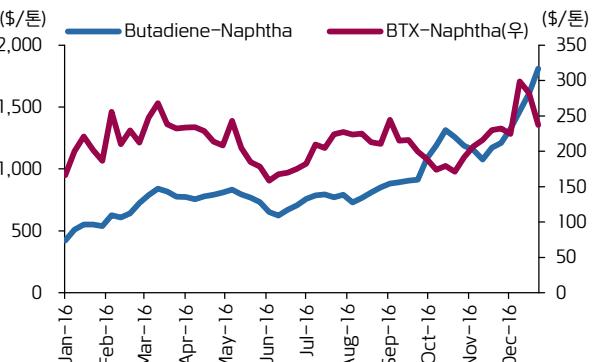
자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

## MEG 스프레드 추이



자료: 씨스肯, 키움증권 리서치

## 부타디엔/BTX(가중평균) 스프레드 추이



자료: 씨스肯, 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	437	2,053	1,727	1,596	1,867
영업이익	54	88	71	57	78	98	69	98	70	271	343	376
%	13%	20%	16%	14%	20%	24%	19%	22%	3%	16%	21%	20%
순이익	42	69	50	41	63	76	56	77	64	201	273	304

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	20,534	17,270	15,723	18,045	25,022
매출원가	19,290	14,007	11,871	13,995	20,994
매출총이익	1,244	3,263	3,852	4,050	4,028
판매비및일반관리비	545	551	514	587	818
영업이익(보고)	699	2,712	3,338	3,463	3,211
영업이익(핵심)	699	2,712	3,338	3,463	3,211
영업외손익	103	-25	166	125	165
이자수익	31	26	13	27	35
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	84	74	51	45	46
이자비용	78	110	46	132	156
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	135	187
법인세차감전이익	803	2,687	3,505	3,589	3,376
법인세비용	164	679	851	789	743
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	24.3%	22.0%	22.0%
당기순이익	638	2,008	2,654	2,799	2,633
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,647	2,793	2,628
EBITDA	1,045	3,352	3,938	4,215	4,051
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,254	3,551	3,474
수정당기순이익	644	2,002	2,657	2,802	2,635
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-9.0	14.8	38.7
영업이익(보고)	289.5	287.9	23.1	3.7	-7.3
영업이익(핵심)	289.5	287.9	23.1	3.7	-7.3
EBITDA	86.3	220.6	17.5	7.0	-3.9
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	32.0	5.5	-5.9
EPS	39.5	212.7	32.0	5.5	-5.9
수정순이익	48.8	210.7	32.7	5.4	-5.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,283	3,263	2,802
당기순이익	803	2,687	2,654	2,799	2,633
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	127	-190	-572
기타	38	-65	1	0	0
투자활동현금흐름	-1,725	-1,138	-3,025	-2,175	-1,326
투자자산의 처분	-90	-311	3	-5	-16
유형자산의 처분	0	8	0	0	0
유형자산의 취득	-1,638	-844	-3,029	-2,170	-1,311
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	2	8	0	0	0
재무활동현금흐름	794	-1,359	1,241	969	802
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	868	-1,255	1,514	1,085	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-62	-93	-185	-247	-247
기타	-13	-11	-88	131	393
현금및현금성자산의순증가	-156	741	1,499	2,057	2,277
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	2,842	4,900
기말현금및현금성자산	603	1,344	2,842	4,900	7,177
Gross Cash Flow	1,135	3,197	3,156	3,454	3,374
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	1,037	1,855	2,169

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,356	7,785	11,177
현금및현금성자산	603	1,344	2,842	4,900	7,177
유동금융자산	138	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,342	1,540	2,135
재고자산	1,684	1,287	1,172	1,345	1,865
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,708	15,230	15,820
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	11	16
투자자산	1,015	1,525	1,620	1,722	1,838
유형자산	9,156	9,600	12,029	13,447	13,917
무형자산	61	50	50	50	50
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,404	15,291	19,064	23,014	26,997
유동부채	2,721	2,688	2,573	2,746	3,264
매입채무및기타유동채무	844	687	626	718	996
단기차입금	900	500	500	500	500
유동성장기차입금	859	905	905	905	905
기타유동부채	118	596	543	623	864
비유동부채	3,262	2,247	3,666	4,892	5,970
장기매입채무및비유동채무	124	73	66	76	105
사채및장기차입금	2,097	1,199	2,713	3,798	4,453
기타비유동부채	1,041	975	887	1,018	1,411
부채총계	5,983	4,935	6,239	7,637	9,234
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	5,346	7,276	9,739	12,286	14,668
기타자본	2,140	2,142	2,142	2,142	2,142
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,756	15,304	17,686
비지배주주지분자본총계	60	62	69	73	78
자본총계	8,421	10,356	12,825	15,377	17,763
순차입금	3,115	1,260	1,275	303	-1,319
총차입금	3,856	2,603	4,118	5,203	5,858

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	40,721	42,972	40,429
BPS	128,637	158,361	196,249	235,441	272,087
주당EBITDA	16,084	51,567	60,591	64,849	62,327
CFPS	15,152	40,737	50,066	54,629	53,444
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	7.2	5.6	6.8	6.4	6.8
PBR	0.6	1.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.9	4.3	4.1
PCFR	4.7	4.2	5.5	5.0	5.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	21.2	19.2	12.8
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	21.2	19.2	12.8
EBITDA margin	5.1	19.4	25.0	23.4	16.2
순이익률	3.1	11.6	16.9	15.5	10.5
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	22.9	19.9	15.9
투하자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	27.3	24.4	20.7
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	48.7	49.7	52.0
순차입금비율	37.0	12.2	9.9	2.0	-7.4
이자보상배율(배)	9.0	24.6	72.5	26.2	20.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	10.8	11.2	12.5	13.6
재고자산회전율	11.8	11.6	12.8	14.3	15.6
매입채무회전율	17.7	22.6	23.9	26.9	29.2

- 당사는 1월 23일 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 간접없이 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
	2017/01/09	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원

### 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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%