



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(2/9): 286,500원

시가총액: 18,623억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

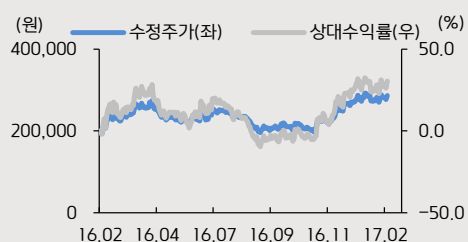
KOSPI (2/9)	2,065.88pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	292,500원	193,000원
등락률	-2.05%	48.45%
수익률	절대	상대
	1W	0.2%
	6M	20.4%
	1Y	27.3%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	20.18%
배당수익률(16E)	1.45%
BPS(16E)	197,376원
주요 주주	이순규 외 13인 41.47%
	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
지배주주지분순이익	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



## 기업분석

## 대한유화 (006650)

## 롯데케미칼 타이탄과 비교해 보자



대한유화는 현재 크래커를 확장하고 있다. 이에 올해 상반기 동사의 에틸렌 생산 능력은 80만톤으로 증가하며 기존 대비 70% 이상 증가할 전망이다. 한편 크래커 리밸핑 완료 시점과 계획된 정기보수가 겹치며, 올해 2분기 동사의 판매 물량 감소를 고민하는 투자자들이 많아지고 있다. 하지만 증설 완료 후 창출할 수 있는 연간 영업이익은 비슷한 규모의 생산능력을 보유한 롯데케미칼 타이탄을 비교하면 5,000억원 이상으로 증가할 수 있다. 여전히 싸다. 긍정적인 시각 유지한다.

## &gt;&gt;&gt; 에틸렌/벤젠/부타디엔, 강세 기조 유지 전망

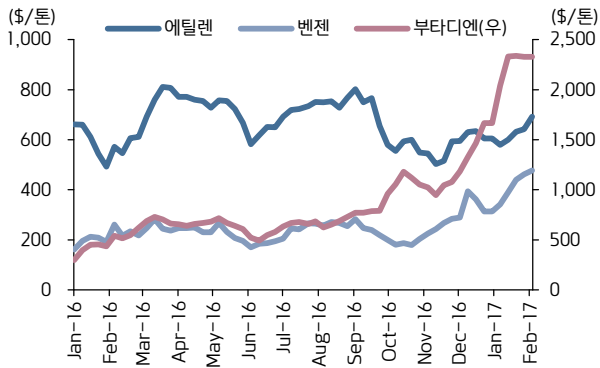
에틸렌/벤젠/부타디엔 등 모노머 가격이 강세 기조를 유지하고 있다. 에틸렌 스프레드는 정기보수 확대 등으로 재차 톤당 \$700 수준으로 회복하였고, 부타디엔 스프레드는 역내 수급 타이트가 지속되는 가운데 미국/유럽 등 역외 지역도 수급이 동반 타이트하여 차익거래 물량 유입이 제한되며, 고공 행진을 지속하고 있다. 또한 벤젠 스프레드도 NCC/리파이너리의 올해 상반기 정기보수 확대로 현재 톤당 \$500 수준에 이르고 있다. 한편 동사의 벤젠은 생산능력이 리밸핑 완료 이후 20만톤으로 증가하며 기존 대비 82% 증가한다. MEG 수준 정도의 실적으로 증가할 전망이다. 참고로 동사의 주력 제품 중 하나인 PE는 중국의 정기보수 집중 및 중동의 가용성 감소로 올해 상반기에도 견조한 스프레드를 유지할 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; 롯데케미칼 타이탄, 연 5,000억원 이상 영업이익 창출

현재 대한유화는 크래커 확장 프로젝트를 진행하고 있다. 이에 올해 상반기 동사의 에틸렌 생산능력은 80만톤으로 확대되며 기존 대비 70% 이상 증가할 전망이다. 또한 에틸렌 생산 시 부산되는 프로필렌/C4/BTX 등 모노머의 생산능력도 비슷한 비율로 증가하게 된다. 이에 1) 원료 통합에 따른 기존 폴리머의 원가 개선, 2) 미진하였던 폴리머 가공률의 상승, 3) 추가적인 유도체 생산능력 증가가 없다면, 높은 마진율을 기록하고 있는 에틸렌/C4/벤젠 등의 외부 판매 증가도 전망된다.

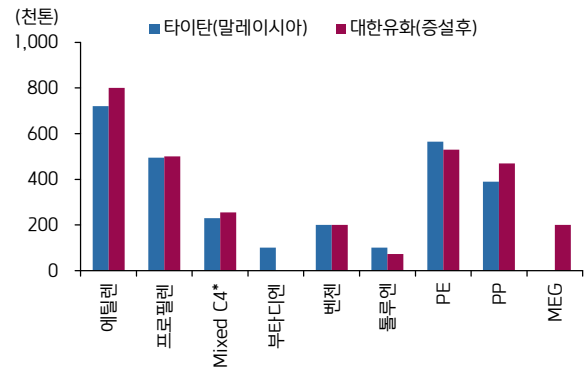
한편 최근 급등한 주가에 대한 피로감 및 올해 2분기 1달 이상 진행되는 크래커 정기보수에 따른 물량 감소 예상으로 동사에 대해 일부 투자자들의 부정적인 견해도 대두되고 있다. 하지만 물량 증가 효과를 충분히 고려할 필요가 있어 보인다. 이는 증설 이후 비슷한 크래커 규모를 예상되는 롯데케미칼 타이탄과 비교하면 어느 정도 감이 잡힌다. 롯데케미칼 타이탄의 에틸렌 생산능력은 72만톤이다. 롯데케미칼 타이탄은 에틸렌을 통합되어 있지 않는 인도네시아 PE 설비가 연결 실적에 크게 기여가 없을 것으로 판단되는 가운데 PE/PP/BD 스프레드 개선으로 작년 영업이익 5,126억원을 기록하였다. 동사가 크래커 리밸핑을 완료 후 에틸렌 생산능력이 80만톤으로 확대된다는 점을 고려하면, 현재의 스프레드가 유지된다고 가정 시 동사가 최대 창출할 수 있는 연간 영업이익은 3,000억원대 수준은 아닐 것으로 보인다. 여전히 동사를 선호한다.

## 에틸렌/부타디엔/벤젠 스프레드 추이



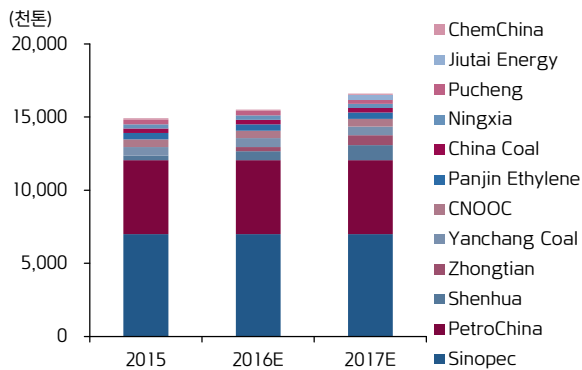
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 대한유화/롯데케미칼 타이탄의 주요 제품 생산능력 비교



자료: 각사, 키움증권 리서치

## 중국 PE 생산능력 전망(업체별)



자료: 업계, 키움증권 리서치

## 중국 PE 정기보수 전망(2017년)

업체	생산능력(천톤)	정기보수 기간
Sinopec Qilu PC	170	5월에 40 일
PetroChina Fushun PC	160	5월에 40 일
Sinopec Shanghai PC	120	5월
Shanghai SECCO PC	90	3~4 월
Sinopec Yangzi PC	220	5~6 월
Sinopec Zhenhai R&C	165	4~5 월
PCS	60	1월에 20 일
Titan	100	2월 중순에 45 일
CPC Corporation	100	2월 중순부터 4월초
IRPC	65	2월 초부터 40 일
YNCC	240	5월 초부터 3 주
Mitsubishi Chemical	85	5월 초부터 50 일
Formosa PC	176	5월 말부터 50 일

자료: 업계, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2015				2016				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	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	15,964	18,674	25,651
매출원가	19,290	14,007	12,012	14,304	21,168
매출총이익	1,244	3,263	3,951	4,369	4,483
판매비및일반관리비	545	551	521	607	838
영업이익(보고)	699	2,712	3,430	3,762	3,645
영업이익(핵심)	699	2,712	3,430	3,762	3,645
영업외손익	103	-25	171	140	184
이자수익	31	26	13	28	36
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	107	149	205
법인세차감전이익	803	2,687	3,601	3,902	3,829
법인세비용	164	679	873	859	842
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	24.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	638	2,008	2,728	3,044	2,987
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,720	3,037	2,980
EBITDA	1,045	3,352	4,030	4,514	4,485
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,328	3,796	3,827
수정당기순이익	644	2,002	2,731	3,046	2,989
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-7.6	17.0	37.4
영업이익(보고)	289.5	287.9	26.5	9.7	-3.1
영업이익(핵심)	289.5	287.9	26.5	9.7	-3.1
EBITDA	86.3	220.6	20.2	12.0	-0.6
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	35.7	11.7	-1.9
EPS	39.5	212.7	35.7	11.7	-1.9
수정순이익	48.8	210.7	36.4	11.6	-1.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,337	3,476	3,155
당기순이익	803	2,687	2,728	3,044	2,987
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	107	-222	-572
기타	38	-65	1	0	0
투자활동현금흐름	-1,725	-1,138	-3,026	-2,176	-1,326
투자자산의 처분	-90	-311	3	-6	-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	1,254	991	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	-75	153	393
현금및현금성자산의순증가	-156	741	1,566	2,291	2,631
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	2,909	5,200
기말현금및현금성자산	603	1,344	2,909	5,200	7,831
Gross Cash Flow	1,135	3,197	3,230	3,698	3,727
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	1,109	2,122	2,603

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,461	8,186	11,932
현금및현금성자산	603	1,344	2,909	5,200	7,831
유동금융자산	138	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,362	1,593	2,189
재고자산	1,684	1,287	1,190	1,392	1,912
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,709	15,232	15,822
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	12	16
투자자산	1,015	1,525	1,620	1,724	1,839
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	19,170	23,417	27,754
유동부채	2,721	2,688	2,591	2,793	3,311
매입채무및기타유동채무	844	687	635	743	1,021
단기차입금	900	500	500	500	500
유동성장기차입금	859	905	905	905	905
기타유동부채	118	596	551	645	886
비유동부채	3,262	2,247	3,681	4,930	6,008
장기매입채무및비유동채무	124	73	67	79	108
사채및장기차입금	2,097	1,199	2,713	3,798	4,453
기타비유동부채	1,041	975	901	1,053	1,447
부채총계	5,983	4,935	6,272	7,722	9,319
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	5,346	7,276	9,812	12,604	15,339
기타자본	2,140	2,142	2,142	2,142	2,142
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,829	15,621	18,356
비지배주주지분자본총계	60	62	69	74	79
자본총계	8,421	10,356	12,898	15,695	18,435
순차입금	3,115	1,260	1,209	2	-1,973
총차입금	3,856	2,603	4,118	5,203	5,858

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

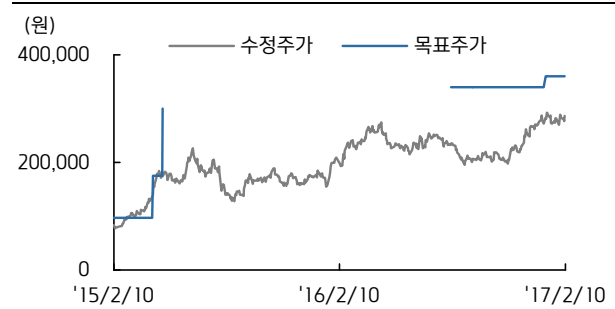
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	41,848	46,730	45,854
BPS	128,637	158,361	197,376	240,326	282,396
주당EBITDA	16,084	51,567	62,003	69,445	69,006
CFPS	15,152	40,737	51,196	58,395	58,880
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	7.2	5.6	6.6	5.9	6.0
PBR	0.6	1.1	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.8	4.0	3.6
PCFR	4.7	4.2	5.4	4.7	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	21.5	20.1	14.2
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	21.5	20.1	14.2
EBITDA margin	5.1	19.4	25.2	24.2	17.5
순이익률	3.1	11.6	17.1	16.3	11.6
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	23.5	21.3	17.5
투자자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	28.1	26.5	23.4
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	48.6	49.2	50.5
순차입금비율	37.0	12.2	9.4	0.0	-10.7
이자보상배율(배)	9.0	24.6	74.5	28.5	23.4
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	10.8	11.3	12.6	13.6
재고자산회전율	11.8	11.6	12.9	14.5	15.5
매입채무회전율	17.7	22.6	24.1	27.1	29.1

- 당사는 2월 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)	2015/04/14	Buy(Maintain)	175,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	300,000원
	2016/08/09	Buy(Maintain)	340,000원
담당자 변경	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
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/02/03	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/02/10	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%