



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(3/21): 256,000원

시가총액: 16,640억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

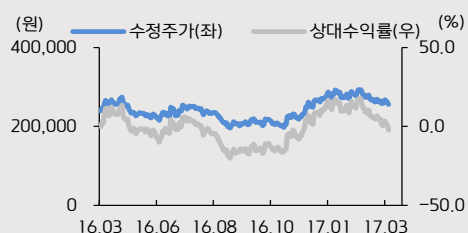
KOSPI (3/21)	2,178.38pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	293,500원	195,500원
등락률	-12.78%	30.95%
수익률	절대	상대
1W	-7.9%	-11.1%
6M	22.5%	14.5%
1Y	6.9%	-2.4%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	32천주
외국인 지분율	21.66%
배당수익률(17E)	1.45%
BPS(17E)	239.99원
주요 주주	이순규 외 13인 41.42%
	국민연금공단 9.98%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	17,270	15,964	21,529	27,153
보고영업이익	2,712	3,430	3,678	3,602
핵심영업이익	2,712	3,430	3,678	3,602
EBITDA	3,352	4,074	4,288	4,294
세전이익	2,687	3,602	3,835	3,809
순이익	2,008	2,729	2,991	2,971
지배주주지분순이익	2,005	2,721	2,985	2,964
EPS(원)	30,846	41,867	45,922	45,604
증감률(%YoY)	212.7	35.7	9.7	-0.7
PER(배)	5.6	6.6	6.0	6.0
PBR(배)	1.1	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.7	4.6	4.2	3.8
보고영업이익률(%)	15.7	21.5	17.1	13.3
핵심영업이익률(%)	15.7	21.5	17.1	13.3
ROE(%)	21.4	23.4	20.9	17.4
순부채비율(%)	12.2	6.9	-0.1	-9.9

Price Trend



실적 Preview

대한유화 (006650)

올해 중국 폴리올레핀, 수급 타이트 지속 전망



대한유화의 올해 1분기 영업이익은 1,074억원을 기록하며 작년 대비 37.9% 증가할 전망이다. PE/PP 스프레드가 전 분기 대비 소폭 감소하였지만, 부산물인 Mixed C4/BTX의 스프레드가 급격히 개선되었고, 중국 폴리에스터 시황이 강세를 지속함에 따라 MEG 스프레드도 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 올해 2분기에 한달 반 정도의 정기보수 진행에 따른 기회비용이 존재하지만, 중국 폴리올레핀 업황 수급 타이트 지속 및 온산 크래커 확장 효과로 동사는 올해도 증익 추세를 유지할 전망이다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 작년 대비 37.9% 증가 전망

대한유화의 올해 1분기 영업이익은 주력 제품인 PE/PP의 스프레드가 중동/인도 크래커 신설로 소폭 축소되었음에도 불구하고 1,074억원을 기록하며 작년 대비 37.9% 증가할 전망이다. 이는 1) 이번 분기에는 크래커 풀가동에 따라 판매/생산에 훼손이 존재하지 않았고, 2) 면화 가격 상승, 중국 폴리에스터 시황 강세 및 중동/역내 플랜트 정기보수 확대에 따라 MEG 스프레드가 높은 수준을 유지하였으며, 3) 부타디엔 가격 급등으로 부타디엔 가격과 연동되는 Mixed C4의 스프레드가 전 분기 대비 2배 이상 상승하였고, 4) 연산 20만톤의 BTX 스프레드도 유도체인 나일론/SM/이소시아네이트 등 수요 호조 지속, 신축 플랜트의 풀가동 지연 및 중국 석탄 가격 상승으로 인한 중국 석탄 기반 벤젠의 생산 감소로 고정 거래 물량이 예상에 못 미침에 따라 높은 수준을 유지하였기 때문이다.

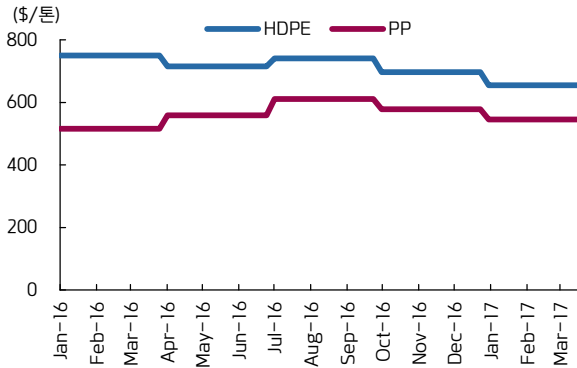
>>> 올해 증익 추세 지속 전망

동사의 올해 연간 영업이익은 3,678억원으로 2분기 한달 반 이상의 플랜트 정기보수에 따른 판매 물량 감소 및 기회비용 증가에도 불구하고 작년 대비 증익 추세를 이어갈 전망이다. 중국 폴리올레핀 수급 타이트 지속 및 동사 크래커 확장 효과가 올해 하반기부터 본격 반영되기 때문이다.

1) 올해 중국 폴리올레핀 업황은 수요 대비 제한된 설비 증설로 수급 타이트 현상이 지속될 전망이다. 작년 중국 PP 생산능력은 전년 대비 13.5%의 증가율을 보였지만, 올해는 석탄 가격 상승에 따른 원가 부담으로 8.9% 증가하며 증가세가 둔화될 전망이며, PE는 올해 대규모 턴어라운드 진행될 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 중국의 전체 PE 생산능력의 약 23%(약 400만톤)가 올해 2분기에 정기보수를 진행할 전망이다.

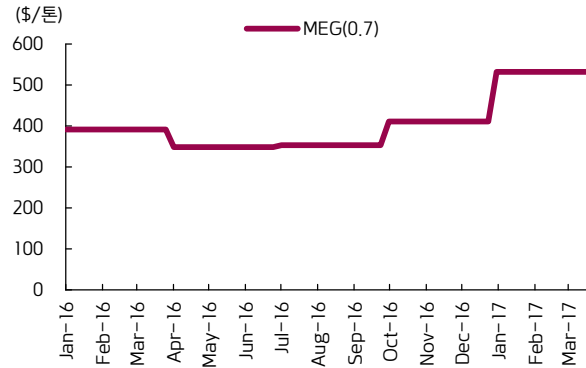
2) NCC 리밸런싱 완료로 올해 하반기부터 동사의 기초유분 및 폴리머 판매가 급격히 증가된다. 또한 규모의 경제 효과에 따른 에너지/유틸리티 비용 감소, 미진하였던 폴리머 가동률 개선 및 나프타 구입량 증가(연간 +100만톤)에 따른 구매 비용 절감 효과 등으로 추가적인 원가 절감도 예상된다.

HDPE/PP 스프레드 추이



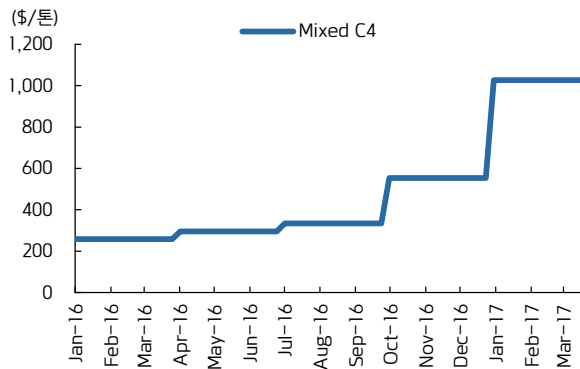
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

MEG 스프레드 추이



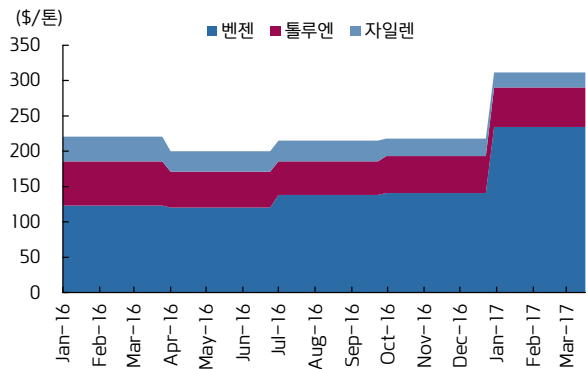
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

Mixed C4 스프레드 추이(이론적 추정치)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

BTX(가중평균) 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	394	405	361	437	476	387	701	588	2,053	1,727	1,596	2,153
영업이익	78	98	69	98	107	64	116	81	70	271	343	368
%	20%	24%	19%	22%	23%	16%	17%	14%	3%	16%	21%	17%
순이익	63	76	56	78	87	52	94	66	64	201	273	299

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	20,534	17,270	15,964	21,529	27,153
매출원가	19,290	14,007	12,006	17,142	22,654
매출총이익	1,244	3,263	3,958	4,387	4,499
판매비및일반관리비	545	551	528	708	897
영업이익(보고)	699	2,712	3,430	3,678	3,602
영업이익(핵심)	699	2,712	3,430	3,678	3,602
영업외손익	103	-25	172	157	207
이자수익	31	26	27	95	124
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	84	74	96	111	117
이자비용	78	110	39	114	154
외환손실	85	80	77	84	88
관계기업지분법손익	53	70	75	64	100
투자및기타자산처분손익	0	8	1	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	0	0	2	3
기타	106	-12	89	83	105
법인세차감전이익	803	2,687	3,602	3,835	3,809
법인세비용	164	679	873	844	838
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	24.2%	22.0%	22.0%
당기순이익	638	2,008	2,729	2,991	2,971
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,721	2,985	2,964
EBITDA	1,045	3,352	4,074	4,288	4,294
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,373	3,601	3,663
수정당기순이익	644	2,002	2,729	2,990	2,968
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-7.6	34.9	26.1
영업이익(보고)	289.5	287.9	26.5	7.2	-2.1
영업이익(핵심)	289.5	287.9	26.5	7.2	-2.1
EBITDA	86.3	220.6	21.5	5.3	0.1
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	35.7	9.7	-0.7
EPS	39.5	212.7	35.7	9.7	-0.7
수정순이익	48.8	210.7	36.3	9.6	-0.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,226	3,047	3,068
당기순이익	803	2,687	3,602	2,991	2,971
감가상각비	346	640	644	610	692
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1	0	-2	-26	-28
자산처분손익	1	5	1	0	0
지분법손익	-53	-70	-75	-64	-100
영업활동자산부채 증감	-360	40	-154	-490	-495
기타	38	-65	-790	26	28
투자활동현금흐름	-1,725	-1,138	-2,780	-2,244	-1,386
투자자산의 처분	-90	-311	-128	-74	-75
유형자산의 처분	0	8	1	0	0
유형자산의 취득	-1,638	-844	-2,627	-2,170	-1,311
무형자산의 처분	0	0	-26	0	0
기타	2	8	1	0	0
재무활동현금흐름	794	-1,359	-919	1,160	734
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	868	-1,255	-740	1,085	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-62	-93	-185	-247	-247
기타	-13	-11	6	322	325
현금및현금성자산의순증가	-156	741	-473	1,963	2,416
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	870	2,834
기말현금및현금성자산	603	1,344	870	2,834	5,250
Gross Cash Flow	1,135	3,197	3,380	3,537	3,563
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	434	1,629	2,488

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	4,283	7,436	11,054
현금및현금성자산	603	1,344	870	2,834	5,250
유동금융자산	138	0	100	135	170
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,925	2,596	3,274
재고자산	1,684	1,287	1,387	1,871	2,360
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,354	15,021	15,782
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	13	17
투자자산	1,015	1,525	1,679	1,783	1,922
유형자산	9,156	9,600	11,612	13,172	13,791
무형자산	61	50	53	53	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,404	15,291	17,636	22,456	26,836
유동부채	2,721	2,688	3,189	3,853	4,524
매입채무및기타유동채무	844	687	1,316	1,774	2,238
단기차입금	900	500	430	430	430
유동성장기차입금	859	905	855	855	855
기타유동부채	118	596	589	794	1,002
비유동부채	3,262	2,247	1,517	2,928	3,913
장기매입채무및기타비유동채무	124	73	13	17	22
사채및장기차입금	2,097	1,199	580	1,665	2,320
기타비유동부채	1,041	975	924	1,246	1,571
부채총계	5,983	4,935	4,706	6,781	8,437
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	5,346	7,276	9,844	12,584	15,302
이타자본	2,140	2,142	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,861	15,600	18,318
비지배주주지분자본총계	60	62	70	75	81
자본총계	8,421	10,356	12,931	15,675	18,399
순차입금	3,115	1,260	894	-19	-1,815
총차입금	3,856	2,603	1,865	2,949	3,605

투자지표

(단위: 원, 배, %)

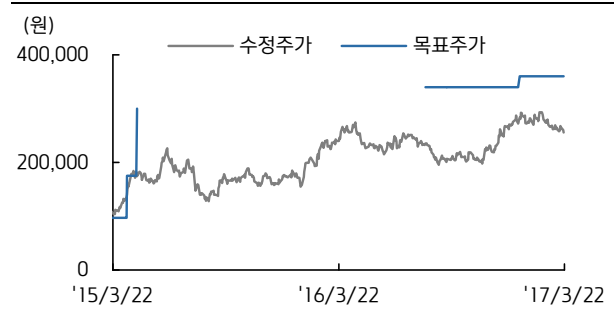
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	41,867	45,922	45,604
BPS	128,637	158,361	197,854	239,996	281,818
주당EBITDA	16,084	51,567	62,675	65,972	66,056
CFPS	15,152	40,737	51,887	55,406	56,347
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	7.2	5.6	6.6	6.0	6.0
PBR	0.6	1.1	1.4	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.6	4.2	3.8
PCFR	4.7	4.2	5.3	5.0	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	21.5	17.1	13.3
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	21.5	17.1	13.3
EBITDA margin	5.1	19.4	25.5	19.9	15.8
순이익률	3.1	11.6	17.1	13.9	10.9
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	23.4	20.9	17.4
투자자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	21.5	26.1	23.0
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	36.4	43.3	45.9
순차입금비율	37.0	12.2	6.9	-0.1	-9.9
이자보상배율(배)	9.0	24.6	88.5	32.1	23.4
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	10.8	9.4	9.5	9.3
재고자산회전율	11.8	11.6	11.9	13.2	12.8
매입채무회전율	17.7	22.6	15.9	13.9	13.5

- 당사는 3월 21일 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)	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
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/02/03	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/13	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/22	Buy(Maintain)	360,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

업종	적용 기준(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%