



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(6/26): 242,000원

시가총액: 15,730억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

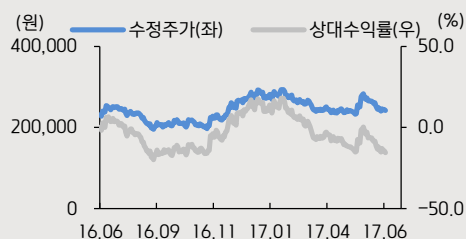
KOSPI (6/26)		2,388.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	293,500원	195,500원
등락률	-17.55%	23.79%
수익률	절대	상대
1W	-13.7%	-14.9%
6M	-9.9%	-23.1%
1Y	6.8%	-13.9%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	17.54%
배당수익률(17E)	1.65%
BPS(17E)	232,225원
주요 주주	이순규 외 13인 41.42%
	국민연금공단 10.03%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	20,145	26,557	26,959
보고영업이익	3,430	3,283	4,300	4,474
핵심영업이익	3,430	3,283	4,300	4,474
EBITDA	4,074	3,893	4,992	5,198
세전이익	3,602	3,258	4,397	4,608
순이익	2,729	2,485	3,353	3,514
지배주주지분순이익	2,721	2,480	3,346	3,507
EPS(원)	41,867	38,151	51,482	53,949
증감률(%YoY)	35.7	-8.9	34.9	4.8
PER(배)	6.6	6.3	4.7	4.5
PBR(배)	1.4	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	4.6	4.2	2.8	2.2
보고영업이익률(%)	21.5	16.3	16.2	16.6
핵심영업이익률(%)	21.5	16.3	16.2	16.6
ROE(%)	23.4	17.7	20.1	17.7
순부채비율(%)	6.9	2.9	-9.4	-19.7

## Price Trend



## 기업브리프

## 대한유화 (006650)

## 크래커 재가동 정상화 단계로 진입



대한유화는 크래커 리밸핑을 완료하였지만, 정상 가동이 계속 지연되었습니다. 하지만 지난 일요일부터 크래커가 정상화 단계로 진입하였고, 현재 가동률을 끌어 올리는 작업을 하고 있는 것으로 보입니다. 이에 올해 3분기부터는 나프타 가격이 안정화되고 있는 가운데, 크래커 생산능력 확대에 따른 유도체 가동률 상승 및 에틸렌/Mixed C4/BTX 등 모노머 판매 확대에 실적의 본격적인 개선이 전망 됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 크래커 재가동 정상화 단계로 진입

지난 6월 6일 재가동 이후 정상 가동을 못하던 대한유화의 크래커가 정상화되고 있다. 시운전을 실시하면서 생산된 불완전 제품 등을 플레어 스택(Flare Stack)에서 태우면서 발생한 커다란 불길도 정상 수준으로 돌아온 것으로 보인다. 동사는 본격적으로 가동률을 올리는 작업을 하고 있는 것으로 보인다.

이에 따라 그 동안 크래커 재가동의 지연에 따른 일회성 비용 증가, 2분기 중 한달 반 이상의 정기보수 진행에 따른 판매 물량 감소 등 동사의 주가에 부정적으로 작용한 이슈가 상당 부분 해소된 것으로 보인다. 만약 크래커 재가동이 더 지연되었으면, 동사는 행정당국 정밀조사 확대에 인한 정상 가동 시기 추가 지연 및 기존 계약된 장기 고객에게 스팟으로 제품을 구매해 판매해야 할 상황이었다.

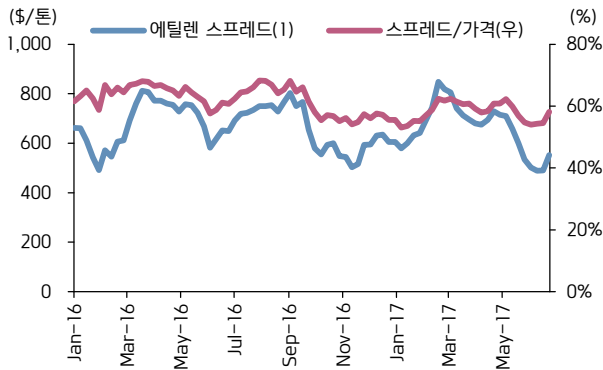
동사의 올해 2분기 실적은 시장 예상을 크게 하회할 것으로 보이지만, 크래커 증설에 따른 HDPE/PP/MEG 등 유도체 가동률 상승 및 에틸렌/Mixed C4/BTX 등 모노머 외부 판매 확대에 올해 3분기는 2분기 대비 큰 폭의 실적 개선이 전망된다. 한편 HDPE/MEG/에틸렌 등 동사의 주요 제품들은 가격이 유가 하락 등으로 하락세에 있으나, 나프타 가격의 동반 하락으로 변동 마진율은 여전히 높은 수준을 기록하고 있다.

동사는 리밸핑을 통하여 에틸렌 생산능력은 기존 대비 70%, 프로필렌은 46%, Mixed C4는 67%, 벤젠은 64% 증가시켰다. 에틸렌은 동사의 증설로 국내 공급 과잉에 대한 이슈가 있으나, 울산의 경우 다운스트림 생산능력 확대에 에틸렌 수급은 오히려 쏠리지 상태에 있다. 한편 증설되는 Mixed C4는 국내 합성고무 업체와 연간 계약을 이미 완료한 것으로 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 톤당 \$300대 나프타 시대로 회귀

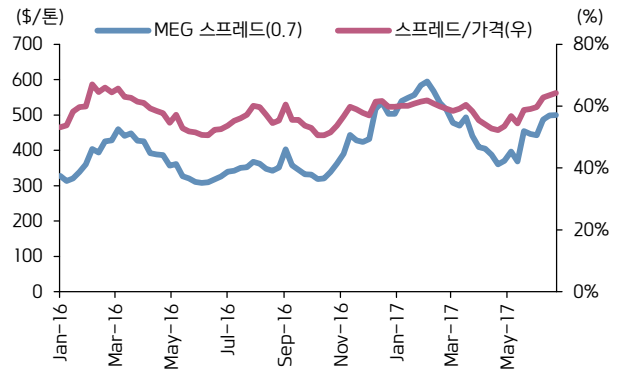
현재(6월 25일) 나프타 가격은 유가 하락 및 NCC의 하절기 LPG 사용 확대에 톤당 \$397.5로 \$300대로 하락하였다. 이런 나프타 가격 하락은 현재 제품 가격에도 영향을 주고 있으나, 재고 소진 및 계절적 수요 증가로 7월부터는 화학 제품 스프레드 개선에 기여할 전망이다.

## 에틸렌 스프레드/변동마진율 추이(주별)



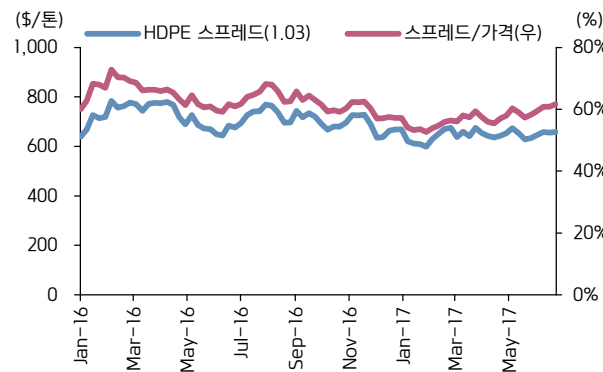
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## MEG 스프레드/변동마진율 추이(주별)



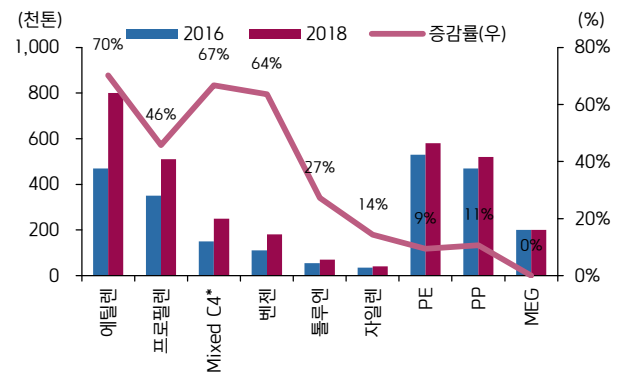
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## HDPE 스프레드/변동마진율 추이(주별)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 대한유화 주요 제품 생산능력



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	394	405	361	437	435	315	603	662	2,053	1,727	1,596	2,015
합성수지	262	270	222	267	225	182	310	312	1,231	1,089	1,022	1,030
기초유분/합성원료	128	131	135	166	205	128	290	344	800	624	560	967
기타	5	3	3	4	4	5	4	5	23	14	15	18
영업이익	78	98	69	98	108	-2	116	107	70	271	343	328
%	19.7%	24.3%	19.1%	22.4%	24.8%	-0.7%	19.2%	16.2%	3.4%	15.7%	21.5%	16.3%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	20,145	26,557	26,959
매출원가	14,007	12,006	16,233	21,430	21,646
매출총이익	3,263	3,958	3,912	5,127	5,313
판매비및일반관리비	551	528	629	827	839
영업이익(보고)	2,712	3,430	3,283	4,300	4,474
영업이익(핵심)	2,712	3,430	3,283	4,300	4,474
영업외손익	-25	172	-24	97	134
이자수익	26	27	17	30	33
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	74	96	99	107	109
이자비용	110	39	21	38	46
외환손실	80	77	104	105	105
관계기업지분법손익	70	75	63	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	2	3	3
기타	-12	89	-81	0	0
법인세차감전이익	2,687	3,602	3,258	4,397	4,608
법인세비용	679	873	774	1,044	1,094
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.7%	23.7%	23.7%
당기순이익	2,008	2,729	2,485	3,353	3,514
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,480	3,346	3,507
EBITDA	3,352	4,074	3,893	4,992	5,198
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,095	4,045	4,238
수정당기순이익	2,002	2,729	2,483	3,350	3,512
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	26.2	31.8	1.5
영업이익(보고)	287.9	26.5	-4.3	31.0	4.0
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-4.3	31.0	4.0
EBITDA	220.6	21.5	-4.4	28.2	4.1
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-8.9	34.9	4.8
EPS	212.7	35.7	-8.9	34.9	4.8
수정순이익	210.7	36.3	-9.0	34.9	4.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,663	3,381	4,063
당기순이익	2,687	3,602	2,485	3,353	3,514
감가상각비	640	644	610	692	724
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	4	-3	-4
자산처분손익	5	1	0	0	0
지분법손익	-70	-75	-63	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-368	-564	-35
기타	-65	-790	-4	3	4
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,225	-1,396	-1,316
투자자산의 처분	-311	-128	-56	-85	-5
유형자산의 처분	8	1	0	0	0
유형자산의 취득	-844	-2,627	-2,170	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	0	0	0
기타	8	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	1,080	779	432
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	1,085	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	242	371	23
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,518	2,764	3,178
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,389	5,153
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,389	5,153	8,331
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,031	3,945	4,098
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,355	3,117	2,769

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,695	10,829	14,093
현금및현금성자산	1,344	870	2,389	5,153	8,331
유동금융자산	0	100	126	167	169
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,429	3,202	3,250
재고자산	1,287	1,387	1,751	2,308	2,343
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	15,009	15,777	16,506
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	12	16	16
투자자산	1,525	1,679	1,772	1,917	2,060
유형자산	9,600	11,612	13,172	13,791	14,377
무형자산	50	53	53	53	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	21,703	26,606	30,599
유동부채	2,688	3,189	3,688	4,453	4,501
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,660	2,189	2,222
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	743	980	995
비유동부채	2,247	1,517	2,847	3,878	4,557
장기매입채무및비유동채무	73	13	16	22	22
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,166	1,537	1,560
부채총계	4,935	4,706	6,535	8,331	9,058
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	12,079	15,179	18,440
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	15,095	18,195	21,456
비지배주주지분자본총계	62	70	74	79	86
자본총계	10,356	12,931	15,168	18,275	21,541
순차입금	1,260	894	434	-1,715	-4,240
총차입금	2,603	1,865	2,949	3,605	4,260

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

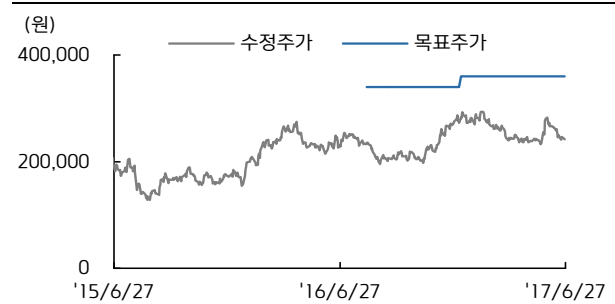
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	38,151	51,482	53,949
BPS	158,361	197,854	232,225	279,924	330,090
주당EBITDA	51,567	62,675	59,888	76,796	79,967
CFPS	40,737	51,887	47,611	62,230	65,203
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	6.3	4.7	4.5
PBR	1.1	1.4	1.0	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.7	4.6	4.2	2.8	2.2
PCFR	4.2	5.3	5.1	3.9	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.3	16.2	16.6
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.3	16.2	16.6
EBITDA margin	19.4	25.5	19.3	18.8	19.3
순이익률	11.6	17.1	12.3	12.6	13.0
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	17.7	20.1	17.7
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	23.4	27.6	20.6
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	43.1	45.6	42.0
순차입금비율	12.2	6.9	2.9	-9.4	-19.7
이자보상배율(배)	24.6	88.5	153.8	111.9	97.4
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	9.3	9.4	8.4
재고자산회전율	11.6	11.9	12.8	13.1	11.6
매입채무회전율	22.6	15.9	13.5	13.8	12.2

- 당사는 6월 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)	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
	2017/02/10	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/13	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/22	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/05/26	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/06/27	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 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%