



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(6/30): 253,000원

시가총액: 16,445억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

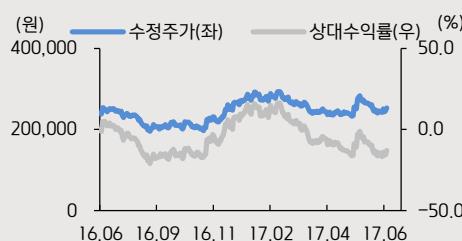
KOSPI (6/30)	2,391.79pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	293,500원
등락률	-13.80%
수익률	절대
1W	-7.7%
6M	-8.2%
1Y	5.6%
	-9.5%
	-22.2%
	-13.0%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	16.92%
배당수익률(17E)	1.58%
BPS(17E)	232,225원
주요 주주	이순규 외 13인
	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
자체주주지분순이익	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	6.6	4.9	4.7
PBR(배)	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	4.3	3.0	2.4
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)

모노머 판매 확대를 고려할 필요가 있다



대한유화는 리家都知道 완료한 크래커의 가동률을 끌어 올리고 있습니다. 이에 올해 하반기부터 저조하였던 폴리머 플랜트의 가동률 상승 및 수익성이 높은 에틸렌/프로필렌 등 모노머 판매가 증가할 전망입니다. 한편 만약 유도체 가동률의 훼손이 없다면, 에틸렌/프로필렌을 폴리머로 전환하지 않고 모노머로 파는 것이 현 스프레드 상황에서는 수익성 측면에서 훨씬 좋은 선택이 될 수 있습니다.

>>> 에틸렌/프로필렌, 외부 판매 개시

대한유화는 지난 달 하순부터 정기보수와 리家都知道 완료한 크래커를 정상 가동하였다. 현재 가동률을 70~80%까지 끌어 올린 것으로 보인다. 이에 MEG 플랜트 건설 후 작년 69% 수준에 불과하였던 동사의 폴리머 (HDPE/PP) 플랜트 가동률이 올해 하반기부터 80% 이상까지 상승하며, 연간 10만톤 이상의 폴리머 판매 확대가 실적에 추가될 전망이다.

현재 PE-에틸렌 스프레드를 고려할 경우 에틸렌을 PE로 전환해서 파는 것 보다, 에틸렌을 외부 판매하는 것이 수익성 측면에서 훨씬 좋은 상황이다. 동사는 계획된 고부가 HDPE/PP 플랜트 중설 전까지는 에틸렌/프로필렌 등 모노머의 외부 판매(수출/내수)를 확대할 계획으로 보인다. 참고로 역내 NCC 업체 중 에틸렌/프로필렌을 외부에 판매하는 Chandra Asri의 경우 올해 1분기 폴리올레핀부문(PE/PP) 매출총이익률은 28%였지만, 올레핀부문(에틸렌/프로필렌) 매출총이익률은 34%를 기록하였다.

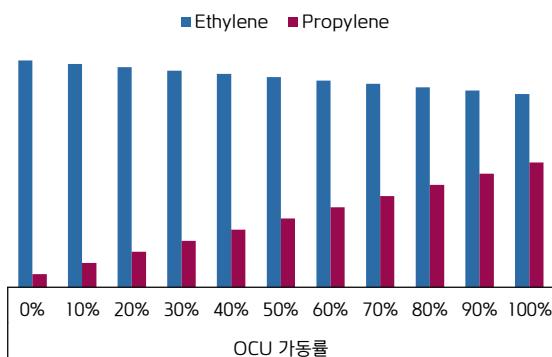
또한 최근 PP 시황 개선 및 크래커 리家都知道 완료에 따른 원재료 투입 확대로 동사는 가동률이 부진하였던 OCU(Olefin Conversion Unit) 가동률을 상향 조정할 것으로 보인다. 이에 일부 외부에서 조달하던 프로필렌 구매가 제한될 전망이며, 크래커 리家都知道 규모를 고려 시 동사는 분기 당 6~8만톤의 에틸렌/프로필렌의 외부 판매가 발생할 전망이다. 한편 동사는 올레핀의 국내/외 고객사를 이미 확보한 것으로 보인다.

>>> Mixed C4/벤젠 생산능력, 60% 이상 증가

크래커 리家都知道 완료로 모노머인 Mixed C4와 벤젠의 생산능력도 기존 대비 60% 이상 증가하며, 외부 판매가 증가될 전망이다. 유가 및 부타디엔 가격 하락으로 Mixed C4와 벤젠은 기존 대비 수익성 감소가 전망되지만, 향후 역내 부타디엔 신증설 제한 및 벤젠 유도체 증설 확대로 중장기적으로 견조한 스프레드를 지속할 전망이다.

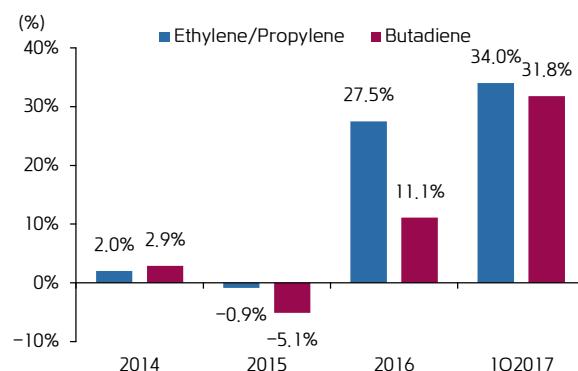
다만 에틸렌/프로필렌뿐만 아니라 Mixed C4 등 모노머의 외부 판매 확대로 모노머를 대부분 유도체와 통합한 국내 경쟁 NCC 업체 대비 모너머 가격에 따른 실적 변동성은 커질 전망이다.

대한유화 에틸렌/프로필렌 외부 판매 Case 분석(OCU 가동률별)



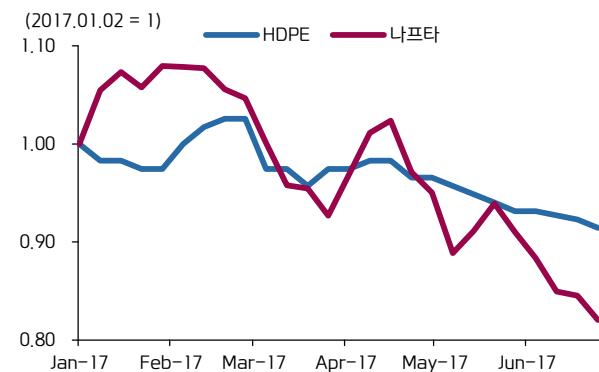
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

인도네시아 Chandra Asri 올레핀 매출총이익률 추이(연별)



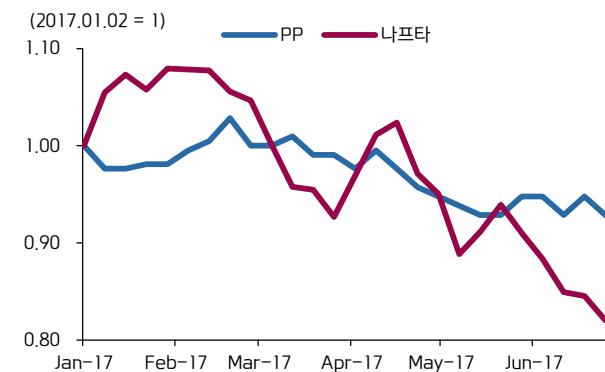
자료: Chandra Asri, 키움증권 리서치

HDPE/나프타 가격 추이(주별, Indexed)



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

PP/나프타 가격 추이(주별, Indexed)



자료: 씨스켐, 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
비자매주주지분자본총계	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	6.6	4.9	4.7
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	4.3	3.0	2.4
PCFR	4.2	5.3	5.3	4.1	3.9
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
투하자본이익률(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 30일 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)	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
	2017/07/03	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 (2016/04/01~2017/03/31)

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