



BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(8/9): 266,500원

시가총액: 17,323억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

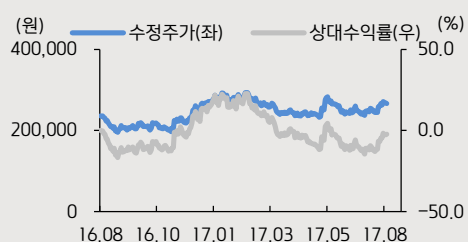
KOSPI (8/9)		2,368.39t
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	293,500원	195,500원
등락률	-9.20%	36.32%
수익률	절대	상대
1W	9.4%	10.0%
6M	-7.0%	-18.9%
1Y	13.2%	-2.3%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	58천주
외국인 지분율	13.02%
배당수익률(17E)	1.50%
BPS(17E)	232,225원
주요 주주	이순규 외 13인 41.42%
	국민연금공단 10.81%

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	7.0	5.2	4.9
PBR(배)	1.4	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	4.6	3.1	2.5
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 정상화에 따른 다양한 운영 상의 이점



3분기 이후 외/내부 변수 등이 대한유화에 유리하게 움직이고 있습니다. 1) 동사는 3분기부터 정기보수/리밸런싱한 크래커의 가동률을 높이고 있으며, 2) 중국의 폐 플라스틱 수입 금지로 역내 올레핀/폴리올레핀 업황이 개선되고 있고, 3) 중국 석탄 가격 상승으로 중국 업체가 PE/PP/MEG 등의 로컬 가격을 상향 조정할 가능성이 크기 때문입니다.

>>> 수익성이 높은 모노머 판매 확대 전망

외신 등에 따르면 대한유화는 지난 6월 말 리밸런싱/정기보수를 완료한 온산 크래커의 가동률이 현재 92%를 기록하고 있고, 9월에는 풀가동을 목표로 하고 있는 것으로 보인다. 이에 1) 지난 2분기 크래커 재가동의 지연에 따른 일회성 비용 증가, 2분기 한달 반 이상 정기보수 진행으로 인한 판매 물량 감소 등 동사 실적에 부정적으로 작용하였던 이슈가 해소가 되었으며, 2) MEG 플랜트 신규 건설 후 작년 69%에 불과하였던 동사의 HDPE/PP 플랜트 가동률이 올해 3분기부터는 80% 이상으로 상승하며, 연간 10만톤 이상의 HDPE/PP 판매 확대가 전망된다.

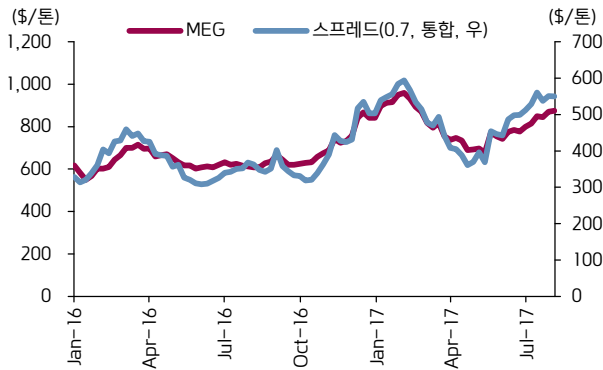
또한 현재 PE-에틸렌 스프레드를 고려할 경우, 에틸렌을 PE로 전환해서 판매하는 것 보다, 에틸렌을 외부 판매하는 것이 수익성 측면에서 훨씬 좋은 상황이다. 동사는 계획된 고부가 HDPE/PP 플랜트 증설 전까지는 에틸렌/프로필렌 등 모노머의 외부 판매를 확대할 계획으로 보인다. 외신 등에 따르면 동사는 8월부터 에틸렌의 정기 수출에 나설 계획이다. 참고로 국내 경쟁 NCC의 경우 에틸렌을 외부 판매하기 보다는 자체(또는 관계사) 유도체 및 해외 PVC 법인 등에 공급하고 있다. 최근 에틸렌 가격이 MEG/SM 등 유도품 수요 증가로 반등하는 것은 3분기 이후 동사 실적에 호재로 작용할 전망이다.

한편 최근 PP 업황 개선 및 크래커 리밸런싱 완료에 따른 원재료 투입 확대로 동사는 가동률이 부진하였던 OCU 가동률을 상향 조정하고 있는 것으로 보인다. 이에 과거 일부 외부에서 조달하던 프로필렌도 롱 포지션, 즉 외부 판매로 전환될 전망이다. 동사의 제품 포트폴리오 밸런스를 고려할 경우, 이번 크래커 리밸런싱으로 우리는 동사가 수익성이 높은 연간 20~30만톤의 에틸렌/프로필렌을 외부 판매할 것으로 판단하고 있다.

>>> 투자 의견 Buy(유지), 목표주가 360,000원(유지)

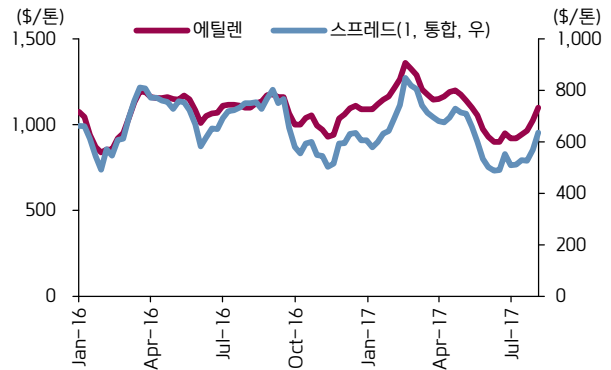
올해 2분기 정기보수 진행에 따른 일회성 비용 증가 등으로 실적 훼손이 클 전망이지만, 올해 3분기 이후 리밸런싱한 크래커의 정상화 효과로 실적 개선이 두드러질 전망이다. 한편 중국 폐 플라스틱 수입 금지 조치 및 석탄 가격 반등 등도 동사 하반기 실적에 긍정적인 요인으로 작용할 전망이다.

MEG 가격/스프레드 추이(주별)



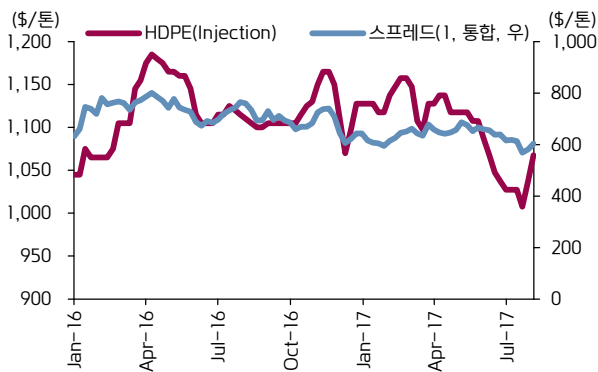
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

에틸렌 가격/스프레드 추이(주별)



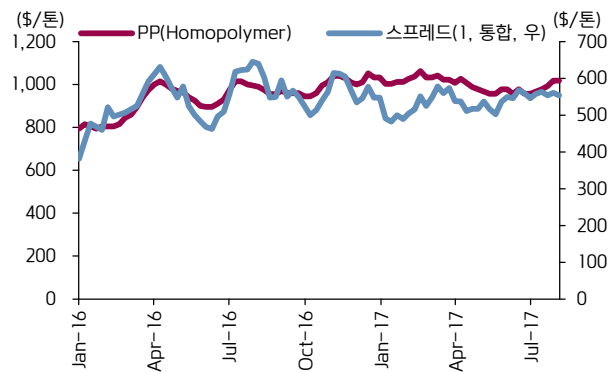
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

HDPE 가격/스프레드 추이(주별)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

PP 가격/스프레드 추이(주별)



자료: 씨스켄, 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
장기매입채무및기타유동채무	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	7.0	5.2	4.9
PBR	1.1	1.4	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	4.6	3.1	2.5
PCFR	4.2	5.3	5.6	4.3	4.1
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

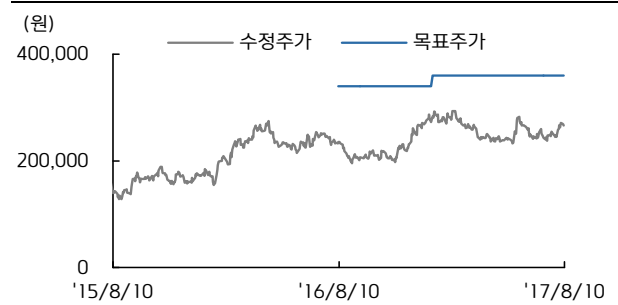
Compliance Notice

- 당사는 8월 9일 현재 '대한유화' 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.

투자자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자자의견	목표주가
대한유화 (006650)	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
	2017/07/17	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/07/20	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/08/10	Buy(Maintain)	360,000원

목표주가 추이



투자자의견 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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%