



## BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원

주가(10/28): 205,000원

시가총액: 13,325억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/28)	2,019.42pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	274,500원	155,000원
등락률	-25.32%	32.26%
수익률	절대	상대
1W	-2.6%	-1.0%
6M	-12.2%	-13.0%
1Y	8.5%	9.7%

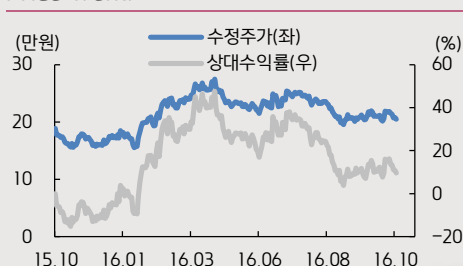
## Company Data

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	22.10%
배당수익률(16E)	1.95%
BPS(16E)	193,198원
주요 주주	이순규 외 13인 41.65%
	국민연금관리공단 8.48%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	17,270	16,038	21,212	28,080
보고영업이익	2,712	3,144	3,246	2,920
핵심영업이익	2,712	3,144	3,246	2,920
EBITDA	3,352	3,744	3,998	3,761
세전이익	2,687	3,205	3,137	2,820
순이익	2,008	2,457	2,447	2,200
지배주주지분순이익	2,005	2,449	2,440	2,193
EPS(원)	30,846	37,670	37,532	33,738
증감률(%YoY)	212.7	22.1	-0.4	-10.1
PER(배)	5.6	5.4	5.5	6.1
PBR(배)	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.7	4.0	3.6	3.4
보고영업이익률(%)	15.7	19.6	15.3	10.4
핵심영업이익률(%)	15.7	19.6	15.3	10.4
ROE(%)	21.4	21.4	17.8	13.9
순부채비율(%)	12.2	11.6	6.1	-2.9

## Price Trend



## 기업분석

## 대한유화 (006650)

## 여전히 견조한 마진율 유지



대한유화의 올해 3분기 영업이익은 689억원으로 시장기대치를 소폭 미달하였다. 수출주에 부정적인 환율 환경 지속 및 일부 공장 섯다운에 따른 물량 감소가 컸기 때문이다. 다만 마진율 측면에서는 올해 3분기 영업이익률이 19.1%를 기록하며 여전히 견고한 수준을 유지했다. 내년에도 NCC 리밸런싱 및 개조를 통하여 NCC 규모가 70% 이상 커지며, LPG 투입 비중이 확대되는 등 증익 추세가 이어질 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 2016년 3분기 영업이익, 전년 대비 10.4% 증가 전망

대한유화의 올해 3분기 실적은 매출액 3,606억원(YoY -18.4%, QoQ -10.9%), 영업이익 689억원(YoY -3.4%, QoQ -30.0%)을 기록하며 시장기대치(영업이익 789억원)를 소폭 미달하였다. 올해 3분기 전반적으로 수출주에 부정적인 환율 효과가 지속되었고, 일부 공장 섯다운(PP)에 따른 물량 감소가 컸고, 당사는 NCC 규모 대비 폴리머 생산능력이 큰 가운데 외부 구입 모노머의 가격이 상승하였기 때문이다. 다만 영업이익률 측면에서는 올해 3분기 19.1%를 기록하며 여전히 견고한 마진율을 기록하였다. 이는 1) 저유가 기조가 유지되는 가운데 역대 크래커들(포모사, 시노펙, JX에너지 등)의 추가적인 정기보수 진행으로 주력 제품인 HDPE/MEG의 스프레드가 전 분기에 이어 여전히 높은 수준을 유지하였고, 2) 가격이 PE 대비 낮은 수준을 유지한 PP도 역대 수급타이트 현상 발생과 중국 석탄 가격 상승으로 마진율 측면에서는 PE와 유사한 수준을 기록하고 있는 것으로 예상되며, 3) 비교적 소규모 설비를 보유하고 있는 이점을 바탕으로 시황에 탄력적인 생산/판매 정책을 실시하는 등 전사 수익성을 극대화하는 전략을 추구하였기 때문이다.

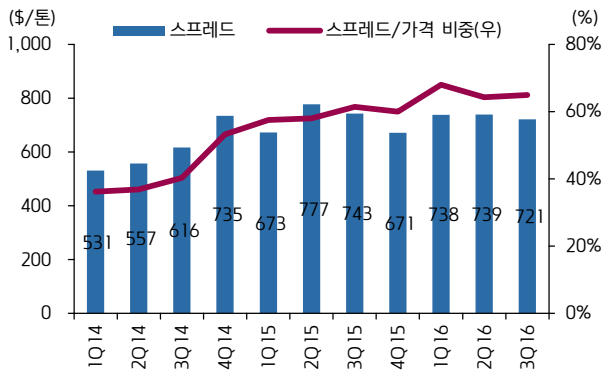
## &gt;&gt;&gt; 올해 연간 영업이익, 창사 이후 최대 실적 기록 전망

올해 4분기 계절적 비수기임에도 불구하고, 물량 증가 및 부타디엔 가격 상승에 따른 Mixed C4 이익률 개선 전망으로 당사의 올해 연간 영업이익은 3,144억원을 기록하며 1970년 6월 2일 설립 이후 최고치를 기록할 전망이다. 참고로 현재 시가총액(1.3조원)은 올해 영업이익 대비 4.2배에 불과하다.

## &gt;&gt;&gt; 내년에는 더욱 커지고, 더욱 유연해진다

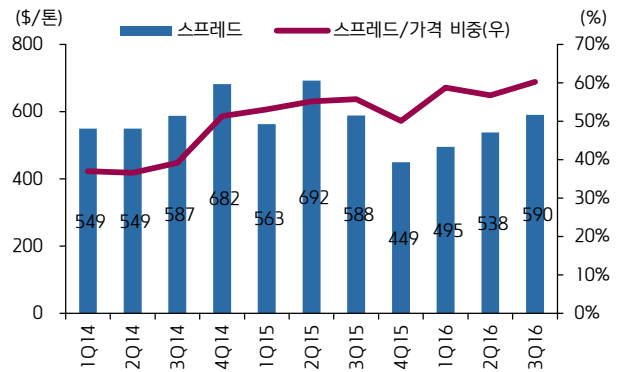
당사는 온산 NCC 증설을 진행 중에 있으며, 내년 6월 말에는 NCC 규모가 현재 47만톤에서 80만톤으로 약 70% 증가할 전망이다. 또한 에틸렌 생산 시 부산되는 프로필렌/C4/BTX 생산능력도 동반 증가하는 등 규모의 경제 효과가 기대된다. 한편 당사는 리밸런싱과 동시에 크래커의 나프타/LPG Swing 비중을 높이는 작업을 동시에 추진하고 있다. 이에 당사는 나프타와 함께 LPG를 원료로 사용할 수 있게 되어 향후 원재료의 수급 및 가격 변동에 유연하게 대처할 수 있을 것으로 보인다. 참고로 그 동안 당사는 NCC 분해공정에서 부산물로 발생하는 LPG를 활용해 주로 전력(GTG) 등을 생산했다.

## HDPE 스프레드 추이(분기별)



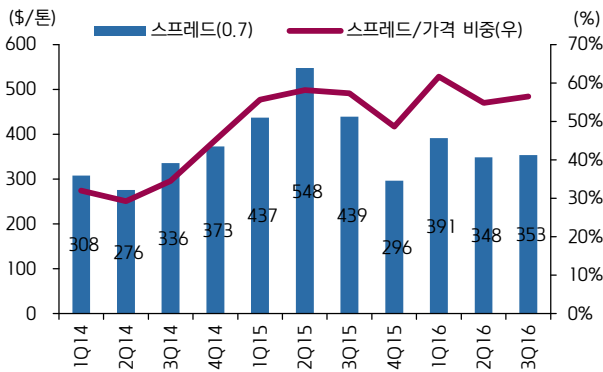
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## PP 스프레드 추이(분기별)



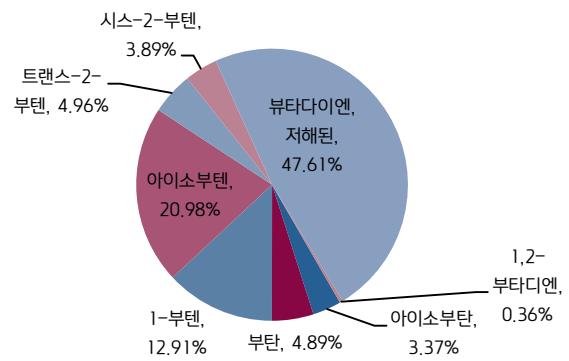
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## MEG 스프레드 추이(분기별)



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 혼합 C4 성분 정보



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

구분	2015				2016				(단위: 십억원)		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	2015 Annual	2016 Annual	2017 Annual
매출액	429	451	442	405	394	405	361	444	1,727	1,604	2,121
합성수지	271	268	285	266	262	270	212	281	1,089	1,025	1,258
기초유분	153	180	154	136	128	131	143	158	624	560	842
기타	4	3	3	3	5	3	5	5	14	18	22
영업이익(계산)	54	88	71	57	78	98	69	69	271	314	325
%	12.7%	19.5%	16.1%	14.2%	19.7%	24.3%	19.1%	15.6%	15.7%	19.6%	15.3%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	20,534	17,270	16,038	21,212	28,080
매출원가	19,290	14,007	12,369	17,275	24,240
매출총이익	1,244	3,263	3,669	3,937	3,840
판매비및일반관리비	545	551	525	691	920
영업이익(보고)	699	2,712	3,144	3,246	2,920
영업이익(핵심)	699	2,712	3,144	3,246	2,920
영업외손익	103	-25	61	-109	-100
이자수익	31	26	17	22	30
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	84	74	78	79	80
이자비용	78	110	150	359	419
외환손실	85	80	77	79	80
관계기업지분법손익	53	70	84	80	100
투자및기타자산처분손익	0	8	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-8	0	16	21	22
기타	106	-12	93	126	167
법인세차감전이익	803	2,687	3,205	3,137	2,820
법인세비용	164	679	749	690	620
유효법인세율 (%)	20.4%	25.3%	23.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	638	2,008	2,457	2,447	2,200
지배주주지분순이익(억원)	641	2,005	2,449	2,440	2,193
EBITDA	1,045	3,352	3,744	3,998	3,761
현금순이익(Cash Earnings)	985	2,648	3,057	3,199	3,040
수정당기순이익	644	2,002	2,441	2,426	2,177
증감율(% YoY)					
매출액	4.4	-15.9	-7.1	32.3	32.4
영업이익(보고)	289.5	287.9	15.9	3.2	-10.0
영업이익(핵심)	289.5	287.9	15.9	3.2	-10.0
EBITDA	86.3	220.6	11.7	6.8	-5.9
지배주주지분 당기순이익	39.5	212.7	22.1	-0.4	-10.1
EPS	39.5	212.7	22.1	-0.4	-10.1
수정순이익	48.8	210.7	21.9	-0.6	-10.2

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	775	3,237	3,073	2,695	2,377
당기순이익	803	2,687	2,457	2,447	2,200
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	-84	-80	-100
영업활동자산부채 증감	-360	40	101	-424	-563
기타	38	-65	1	0	0
투자활동현금흐름	-1,725	-1,138	-3,026	-2,181	-1,126
투자자산의 처분	-90	-311	3	-12	-15
유형자산의 처분	0	8	0	0	0
유형자산의 취득	-1,638	-844	-3,029	-2,170	-1,111
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	2	8	0	0	0
재무활동현금흐름	794	-1,359	1,259	1,129	695
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	868	-1,255	1,514	1,085	555
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-62	-93	-185	-247	-247
기타	-13	-11	-70	292	387
현금및현금성자산의순증가	-156	741	1,306	1,643	1,947
기초현금및현금성자산	759	603	1,344	2,650	4,293
기말현금및현금성자산	603	1,344	2,650	4,293	6,240
Gross Cash Flow	1,135	3,197	2,972	3,119	2,940
Op Free Cash Flow	-1,095	1,863	817	1,404	2,087

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,214	7,684	10,729
현금및현금성자산	603	1,344	2,650	4,293	6,240
유동금융자산	138	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,368	1,810	2,396
재고자산	1,684	1,287	1,196	1,581	2,093
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,695	15,208	15,598
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	13	17
투자자산	1,015	1,525	1,607	1,698	1,814
유형자산	9,156	9,600	12,029	13,447	13,717
무형자산	61	50	50	50	50
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,404	15,291	18,909	22,892	26,327
유동부채	2,721	2,688	2,597	2,981	3,492
매입채무및기타유동채무	844	687	638	844	1,118
단기차입금	900	500	500	500	500
유동성장기차입금	859	905	905	905	905
기타유동부채	118	596	554	732	969
비유동부채	3,262	2,247	3,685	5,083	6,055
장기매입채무및비유동채무	124	73	67	89	118
사채및장기차입금	2,097	1,199	2,713	3,798	4,353
기타비유동부채	1,041	975	905	1,196	1,583
부채총계	5,983	4,935	6,282	8,065	9,546
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	5,346	7,276	9,541	11,735	13,682
기타자본	2,140	2,142	2,142	2,142	2,142
지배주주지분자본총계	8,361	10,293	12,558	14,752	16,699
비지배주주지분자본총계	60	62	69	76	81
자본총계	8,421	10,356	12,627	14,827	16,780
순차입금	3,115	1,260	1,468	910	-482
총차입금	3,856	2,603	4,118	5,203	5,758

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

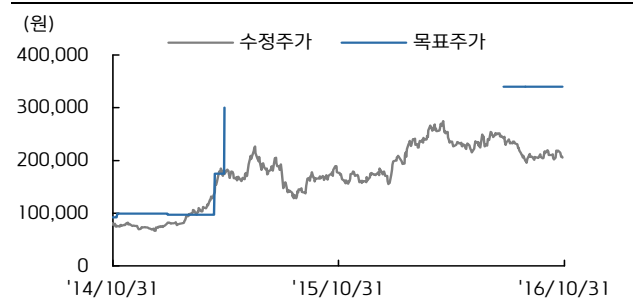
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	9,864	30,846	37,670	37,532	33,738
BPS	128,637	158,361	193,198	226,950	256,906
주당EBITDA	16,084	51,567	57,606	61,506	57,858
CFPS	15,152	40,737	47,025	49,216	46,773
DPS	1,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	7.2	5.6	5.4	5.5	6.1
PBR	0.6	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.4	3.7	4.0	3.6	3.4
PCFR	4.7	4.2	4.4	4.2	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.4	15.7	19.6	15.3	10.4
영업이익률(핵심)	3.4	15.7	19.6	15.3	10.4
EBITDA margin	5.1	19.4	23.3	18.8	13.4
순이익률	3.1	11.6	15.3	11.5	7.8
자기자본이익률(ROE)	7.8	21.4	21.4	17.8	13.9
투자자본이익률(ROIC)	5.1	17.9	25.7	22.7	18.7
안정성(%)					
부채비율	71.0	47.7	49.7	54.4	56.9
순차입금비율	37.0	12.2	11.6	6.1	-2.9
이자보상배율(배)	9.0	24.6	21.0	9.1	7.0
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	10.8	11.3	13.3	13.4
재고자산회전율	11.8	11.6	12.9	15.3	15.3
매입채무회전율	17.7	22.6	24.2	28.6	28.6

- 당사는 10월 28일 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.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대한유화 (006650)	2014/11/07	Buy(Maintain)	99,000원
	2015/01/28	Buy(Maintain)	97,000원
	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

## 목표주가 추이



## 투자 의견 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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%