



BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원

주가(11/1): 209,000원

시가총액: 13,585억원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688
treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/1)	2,007.39pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	274,500원
등락률	-23.86%
수익률	절대
1W	-2.1%
6M	-11.3%
1Y	18.1%
	상대
	-0.3%
	-11.8%
	19.4%

Company Data

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	36천주
외국인 지분율	22.22%
배당수익률(16E)	1.91%
BPS(16E)	193,198원
주요 주주	이순규 외 13인
	41.65%
	국민연금관리공단
	8.48%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	20,534	17,270	16,038	21,212
보고영업이익	699	2,712	3,144	3,246
핵심영업이익	699	2,712	3,144	3,246
EBITDA	1,045	3,352	3,744	3,998
세전이익	803	2,687	3,205	3,137
순이익	638	2,008	2,457	2,447
자배주주지분순이익	641	2,005	2,449	2,440
EPS(원)	9.864	30,846	37,670	37,532
증감률(%YoY)	39.5	212.7	22.1	-0.4
PER(배)	7.2	5.6	5.5	5.6
PBR(배)	0.6	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	7.4	3.7	4.0	3.6
보고영업이익률(%)	3.4	15.7	19.6	15.3
핵심영업이익률(%)	3.4	15.7	19.6	15.3
ROE(%)	7.8	21.4	21.4	17.8
순부채비율(%)	37.0	12.2	11.6	6.1

Price Trend



기업분석

대한유화 (006650)

다시 보자. PP



4분기는 석유화학의 전형적인 비수기다. 하지만 우리는 대한유화의 4분기 영업이익이 전 분기 대비 증익될 것으로 전망하고 있다. 여전히 HDPE 스프레드가 견고한 수준을 유지하고 있고, 11~12월 중 인도 릴라이언스 대규모 PP 설비(200만 톤)의 정기보수로 PP 스프레드의 추가 개선이 예상되며, 9월 이후 부타디엔 가격 상승으로 부산물인 Mixed C4 공급 가격도 동반 상승하고 있기 때문이다.

>> 4분기, PP 스프레드의 추가적 개선이 전망된다

대한유화는 작년 MEG 공장의 본격적인 가동에도 불구하고, 작년 전체 매출액에서 PP의 비중은 32%(추정치)로 PP 시황에 따라 전사 수익성 변동이 큰 편이다.

연초 PP 업황 전망은 중국의 CTO/MTO/PDH 등 On-Purpose 프로필렌 방식의 급격한 생산능력 증가로 PP 등 프로필렌 유도체의 마진 훼손이 클 것이라는 것이 시장 및 업계의 중론이었다. 하지만 저유가로 인한 나프타 가격 하락으로 스텁 크래커를 통합한 PP 설비의 이익률은 PE와 유사한 고마진율을 유지하고 있는 상황이다. 동사의 올해 3분기 실적이 높아진 기대치에 다소 부합하지 못한 것도 부정적 환율 효과 영향이 크지만, 마진율이 좋은 PP 공장 셋다운으로 인한 물량 감소도 한 요인으로 작용하였다.

우리는 올해 4분기 PP 스프레드의 추가적인 개선을 예상한다. 디왈리 이후 인도의 올해 4분기 PP 수요가 강세로 전환될 것으로 전망되는 가운데 인도 릴라이언스는 올해 11~12월 중 약 한달 동안 200만 톤 규모의 PP 플랜트를 순차적으로 정기보수를 할 계획이기 때문이다. 이 물량은 아시아태평양 지역 총 생산능력의 5.2% 수준으로 역내/외 공급 차질에 큰 영향을 미칠 전망이다. 또한 석탄 가격 급등에 대한 중국 정부의 조치가 있을 것으로 보이지만, 최근 높아진 석탄 가격 영향으로 중국 CTO/MTO의 원가 부담이 가중되어 PP 등 중국 프로필렌 체인의 로컬 가격이 전반적으로 반등하고 있는 점도 PP 스프레드 강세에 영향을 미칠 것으로 판단된다.

한편 동사는 OCU를 보유하고 있음에도 불구하고, 폴리머 대비 모노머의 생산능력의 절대적 열위에 있다. 이에 프로필렌 가격 상승은 일부 PP 제조 원가에 부정적인 요인으로 작용할 수도 있다. 하지만 내년 상반기 이후 크래커 리밸핑 완료로 그 영향은 대부분 제거될 전망이다.

>> 4분기, 비수기임에도 전 분기 대비 증익 전망

우리는 석유화학 계절적 비수기에도 불구하고, 동사의 올해 4분기 영업이익이 전 분기 대비 증익될 것으로 판단하고 있다. 이는 1) HDPE 스프레드

가 여전히 견고한 수준을 유지하고 있고, 2) 9월부터 급등한 부타디엔 가격 상승으로 동사의 Mixed C4 공급 가격도 반등할 것으로 추정되며, 3) 올해 2분기와 3분기 생산량이 증가한 중국의 CTMEG 설비가 중국 석탄 가격 상승에 따라 경제성 하락이 전망되고, 4) 전 분기 대비 판매/생산 물량의 훼손이 제한되며, 5) 국내 PE 설비(대림산업) 정기보수로 인한 내수 수급 개선이 전망되고, 6) 프로판 가격 상승으로 PDH 경제성이 하락하여 스팀 크래커를 통합한 PP 설비의 반사 수혜가 예상되기 때문이다.

>> 고부가 폴리올레핀 비중 확대 추진

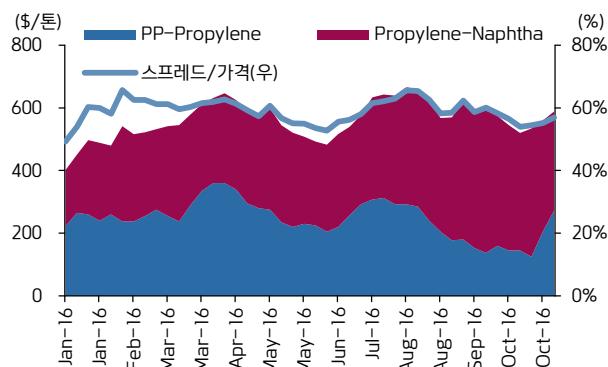
동사는 지난 달에 울산 HDPE/PP 부대설비에 대한 투자 발표를 하였다. 2018년 말까지 약 1천억원을 투입할 계획으로 보인다. 이번 투자는 기존 LG화학의 엘라스토머 증설과 마찬가지로 그 동안 고부가 폴리올레핀 제품 생산/판매 확대를 위한 범용 설비 전환으로 판단된다.

현재 동사의 합성수지 생산능력은 100만톤에 육박하지만, 1) 재작년 말 신규 MEG/HPEO 공장 가동, 2) 크래커의 규모 한계, 3) 높은 범용 제품 비중, 4) 상대적으로 시설 노후화 진행으로 그 동안 합성수지 플랜트 가동률이 70~75%로 제한되었다. 하지만 이번 투자 및 크래커 리밸핑으로 향후 합성수지 플랜트 가동률이 80~90%까지 높아질 전망이다.

한편 동사는 HDPE/PP 부대설비 투자를 통하여 합성수지 플랜트 가동률 개선뿐만 아니라 고부가 폴리올레핀 생산량(약 10만톤으로 추정)도 동시에 확대할 계획으로 보인다. 당장에 합성수지 디자인 생산능력의 변화는 없을 것으로 보이지만, 투자 완료 후 효율 개선 등으로 생산능력의 일부 증가도 가능해 보인다. 내년은 동사의 크래커 리밸핑이 완료되며 추가적인 규모의 증가 및 원가 개선이 예상되는 가운데 제품믹스 고도화로 중기적인 측면의 경쟁력이 더욱 강화될 전망이다.

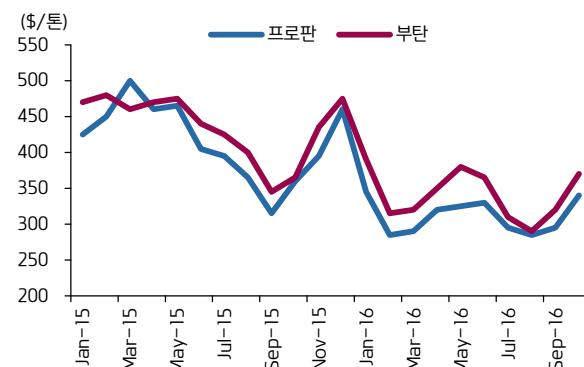
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 340,000원 유지한다.

프로필렌/PP 스프레드 추이(주별)



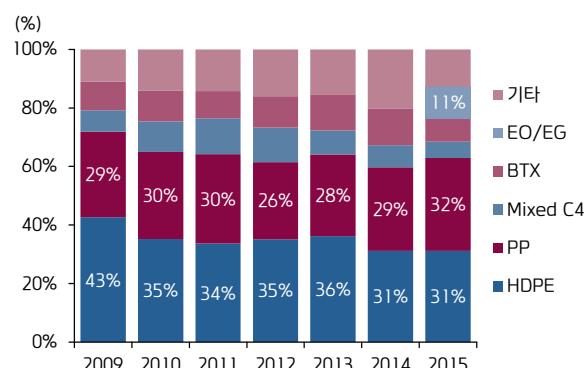
자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

사우디 LPG 기간계약가격 추이(월별)



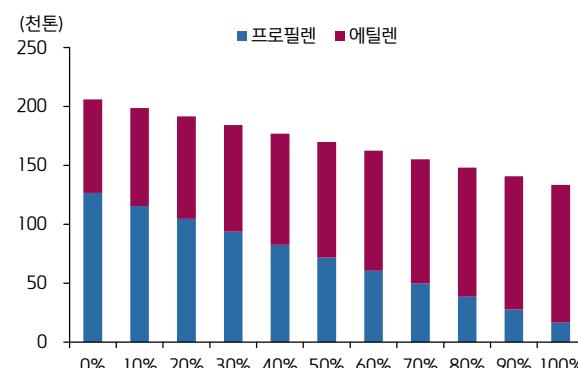
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

대한유화 제품별 매출액 비중 추이(연별)



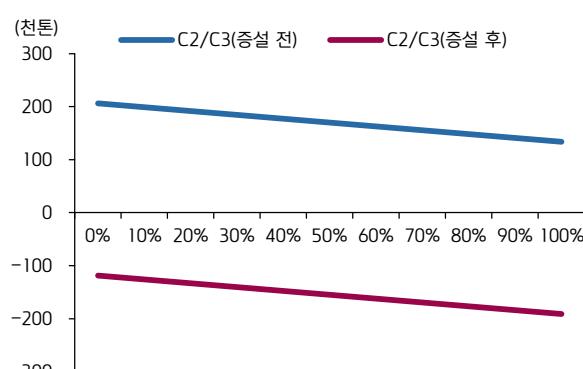
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 OCU 가동률별 모노머(C2/C3) 구입량 시뮬레이션(증설 전)



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 OCU 가동률별 모노머(C2/C3) 밸런스(증설 전/후 비교)



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

OCU 수율 현황(프로필렌 1톤 생산 기준)

원재료	제품/부산물
C4 R	1.25
에틸렌	0.34
C4 R	0.48
C5+	0.10

* 원재료: 수소, 제품/부산물: C2VentGas, C4VentGas 제외

자료: 업계, 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)

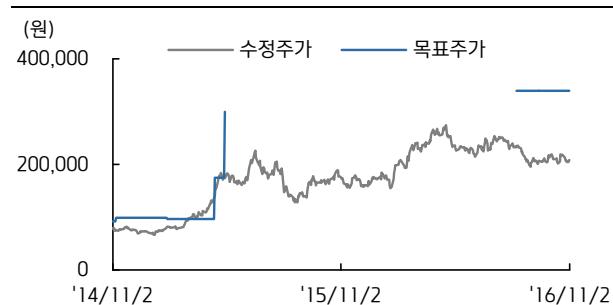
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,153	4,105	5,214	7,684	10,729
현금및현금성자산	603	1,344	2,650	4,293	6,240
유동금융자산	138	0	0	0	0
매출채권및유동채권	1,727	1,473	1,368	1,810	2,396
재고자산	1,684	1,287	1,196	1,581	2,093
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	10,252	11,186	13,695	15,208	15,598
장기매출채권및기타비유동채권	19	11	10	13	17
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

- 당사는 11월 1일 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)	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
	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

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 (2015/9/1~2016/9/30)

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