

2018. 2. 26



## ▲ 정유/화학

Analyst 노우호

02. 6098-6668

wooho.rho@meritz.co.kr

RA 이민영

02. 6098-6656

my.lee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 400,000 원

현재주가 (2.23) 329,500 원

상승여력 21.4%

KOSPI 2,451.52pt

시가총액 21,418억원

발행주식수 650만주

유동주식비율 49.12%

외국인비중 9.25%

52주 최고/최저가 342,000원/232,500원

평균거래대금 148.2억원

## 주요주주(%)

이순규 외 12 인 40.31

국민연금 11.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	24.6	17.7
상대주가	4.6	20.2	1.2

## 주가그래프



## 대한유화 006650

중국의 파이프라인 투자가 확대된다면?  
합성수지 구조적 수요 증가

- ✓ 18년 화학 업황 강세와 증설의 결과물이 도출될 원년의 해
- ✓ 중국 환경규제의 결과: 가스 파이프라인 투자, 페플라스틱 수입중단, 가동을 하락
- ✓ 중국의 파이프라인 투자 확대에 따라 HDPE, PP 수요 확대가 동사의 이익을 견인
- ✓ 1Q18 영업이익 1,256억원을 시작으로, 매 분기 사상 최대 이익 경신할 전망
- ✓ 화학업종 내 최선호주로 제시하며 적정주가는 40만원 유지

## 2018년 영업이익 5,330억원을 추정, 전년대비 +87.5% 증가할 전망

17.6 80 만톤으로 증설이 완료된 동사의 크래커는 현재 100% 정상가동 중이다. 대형화에 따른 비용절감이 큰 장치산업의 특수성으로, 18년 규모의 경제를 통한 비용 감소와 이익 성장이 예상된다. 18년 연간 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 47%, 87% 증가한 2.6조원과 5,330억원을 전망한다.

## 18년 키워드 중국: 환경규제의 나비효과 HDPE, PP, 벤젠 강세 도래

한층 강화된 중국의 환경규제 정책은 화학업종에 긍정적이다. 이는 (1) 페플라스틱 수입중단에 따른 신규 수지 치환 효과, (2) 천연가스 파이프라인 투자확대에 따른 PE, PP, PVC 등 합성수지 수요 증가가 예상된 반면, 경제성을 상실한 설비 가동을 하락에 따른 자급률 감소로 수입규모 증가가 예상되기 때문이다.

## 용두사미로 결론 맺을 북미 ECC 증설

올해 가동될 북미 신규설비 규모는 506 만톤으로 역대 최대규모로 추정된다. 공급량 증가에 대한 부담이 주가 discount 요소지만, (1) 실물경기 개선, (2) 중국의 환경규제로 인해 업황 둔화요인은 제한적이다. 그렇기에 지난 2년간 그랬듯 북미 ECC 파급력은 크지 않겠다.

## 그렇기에 주가의 쏠림 현상은 지속되겠고, 화학업종 최선호주로 제시

업종 re-rating 이 발생하고 있는 바, 동사의 주가는 경쟁사 대비 discount 가 해소될 전망이다. 동사는 증설을 통한 (1) 에틸렌 외부 판매 확대, (2) 성장성이 높은 HDPE, PP 증설을 통해 연간 증익폭이 가장 크다는 점을 제시한다. 이에 투자의견 Buy와 적정주가 40만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,727.0	271.2	228.0	30,846	212.7	157,591	5.6	1.1	3.7	21.5	47.7
2016	1,596.4	343.0	272.1	41,867	35.7	197,046	6.6	1.4	4.6	23.5	36.4
2017P	1,779.4	284.2	214.3	32,972	-21.2	226,646	8.0	1.2	5.1	15.5	33.8
2018E	2,628.2	533.0	417.8	64,283	94.9	287,129	5.1	1.1	3.0	25.0	28.2
2019E	2,606.5	571.1	457.8	70,430	9.5	353,758	4.7	0.9	2.2	22.0	23.7

표1 1Q18E 대한유화 실적 예상치

(십억원)	1Q18E	1Q17	(% YoY)	4Q17P	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	645.4	434.6	48.5	595.2	8.4	652.2	-1.0
영업이익	125.6	107.8	16.5	104.1	20.7	115.5	8.7
세전이익	127.8	100.8	26.8	98.5	29.7	114.6	11.5
순이익(지배)	97.1	76.7	26.6	76.0	27.7	88.2	10.1

자료: WiseFn, 메리츠증권증권 리서치센터

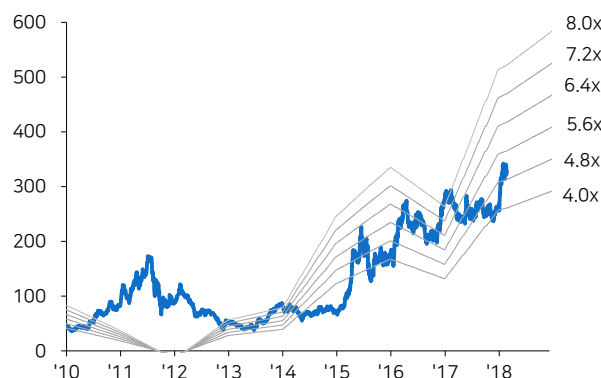
표2 대한유화 실적추정 테이블

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
매출액	434.6	223.8	525.8	595.2	645.4	659.2	659.7	663.9	1,596.4	1,779.4	2,628.2
영업이익	107.8	-11.6	83.8	104.1	125.6	136.0	135.6	135.8	343.0	284.2	533.0
% OP	24.8%	-5.2%	15.9%	17.5%	19.5%	20.6%	20.6%	20.5%	21.5%	16.0%	20.3%
세전이익	100.8	-6.7	87.5	98.5	127.8	140.9	141.0	140.1	360.2	280.1	549.8
순이익(지배)	76.7	-5.0	66.6	76.0	97.1	107.1	107.1	106.5	272.1	214.3	417.8
%YoY											
매출액	10.2%	-44.7%	45.8%	36.3%	48.5%	194.5%	25.5%	11.5%	-7.6%	11.5%	47.7%
영업이익	38.4%	적전	21.7%	6.5%	16.5%	흑전	61.7%	30.4%	26.5%	-17.1%	87.5%
세전이익	22.8%	적전	18.7%	-3.5%	26.8%	흑전	61.1%	42.2%	34.1%	-22.2%	96.3%
순이익(지배)	22.0%	적전	19.3%	-1.8%	26.6%	흑전	60.9%	40.1%	35.7%	-21.2%	95.0%
%QoQ											
매출액	-0.5%	-48.5%	134.9%	13.2%	8.4%	2.1%	0.1%	0.6%			
영업이익	10.3%	적전	흑전	24.2%	20.7%	8.3%	-0.3%	0.2%			
세전이익	-1.3%	적전	흑전	12.6%	29.7%	10.3%	0.0%	-0.6%			
순이익(지배)	-0.9%	적전	흑전	14.2%	27.7%	10.3%	0.0%	-0.6%			

자료: 대한유화, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 대한유화 12M Fwd. PER 밴드차트

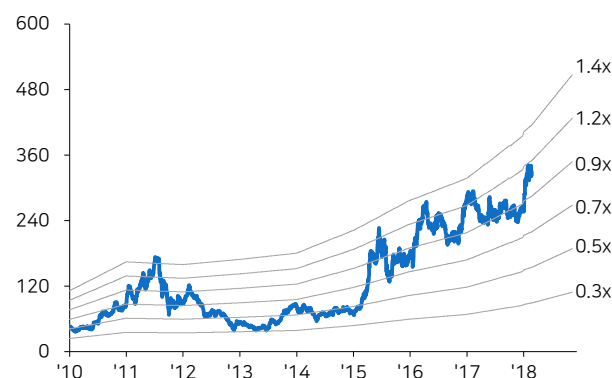
(천원)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 대한유화 12M Trailing PBR 밴드차트

(천원)



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 18년 에틸렌 생산능력의 변화

화학 산업은 제품별 생산량에 연동되어 기초 원재료에서 최종 수요까지 이어지는 제품군의 수급 구조와 맞물리는 특성을 갖는다. 글로벌 화학 물동량이 증가하는 화학기업의 특성 상, 글로벌 제품별 증설 및 기타 지역 자급률 증가 이슈는 기업별 이익 규모에 영향을 미칠 수 있다는 점이다. 특히 중국을 포함한 아시아 역내 의존도가 높은 국내 화학기업들은 중국의 크래커 신증설에 따른 공급량 증가, 수요 변화에 민감한 영향을 받는다.

14년 이후 글로벌 설비들의 신증설 부재, 기존 크래커들의 가동률 하락으로 글로벌 화학 수급은 수요 우위의 타이트한 공급 기조를 견인했다. 2017년 이후 글로벌 화학 업황 둔화 우려는 북미 소재 ECC(Ethane Cracking Center)의 신증설에 따른 공급과잉 가능성에 기인한다. 기존 원유에서 추출된 나프타 대비 원가 경쟁력이 우수한 에탄 기반 ECC가 17~20년 1,036만톤 규모로 증설을 앞두고 있기 때문이다. 수급 변화에 따른 원유 기반의 화학 기업들의 이익둔화를 우려한 셈이다.

표3 글로벌 에틸렌 생산능력 변화

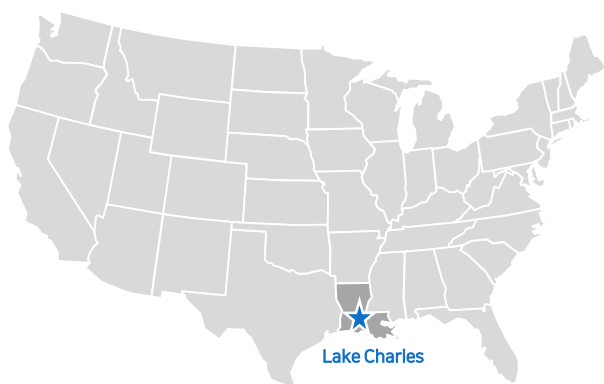
기업	지역	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
CP Chem	TX			150	150	150	150	150
Dow	LA	80.5	100.9	100.9	100.9	100.9	100.9	100.9
Dow	TX		75	150	150	175	200	200
Dupont	TX	68	68	70.3	77.1	77.1	77.1	77.1
ExxonMobil	TX			150	150	150	150	150
Exxon+Sabic	TX						90	180
Formosa	TX			30	125	125	125	125
Formosa	U						40	120
Indorama	LA			370	370	370	370	370
LyondellBasell	TX	77.1	113.4	113.4	113.4	113.4	113.4	113.4
Occidental	TX		55	55	55	55	55	55
Sasol	LA			37.5	150	150	150	150
Shell	PA						75	75
Shintech	LA			25	50	50	50	50
Total/Nova/Borealis	TX						50	100
Westlake	KY	28.6	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8	31.8
Westlake	LA	59	66	66	66	66	66	66
Westlake/Lotte	LA				50	95	95	95
Nova/Sabic	LA	90	90	90	90	90	90	90
생산능력 증분량		34.1	196.9	506.8	289.3	70	280	295
미국 내 총 생산능력		2,900.2	3,097.0	3,603.8	3,893.1	3,963.1	4,243.1	4,538.1
증가율		1.2%	6.8%	16.4%	8.0%	1.8%	7.1%	7.0%
글로벌 총 생산능력		16,398.1	16,933.7	17,870.0	18,517.5	18,890.7	19,347.1	19,754.0
생산능력 증분량		361.9	535.6	936.3	647.5	373.2	456.4	406.9
증가율		2.3%	3.3%	5.5%	3.6%	2.0%	2.4%	2.1%
글로벌 설비 가동률		88.9%	89.6%	86.5%	87.0%	87.8%	87.8%	88.9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 용두마시로 결론맺을 북미 ECC 증설 우려

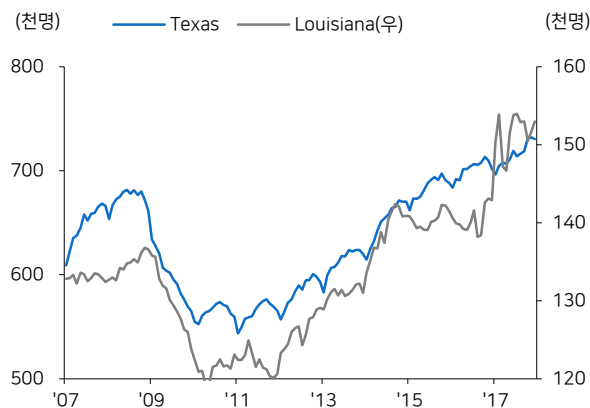
17~20년 북미지역에서 1,036만톤으로 증설이 예정된 ECC 크래커의 수익성 저하 문제가 대두될 전망이다. 북미 Lake Charles 프로젝트를 주도한 Sasol의 사례를 기억할 필요가 있다. 이들은 89억달러 투자금으로 ECC 150만톤/연 프로젝트를 (16년 기계적 완공 예정)를 진행했다. 16년 초 이들은 프로젝트의 최종 비용을 110억달러로와 프로젝트 IRR을 8.6%로 발표하며, 자본비용 8%을 소폭 상회했다고 밝혔다. 해당 프로젝트 비용은 (1) 기후 및 토지 복구 비용 증가, (2) 공사 지연 방지차원에서 인센티브 지급(7.5억달러), (3) 근로자수 증가(6.7억달러), (4) 계약금액 증가(6.8억달러)의 이유로 증가했다는 점으로 기계적 완공 시점을 19년 하반기로 지연시킨 상황이다. 비단 비용 증가에 따른 수익성 하락 우려감은 Sasol 뿐만이 아니다. 16년 Mexichem CEO는 "if it were to start construction of an ethylene cracker today, it would cost by 40% more than if initiated a few years ago"라고 밝히며 비용 증가 이슈를 제기했던 점을 감안하면 ECC 증설 중인 기업들 공통적인 고민거리라 생각된다.

그림3 Sasol의 Lake Charles 프로젝트 위치



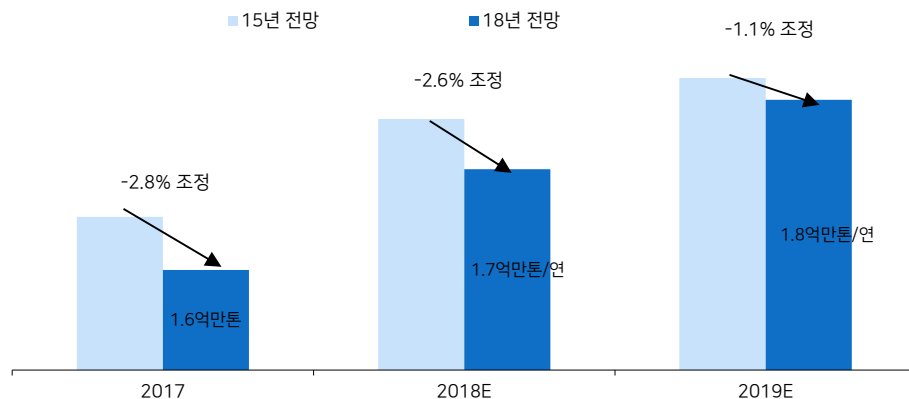
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 미국 내 주요 화학단지 근로자수 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 신증설 프로젝트의 지연/취소 발생으로 글로벌 생산능력 전망치 변경



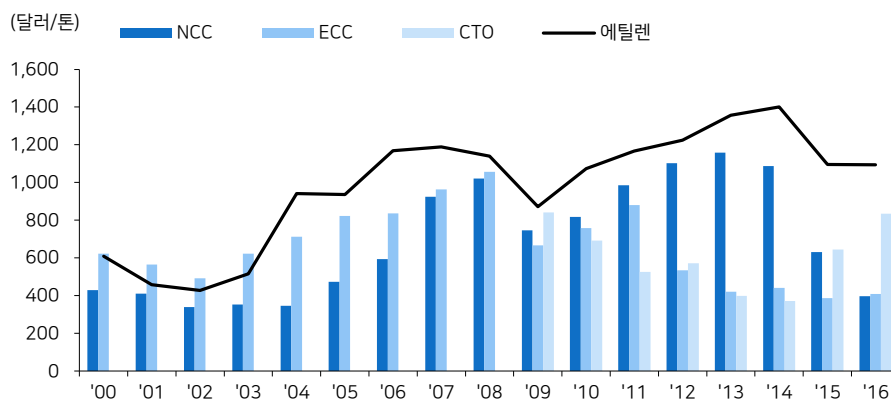
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2018년 화학업황 키워드 “중국”

화학업황 방향성은 중국 정부가 쥐고 있다는 해석이다. 2014년 중국 중앙경제공작회의를 전환점으로 경제 발전 내용에 변화가 발생했다. 중국은 경제발전 과정에서 안정성을 최우선 과제로 선정하며 ‘신창타이(New Normal)’, 즉 경제 구조 개혁을 강화, 내수시장 활성화, 자급률 향상을 위한 정책을 제시한다.

12차 5개년 계획(2011~2015)을 통해 중국 화학산업에도 변화를 맞는다. 중국은 석유화학 기초 원재료 에틸렌 생산능력 확대를 통한 자급률 향상을 추진했고, 비용 대비 수익성이 우수했던 CTO/MTO 증설 투자를 실시했다. 당시 에틸렌 1톤 생산에 투입되는 원재료 투입 비용을 고려하면, 석탄기반의 CTO/MTO는 원유 기반의 NCC 대비 약 500달러 수준 경쟁력 우위를 갖췄다.

그림6 석유화학 설비별 에틸렌 제조비용 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 중국의 에너지 정책 변화

구분	12.5 계획		13.5 계획(16~20년)
	주요 계획	주요 결과	
기본 계획	신창타이(New Normal) - 경제개혁, 구조조정을 통한 중속성장 정책 추진	내수시장 성장, 자급률 향상 로컬기업 R&D 투자 증가	제조업 종합경쟁력 강화 - 주요산업 구조 고도화, 수출산업으로 전환
화학 관련	원유 수입의존도 감소 자원 탐사(국내)/투자(해외) 정제능력 제고, 석유화학 증설	자국 석탄자원 개발/활용  휘발유, 경유 생산 증가 - 정제품 순수출 전환, CTO 증설 다운스트림 제품 증설 - 자급률 향상(PP, PVC, PTA) - 기초유분/중간원료 수입 증가	세일가스 개발 추진  일부 과잉생산설비 구조조정 기초유분 증설: CTO 중심 증설 기능성 소재, 첨단소재 개발 - 바이오소재, 복합소재, 정밀전자 소재 등
기타	정제-화학 일체형 설비 구축		19년 이후 가시화(Sinopec 등 증설 예정)
	에너지 절감, 환경보호		풍력, 태양광 발전 확대, 석탄비중 축소

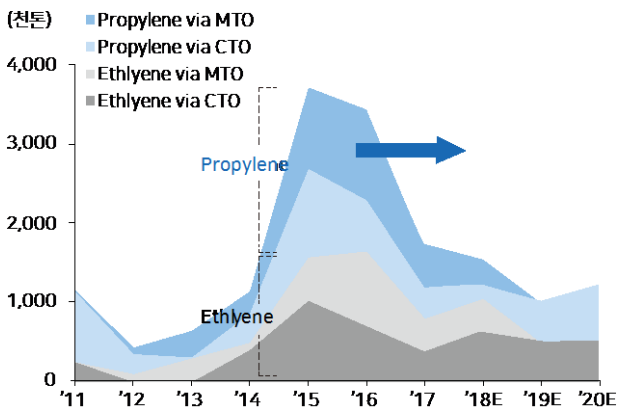
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2010년 중국 경제의 고성장에 따른 석유화학 시장이 확대되던 중, 14년 유가 급락으로 역내 수급의 변화가 발생했다. 중국의 CTO/MTO가 원유 기반의 NCC에 비해 원가 경쟁력이 부각된 점은, 당시 고유가(100달러/배럴 상회) 기조에서 유가에 연동된 NCC들의 고가 원재료에 대한 피로감 때문이다. 14년 글로벌 원유 공급 과잉으로 유가는 1년 새 반토막 수준의 50달러/배럴로 하락했고, 한때 1,000달러/톤에 육박한 나프타는 500달러/톤으로 하락했고, NCC 설비들의 원가 경쟁력이 부각되기 시작했다는 점이다.

반면, 중국의 석탄기반 설비들의 원가 경쟁력을 상실하기 시작했다. 16년 2월 Dubai 기준 유가가 23달러/배럴로 하락한 당시, 두 개 설비의 원가 격차는 114달러까지 축소되었다. 이후 유가 회복에 따른 원가 경쟁력에 대한 의문이 있었으나, 16년 중국의 환경규제에 따른 석탄 공급 제한이 자국 내 화학 산업 경쟁력을 악화시키는 부메랑으로 작용했다는 점이다. 석탄 급등에 따라 이들의 원가 격차는 98달러/톤까지 축소되었고, 규모의 경제를 확보하지 않던 설비들은 가동률 하락의 결과를 맞이한다.

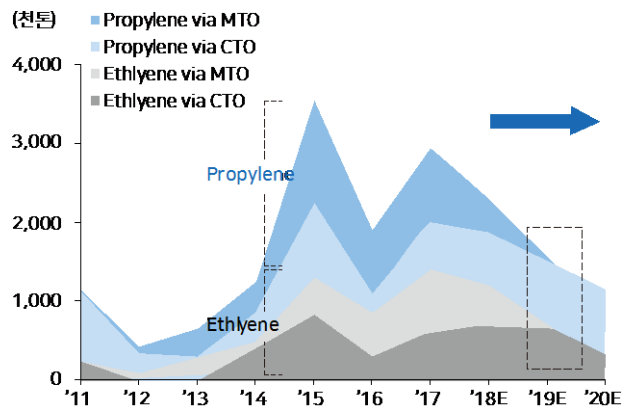
설비의 수익성 악화에 따른 가동률 하락과 신규 증설 프로젝트 취소는 당연한 결과다. 석탄 기반 설비들의 가동률은 15년 고점 85%에서 1년 후 78%로 하락, 현재도 가동률 하락이 지속된다는 점이다. 또한 16년 이후 2년 연속 신규 프로젝트 발주 취소 사례도 발생하고 있다.

그림7 14년 이후 대규모 투자가 예상된 중국 CTO/MTO 투자



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 경쟁력 상실에 따라 발주 취소 사례 발생

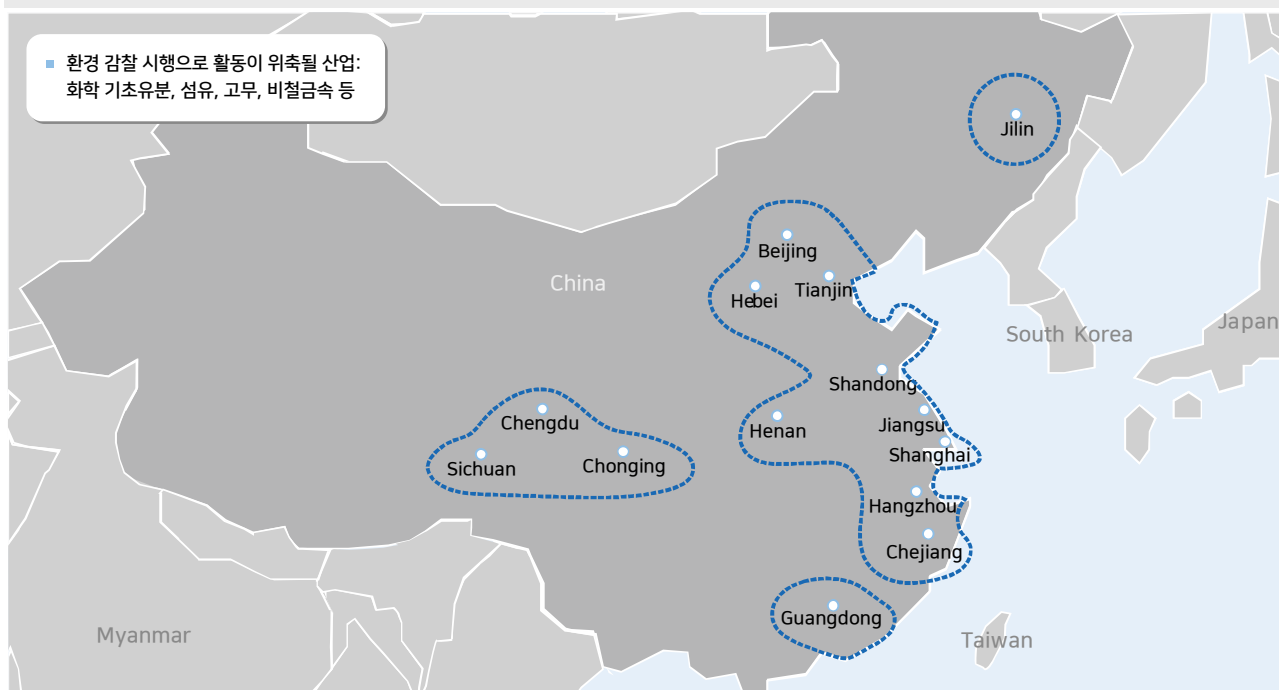


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 중국의 환경규제의 나비효과

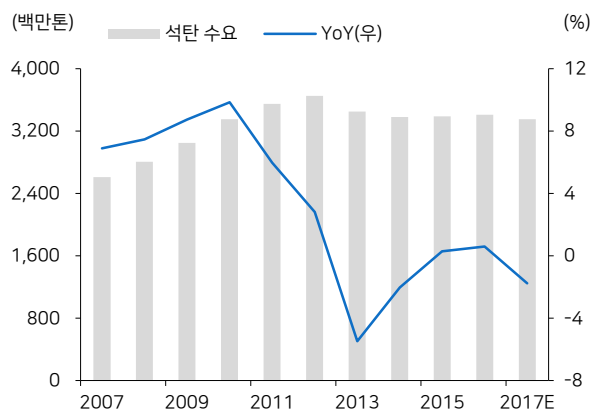
중국의 환경규제 강화정책은 매년 강화될 전망이다. 16년 석탄 공급 억제제를 시작으로, 석탄 기반 상업활동을 제한하는 정책을 시행 중이다. 구체적인 방법으로 16년까지 대기오염 최소화를 위해 석탄 수요 억제, 16년 이후 폐수 처리 모니터링 강화 등 구체적인 방법으로 실시하고 있다는 점이다. 17년 WTO에서 언급된 폐-플라스틱 수입중단 정책도 같은 맥락이다. 동사를 비롯한 국내 화학기업들이 중국 환경정책의 수혜가 가능한 점은 (1) 폐 플라스틱 수입 중단에 따른 신규 수지 치환, (2) 중국의 파이프라인 투자확대에 따른 합성수지 수요 증가에서 기인한다.

그림9 중국의 환경규제 강화에 따라 상업활동이 위축된 산업 및 지역



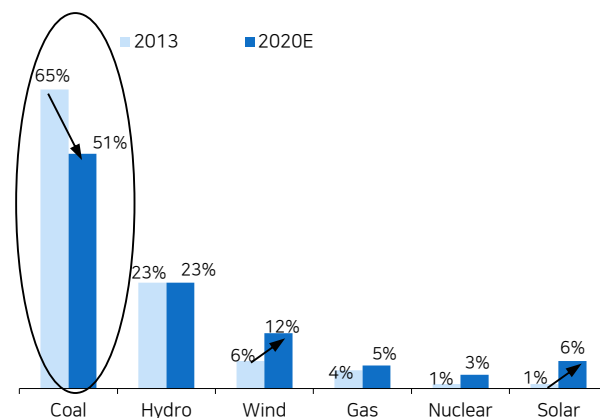
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 중국의 석탄수요 변화



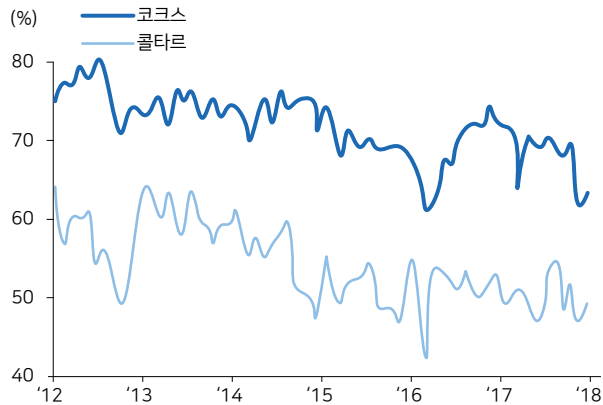
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 중국의 에너지 발전 자원 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 중국 석탄 기반 화학설비들의 가동률 하락



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 중국의 에틸렌 및 PE 생산량 감소



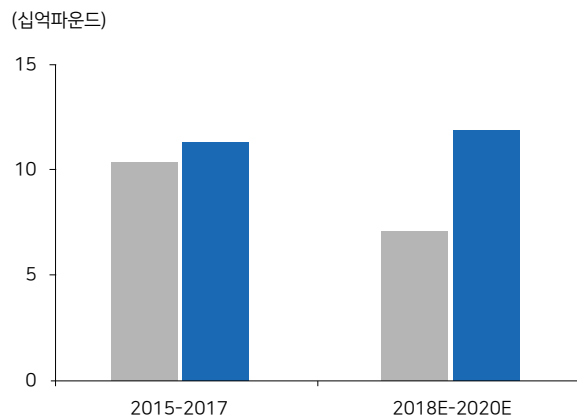
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

### 올레핀 강세는 지속될까?

중국의 환경규제가 가져올 긍정적 포인트는 다양하다. 먼저 중국의 폐-플라스틱 중단 정책이다. 17년 7월 개최된 WTO회의에서 중국은 17년 12월까지 폐플라스틱을 포함한 24종의 폐기물에 대한 수입을 중단 계획을 발표했다. 시진핑 집권 이후 강화되는 환경 규제를 감안하면 수급이 가는 정책이다.

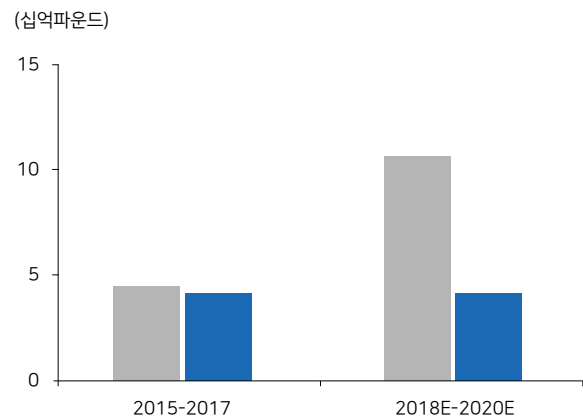
이번 정책을 통해 수입한 폐-플라스틱을 세척 이후 가공하는 과정에서 발생한 수질/대기 오염을 방지하려는 의도로 풀이된다. 폐-플라스틱의 수입중단 정책에 포함되는 주요 제품은 PE, PVC, PET이다. 규모로는 16년 기준 폐플라스틱 총 수입량은 730만톤으로 파악되고, 이 중 PE가 250만톤, PET가 250만톤으로 절대 다수를 차지한다. 특히 상대적인 고부가 제품 필름용 HDPE는 폐 플라스틱 PE 비중의 40~50%, 파이프용 HDPE는 18% 규모이며 신규 수지(Virgin Resin)로 치환된다면 의미있는 가격 상승까지 예상된다.

그림14 HDPE 수급 전망: 수요 우위에 따른 강세 전환



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 LDPE 수급 전망: 공급량 증가로 가격 상승 둔화 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

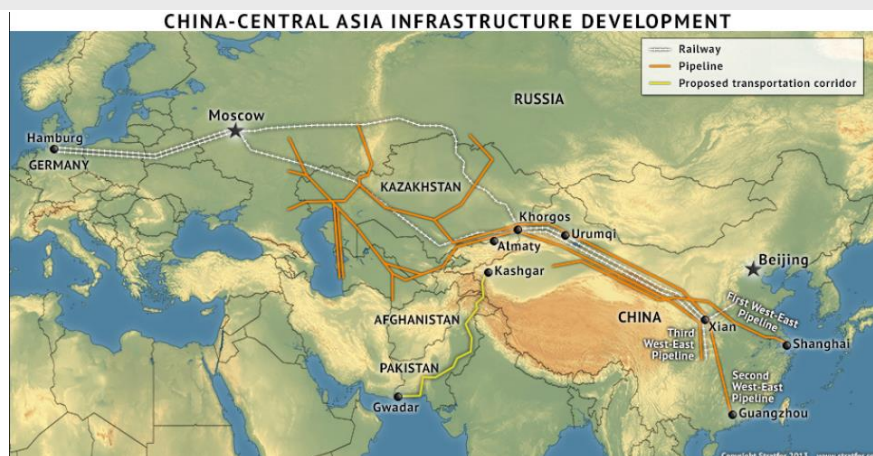


### 중국의 가스 발전 증가에 따른 파이프라인 투자 확대: 화학 수요로 전이될 전망

17.7 중국 NDRC(National Development and Reform Commission)은 2020년까지 파이프라인 네트워크를 최대 16.9만Km로 증가, 2025년까지 최대 24만Km까지 증가시킬 계획을 발표했다. 투자 비중은 천연가스용 파이프 61%, 석유 19%, 원유 18%이다. 석탄 등 기존 에너지 자원을 배제하고 친환경 에너지 자원의 대안으로 천연가스 중심으로 투자가 확대된다는 점이다.

16~17년 중국의 에너지별 연간 수요 변화는 원유 +5.5%, 천연가스 +8.0%, 석탄 -4.7%이다. 현재 중국은 원유와 천연가스 모두 순수입 국가이며, 정부의 환경 정책을 감안하면 가스 중심으로 수요가 확대되겠다. 원유 대비 수요 증가가 큰 가스 수요를 충족하기 위해 주변국가 러시아, 미얀마, 중앙아시아(우즈베키스탄, 카자흐스탄)와 연계한 파이프라인 투자를 확대한다는 점이다.

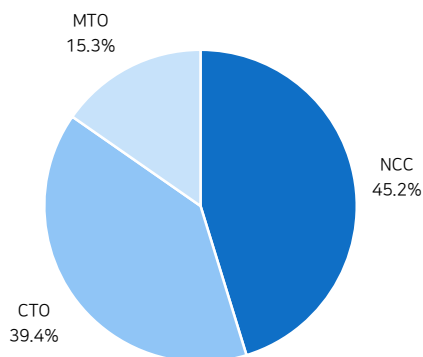
그림16 주변국가와 연계한 중국의 파이프라인 투자 예상 조감도



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

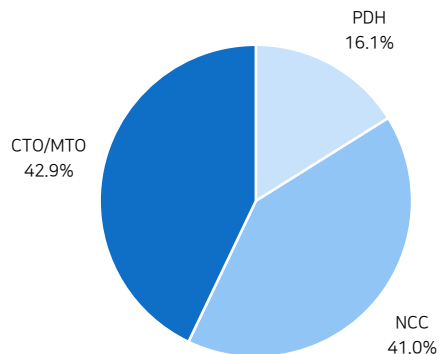
결국 중국의 친환경 에너지 자원으로 천연가스가 대두된 상황 속, 파이프라인 투자 확대는 합성수지 수요 증가를 견인할 전망이다. 합성수지 각각이 파이프에 투입되는 비중은 다음과 같다. HDPE 40%, LDPE 3%, PVC 42%, ABS 2%가 파이프 용도로 사용된다는 점이다. 관건은 중국의 원재료 조달 이슈가 되겠다. 이미 중국은 석탄 가격 급등으로 설비 경제성을 상실한바 있고, 가동률이 꾸준히 하락했다. 18년 현재 중국의 자급률 상황은 에틸렌 기준 90% 이하, PE 기준 60% 이하로 하락했다. 공급여력이 감소와 최저 수준을 기록하는 채고 수준을 감안하면 향후 HDPE 등 합성수지 중심의 가격 강세가 임박하고 있다는 점이다. 결국 18년 북미 ECC 증설에 따른 가격 약세 전환 우려와 달리, 올레핀을 중심으로 화학 전 제품 가격 강세가 예상된다.

그림17 중국 내 화학 설비별 에틸렌 생산비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 중국 내 화학 설비별 프로필렌 생산비중



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 HDPE 가격 및 스프레드 추이

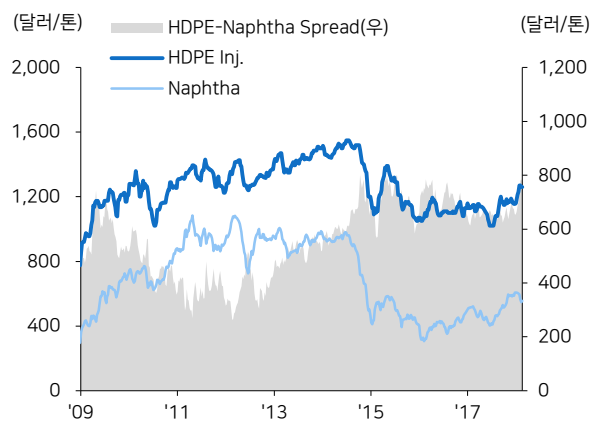


그림20 지역별 HDPE 가격 현황

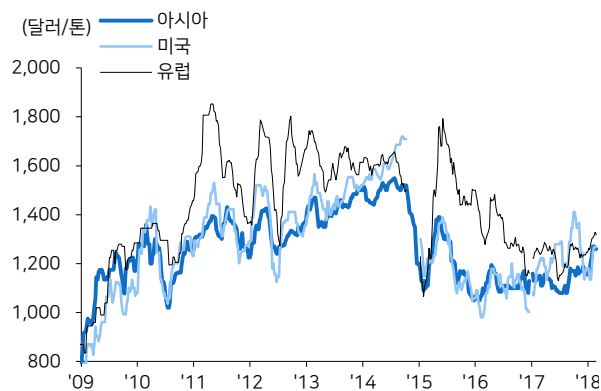
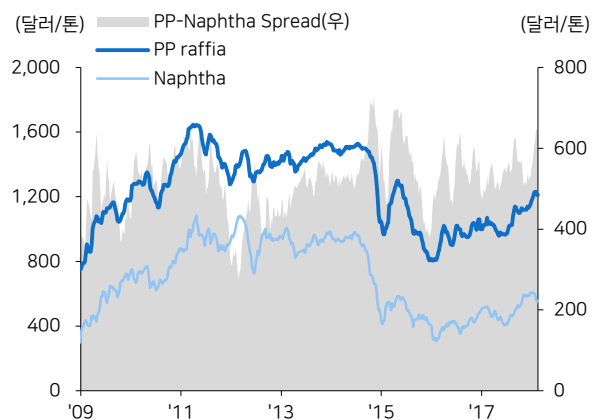
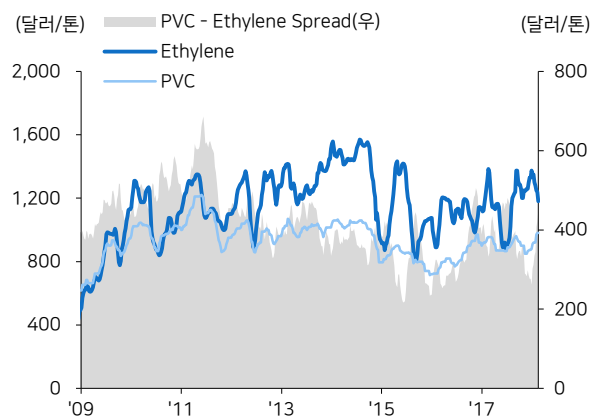


그림21 PP 가격 및 스프레드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 PVC 가격 및 스프레드 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 대한유화 (006650)

### Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	1,727.0	1,596.4	1,779.4	2,628.2	2,606.5
매출액증가율 (%)	-15.9	-7.6	11.5	47.7	-0.8
매출원가	1,400.7	1,200.6	1,444	2,125	1,994
매출총이익	326.3	395.8	335.4	503.5	612.9
판매관리비	55.1	52.8	196.4	124.0	41.8
영업이익	271.2	343.0	284.2	533.0	571.1
영업이익률	15.7	21.5	16.0	20.3	21.9
금융손익	-9.1	0.7	-5.7	4.7	19.3
종속/관계기업손익	7.0	7.5	7.4	4.0	4.0
기타영업외손익	-0.4	9.0	-5.8	8.0	8.0
세전계속사업이익	268.7	360.2	280.1	549.8	602.4
법인세비용	67.9	87.3	65.6	131.9	144.6
당기순이익	200.8	272.9	214.5	417.8	457.8
지배주주지분 순이익	228.0	272.1	214.3	417.8	457.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017 P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	323.7	322.6	162.5	334.3	477.5
당기순이익(손실)	200.8	272.9	219.0	296.7	371.9
유형자산상각비	64.0	64.4	70.6	83.6	95.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	4.0	-15.4	-151.0	-41.9	14.6
투자활동 현금흐름	-113.8	-278.0	-150.8	-158.5	-156.4
유형자산의증가(CAPEX)	-84.4	-262.7	-189.4	-160.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	-43.1	2.8	45.3	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	-135.9	-91.9	-34.5	-24.7	-24.7
차입금의 증감	-125.3	-73.9	-9.7	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	74.1	-47.3	-22.8	151.1	296.5
기초현금	60.3	134.4	87.0	64.3	215.4
기말현금	134.4	87.0	64.3	215.4	511.9

### Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017 P	2018E	2019E
유동자산	410.5	428.3	411.7	810.4	1,241.9
현금및현금성자산	134.4	87.0	9.7	362.1	795.3
매출채권	138.6	175.8	211.1	235.5	234.6
재고자산	128.7	138.7	174.2	194.3	193.5
비유동자산	1,118.6	1,335.4	1,558.9	1,582.5	1,602.8
유형자산	960.0	1,161.2	1,389.2	1,412.8	1,433.0
무형자산	5.0	5.3	5.7	5.7	5.7
투자자산	138.1	142.9	143.2	143.2	143.2
자산총계	1,529.1	1,763.6	1,970.6	2,392.9	2,844.7
유동부채	268.8	318.9	260.2	278.3	297.5
매입채무	29.0	70.6	71.6	78.7	86.6
단기차입금	50.0	43.0	45.0	45.0	45.0
유동성장기부채	90.5	85.5	35.0	35.0	35.0
비유동부채	224.7	151.7	237.2	248.2	247.8
사채	49.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	58.0	141.5	141.5	141.5
부채총계	493.5	470.6	497.4	526.5	545.3
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	727.6	984.4	1,173.7	1,566.9	1,999.9
비지배주주지분	6.2	7.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,035.6	1,293.1	1,473.2	1,866.3	2,299.4

### Key Financial Data

	2015	2016	2017 P	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	265,687	245,596	273,758	404,335	400,999
EPS(지배주주)	30,846	41,867	32,972	64,283	70,430
CFPS	42,609	53,670	47,436	104,228	110,588
EBITDAPS	51,567	62,675	58,356	102,997	109,357
BPS	157,591	197,046	226,646	287,129	353,758
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
배당수익률(%)	1.7	1.5	1.5	1.2	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	5.6	6.6	8.0	5.1	4.7
PCR	4.0	5.1	5.6	3.2	3.0
PSR	0.6	1.1	1.0	0.8	0.8
PBR	1.1	1.4	1.2	1.1	0.9
EBITDA	335.2	407.4	379.3	669.5	710.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	3.0	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.5	23.5	15.5	25.0	22.0
EBITDA 이익률	19.4	25.5	21.3	25.5	27.3
부채비율	47.7	36.4	33.8	28.2	23.7
금융비용부담률	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	24.6	88.5	63.9	62.7	67.2
매출채권회전율(x)	11.8	10.2	9.2	11.8	11.1
재고자산회전율(x)	11.6	11.9	11.4	14.3	13.4

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:노우호,이민영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 대한유화 (006650) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.12	산업분석	Buy	330,000	노우호	-24.3	-23.6	
2016.07.20	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-25.3	-23.6	
2016.07.28	기업브리프	Buy	330,000	노우호	-26.4	-23.6	
2016.08.05	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-27.6	-23.6	
2016.08.19	산업브리프	Buy	330,000	노우호	-32.7	-23.6	
2016.10.11	기업분석	Buy	370,000	노우호	-43.3	-38.4	
2016.11.17	산업분석	Buy	370,000	노우호	-36.4	-22.4	
2017.01.11	산업분석	Buy	370,000	노우호	-34.8	-20.9	
2017.01.25	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-34.0	-20.9	
2017.02.06	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.7	-20.7	
2017.02.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.03.03	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.04.06	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.4	-20.7	
2017.04.27	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.5	-20.7	
2017.05.30	산업분석	Buy	370,000	노우호	-32.2	-20.7	
2017.06.26	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.07.10	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.3	-20.7	
2017.08.02	기업브리프	Buy	370,000	노우호	-32.1	-20.7	
2017.08.21	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.8	-20.7	
2017.09.13	산업브리프	Buy	370,000	노우호	-31.7	-20.7	
2017.10.11	1년 경과				-31.8	-27.6	
2017.11.29	산업분석	Buy	370,000	노우호	-30.5	-16.6	
2018.01.15	기업브리프	Buy	400,000	노우호	-18.6	-14.5	
2018.02.26	기업브리프	Buy	400,000	노우호	-	-	