



BUY(Maintain)

목표주가: 450,000원

주가(2/26): 326,500원

시가총액: 21,223억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

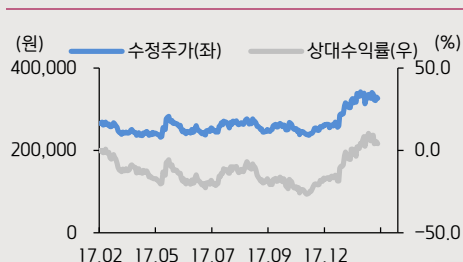
KOSPI (2/26)		2,457.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	342,000원	232,500원
등락률	-4.53%	40.43%
수익률	절대	상대
1W	3.0%	7.9%
6M	23.7%	19.7%
1Y	20.9%	3.0%

발행주식수	6,500천주	
일평균 거래량(3M)	51천주	
외국인 지분율	9.25%	
배당수익률(18E)	1.52%	
BPS(18E)	275,803원	
주요 주주	이순규 외 12인	40.31%
	국민연금공단	11.97%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	15,964	17,794	26,630	26,823
보고영업이익	3,430	2,842	4,568	4,668
핵심영업이익	3,430	2,842	4,568	4,668
EBITDA	4,074	3,793	5,458	5,585
세전이익	3,602	2,801	4,413	4,508
순이익	2,729	2,145	3,442	3,516
지배주주지분순이익	2,721	2,143	3,442	3,516
EPS(원)	41,867	32,972	52,957	54,094
증감률(%YoY)	35.7	-21.2	60.6	2.1
PER(배)	6.6	8.0	5.0	4.9
PBR(배)	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	3.2	2.6
보고영업이익률(%)	21.5	16.0	17.2	17.4
핵심영업이익률(%)	21.5	16.0	17.2	17.4
ROE(%)	23.4	15.5	21.1	18.0
순부채비율(%)	6.9	14.4	0.8	-12.1

Price Trend



기업브리프

대한유화 (006650)

PP와 LLDPE의 가격 역전 현상 발생



최근 PP 가격이 일부 PE 제품 가격을 역전하였습니다. 역내뿐만 아니라 역외 지역도 수급 타이트 현상이 발생하고 있기 때문입니다. 대한유화의 PP 생산능력은 47만톤으로 PP 업황 개선의 대표 수혜주입니다. 또한 동사의 주력 제품 중 하나인 MEG도 가격 강세를 지속하고 있습니다. 중국 환경 규제 강화 및 폴리에스터 신증설 확대로 MEG는 올해 추가적인 가격 상승이 전망됩니다.

>>> PP 업황 개선의 수혜주

PP 업황이 좋은 상황이다. PP 가격은 작년/재작년 LLDPE 가격 대비 톤당 \$100 정도 할인 거래되었는데, 최근 PP 수급 타이트 확대로 LLDPE 가격을 오히려 상회하고 있다. 특히 유럽/미국 등 역외 지역은 역내 보다 수급이 더욱 타이트하여 역내 가격 보다 톤당 \$300 이상 프리미엄 거래가 되고 있어, 역내로 차익거래도 제한된 상황이다. 향후 원재료인 프로필렌 신증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제, 상반기 역내 크래커 정기보수 물량 증가 및 MTO/CTO 경제성 열위로 Virgin PP 시황은 올해도 추가적인 개선이 전망된다. 참고로 중국은 작년 70만톤의 PP 스크랩을 수입하였다. 동사의 PP 생산능력은 47만톤으로 PP 업황 개선의 대표 수혜주이다.

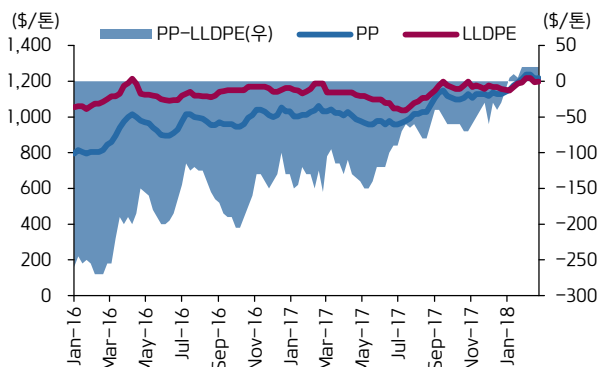
>>> MEG, 강세 기조 유지

이번 주 MEG 가격은 \$1,025/톤으로 \$1,000을 재차 상회하였다. 중국 춘절에 따른 거래 감소에도 불구하고, 전반적인 재고가 낮은 상황을 유지하고 있고, 중국 환경 규제 강화로 Virgin PET 플랜트가 높은 가동율을 지속하고 있기 때문이다. MEG 가격은 올해 상반기에 추가적으로 상승할 전망이다. 중국 재고가 역사적으로 낮은 상황을 기록하고 있고, 500만톤을 상회하는 중국 폴리에스터 설비의 신증설이 MEG 수요를 견인할 것으로 전망되기 때문이다. 한편 올해 중국의 일부 Coal-to-MEG 설비가 가동할 것으로 보이지만, 석탄 가격 상승으로 MEG 수급에 영향을 줄 가능성은 제한될 것으로 예상된다. 참고로 PCI에 따르면 올해 세계 MEG 생산능력 증가율은 2.2%이지만, 수요 증가율은 4.4%에 이를 것으로 보인다.

>>> 에틸렌, 계획이 아닌 유효 생산능력 확대를 고려하자

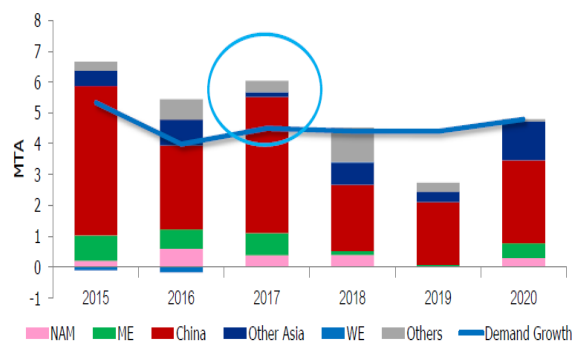
일부 컨설팅 업체에 따르면 올해 신증설되는 에틸렌 생산능력은 770만톤에 육박하지만, 램프업 기간 필요, 원료 제한, CTO/MTO 프로젝트 지연을 고려하면 실제 유효 생산능력 확대는 600만톤 수준에 불과할 전망이다. 이는 올해 에틸렌 수요 증가 700만톤을 하회하는 수치이다. 이에 동사의 C2/C3 등 기초유분부문은 올해 높은 수익성을 유지할 것으로 예상된다. 또한 외부 판매량이 커진 벤젠도 올해 수요 증가가 공급을 상회할 것으로 판단된다.

국내 PP/LLDPE 가격 추이



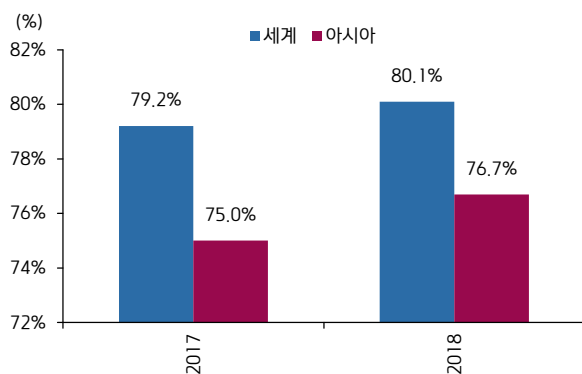
자료: 씨스کم, 키움증권 리서치

세계 프로필렌 수요/공급 순증 전망



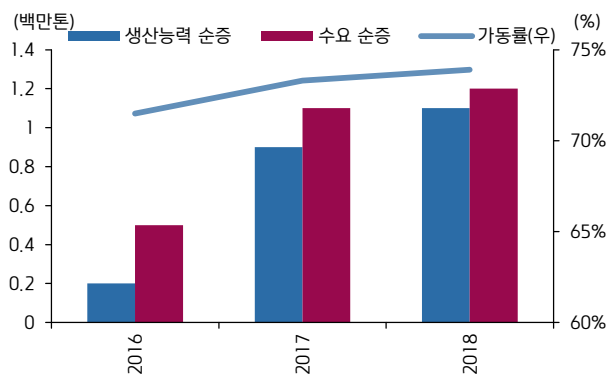
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계/아시아 MEG 가동률 전망



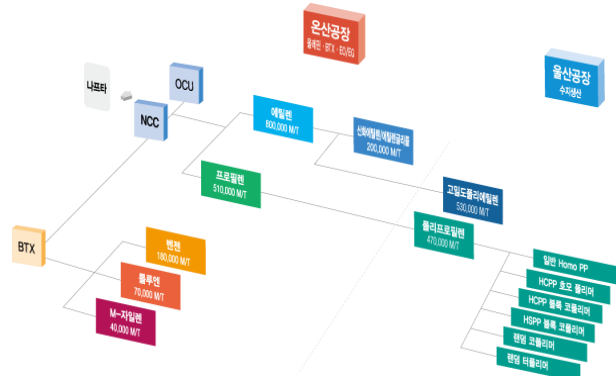
자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 벤젠 수요/공급 순증 및 가동률 전망



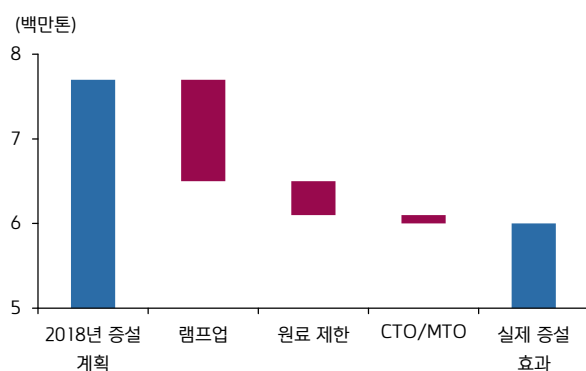
자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 주요 제품 생산능력 현황



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

2018년 세계 에틸렌 증설 계획 및 유효 증설 물량



자료: 업계, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	26,630	26,823
매출원가	14,007	12,006	14,440	21,245	21,331
매출총이익	3,263	3,958	3,354	5,385	5,492
판매비및일반관리비	551	528	512	818	824
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	4,568	4,668
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	4,568	4,668
영업외손익	-25	172	-41	-155	-160
이자수익	26	27	13	51	58
배당금수익	0	0	1	6	6
외환이익	74	96	54	61	64
이자비용	110	39	44	210	262
외환손실	80	77	81	88	93
관계기업지분법손익	70	75	74	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	-10	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	1
기타	-12	89	-49	-74	-74
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	4,413	4,508
법인세비용	679	873	656	971	992
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	3,442	3,516
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,442	3,516
EBITDA	3,352	4,074	3,793	5,458	5,585
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	4,332	4,433
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	3,442	3,515
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	49.7	0.7
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	60.7	2.2
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	60.7	2.2
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	43.9	2.3
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	60.6	2.1
EPS	212.7	35.7	-21.2	60.6	2.1
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	59.9	2.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	8,741	12,143
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,726	6,083
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,368	3,393
재고자산	1,287	1,387	1,742	2,607	2,626
기타유동비금융자산	0	0	27	40	41
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,138	16,677
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	31	31
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,738	1,883
유형자산	9,600	11,612	13,892	14,313	14,706
무형자산	50	53	57	57	57
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	19,706	24,879	28,820
유동부채	2,688	3,189	2,602	3,450	3,456
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,912	1,926
단기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타유동부채	596	674	525	738	730
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,502	4,168
장기매입채무및기타유동채무	73	13	15	22	23
사채및장기차입금	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	924	942	1,409	1,419
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,952	7,624
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,932	18,201
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,732	17,927	21,196
비지배주주지분자본총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,356	12,931	14,732	17,927	21,196
순차입금	1,260	894	2,118	145	-2,558
총차입금	2,603	1,865	2,215	2,870	3,526

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	3,080	4,250
당기순이익	2,687	3,602	2,801	3,442	3,516
감가상각비	640	644	951	890	917
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	1	28	29
자산처분손익	5	1	11	0	0
지분법손익	-70	-75	-74	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-799	-1,151	-37
기타	-65	-790	-613	-29	-34
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,327	-1,311
투자자산의 처분	-311	-128	124	-17	0
유형자산의 처분	8	1	1	0	0
유형자산의 취득	-844	-2,627	-3,183	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	-4	0	0
기타	8	1	-1	0	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	11	876	418
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	350	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	-92	468	10
현금및현금성자산의순증가	741	-473	-774	2,629	3,358
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	2,726
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,726	6,083
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	4,231	4,288
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	2,996	3,107

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	32,972	52,957	54,094
BPS	158,361	197,854	226,646	275,803	326,096
주당EBITDA	51,567	62,675	58,356	83,965	85,918
CFPS	40,737	51,887	47,623	66,649	68,201
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	8.0	5.0	4.9
PBR	1.1	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	3.2	2.6
PCFR	4.2	5.3	5.5	4.0	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.0	17.2	17.4
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.0	17.2	17.4
EBITDA margin	19.4	25.5	21.3	20.5	20.8
순이익률	11.6	17.1	12.1	12.9	13.1
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.5	21.1	18.0
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	14.9	26.9	19.7
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	33.8	38.8	36.0
순차입금비율	12.2	6.9	14.4	0.8	-12.1
이자보상배율(배)	24.6	88.5	63.9	21.8	17.8
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.5	9.5	7.9
재고자산회전율	11.6	11.9	11.4	12.2	10.3
매입채무회전율	22.6	16.6	14.2	16.7	14.0

Compliance Notice

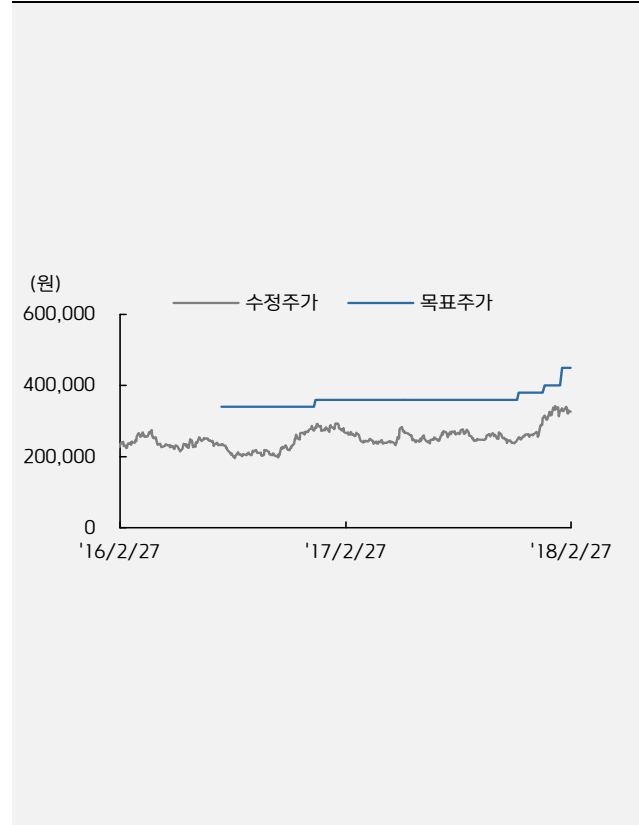
- 당사는 2월 26일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사상	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	2016/08/09	BUY(Reinitiate)	340,000원	6개월	-35.7	-30.7
	2016/09/01	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-36.3	-30.7
	2016/09/05	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-36.5	-30.7
	2016/09/08	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.6	-30.7
	2016/09/27	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7
	2016/10/31	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.7	-30.7
	2016/11/02	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-38.0	-30.7
	2016/11/15	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-36.6	-23.1
	2016/12/12	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-33.7	-15.6
	2017/01/09	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/01/24	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/01/24	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.9	-18.8
	2017/02/03	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-21.8	-18.8
	2017/02/10	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-22.9	-18.5
	2017/03/13	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-23.4	-18.5
	2017/03/22	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5
	2017/05/26	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.8	-18.5
	2017/06/27	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-27.9	-18.5
	2017/07/03	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-18.5
	2017/07/17	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-31.1	-30.7
	2017/07/20	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-24.6
	2017/08/10	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.2	-23.1
	2017/10/16	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.1	-23.1
	2017/10/18	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.0	-23.1
	2017/11/08	BUY(Maintain)	360,000원	6개월	-28.8	-23.1
	2017/12/05	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-29.8	-16.8
	2018/01/16	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-19.2	-14.5
	2018/02/13	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-27.0	-24.3
	2018/02/27	BUY(Maintain)	450,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%