



BUY(Maintain)

목표주가: 450,000원

주가(4/11): 280,500원

시가총액: 18,233억원

화학/정유
Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

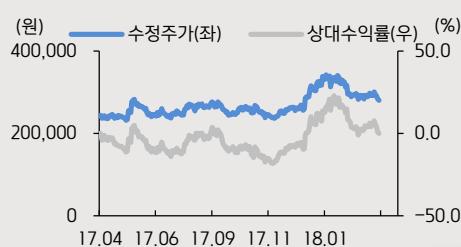
KOSPI (4/11)	2,444.22pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	342,000원	232,500원
등락률	-17.98%	20.65%
수익률	절대	상대
1W	-4.1%	-3.5%
6M	12.2%	12.8%
1Y	15.2%	0.15

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	8.81%
배당수익률(18E)	1.43%
BPS(18E)	274,152원
주요 주주	이순규 외 12인
	국민연금공단
	40.31%
	13.14%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	15,964	17,794	24,454	23,851
보고영업이익	3,430	2,842	4,360	4,639
핵심영업이익	3,430	2,842	4,360	4,639
EBITDA	4,074	3,793	5,250	5,556
세전이익	3,602	2,801	4,276	4,547
순이익	2,729	2,145	3,335	3,547
자배주주지분순이익	2,721	2,143	3,335	3,547
EPS(원)	41,867	32,972	51,306	54,569
증감률(%YoY)	35.7	-21.2	55.6	6.4
PER(배)	6.6	8.0	5.5	5.1
PBR(배)	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	3.5	2.8
보고영업이익률(%)	21.5	16.0	17.8	19.5
핵심영업이익률(%)	21.5	16.0	17.8	19.5
ROE(%)	23.4	15.5	20.5	18.2
순부채비율(%)	6.9	14.4	0.5	-12.8

Price Trend



기업브리프

대한유화 (006650)

2분기, 실적 개선의 근거



대한유화의 주력 제품군인 HDPE/PP/MEG는 올해 2분기부터 가격 및 스프레드가 재차 상승할 전망입니다. 수요가 견고한 가운데, 역내 플랜트들의 정기보수 등 생산 차질로 역내 재고가 지속적으로 감소할 것으로 예상되기 때문입니다. 한편 세계 PE 플랜트의 신증설 증가에도 불구하고, 동사가 생산하고 있는 HDPE/PP는 오히려 수급 개선될 전망입니다. 세계 HDPE/PP 가동률은 작년 85% 수준에서 2020년에는 90%를 상회할 것으로 보입니다.

>>> 2분기, HDPE/PP 스프레드 상승 전망

최근 재고 증가로 조정을 받았던 HDPE/PP 등 폴리머의 가격 및 스프레드는 올해 2분기부터 상승세가 전망된다. 역내/외 플랜트들의 정기보수 확대로 공급 측면의 타이트 현상이 발생할 것으로 전망되기 때문이다.

우선 일본은 4월부터 12개 크래커 중 6개가 정기보수에 들어갈 전망이다. 이에 동북아 PE/PP 설비의 가동률 감소가 예상된다. 또한 중국은 올 4~5 월에 500만톤의 이상의 PE/PP 설비가 정기보수를 진행하며, 역내 수급 타이트를 더욱 촉발할 전망이다. 한편 시장이 우려하고 있는 중국 PE/PP 재고(Sinopec/PetroChina/민간 기업)는 3월 초를 고점으로 한달 사이 약 20만톤이 감소하였다. 중국의 폐플라스틱 스크랩 금지 및 역내/외 정기보수 플랜트 확대에 기인한다.

한편 종장기적으로도 LLD/LDPE 대비 HDPE/PP의 신증설 제한으로 대한유화의 폴리머 사업부문은 타 경쟁사 대비 견조한 흐름을 지속할 전망이다.

>>> MEG, 3월을 저점으로 재차 반등

중국 춘절 이후 재고 증가로 가격이 하락하였던 MEG 가격이 3월을 바탕으로 재차 반등하고 있다. Sinopec Sabic, PetroChina Sichuan, ZRCC, BASF-YPC, Fund Energy의 정기보수로 현재 중국 MEG 가동률이 70% 까지 떨어졌고, 5~6월에도 Far Eastern Union, Sanjiang Chemical 및 North Chemical의 정기보수로 가동률이 60%를 하회할 것으로 전망되기 때문이다. 또한 수요 측면에서는 중국의 폐플라스틱 스크랩 수입 금지로 다운스트림 폴리에스터 가동률이 93.5%에 육박하였고, Sanfangxiang, Jinlun, Yida 등 대규모 폴리에스터 플랜트들의 재가동으로 2분기에 추가적으로 중국 수요가 증가할 전망이다.

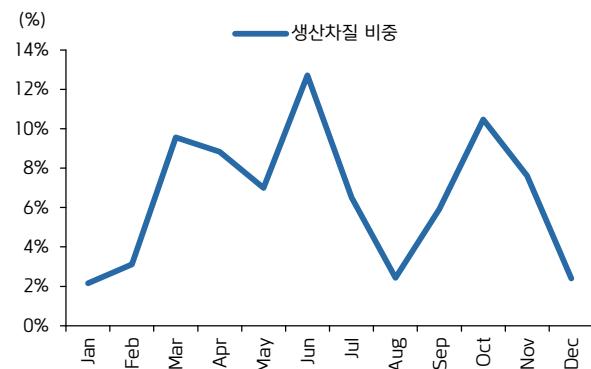
한편 올해 EO 신증설 제한으로 공급의 증가가 크지 않은 가운데, 수요 강세로 세계 MEG 가격은 상승세는 올해도 이어질 전망이다. MEG 수요는 올해 6~8%의 성장률이 예상되며, 중국은 5%, 인도는 11%씩 수요가 증가하고 있는 것으로 보인다.

2018년 2분기 중국 주요 PE 업체 정기보수 스케줄

업체	생산능력(천톤)	제품	가동률	정기보수 일정
Zhongtian Hechuang	120	LDPE LD251	100%	3 월 23 일~4 월 10 일
	250	LDPE LD100PC	100%	4 월 말에 20 일
Shenhua Yulin	300	LDPE 2426H	70%	4 월 2 일부터 25 일
PetroChina Sichuan PC	300	LLDPE 7042	100%	4 월 8 일부터 60 일
	300	HDPE pipe 100N	100%	
ZRCC	450	LLDPE 7042	100%	4 월 27 일부터 45 일
Shenyang Chemical	100	LLDPE 7042	100%	5 월 초에서 6 월
PetroChina Jilin PC	275	LLDPE 7042	80%	
	300	HDPE pipe GC100S	100%	5 월 초에서 6 월
ChinaCoal Shaanxi Yulin	300	HDPE pipe PN049	80%	
	300	HDPE blowmolding 5502	80%	5 월 초부터 30 일

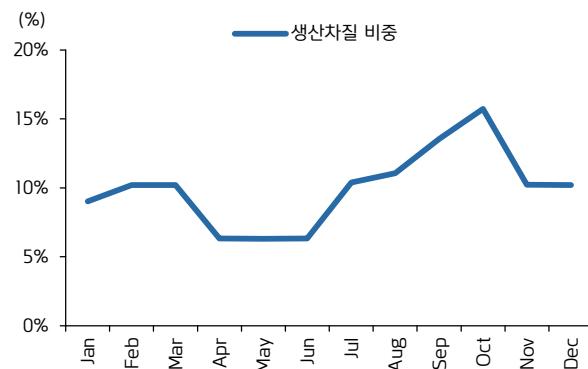
자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 동북아시아 에틸렌 생산차질 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 동남아시아 에틸렌 생산차질 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 4월 중국 주요 PP 플랜트 정기보수 스케줄

업체	생산능력(천톤)	가동률	정기보수 일정
Shaoxing Sanyuan	200	80%	4 월 중순 1주
	300	80%	
PetroChina Sichuan	450	100%	4 월 8 일 이후 60 일
Ningbo Fund	400	112%	4 월 25 일 이후 한달
ZRCC	200	108%	4 월 27 일 이후
	300	108%	45 일
Shenhua Yulin	300	100%	4 월 5 일 이후 20 일

자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 PE/PP 재고 추이

(단위: 천톤)			
구분	Sinopec & PetroChina 그룹	민간 및 석탄화학 플랜트	합계
2018-03-01	930	377	1,307
2018-03-19	980	343	1,323
2018-04-03	870	259	1,129

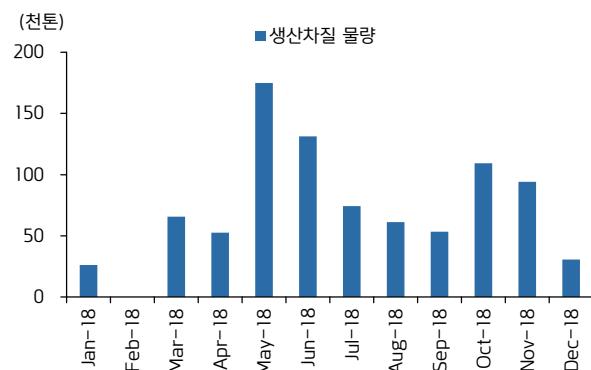
자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 아시아 주요 아로마틱 플랜트 가동 현황

업체	국가	생산제품	생산능력(천톤)	비고
GS 칼텍스 No.2	한국	PX	400	2 월 말부터 한달 간 정기보수
롯데케미칼	한국	PX/OX	775/190	10 월부터 한달 간 정기보수
Taiyo Oil	일본	SM	370	9 월부터 한달 간 정기보수
LG 화학	한국	B/T/MX	240/95/54	11 월부터 45 일 간 정기보수
Showa Shell	일본	MX	200	2 월부터 45 일 간 정기보수
Sinopec Hainan	중국	T	300	11 월 한달 간 정기보수
GS 칼텍스	한국	B/PX	400/500	10 월 부터 20 일 간 정기보수
FCFC No.2	대만	B/PX/OX	427/573/160	3 분기에 45 일 간 정기보수
FCFC No.3	대만	B/PX/OX	640/900/240	2 분기에 3 주 간 정기조수
CPC No.6	대만	B/T/MX	27/160/193	10 월부터 60 일 간 정기보수
YNCC No.3	한국	B/T/MX	110/60/30	10 월부터 30 일 간 정기보수
MSC	일본	PX/MX/OX	350/220/40	1 월 초부터 3 월 초까지 정기보수

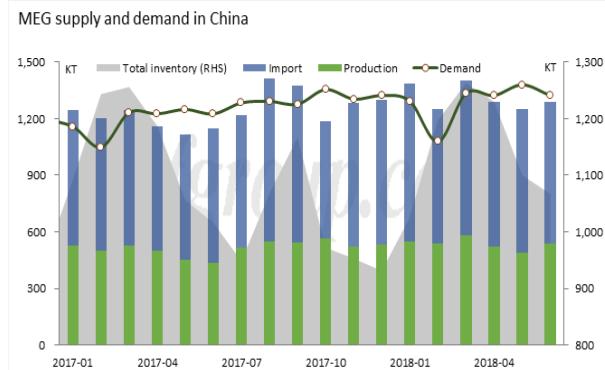
자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 아시아 벤젠 생산차질 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 MEG 수급 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	435	224	526	595	655	611	588	592	2,053	1,727	1,596	1,779	2,445
합성수지	225	157	248	267	294	273	261	285	1,231	1,089	1,022	897	1,112
기초유분/합성원료	205	64	275	322	358	338	326	302	800	624	560	867	1,324
기타	4	3	2	6	3	0	1	5	23	14	15	15	9
영업이익	108	-12	84	104	106	118	113	99	70	271	343	284	436
%	24.8	-5.2	15.9	17.5	16.2	19.4	19.2	16.7	3.4	15.7	21.5	16.0	17.8

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	24,454	23,851
매출원가	14,007	12,006	14,440	19,343	18,481
매출총이익	3,263	3,958	3,354	5,111	5,370
판매비및일반관리비	551	528	512	751	731
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	4,360	4,639
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	4,360	4,639
영업외손익	-25	172	-41	-85	-92
이자수익	26	27	13	48	53
배당금수익	0	0	1	5	6
외환이익	74	96	54	61	64
이자비용	110	39	44	211	262
외환손실	80	77	81	88	93
관계기인지분법손익	70	75	74	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	-10	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	1
기타	-12	89	-49	0	0
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	4,276	4,547
법인세비용	679	873	656	941	1,000
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.4%	22.0%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	3,335	3,547
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,335	3,547
EBITDA	3,352	4,074	3,793	5,250	5,556
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	4,225	4,464
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	3,335	3,546
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	37.4	-2.5
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	53.4	6.4
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	53.4	6.4
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	38.4	5.8
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	55.6	6.4
EPS	212.7	35.7	-21.2	55.6	6.4
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	54.9	6.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	3,252	4,384
당기순이익	2,687	3,602	2,801	3,335	3,547
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	-872	65
기타	-65	-790	-613	-29	-34
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,323	-1,310
투자자산의 처분	-311	-128	124	-12	1
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	761	376
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	352	-32
현금및현금성자산의순증가	741	-473	-774	2,689	3,450
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	2,786
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,786	6,237
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	4,124	4,319
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	3,067	3,188

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	8,310	11,624
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,786	6,237
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,093	3,017
재고자산	1,287	1,387	1,742	2,394	2,335
기타유동비금융자산	0	0	27	37	36
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,131	16,668
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	28	27
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,734	1,878
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	24,441	28,293
유동부채	2,688	3,189	2,602	3,237	3,165
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,756	1,713
단기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타유동부채	596	674	525	681	652
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,385	4,008
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	21	20
사채및장기차입금	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	924	942	1,294	1,262
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,622	7,173
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,825	18,125
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,732	17,820	21,120
비자매주주지분자본총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,356	12,931	14,732	17,820	21,120
순차입금	1,260	894	2,118	84	-2,711
총차입금	2,603	1,865	2,215	2,870	3,526

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	32,972	51,306	54,569
BPS	158,361	197,854	226,646	274,152	324,920
주당EBITDA	51,567	62,675	58,356	80,773	85,481
CFPS	40,737	51,887	47,623	64,999	68,676
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	8.0	5.5	5.1
PBR	1.1	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.7	4.6	5.1	3.5	2.8
PCFR	4.2	5.3	5.5	4.3	4.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.0	17.8	19.5
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.0	17.8	19.5
EBITDA margin	19.4	25.5	21.3	21.5	23.3
순이익률	11.6	17.1	12.1	13.6	14.9
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	15.5	20.5	18.2
투하자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	14.9	25.9	19.9
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	33.8	37.2	34.0
순차입금비율	12.2	6.9	14.4	0.5	-12.8
이자보상배율(배)	24.6	88.5	63.9	20.7	17.7
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	8.5	9.2	7.8
재고자산회전율	11.6	11.9	11.4	11.8	10.1
매입채무회전율	22.6	16.6	14.2	16.1	13.8

Compliance Notice

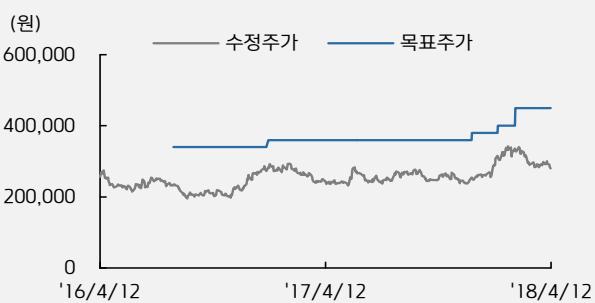
- 당사는 4월 11일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	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	-31.8	-24.3
	2018/03/27	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-32.7	-24.3
	2018/04/12	BUY(Maintain)	450,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기입	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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%