



BUY(Maintain)

목표주가: 450,000원

주가(5/2): 270,000원

시가총액: 17,550억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

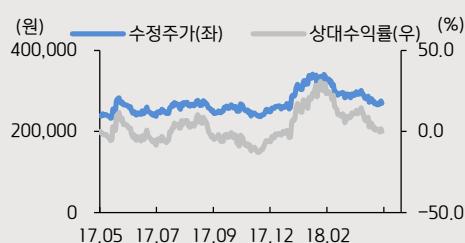
KOSPI (5/2)	2,505.61pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	342,000원	232,500원
등락률	-21.05%	16.13%
수익률	절대	상대
1W	-7.5%	-9.8%
6M	0.7%	2.4%
1Y	13.0%	0.1%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	41천주
외국인 지분율	8.64%
배당수익률(18E)	1.48%
BPS(18E)	275,291원
주요 주주	이순규 외 12인 국민연금공단
	40.31% 13.14%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	15,964	17,794	24,039	23,851
보고영업이익	3,430	2,842	4,286	4,566
핵심영업이익	3,430	2,842	4,286	4,566
EBITDA	4,074	3,793	5,176	5,483
세전이익	3,602	2,801	4,388	4,660
순이익	2,729	2,145	3,409	3,635
지배주주지분순이익	2,721	2,143	3,409	3,635
EPS(원)	41,867	32,972	52,445	55,921
증감률(%YoY)	35.7	-21.2	59.1	6.6
PER(배)	6.6	8.0	5.1	4.8
PBR(배)	1.4	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	4.6	5.1	3.4	2.7
보고영업이익률(%)	21.5	16.0	17.8	19.1
핵심영업이익률(%)	21.5	16.0	17.8	19.1
ROE(%)	23.4	15.5	20.9	18.6
순부채비율(%)	6.9	14.4	-0.1	-13.5

Price Trend



실적 Review

대한유화 (006650)

1Q18, 국내 경쟁 NCC 대비 높은 이익률 기록



대한유화의 올해 1분기 영업이익은 1,038억원으로 시장 기대치를 소폭 하회하였습니다. 증설한 크래커 가동률 개선으로 PE/PP 등 폴리머 플랜트의 가동률이 개선되었지만, 1) 수출주에 부정적인 환율 효과가 발생하였으며, 2) 나프타 가격 상승으로 원가 부담이 증가하였기 때문이다. 다만 동사는 마진율 높은 에틸렌/프로필렌 등 모노머 판매 확대로 국내 타 NCC 업체 대비 올해 1분기에 높은 수익성을 기록하였습니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 소폭 하회

대한유화의 올해 1분기 실적은 매출액 6,132억원(YoY +41.1%, QoQ +3.0%), 영업이익 1,038억원(YoY -3.8%, QoQ -0.4%)을 기록하며, 시장 기대치(영업이익 1,116억원)를 소폭 하회하였다. 이는 1) 수출주에 부정적인 환율 효과가 발생하였으며, 2) 유가 상승으로 나프타 가격이 동반 상승 하며 원가 부담이 증가하였고, 3) 올해 1월 말 한파로 인한 크래커 가동 차질 등으로 일부 기회비용이 발생하였기 때문이다.

다만 전반적인 플랜트 가동률은 견조한 수준을 지속하였고, 마진율이 높은 에틸렌/프로필렌 등 모노머의 판매 확대로 국내 타 NCC 업체 대비 가장 높은 수익성을 기록한 것으로 보인다.

>>> 2분기, HDPE/PP 스프레드 개선 전망

최근 재고 증가로 하락 조정을 받았던 HDPE/PP 가격 및 스프레드는 2분기부터 상승세로 전환될 전망이다. 역내/외 플랜트들의 정기보수 확대로 공급 측면의 타이트 현상이 발생할 것으로 전망되며 우선 일본은 4월부터 12개 크래커 중 6개가 정기보수에 들어갈 전망이다. 이에 동북아시아 PE/PP 설비의 가동률 감축이 예상된다.

또한 중국은 4~5월 중 500만톤 이상의 PE/PP 설비가 정기보수를 진행하며, 역내 폴리머 수급 타이트 현상을 촉발할 전망이다. 한편 중국의 PE/PP 재고는 3월 초를 고점으로 급속한 감소 추세를 보이고 있다. 중국의 폐플라스틱 수입 금지 및 역내/외 정기보수 플랜트 증가에 기인한다.

>>> MEG, 가격 반등세

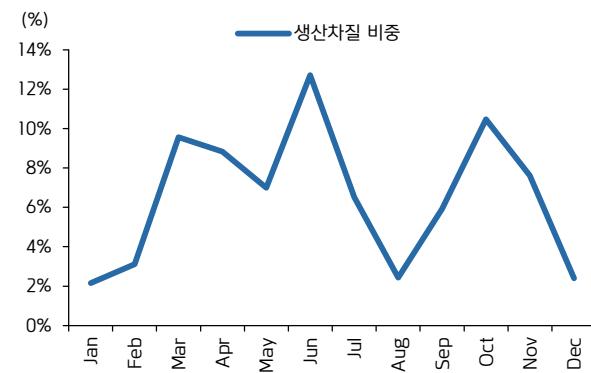
춘절 이후 재고 증가로 가격이 하락하였던 MEG는 3월을 바닥으로 재차 반등하고 있다. 올해 세계 EO 신증설 제한으로 공급의 증가가 크지 않은 가운데, 중국의 폐플라스틱 수입 금지로 전방인 폴리에스터 수요가 강세 기조를 유지하고 있고, 5~6월 중국 MEG 플랜트들의 정기보수가 집중되며 공급이 축소되고 있기 때문이다. 동사에 대해 기존 투자의견 및 목표주가를 유지한다.

2018년 중국 PE 업체 정기보수 스케줄

(천톤)	생산능력	제품	정기보수 일정
Zhongtian Hechuang	120	LDPE	3 월 23 일~4 월 10 일
	250	LDPE	4 월 말에 20 일
Shenhua Yulin	300	LDPE	4 월 2 일부터 25 일
PetroChina Sichuan PC	300	LLDPE	4 월 8 일부터 60 일
	300	HDPE	
ZRCC	450	LLDPE	4 월 27 일부터 45 일
Shenyang Chemical	100	LLDPE	5 월 초에서 6 월
PetroChina Jilin PC	275	LLDPE	5 월 초에서 6 월
	300	HDPE	
ChinaCoal Shaanxi Yulin	300	HDPE	5 월 초부터 30 일
	300	HDPE	

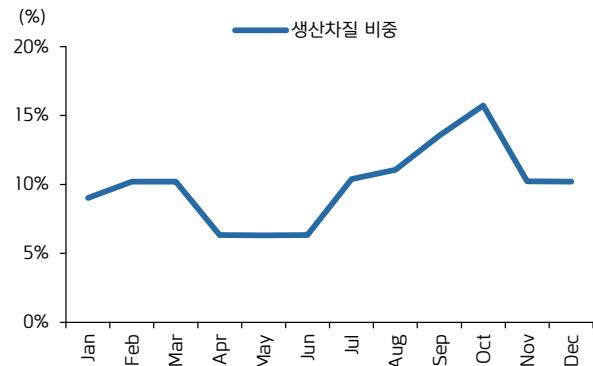
자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 동북아시아 에틸렌 생산차질 비중 전망



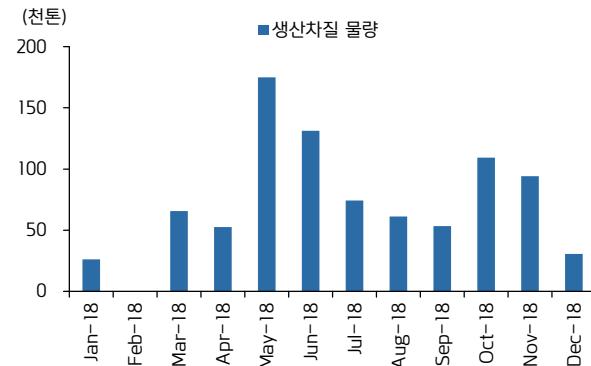
자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 동남아시아 에틸렌 생산차질 비중 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

2018년 아시아 벤젠 생산차질 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2014	2015	2016	2017	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	435	224	526	595	613	611	588	592	2,053	1,727	1,596	1,779	2,404
합성수지	225	157	248	267	294	273	261	285	1,231	1,089	1,022	897	1,112
기초유분/합성원료	205	64	275	322	316	338	326	302	800	624	560	867	1,282
기타	4	3	2	6	3	0	1	5	23	14	15	15	9
영업이익	108	-12	84	104	104	116	111	97	70	271	343	284	429
%	24.8	-5.2	15.9	17.5	16.9	19.1	18.9	16.4	3.4	15.7	21.5	16.0	17.8

*1Q18 사업부문 매출액: 추정치

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	17,794	24,039	23,851
매출원가	14,007	12,006	14,440	19,013	18,554
매출총이익	3,263	3,958	3,354	5,026	5,297
판매비및일반관리비	551	528	512	740	731
영업이익(보고)	2,712	3,430	2,842	4,286	4,566
영업이익(핵심)	2,712	3,430	2,842	4,286	4,566
영업외손익	-25	172	-41	102	94
이자수익	26	27	13	47	52
배당금수익	0	0	1	5	6
외환이익	74	96	54	61	64
이자비용	110	39	44	210	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	188	186
법인세차감전이익	2,687	3,602	2,801	4,388	4,660
법인세비용	679	873	656	979	1,025
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.4%	22.3%	22.0%
당기순이익	2,008	2,729	2,145	3,409	3,635
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,143	3,409	3,635
EBITDA	3,352	4,074	3,793	5,176	5,483
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,096	4,299	4,552
수정당기순이익	2,002	2,729	2,152	3,409	3,634
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	11.5	35.1	-0.8
영업이익(보고)	287.9	26.5	-17.1	50.8	6.5
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-17.1	50.8	6.5
EBITDA	220.6	21.5	-6.9	36.5	5.9
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-21.2	59.1	6.6
EPS	212.7	35.7	-21.2	59.1	6.6
수정순이익	210.7	36.3	-21.1	58.4	6.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,279	3,379	4,418
당기순이익	2,687	3,602	2,801	3,409	3,635
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	-819	12
기타	-65	-790	-613	-29	-34
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-3,063	-1,322	-1,310
투자자산의 처분	-311	-128	124	-12	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	739	398
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	330	-10
현금및현금성자산의순증가	741	-473	-774	2,795	3,506
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	97	2,892
기말현금및현금성자산	1,344	870	97	2,892	6,399
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,078	4,198	4,407
Op Free Cash Flow	1,863	434	-859	3,046	3,079

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	4,117	8,323	11,787
현금및현금성자산	1,344	870	97	2,892	6,399
유동금융자산	0	100	0	0	0
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,251	3,041	3,017
재고자산	1,287	1,387	1,742	2,353	2,335
기타유동비금융자산	0	0	27	36	36
비유동자산	11,186	13,354	15,589	16,130	16,668
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	20	28	27
투자자산	1,525	1,679	1,620	1,733	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	24,452	28,455
유동부채	2,688	3,189	2,602	3,196	3,165
매입채무및기타유동채무	687	1,231	1,278	1,726	1,713
단기차입금	500	430	450	450	450
유동성장기차입금	905	855	350	350	350
기타유동부채	596	674	525	670	652
비유동부채	2,247	1,517	2,372	3,363	4,008
장기매입채무및비유동채무	73	13	15	20	20
사채및장기차입금	1,199	580	1,415	2,070	2,726
기타비유동부채	975	924	942	1,272	1,262
부채총계	4,935	4,706	4,974	6,558	7,173
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	11,737	14,899	18,287
기타자본	2,142	2,141	2,120	2,120	2,120
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	14,732	17,894	21,282
비자매주주지분자본총계	62	70	0	0	0
자본총계	10,356	12,931	14,732	17,894	21,282
순차입금	1,260	894	2,118	-22	-2,873
총차입금	2,603	1,865	2,215	2,870	3,526

Compliance Notice

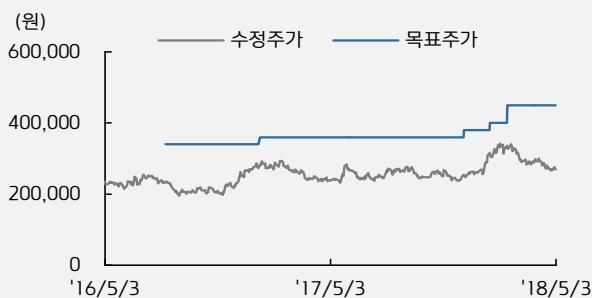
- 당사는 5월 2일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-34.3	-24.3
	2018/05/03	BUY(Maintain)	450,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기법	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%