



## BUY(Maintain)

목표주가: 360,000원

주가(7/19): 246,500원

시가총액: 16,023억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

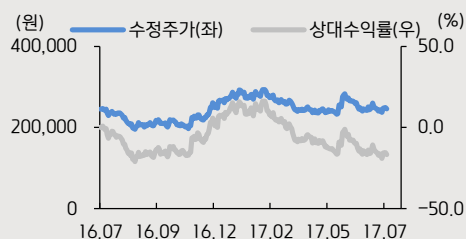
KOSPI (7/19)		2,429.94pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	293,500원	195,500원
등락률	-16.01%	26.09%
수익률	절대	상대
1W	1.0%	-1.4%
6M	-9.7%	-23.0%
1Y	0.4%	-16.7%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	53천주
외국인 지분율	14.82%
배당수익률(17E)	1.62%
BPS(17E)	232,225원
주요 주주	이순규 외 13인 41.42%
	국민연금공단 10.81%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	15,964	20,145	26,557	26,959
보고영업이익	3,430	3,283	4,300	4,474
핵심영업이익	3,430	3,283	4,300	4,474
EBITDA	4,074	3,893	4,992	5,198
세전이익	3,602	3,258	4,397	4,608
순이익	2,729	2,485	3,353	3,514
지배주주지분순이익	2,721	2,480	3,346	3,507
EPS(원)	41,867	38,151	51,482	53,949
증감률(%YoY)	35.7	-8.9	34.9	4.8
PER(배)	6.6	6.5	4.8	4.6
PBR(배)	1.4	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA(배)	4.6	4.2	2.9	2.3
보고영업이익률(%)	21.5	16.3	16.2	16.6
핵심영업이익률(%)	21.5	16.3	16.2	16.6
ROE(%)	23.4	17.7	20.1	17.7
순부채비율(%)	6.9	2.9	-9.4	-19.7

## Price Trend



## 기업브리프

## 대한유화 (006650)

## 중국 로컬 MEG 가격, \$1,000/톤 상회



MEG의 수익성 개선에 집중할 시기로 보입니다. 중국의 MEG 재고는 최근 수요 증가 및 일부 업체 공급 감소 등으로 2015년 이후 최저치에 근접하고 있습니다. 이에 중국 로컬 MEG 가격은 지난 주 톤당 7,200위안을 기록하며, 톤당 \$1,000을 상회하였습니다. 참고로 중국은 MEG를 원재료로 사용하는 폴리에스터 업체가 지도 재고로 축적한 MEG를 재판매하고 있는 등 투기성 수요도 확대되고 있는 것으로 보입니다.

## &gt;&gt;&gt; MEG 스프레드, 수요 호조로 추가 상승 전망

최근 MEG 스프레드는 급등하며 1분기 전 고점 수준으로 회복하였다. 이는 1) 유가 하락에 따라 원재료인 나프타 가격이 동반 하락하였고, 2) PET Chip의 계절적 성수기 도래 및 리사이클 PET 플랜트 규제 확대로 중국 PET 플랜트 가동률이 상승하는 등 MEG 수요가 증가하고 있기 때문이다.

올해 8월 초부터 인도 Reliance의 75만톤 MEG 설비(아시아 생산능력의 5% 수준)가 가동에 들어갈 전망이지만, 대만 Nan Ya Plastics(연산 108만톤), 말레이시아 Petronas Chemical(연산 40만톤), 중국 Henan Yongjin Chemical(연산 20만톤) 등 역내 설비의 대규모 정기보수 확대로 MEG 가격/스프레드는 올해 하반기에도 견조한 수준을 유지할 전망이다.

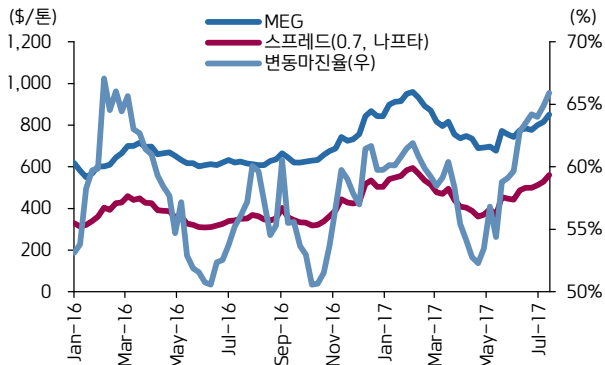
역내/외 MEG 시장의 큰 손인 MEGlobal은 최근 수급 타이틀을 반영해 8월 아시아 MEG 계약 가격을 전월 대비 7.7% 증가한 \$980/톤으로 제시하였으며, 중국 동부 지역의 내수 가격은 250위안 올라 지난 14일 7,200위안(\$1,066/톤)까지 상승하였다. 한편 외신 등에 따르면 중국의 MEG 재고는 수요 증가 및 폴리에스터 플랜트의 원료 재판매 확대로 5월 초 14~15일에서 현재 10~11일까지 감소하며, 2015년 이후 최저치에 근접하고 있다. 일부 중국 로컬 폴리에스터 플랜트의 경우 5~7일, 즉 10만톤 수준의 MEG 재고를 보유하고 있는 것으로 보인다. 참고로 전방인 폴리에스터의 재고도 수급 타이틀을 반영하며 POY 3~4일, FDY 5~6일, DTY 20~21일 수준으로 파악되고 있다.

대한유화의 MEG 생산능력은 연산 20만톤으로 롯데케미칼에 이어 국내 2위의 점유율을 기록하고 있으며, 크래커를 통하여 생산된 에틸렌의 약 18%를 MEG 생산에 투입하고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Buy(유지), 목표주가 360,000원(유지)

올해 2분기 정기보수 진행에 따른 일회성 비용 증가 등으로 실적 훼손이 클 전망이지만, 올해 3분기 이후 리밸런싱한 크래커의 정상화 효과로 실적 개선이 두드러질 전망이다. 전세계 Peer 스팀 크래커 대비 여전히 제일 싸 보인다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 360,000원 유지한다.

## MEG 가격/스프레드 추이(주별)



자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

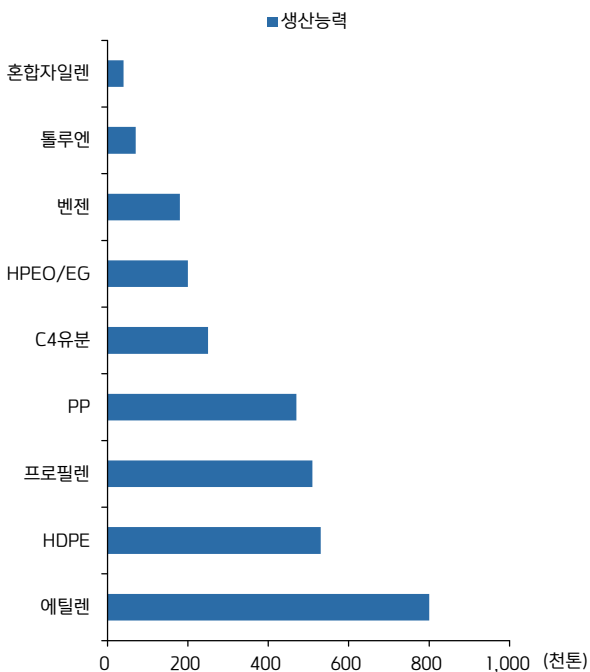
## 국내 MEG 업체 생산능력 현황(2017년 기준)

(천톤)	MEG 생산능력	에틸렌 투입 비중	
		MEG	비 MEG
롯데케미칼	1,130	28%	72%
대한유화	200	18%	83%
LG 화학	180	6%	94%
한화토탈	155	10%	90%

\* 연결 기준

자료: 각사, 키움증권 리서치

## 대한유화 주요 제품 생산능력 현황(2017년 기준)



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 세계 주요 스티름 크래커 PER 비교

Company	Country	Current P/E Ratio(TTM)
Braskem	브라질	66.1
Saudi Kayan	사우디	21.8
Dow Chemical	미국	18.5
Chandra Asri	인도네시아	17.8
BASF	독일	17.2
Westlake Chemical	미국	16.1
Petronas Chemical	말레이시아	15.3
SABIC	사우디	15.3
Reliance	인도	15.1
Formosa Plastics	대만	13.6
Formosa Petrochem	대만	13.5
Sumitomo Chemical	일본	12.5
Tosoh	일본	11.0
Siam Cement	태국	10.1
Mitsui Chemical	일본	9.7
Mitsubishi Chemical	일본	9.4
LyondellBasell	미국	9.2
PTT Global Chemical	태국	9.1
<b>대한유화</b>	<b>한국</b>	<b>5.3</b>
평균		16.1

자료: 블룸버그, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual
매출액	394	405	361	437	435	315	603	662	2,053	1,727	1,596	2,015
합성수지	262	270	222	267	225	182	310	312	1,231	1,089	1,022	1,030
기초유분/합성원료	128	131	135	166	205	128	290	344	800	624	560	967
기타	5	3	3	4	4	5	4	5	23	14	15	18
영업이익	78	98	69	98	108	-2	116	107	70	271	343	328
%	19.7%	24.3%	19.1%	22.4%	24.8%	-0.7%	19.2%	16.2%	3.4%	15.7%	21.5%	16.3%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	17,270	15,964	20,145	26,557	26,959
매출원가	14,007	12,006	16,233	21,430	21,646
매출총이익	3,263	3,958	3,912	5,127	5,313
판매비및일반관리비	551	528	629	827	839
영업이익(보고)	2,712	3,430	3,283	4,300	4,474
영업이익(핵심)	2,712	3,430	3,283	4,300	4,474
영업외손익	-25	172	-24	97	134
이자수익	26	27	17	30	33
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	74	96	99	107	109
이자비용	110	39	21	38	46
외환손실	80	77	104	105	105
관계기업지분법손익	70	75	63	100	140
투자및기타자산처분손익	8	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	2	3	3
기타	-12	89	-81	0	0
법인세차감전이익	2,687	3,602	3,258	4,397	4,608
법인세비용	679	873	774	1,044	1,094
유효법인세율 (%)	25.3%	24.2%	23.7%	23.7%	23.7%
당기순이익	2,008	2,729	2,485	3,353	3,514
지배주주지분순이익(억원)	2,005	2,721	2,480	3,346	3,507
EBITDA	3,352	4,074	3,893	4,992	5,198
현금순이익(Cash Earnings)	2,648	3,373	3,095	4,045	4,238
수정당기순이익	2,002	2,729	2,483	3,350	3,512
증감율(% YoY)					
매출액	-15.9	-7.6	26.2	31.8	1.5
영업이익(보고)	287.9	26.5	-4.3	31.0	4.0
영업이익(핵심)	287.9	26.5	-4.3	31.0	4.0
EBITDA	220.6	21.5	-4.4	28.2	4.1
지배주주지분 당기순이익	212.7	35.7	-8.9	34.9	4.8
EPS	212.7	35.7	-8.9	34.9	4.8
수정순이익	210.7	36.3	-9.0	34.9	4.8

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,237	3,226	2,663	3,381	4,063
당기순이익	2,687	3,602	2,485	3,353	3,514
감가상각비	640	644	610	692	724
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	-2	4	-3	-4
자산처분손익	5	1	0	0	0
지분법손익	-70	-75	-63	-100	-140
영업활동자산부채 증감	40	-154	-368	-564	-35
기타	-65	-790	-4	3	4
투자활동현금흐름	-1,138	-2,780	-2,225	-1,396	-1,316
투자자산의 처분	-311	-128	-56	-85	-5
유형자산의 처분	8	1	0	0	0
유형자산의 취득	-844	-2,627	-2,170	-1,311	-1,311
무형자산의 처분	0	-26	0	0	0
기타	8	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-1,359	-919	1,080	779	432
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,255	-740	1,085	655	655
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-93	-185	-247	-247	-247
기타	-11	6	242	371	23
현금및현금성자산의순증가	741	-473	1,518	2,764	3,178
기초현금및현금성자산	603	1,344	870	2,389	5,153
기말현금및현금성자산	1,344	870	2,389	5,153	8,331
Gross Cash Flow	3,197	3,380	3,031	3,945	4,098
Op Free Cash Flow	1,863	434	1,355	3,117	2,769

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,105	4,283	6,695	10,829	14,093
현금및현금성자산	1,344	870	2,389	5,153	8,331
유동금융자산	0	100	126	167	169
매출채권및유동채권	1,473	1,925	2,429	3,202	3,250
재고자산	1,287	1,387	1,751	2,308	2,343
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,186	13,354	15,009	15,777	16,506
장기매출채권및기타비유동채권	11	10	12	16	16
투자자산	1,525	1,679	1,772	1,917	2,060
유형자산	9,600	11,612	13,172	13,791	14,377
무형자산	50	53	53	53	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,291	17,636	21,703	26,606	30,599
유동부채	2,688	3,189	3,688	4,453	4,501
매입채무및기타유동채무	687	1,316	1,660	2,189	2,222
단기차입금	500	430	430	430	430
유동성장기차입금	905	855	855	855	855
기타유동부채	596	589	743	980	995
비유동부채	2,247	1,517	2,847	3,878	4,557
장기매입채무및비유동채무	73	13	16	22	22
사채및장기차입금	1,199	580	1,665	2,320	2,975
기타비유동부채	975	924	1,166	1,537	1,560
부채총계	4,935	4,706	6,535	8,331	9,058
자본금	410	410	410	410	410
주식발행초과금	465	465	465	465	465
이익잉여금	7,276	9,844	12,079	15,179	18,440
기타자본	2,142	2,141	2,141	2,141	2,141
지배주주지분자본총계	10,293	12,861	15,095	18,195	21,456
비지배주주지분자본총계	62	70	74	79	86
자본총계	10,356	12,931	15,168	18,275	21,541
순차입금	1,260	894	434	-1,715	-4,240
총차입금	2,603	1,865	2,949	3,605	4,260

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

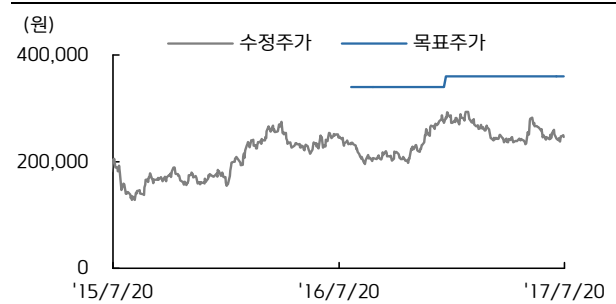
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	30,846	41,867	38,151	51,482	53,949
BPS	158,361	197,854	232,225	279,924	330,090
주당EBITDA	51,567	62,675	59,888	76,796	79,967
CFPS	40,737	51,887	47,611	62,230	65,203
DPS	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	5.6	6.6	6.5	4.8	4.6
PBR	1.1	1.4	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.7	4.6	4.2	2.9	2.3
PCFR	4.2	5.3	5.2	4.0	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.7	21.5	16.3	16.2	16.6
영업이익률(핵심)	15.7	21.5	16.3	16.2	16.6
EBITDA margin	19.4	25.5	19.3	18.8	19.3
순이익률	11.6	17.1	12.3	12.6	13.0
자기자본이익률(ROE)	21.4	23.4	17.7	20.1	17.7
투자자본이익률(ROIC)	17.9	21.5	23.4	27.6	20.6
안정성(%)					
부채비율	47.7	36.4	43.1	45.6	42.0
순차입금비율	12.2	6.9	2.9	-9.4	-19.7
이자보상배율(배)	24.6	88.5	153.8	111.9	97.4
활동성(배)					
매출채권회전율	10.8	9.4	9.3	9.4	8.4
재고자산회전율	11.6	11.9	12.8	13.1	11.6
매입채무회전율	22.6	15.9	13.5	13.8	12.2

- 당사는 7월 19일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
대한유화 (006650)	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
	2016/11/15	Buy(Maintain)	340,000원
	2016/12/12	Buy(Maintain)	340,000원
	2017/01/09	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/01/24	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/02/03	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/02/10	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/13	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/03/22	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/05/26	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/06/27	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/07/03	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/07/17	Buy(Maintain)	360,000원
	2017/07/20	Buy(Maintain)	360,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%