

2020. 6. 16



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**
02. 6454-4883
jungwon.wee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 115,000 원

현재주가 (6.15) 106,500 원

상승여력 8.0%

KOSPI	2,030.82pt
시가총액	6,923억원
발행주식수	650만주
유동주식비율	49.96%
외국인비중	12.70%
52주 최고/최저가	144,500원/61,500원
평균거래대금	93.6억원

주요주주(%)

이순규 외 12인	40.14
국민연금공단	11.16

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.7	-12.3	-22.3
상대주가	-22.8	-6.3	-19.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,554.0	318.8	257.4	39,602	20.0	261,707	3.9	0.6	2.2	16.2	16.6
2019	2,074.3	113.9	106.3	16,360	-58.7	273,632	7.2	0.4	2.8	6.1	13.9
2020E	1,973.4	109.5	94.6	14,560	-11.0	283,453	7.3	0.4	2.2	5.2	13.3
2021E	2,176.4	181.9	147.4	22,682	55.8	303,759	4.7	0.4	1.4	7.7	12.9
2022E	2,332.7	187.9	151.9	23,371	3.0	324,755	4.6	0.3	1.0	7.4	12.3

대한유화 006650

2Q20 Preview: 저유가로 기사회생

- ✓ 2Q20 영업이익은 510억원으로 흑자전환 예상
: 재고평가손실 소멸, 가동률 정상화, 주요 제품별 가격 반등, 투입원가 하락
- ✓ 전방 신규 수요 창출 효과로 HDPE, PP의 가격 방어력은 긍정적, Cycle 바닥 확인
- ✓ 20.6월 전방 수요가 지지되며 기초유분 가격 반등은 단기 업황 회복 signal로 해석
- ✓ 투자의견 Hold와 적정주가는 11.5만원을 유지

2Q20 영업이익은 510억원을 추정, 유가 하락 수혜 반영

2Q20 영업이익은 흑자전환에 성공한 510억원을 추정한다. 흑자전환 배경은 (1) 전분기 반영된 재고평가손실 소멸(-350억원), (2) 가동률 정상화: 대외변수 불확실성에도 동사의 HDPE와 PP 수요 증가(Covid-19 수혜), (3) 투입 원가의 긍정적 레깅 효과 발생(20.4월 OPEC+ 감산합의 불확실성에 따른 유가 급락, 2Q20 나프타 가격 -45% QoQ)이다.

2020년 중국의 경기부양외지 재확인, 6월 기초유분 가격 반등 뚜렷

당사 추정 2020년 중국의 경기성장률 목표치는 3.5~4.0%, 공격적인 숫자로 판단한다. 특히 경기 부양 정책의 우선순위는 투자(내수 및 인프라)이다. 과거와 달리 (1) 인프라 자금조달(3.5조위안 특별채), (2) 인프라 투자 증가율 10%에 근접한 점은 투자를 통한 경기부양 의지가 높은 점으로 해석한다.

동사는 중국 경기 변동 민감도가 높은 제품군을 생산/판매 중, 올 하반기 수요 회복 낙관론에 근거한 점진적 이익 회복이 예상된다. 이는 (1) 기초유분 가격 반등(4월 에틸렌 연중 저점대비 +154% 상승): 중국 경기부양 기초에 따른 다운스트림 수요 회복, (2) Covid-19 역설로 포장용/MB용 수요 증가는 동사의 HDPE와 PP 수요를 지지, 가격 방어력을 시험 중이다.

Cycle 바닥 다지는 중, 수급 불균형 해소의 구조적 변화는 확인 전

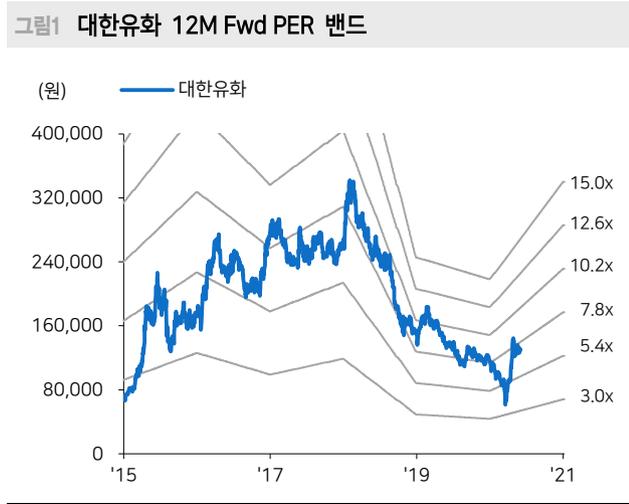
중국 경기 회복 낙관론과 주요 제품 가격 반등은 긍정적이다. 단, 2020~21년 공급우위 수급 불균형 기초에는 변함이 없어, 동사에 대해 단기 Trading 매수 전략을 제시한다. 투자의견 Hold와 적정주가 11.5만원을 유지한다.

(십억원)	2Q20E	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	486.2	404.7	20.1	496.0	-2.0	416.5	16.7
영업이익	51.0	-15.7	흑전	-45.7	흑전	33.3	53.0
세전이익	54.0	-12.0	흑전	-40.8	흑전	42.5	27.1
순이익(지배주주)	41.0	-11.5	흑전	-30.2	흑전	27.1	51.2
영업이익률(%)	10.5	-3.9		-9.2		8.0	
순이익률(%)	8.4	-2.8		-6.1		6.5	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	516.3	404.7	587.0	566.3	496.0	486.2	494.0	497.2	2,074.3	1,973.4	2,176.4
영업이익	56.9	-15.7	60.8	11.8	-45.7	51.0	51.9	52.3	113.8	109.5	181.9
%OP	11.0%	-3.9%	10.4%	2.1%	-9.2%	10.5%	10.5%	10.5%	5.5%	5.5%	8.4%
세전이익	62.1	-12.0	65.4	12.2	-40.8	54.0	54.9	55.3	127.7	123.4	193.9
순이익(지배주주)	57.8	-11.5	49.3	10.7	-30.2	41.0	41.8	42.0	106.3	94.6	147.4
%YoY											
매출액	-15.8	-38.0	-9.0	-11.9	-3.9	20.1	-15.8	-12.2	-18.8	-4.9	10.3
영업이익	-45.2	적전	-30.6	-38.5	적전	흑전	-14.6	343.2	-64.3	-3.8	66.1
세전이익	-41.9	적전	-33.3	-36.8	적전	흑전	-16.1	353.3	-62.0	-3.4	57.1
순이익(지배)	-29.4	적전	-33.6	-39.2	적전	흑전	-15.2	292.5	-58.7	-11.0	55.8
%QoQ											
매출액	-19.7	-21.6	45.0	-3.5	-12.4	-2.0	1.6	0.6			
영업이익	196.4	적전	흑전	-80.6	적전	흑전	1.8	0.8			
세전이익	221.8	적전	흑전	-81.3	적전	흑전	1.7	0.7			
순이익(지배)	228.4	적전	흑전	-78.3	적전	흑전	2.0	0.5			

자료: 메리츠증권 리서치센터

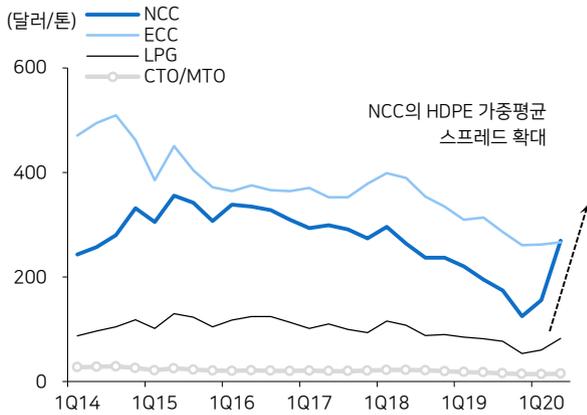


자료: 메리츠증권 리서치센터



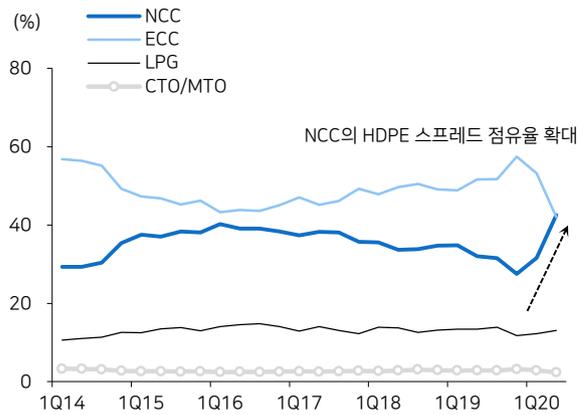
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 석유화학 설비별 HDPE 가중평균 스프레드 비교



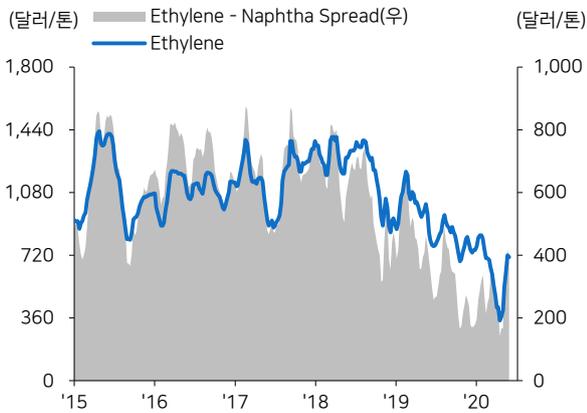
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 석유화학 설비별 HDPE 스프레드 점유율



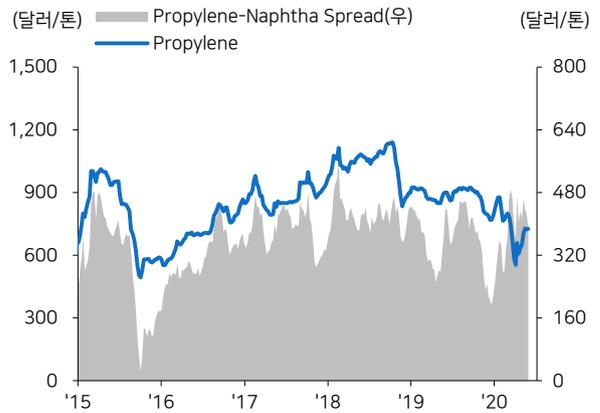
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 에틸렌 스프레드 추이



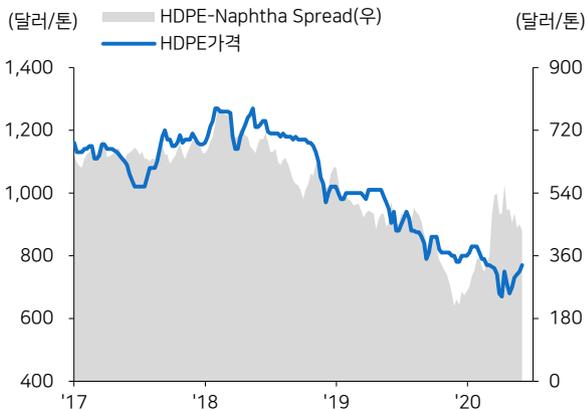
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 프로필렌 스프레드 추이



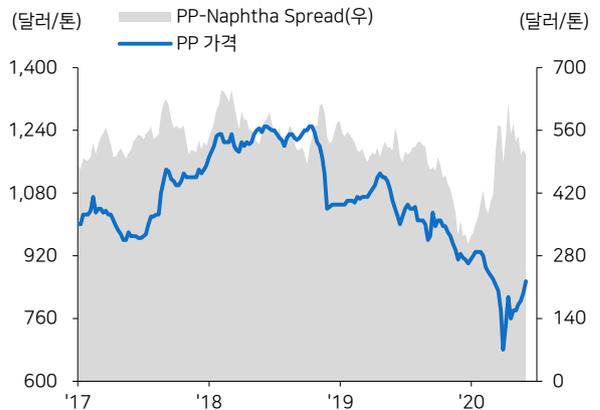
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 HDPE 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP 스프레드 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

대한유화 (006650)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,973.4	2,176.4	2,332.7
매출액증가율 (%)	43.5	-18.8	-4.9	10.3	7.2
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,565.3	1,632.3	1,749.5
매출총이익	375.6	160.3	408.1	544.1	583.2
판매관리비	56.8	46.5	298.6	362.1	395.3
영업이익	318.8	113.9	109.5	181.9	187.9
영업이익률	12.5	5.5	5.5	8.4	8.1
금융손익	-2.2	0.1	0.4	0.0	0.0
중속/관계기업손익	8.4	7.8	5.8	4.0	4.0
기타영업외손익	11.3	6.0	7.8	8.0	8.0
세전계속사업이익	336.4	127.7	123.5	194.0	199.9
법인세비용	79.0	21.4	28.8	46.6	48.0
당기순이익	257.4	106.3	94.6	147.4	151.9
지배주주지분 손이익	257.4	106.3	94.6	147.4	151.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	533.5	668.6	785.9
현금및현금성자산	53.7	98.2	175.1	277.8	365.3
매출채권	189.0	186.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	167.6	161.4	180.1	193.8	208.6
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,554.7	1,559.8	1,585.7
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,355.7	1,360.8	1,386.8
무형자산	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
투자자산	148.8	154.5	162.8	162.8	162.8
자산총계	1,983.9	2,026.5	2,088.2	2,228.4	2,371.6
유동부채	134.8	91.4	98.1	107.0	116.3
매입채무	9.4	21.8	19.2	21.2	22.8
단기차입금	5.0	6.5	9.5	9.5	9.5
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	148.0	156.5	147.7	147.0	144.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	51.0	45.0	45.0	35.0	25.0
부채총계	282.8	247.9	245.7	254.0	260.7
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	1,401.6	1,479.1	1,542.9	1,674.9	1,811.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,842.4	1,974.4	2,110.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	350.9	230.3	234.1	284.4	309.2
당기순이익(손실)	257.4	106.3	94.6	147.4	151.9
유형자산상각비	135.5	147.5	154.0	154.9	174.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-61.1	-0.1	-32.3	-13.9	-12.8
투자활동 현금흐름	-116.7	-156.6	-142.4	-156.3	-196.2
유형자산의증가(CAPEX)	-125.8	-163.9	-136.7	-160.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	2.8	2.1	-2.5	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	-190.2	-29.3	-14.4	-25.4	-25.4
차입금의 증감	-165.5	6.0	6.5	-10.0	-10.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	44.0	44.4	77.0	102.7	87.5
기초현금	9.7	53.7	98.2	175.1	277.8
기말현금	53.7	98.2	175.1	277.8	365.3

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	392,920	319,123	303,605	334,831	358,873
EPS(지배주주)	39,602	16,360	14,560	22,682	23,371
CFPS	62,323	39,291	49,746	53,060	56,913
EBITDAPS	69,896	40,214	40,538	51,829	55,682
BPS	261,707	273,632	283,453	303,759	324,755
DPS	4,000	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	2.6	2.1	2.1	2.1	2.1
Valuation(Multiple)					
PER	3.9	7.2	8.3	5.4	5.2
PCR	2.5	3.0	2.4	2.3	2.1
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
EBITDA	454.3	261.4	263.5	336.9	361.9
EV/EBITDA	2.2	2.8	2.6	1.7	1.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	6.1	5.2	7.7	7.4
EBITDA 이익률	17.8	12.6	13.4	15.5	15.5
부채비율	16.6	13.9	13.3	12.9	12.3
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	88.0	78.0			
매출채권회전율(x)	12.8	11.1	21.2		
재고자산회전율(x)	14.9	12.6	11.6	11.6	11.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	78.9%
중립	21.1%
매도	0.0%

2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대한유화 (006650) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

