



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원

주가(7/29): 120,500원

시가총액: 7,833억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

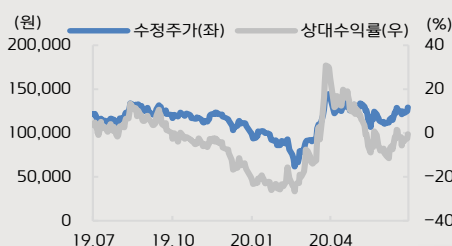
KOSPI(7/29)		2,263.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	144,500원	61,500원
등락률	-16.6%	95.9%
수익률	절대	상대
1M	8.1%	0.0%
6M	20.5%	16.4%
1Y	3.0%	-7.6%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	59천주
외국인 지분율	12.2%
배당수익률(2020E)	2.3%
BPS(2020E)	292,815원
주요 주주	이순규 외 12인 40.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,961.1	2,654.1
영업이익	318.8	113.8	156.9	256.8
EBITDA	454.3	261.4	306.6	390.8
세전이익	336.4	127.7	177.0	279.6
순이익	257.4	106.3	147.3	232.8
지배주주지분순이익	257.4	106.3	147.3	232.8
EPS(원)	39,602	16,360	22,668	35,815
증감률(%YoY)	20.1	-58.7	38.6	58.0
PER(배)	3.9	7.2	5.7	3.6
PBR(배)	0.59	0.43	0.44	0.40
EV/EBITDA(배)	2.2	2.8	1.9	1.1
영업이익률(%)	12.5	5.5	8.0	9.7
ROE(%)	16.2	6.1	8.0	11.6
순부채비율(%)	0.1	-2.2	-13.2	-19.2

Price Trend



실적 Review

대한유화 (006650)

내년, 실적 턴어라운드 전망



대한유화의 올해 2분기 영업이익은 724억원으로 시장 기대치를 크게 하회하였습니다. 일부 제품군들의 마진 악화에도 불구하고, 나프타 가격 하락에 따른 원가 개선 효과가 있었고, 전 분기 발생하였던 재고관련손실이 환입되었기 때문입니다. 한편 내년은 코비드19 완화, 가스부문 증설 효과 온기 반영, 고부가 제품군 판매 확대로 올해 대비 실적 개선세가 완연할 전망이다. 어제 주가 하락은 과도하다고 판단하고 있습니다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 시장 기대치 크게 상회

대한유화의 올해 2분기 영업이익은 724억원으로 시장 기대치(463억원)를 크게 상회하였다. MEG/C4/방향족 등 모노머/기초유분 마진 훼손에도 불구하고, 1) 나프타 가격 하락으로 저가 원재료 투입 효과가 발생하였고, 2) PE/PP 등 폴리머는 패키징/위생용품 관련 수요 확대 및 분리막용 등 고부가 제품 판매 확대로 견고한 스프레드가 지속되었으며, 3) 전 분기 발생하였던 재고관련손실(약 -300억원)이 환입되었고, 4) 경쟁사들의 사고 발생으로 크래커 가동률도 6월 이후 풀 가동을 유지하였기 때문이다.

>>> 내년 실적, 올해 대비 개선 전망

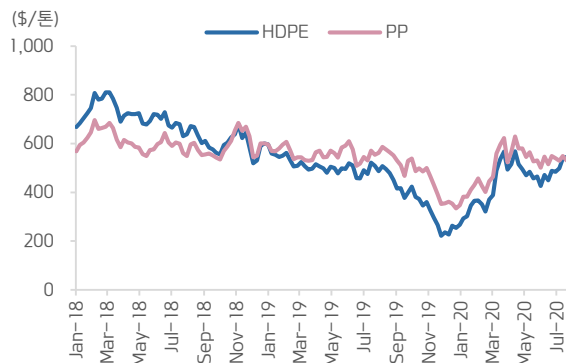
올해 3분기는 MEG 공급 과잉 지속 및 나프타 가격 반등에 따른 원가 상승으로 전 분기 대비 11.0% 감소한 644억원의 영업이익을 기록할 전망이다. 다만 내년은 코비드19 완화에 따른 PE/PP 수요 증가, 가스부문 증설 효과 온기 반영, 중국 TPA 증설 확대에 의한 벤젠 수급 완화, 자동차 판매 증가에 따른 Mixed C4 수요 확대, 역내/외 분리막 증설 확대 등으로 올해 대비 실적 개선이 클 전망이다.

한편 사이클이 존재하는 업종에 속함에도 불구하고, 동사는 초기 크래커 신설, 금융위기, IMF 시기를 제외하고는 창사 이후 안정적인 연간 마진율을 유지하고 있다.

>>> 올해 하반기 이후 산업용 가스 증설 효과 발생 전망

동사는 SM 생산시설 신설에 이어 추가적인 사업 포트폴리오 개선을 추진하고 있다. 동사의 종속회사인 코리아에어텍은 작년 3분기에 액체탄산가스 설비(연산 3.6만톤)를 신설하고 판매에 들어갔다. 액체탄산가스는 산업용과 식음료용에 사용되고 있는데, 이번 신설로 가스부문 매출액이 기존 대비 10~15% 증가가 예상된다. 또한 동사는 기존 가스 수요처의 수요량 증가 및 신규 거래처의 공급 요청에 대응하기 위하여, 산업용 가스 생산능력을 올해 하반기 20만톤에서 61만톤으로 확대할 계획이다(약 470억원 투자). 이에 산업용 가스 매출액 역시 기존 대비 60% 이상 증가할 전망이다.

국내 HDPE/PP 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

코리아에어텍 전경



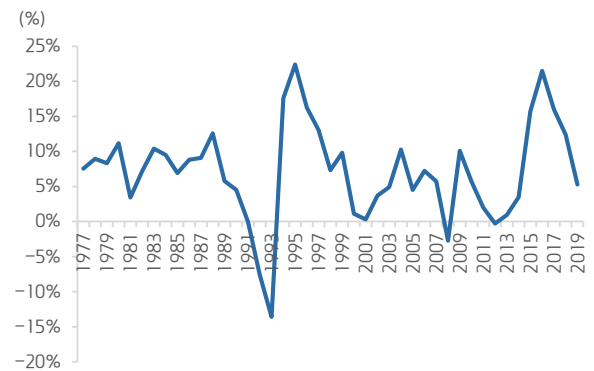
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

코리아에어텍 No.2 ASU 전경



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 장기 영업이익률 추이



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2019				2020				2017	2018	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual				
매출액	516	405	587	566	496	439	480	546	1,779	2,554	2,074	1,961	2,654
영업이익	57	-16	61	12	-46	72	64	66	284	319	114	157	257
%	11.0	-3.9	10.4	2.1	-9.2	16.5	13.4	12.1	16.0	12.5	5.5	8.0	9.7

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,961.1	2,654.1	2,786.8
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,760.2	2,338.0	2,431.6
매출총이익	375.6	160.3	200.9	316.1	355.3
판매비	56.8	46.5	44.0	59.2	62.1
영업이익	318.8	113.8	156.9	256.8	293.1
EBITDA	454.3	261.4	306.6	390.8	414.1
영업외손익	17.6	13.9	20.0	22.8	27.5
이자수익	1.9	1.8	5.5	8.3	13.1
이자비용	3.6	1.5	1.5	1.5	1.5
외환관련이익	9.0	8.1	7.7	7.7	7.7
외환관련손실	9.6	8.3	7.2	7.2	7.2
종속 및 관계기업손익	8.4	7.8	7.8	7.8	7.8
기타	11.5	6.0	7.7	7.7	7.6
법인세차감전이익	336.4	127.7	177.0	279.6	320.7
법인세비용	79.0	21.4	29.6	46.8	53.7
계속사업순이익	257.4	106.3	147.3	232.8	267.0
당기순이익	257.4	106.3	147.3	232.8	267.0
지배주주순이익	257.4	106.3	147.3	232.8	267.0
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	43.5	-18.8	-5.5	35.3	5.0
영업이익 증감률	12.2	-64.3	37.9	63.7	14.1
EBITDA 증감률	19.8	-42.5	17.3	27.5	6.0
지배주주순이익 증감률	20.1	-58.7	38.6	58.0	14.7
EPS 증감률	20.1	-58.7	38.6	58.0	14.7
매출총이익률(%)	14.7	7.7	10.2	11.9	12.7
영업이익률(%)	12.5	5.5	8.0	9.7	10.5
EBITDA Margin(%)	17.8	12.6	15.6	14.7	14.9
지배주주순이익률(%)	10.1	5.1	7.5	8.8	9.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	655.1	928.9	1,221.2
현금 및 현금성자산	53.7	98.2	309.2	463.9	733.8
단기금융자산	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출채권 및 기타채권	201.7	196.7	185.9	251.6	264.2
재고자산	167.6	161.4	152.6	206.5	216.9
기타유동자산	5.7	7.9	7.4	6.9	6.3
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,480.5	1,414.4	1,361.3
투자자산	148.8	154.5	162.4	170.2	178.0
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,293.0	1,219.1	1,158.1
무형자산	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
기타비유동자산	18.6	18.6	18.6	18.6	18.7
자산총계	1,983.9	2,026.5	2,135.6	2,343.3	2,582.5
유동부채	134.8	91.4	75.8	73.4	68.2
매입채무 및 기타채무	75.1	66.1	50.5	48.0	42.9
단기금융부채	5.0	6.5	6.5	6.5	6.5
기타유동부채	54.7	18.8	18.8	18.9	18.8
비유동부채	148.0	156.5	156.5	156.5	156.5
장기금융부채	146.4	155.5	155.5	155.5	155.5
기타비유동부채	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
부채총계	282.8	247.9	232.3	229.8	224.7
지배지분	1,701.1	1,778.6	1,903.3	2,113.4	2,357.8
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타자본	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타포괄손익누계액	-0.2	-0.2	-4.3	-8.4	-12.5
이익잉여금	1,401.6	1,479.1	1,607.9	1,822.2	2,070.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,903.3	2,113.4	2,357.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	350.9	230.3	427.1	373.8	488.9
당기순이익	0.0	0.0	147.3	232.8	267.0
비현금항목의 가감	147.7	149.0	172.8	171.4	160.6
유형자산감가상각비	135.5	147.5	149.7	133.9	120.9
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-8.4	-7.8	-7.8	-7.8	-7.8
기타	20.6	9.3	30.9	45.3	47.5
영업활동자산부채증감	-61.1	-0.1	1.4	-121.5	-27.6
매출채권및기타채권의감소	19.4	-0.2	10.7	-65.7	-12.6
재고자산의감소	-5.2	15.1	8.8	-53.9	-10.3
매입채무및기타채무의증가	-59.4	14.8	-15.6	-2.4	-5.2
기타	-15.9	-29.8	-2.5	0.5	0.5
기타현금흐름	264.3	81.4	105.6	91.1	88.9
투자활동 현금흐름	-116.6	-156.6	-62.9	-62.9	-62.9
유형자산의 취득	-125.8	-163.9	-60.0	-60.0	-60.0
유형자산의 처분	10.4	11.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.8	2.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-3.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.2	-2.8	-2.9	-2.9	-2.9
재무활동 현금흐름	-190.2	-29.3	-15.5	-18.6	-18.6
차입금의 증가(감소)	-165.5	-4.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.7	-24.7	-15.4	-18.5	-18.5
기타	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	0.0	-0.1	-137.6	-137.6	-137.6
현금 및 현금성자산의 순증가	44.0	44.4	211.1	154.7	269.9
기초현금 및 현금성자산	9.7	53.7	98.2	309.2	463.9
기말현금 및 현금성자산	53.7	98.2	309.2	463.9	733.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	39,602	16,360	22,668	35,815	41,079
BPS	261,707	273,632	292,815	325,145	362,740
CFPS	62,323	39,291	49,249	62,192	65,779
DPS	4,000	2,500	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	3.9	7.2	5.7	3.6	3.2
PER(최고)	8.8	11.4	6.6		
PER(최저)	3.6	6.4	2.7		
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR(최고)	1.3	0.7	0.5		
PBR(최저)	0.6	0.4	0.2		
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PCFR	2.5	3.0	2.6	2.1	2.0
EV/EBITDA	2.2	2.8	1.9	1.1	0.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.6	14.5	12.6	8.0	6.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.6	2.1	2.3	2.3	2.3
ROA	13.0	5.3	7.1	10.4	10.8
ROE	16.2	6.1	8.0	11.6	11.9
ROIC	15.0	6.0	8.1	13.4	15.2
매출채권회전율	12.0	10.4	10.3	12.1	10.8
재고자산회전율	14.9	12.6	12.5	14.8	13.2
부채비율	16.6	13.9	12.2	10.9	9.5
순차입금비용	0.1	-2.2	-13.2	-19.2	-28.6
이자보상배율	88.0	78.0	107.5	175.9	200.8
총차입금	56.0	61.9	61.9	61.9	61.9
순차입금	2.3	-39.2	-250.3	-405.0	-674.8
NOPLAT	454.3	261.4	306.6	390.8	414.1
FCF	202.9	93.3	221.8	166.2	277.4

Compliance Notice

- 당사는 7월 29일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

고지사항

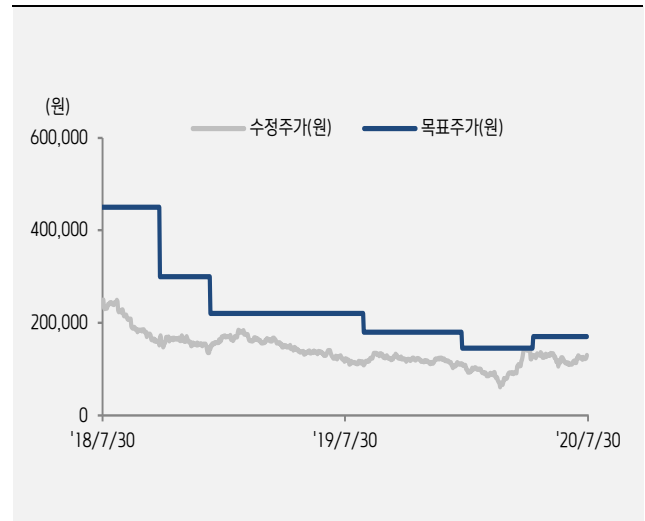
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 사명	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	2018-08-14	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-56.58	-44.67
	2018-10-24	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-47.18	-42.67
	2019-01-08	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-25.31	-16.36
	2019-02-20	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-29.72	-16.36
	2019-08-27	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-30.58	-25.56
	2019-09-23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-30.73	-25.56
	2019-10-31	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-33.15	-25.56
	2020-01-22	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-37.59	-23.45
	2020-03-31	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-31.07	-0.34
	2020-05-12	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-23.62	-20.00
	2020-06-04	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-27.76	-20.00
	2020-07-30	BUY(Maintain)	170,000원	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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%