

2020. 8. 6



▲ 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) 125,000 원

현재주가 (8.5) 116,500 원

상승여력 7.3%

KOSPI	2,311.86pt
시가총액	7,573억원
발행주식수	650만주
유동주식비율	49.98%
외국인비중	11.56%
52주 최고/최저가	144,500원/61,500원
평균거래대금	74.9억원

주요주주(%)

이순규 외 12인	40.11
국민연금공단	10.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.0	21.0	5.0
상대주가	-2.3	13.3	-11.6

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	1,930.0	139.5	114.6	17,675	8.0	286,568	6.6	0.4	2.2	6.3	13.2
2021E	1,952.7	195.1	157.4	24,215	37.0	308,407	4.8	0.4	1.5	8.1	12.0
2022E	2,101.9	207.6	166.9	25,673	6.0	331,704	4.5	0.4	1.1	8.0	11.6

대한유화 006650

경쟁사 설비トラブル 수혜

- ✓ 2Q20 경쟁사 가동 중단에 따른 출하량 증가/평가 상승 효과
- ✓ 3Q20E 영업이익 614억원(-15% QoQ): 이익 정체구간 진입
- ✓ Covid-19의 역설적 수요 증가 제품은 동사의 HDPE/PP가 해당
- ✓ Re-rating 재료 부재, 투자의견 Hold 유지, 적정주가는 20~21년 추정치 상향으로 12.5만원 제시(21년 추정치 기준 PBR 0.4배)

2Q20P 영업이익 724억원의 예상 외 서프라이즈

동사의 2Q20 영업이익 724억원(흑자전환 QoQ, YoY)의 호실적 배경은 (1) 투입 원가 하락과 전분기 재고손실(-350억원) 소멸, (2) 주력 제품 HDPE/PP의 폴리머 수요 강세(포장용/위생용품 수요와 2차전지 분리막 소재 채택 증가), (3) 경쟁사 설비 트러블 발생으로 에틸렌 평가 상승과 판매량 증가이다.

3Q20 영업이익 614억원 추정, 2H20 이익 정체기 도래

동사의 3Q20 영업이익은 614억원(-15% QoQ)을 추정한다. 이는 유가 반등에 따른 부정적 래깅효과 발생과 MEG 약세 전망으로 분기 이익 감소를 추정한다. 3Q20 말 경쟁사의 설비 정상 가동 이전까지 동사의 반사 수혜 가능하다.

원가와 수급 불균형 지속되며 보수적 시각 유지

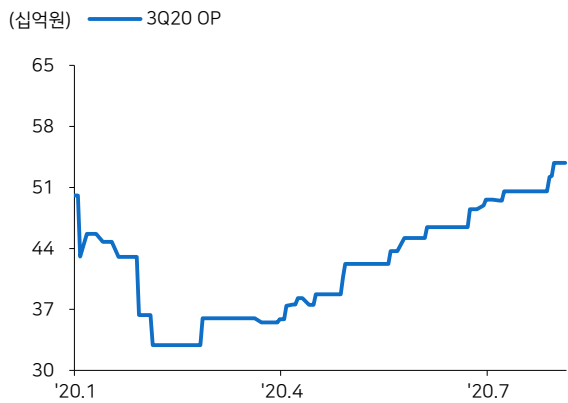
동사를 비롯한 국내 pure-NCC에 대해 보수적 시각을 유지한다. 이는 당사의 유가 상승 전망과 설비별 원가 경쟁력에서 발생한다. 당사의 2020년 연말 WTI 전망치는 43달러/배럴이다. 단기 관점에서 현재의 유가가 NCC에게 긍정적인 여건을 마련, 중장기 관점에 NCC대비 ECC의 원가 경쟁력이 높다는 판단이다.

투자의견 Hold / 적정주가 12.5만원

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	516.3	404.7	587.0	566.3	496.0	439.5	496.7	497.8	2,074.3	1,930.0	1,952.7
영업이익	56.9	-15.7	60.8	11.8	-45.7	72.4	61.4	51.5	113.8	139.6	195.0
%OP	11.0%	-3.9%	10.4%	2.1%	-9.2%	16.5%	12.4%	10.3%	5.5%	7.2%	10.0%
세전이익	62.1	-12.0	65.4	12.2	-40.8	72.0	64.4	54.5	127.7	150.1	207.0
순이익(지배주)	57.8	-11.5	49.3	10.7	-30.2	54.5	48.9	41.4	106.3	114.6	157.4
%YoY											
매출액	-15.8	-38.0	-9.0	-11.9	-3.9	8.6	-15.4	-12.1	-18.8	-7.0	1.2
영업이익	-45.2	적전	-30.6	-38.5	적전	흑전	1.0	336.4	-64.3	22.7	39.7
세전이익	-41.9	적전	-33.3	-36.8	적전	흑전	-1.5	346.7	-62.0	17.5	37.9
순이익(지배)	-29.4	적전	-33.6	-39.2	적전	흑전	-0.8	286.9	-58.7	7.8	37.3
%QoQ											
매출액	-19.7	-21.6	45.0	-3.5	-12.4	-11.4	13.0	0.2			
영업이익	196.4	적전	흑전	-80.6	적전	흑전	-15.2	-16.1			
세전이익	221.8	적전	흑전	-81.3	적전	흑전	-10.6	-15.4			
순이익(지배)	228.4	적전	흑전	-78.3	적전	흑전	-10.3	-15.3			

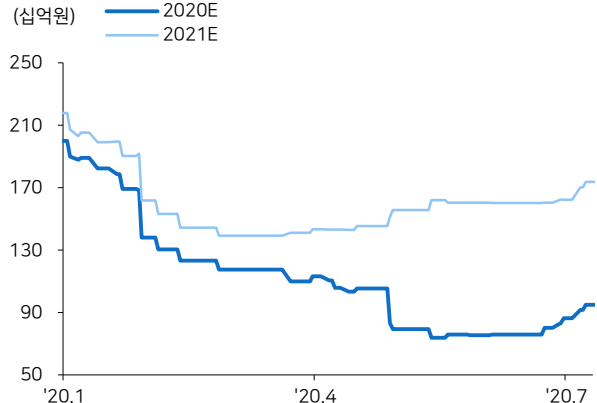
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 대한유화 3Q20 영업이익 컨센서스 추이



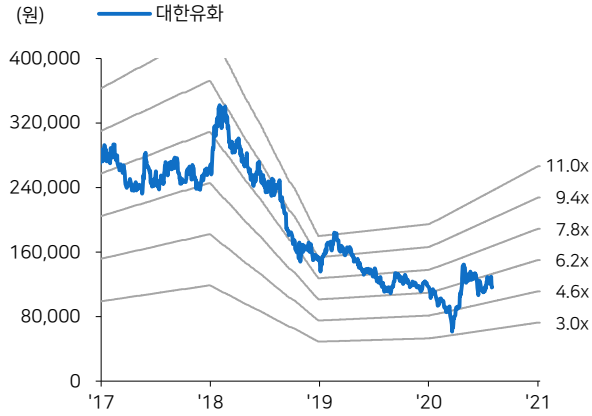
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 대한유화 연간 영업이익의 컨센서스 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대한유화 12M Fwd PER 밴드



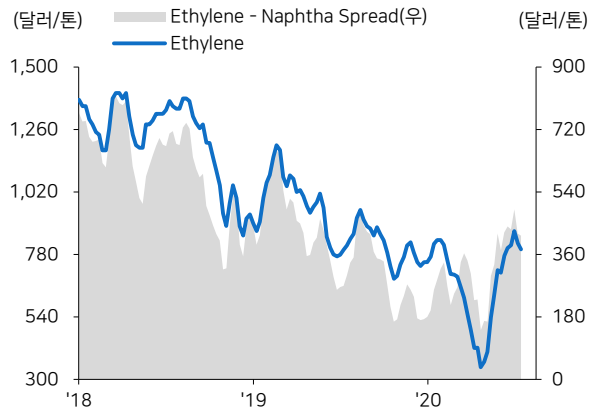
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 대한유화 12M Trailing PBR 밴드



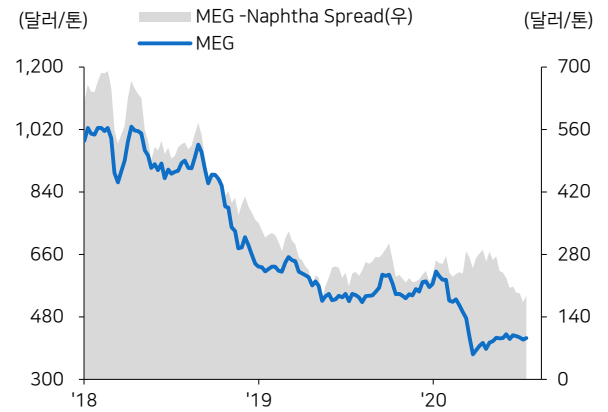
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 에틸렌 가격 및 스프레드 추이



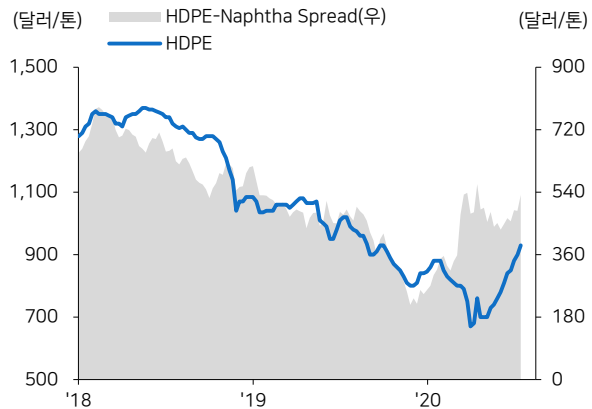
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 MEG 가격 및 스프레드 추이



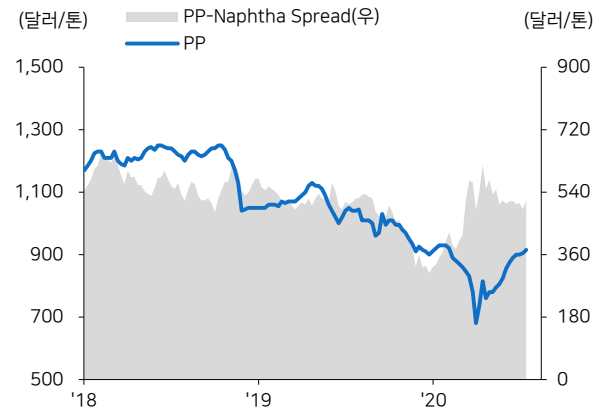
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 HDPE 가격 및 스프레드 추이



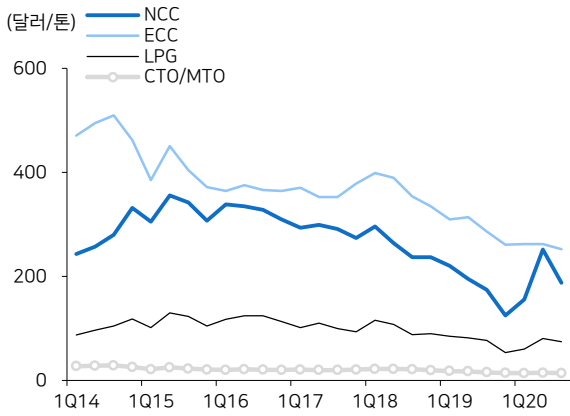
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP 가격 및 스프레드 추이



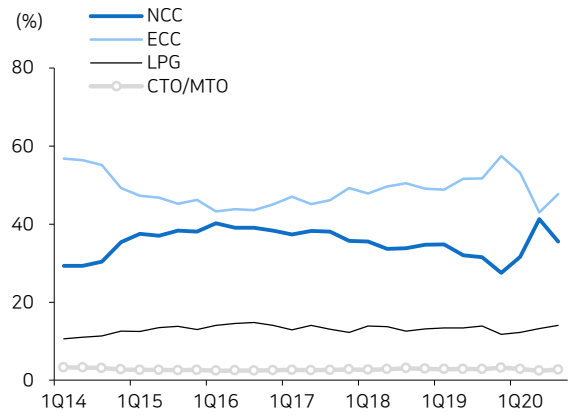
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 석유화학 설비별 HDPE 가중평균 스프레드 비교



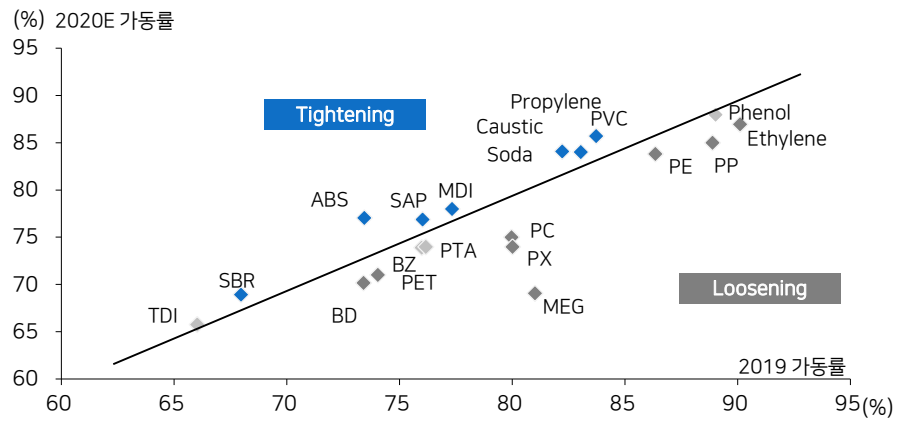
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 석유화학 설비별 HDPE 스프레드 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 제품별 공급 견전성



자료: 메리츠증권 리서치센터

대한유화 (006650)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,930.0	1,952.7	2,101.9
매출액증가율 (%)	43.5	-18.8	-7.0	1.2	7.6
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,534.9	1,464.5	1,576.4
매출총이익	375.6	160.3	395.1	488.2	525.5
판매관리비	56.8	46.5	255.6	293.1	317.9
영업이익	318.8	113.9	139.5	195.1	207.6
영업이익률	12.5	5.5	7.2	10.0	9.9
금융손익	-2.2	0.1	0.4	0.0	0.0
중속/관계기업손익	8.4	7.8	2.4	4.0	4.0
기타영업외손익	11.3	6.0	7.8	8.0	8.0
세전계속사업이익	336.4	127.7	150.1	207.1	219.6
법인세비용	79.0	21.4	35.2	49.7	52.7
당기순이익	257.4	106.3	114.6	157.4	166.9
지배주주지분 순이익	257.4	106.3	114.6	157.4	166.9

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	553.9	685.8	819.7
현금및현금성자산	53.7	98.2	175.9	297.9	392.4
매출채권	189.0	186.2	0.0	0.0	0.0
재고자산	167.6	161.4	199.5	212.5	234.1
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	2,108.5	2,245.6	2,405.5
유동부채	134.8	91.4	98.1	104.7	114.2
매입채무	9.4	21.8	19.2	18.8	20.8
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	147.8	136.2	135.1
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	245.8	240.9	249.4
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	1,563.1	1,705.1	1,856.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,862.7	2,004.7	2,156.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	350.9	230.3	234.9	303.4	316.1
당기순이익(손실)	257.4	106.3	114.9	157.4	166.9
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	-51.8	-4.9	-20.8
투자활동 현금흐름	-116.7	-156.6	-142.4	-156.0	-196.3
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	77.7	122.0	94.4
기초현금	9.7	53.7	98.2	175.9	297.9
기말현금	53.7	98.2	175.9	297.9	392.4

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	392,920	319,123	296,919	300,412	323,367
EPS(지배주주)	39,602	16,360	17,675	24,215	25,673
CFPS	62,323	39,291	53,845	55,076	59,941
EBITDAPS	69,896	40,214	45,160	53,846	58,711
BPS	261,707	273,632	286,568	308,407	331,704
DPS	4,000	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	2.6	2.1	2.2	2.2	2.2
Valuation(Multiple)					
PER	3.9	7.2	6.4	4.7	4.4
PCR	2.5	3.0	2.1	2.1	1.9
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
EBITDA	454.3	261.4	293.5	350.0	381.6
EV/EBITDA	2.2	2.8	2.1	1.4	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	6.1	6.3	8.1	8.0
EBITDA 이익률	17.8	12.6	15.2	17.9	18.2
부채비율	16.6	13.9	13.2	12.0	11.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	88.0	78.0			
매출채권회전율(x)	12.8	11.1	20.7		
재고자산회전율(x)	14.9	12.6	10.7	9.5	9.4

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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대한유화 (006650) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

