



# BUY(Maintain)

목표주가: 250,000원  
주가(10/28): 194,000원  
시가총액: 12,610억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

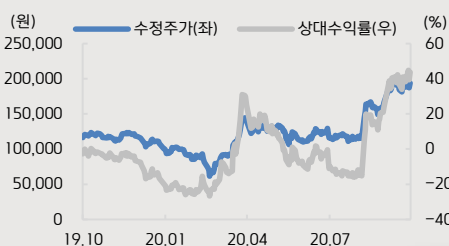
### Stock Data

KOSPI(10/28)	2,345.26pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	195,500원	61,500원
등락률	-0.8%	215.4%
수익률	절대	상대
1M	20.9%	19.0%
6M	34.3%	10.7%
1Y	60.3%	43.1%
발행주식수	6,500천주	
일평균 거래량(3M)	111천주	
외국인 지분율	13.8%	
배당수익률(2020E)	1.5%	
BPS(2020E)	293,937원	
주요 주주	이순규 외 12인 40.1%	

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,917.9	2,515.4
영업이익	318.8	113.8	166.2	316.1
EBITDA	454.3	261.4	315.8	457.1
세전이익	336.4	127.7	185.7	339.0
순이익	257.4	106.3	154.6	282.2
지배주주지분순이익	257.4	106.3	154.6	282.2
EPS(원)	39,602	16,360	23,790	43,420
증감률(%YoY)	20.1	-58.7	45.4	82.5
PER(배)	3.9	7.2	8.2	4.5
PBR(배)	0.6	0.4	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	2.2	2.8	3.3	1.9
영업이익률(%)	12.5	5.5	8.7	12.6
ROE(%)	16.2	6.1	8.4	13.8
순부채비율(%)	0.1	-2.2	-11.8	-18.9

### Price Trend



# 대한유화 (006650)

## 올해 3분기, 10% 중반의 영업이익률 지속



대한유화의 올해 3분기 영업이익은 631억원으로 시장 기대치에 부합하였습니다. MEG/방향족 업황 부진에도 불구하고, 1) 포장용/분리막용 폴리머 수요 증가로 동사의 주력 제품인 HDPE/PP 스프레드가 호조세를 지속하였고, 2) HPEO/잉여 에틸렌 판매 확대로 MEG 업황 둔화를 헤치하였기 때문입니다.

### >>> 올해 3분기 영업이익, 시장 기대치 부합

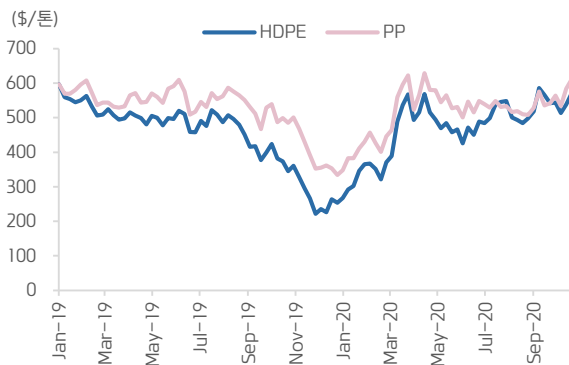
대한유화의 올해 3분기 영업이익은 631억원으로 최근 높아진 시장 기대치에 부합하였다. 전 분기의 일회성 이익 제거 및 MEG/방향족 업황 둔화에도 불구하고, 1) 코비드19로 인한 포장용 폴리머 수요 확대로 동사의 주력 제품인 HDPE/PP 스프레드가 상승하였고, 2) MEG는 스프레드가 약세를 지속하고 있으나, 잉여 에틸렌 판매 확대로 동사는 부진한 MEG 시장을 방어하였으며, 3) 중국 EV 생산량 증가로 마진율이 높은 분리막용 HDPE/PP 판매량이 전 분기 대비 증가한 것으로 추정되고, 4) 전방 ABS/합성고무 등 부타디엔 유도체 업황 개선으로 부타디엔 가격이 상승하며 Mixed C4 스프레드가 개선되었기 때문이다. 참고로 최근 부타디엔 가격 상승은 9월부터 반영되며 올해 4분기 실적에 더 긍정적으로 작용할 전망이다. 한편 동사는 재작년 HDPE/PP 설비 증설로 HDPE 생산능력이 기존 53만톤에서 61만톤으로, PP 생산능력은 47만톤에서 53만톤으로 증가하였으며, 증설분은 대부분 UHMWPE/LiBS 등 특화제품이다.

동사의 내년 영업이익은 3,161억원으로 올해 대비 90.2% 증가할 전망이다. 일부 역내/외 크래커들의 증설이 지연되는 가운데, 주력 제품인 PE/PP 스프레드가 견고한 수준을 유지할 전망이며, 가스부문 증설 효과가 온기 반영되고, 자동차 판매 증가에 따른 Mixed C4 수요 확대, 역내/외 분리막 증설 확대 등으로 인한 특수 폴리머 제품 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

### >>> 가스 증설 효과, 내년 실적에 본격적으로 반영 전망

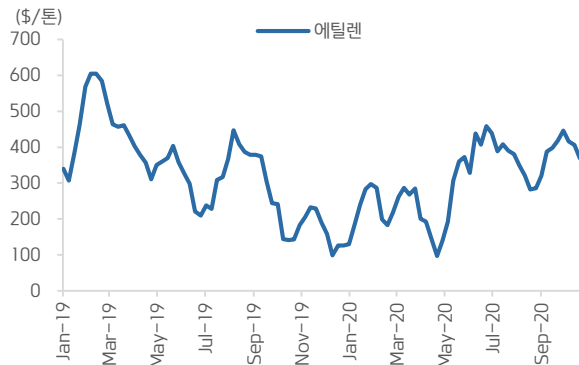
동사는 추가적인 사업 포트폴리오 다각화의 일환으로 가스부문 생산능력을 확대하고 있다. 동사의 종속회사인 코리아에어텍은 작년 3분기에 연산 3.6만톤의 액체탄산가스 설비를 신설하고 판매에 들어갔다. 동사에 따르면 이번 신설로 동사의 가스부문 매출액이 기존 대비 10~15% 증가할 것으로 전망된다. 또한 동사는 기존 가스 수요처의 수요량 증가 및 신규 거래처의 공급 요청에 대응하기 위하여, 산업용 가스 생산능력을 올해 하반기에 20만톤에서 61만톤으로 증량할 계획이다. 이에 산업용 가스 매출액 역시 기존 대비 60% 이상 증가할 전망이다.

국내 HDPE/PP 스프레드 추이



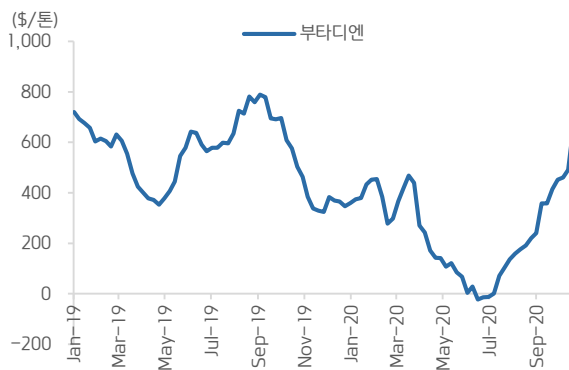
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 에틸렌 스프레드 추이



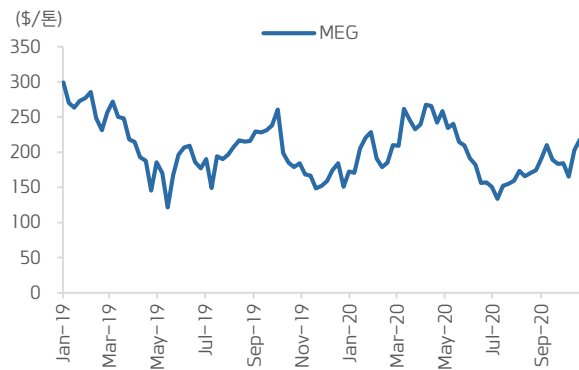
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 부타디엔 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

국내 MEG 스프레드 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2019				2020				2018	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	516	405	587	566	496	439	435	548	2,554	2,074	1,918	2,515
영업이익	57	-16	61	12	-46	72	63	76	319	114	166	316
%	11.0%	-3.9%	10.4%	2.1%	-9.2%	16.5%	14.5%	13.9%	12.5%	5.5%	8.7%	12.6%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	2,554.0	2,074.3	1,917.9	2,515.4	2,641.2
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,708.7	2,143.1	2,228.9
매출총이익	375.6	160.3	209.2	372.3	412.4
판매비	56.8	46.5	43.0	56.2	59.0
<b>영업이익</b>	318.8	113.8	166.2	316.1	353.4
<b>EBITDA</b>	454.3	261.4	315.8	457.1	487.2
영업외손익	17.6	13.9	19.6	22.9	28.1
이자수익	1.9	1.8	5.1	8.4	13.6
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	7.7
<b>법인세차감전이익</b>	336.4	127.7	185.7	339.0	381.5
법인세비용	79.0	21.4	31.1	56.7	63.9
계속사업순이익	257.4	106.3	154.6	282.2	317.6
<b>당기순이익</b>	257.4	106.3	154.6	282.2	317.6
<b>지배주주순이익</b>	257.4	106.3	154.6	282.2	317.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	43.5	-18.8	-7.5	31.2	5.0
영업이익 증감율	12.2	-64.3	46.0	90.2	11.8
EBITDA 증감율	19.8	-42.5	20.8	44.7	6.6
지배주주순이익 증감율	20.1	-58.7	45.4	82.5	12.5
EPS 증감율	20.1	-58.7	45.4	82.5	12.5
매출총이익률(%)	14.7	7.7	10.9	14.8	15.6
영업이익률(%)	12.5	5.5	8.7	12.6	13.4
EBITDA Margin(%)	17.8	12.6	16.5	18.2	18.4
지배주주순이익률(%)	10.1	5.1	8.1	11.2	12.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	428.7	464.2	621.9	911.2	1,226.9
현금 및 현금성자산	53.7	98.2	283.5	470.2	764.6
단기금융자산	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출채권 및 기타채권	201.7	196.7	181.8	238.5	250.4
재고자산	167.6	161.4	149.2	195.7	205.5
기타유동자산	5.7	7.9	7.4	6.8	6.4
<b>비유동자산</b>	1,555.2	1,562.3	1,520.5	1,487.3	1,461.4
투자자산	148.8	154.5	162.4	170.2	178.0
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,333.0	1,292.0	1,258.3
무형자산	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
기타비유동자산	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6
<b>자산총계</b>	1,983.9	2,026.5	2,142.4	2,398.5	2,688.3
<b>유동부채</b>	134.8	91.4	75.4	71.9	66.7
매입채무 및 기타채무	75.1	66.1	50.0	46.6	41.3
단기금융부채	5.0	6.5	6.5	6.5	6.5
기타유동부채	54.7	18.8	18.9	18.8	18.9
<b>비유동부채</b>	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
<b>부채총계</b>	282.8	247.9	231.8	228.4	223.1
<b>자본지분</b>	1,701.1	1,778.6	1,910.6	2,170.2	2,465.2
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	1,615.2	1,878.9	2,178.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	1,701.1	1,778.6	1,910.6	2,170.2	2,465.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	350.9	230.3	441.4	445.7	553.5
당기순이익	0.0	0.0	154.6	282.2	317.6
비현금항목의 가감	147.7	149.0	174.7	188.3	183.0
유형자산감가상각비	135.5	147.5	149.7	141.0	133.8
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	32.8	55.1	57.0
영업활동자산부채증감	-61.1	-0.1	8.4	-106.1	-26.5
매출채권및기타채권의감소	19.4	-0.2	14.8	-56.7	-11.9
재고자산의감소	-5.2	15.1	12.2	-46.5	-9.8
매입채무및기타채무의증가	-59.4	14.8	-16.1	-3.4	-5.2
기타	-15.9	-29.8	-2.5	0.5	0.4
기타현금흐름	264.3	81.4	103.7	81.3	79.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-116.6	-156.6	-102.9	-102.9	-102.9
유형자산의 취득	-125.8	-163.9	-100.0	-100.0	-100.0
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
<b>재무활동 현금흐름</b>	-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
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	44.0	44.4	185.4	186.6	294.5
기초현금 및 현금성자산	9.7	53.7	98.2	283.5	470.2
기말현금 및 현금성자산	53.7	98.2	283.5	470.2	764.6

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	39,602	16,360	23,790	43,420	48,867
BPS	261,707	273,632	293,937	333,872	379,254
CFPS	62,323	39,291	50,666	72,391	77,022
DPS	4,000	2,500	3,000	3,000	3,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	3.9	7.2	8.2	4.5	4.0
PER(최고)	8.8	11.4	8.4		
PER(최저)	3.6	6.4	2.5		
PBR	0.6	0.4	0.7	0.6	0.5
PBR(최고)	1.3	0.7	0.7		
PBR(최저)	0.6	0.4	0.2		
PSR	0.4	0.4	0.7	0.5	0.5
PCFR	2.5	3.0	3.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	2.2	2.8	3.3	1.9	1.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	9.6	14.5	12.0	6.6	5.8
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.6	2.1	1.5	1.5	1.5
ROA	13.0	5.3	7.4	12.4	12.5
ROE	16.2	6.1	8.4	13.8	13.7
ROIC	15.0	6.0	8.5	16.1	17.6
매출채권회전율	12.0	10.4	10.1	12.0	10.8
재고자산회전율	14.9	12.6	12.3	14.6	13.2
부채비율	16.6	13.9	12.1	10.5	9.1
순차입금비율	0.1	-2.2	-11.8	-18.9	-28.6
이자보상배율	88.0	78.0	113.8	216.5	242.1
총차입금	56.0	61.9	61.9	61.9	61.9
순차입금	2.3	-39.2	-224.6	-411.2	-705.6
NOPLAT	454.3	261.4	315.8	457.1	487.2
FCF	202.9	93.3	196.5	198.1	301.5

Compliance Notice

- 당사는 10월 28일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

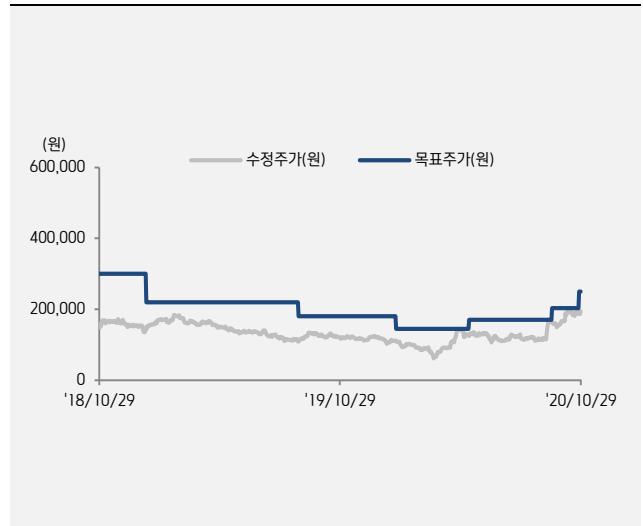
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	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	-27.49	-1.76
	2020-09-15	BUY(Maintain)	203,000원	6개월	-13.66	-3.69
	2020-10-26	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-23.13	-21.80
	2020-10-29	BUY(Maintain)	250,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%