

대한유화 (006650)

BD 급등으로 4Q20은 QoQ +170억원 증익 전망

3Q20 영업이익 컨센 부합

3Q20 영업이익은 631억원(QoQ -13%, YoY +4%)으로 컨센(632억원)에 부합했다. 전분기 영업이익 724억원에 재고관련손실 환입이 약 300억원 반영되었다는 점을 감안하면 실질 영업이익은 424억원 가량이었다. 따라서, 전분기 대비 이번 분기의 실질 영업이익 개선 효과는 QoQ +50% 수준으로 추정된다. 에틸렌/프로필렌, PE/PP 등 기존 주력 제품의 상황이 중국 수요 개선에 따라 호전된 영향이다. BD(C4)는 9월부터 급등해 3Q20 실적에 미치는 영향은 제한적이었다.

4Q20 영업이익 800억원을 상회할 것

4Q20 영업이익은 802억원(QoQ +27%, YoY +578%)을 추정한다. 투입 납사가 상승에도 불구하고 제품가격 또한 동반 상승해 제품 전반 마진이 견조할 것으로 예상되는 가운데, BD(C4)가 최근 전방 자동차/타이어업체의 생산 재개로 인해 ABS, 합성고무(SBR/BR)와 함께 뚜렷한 반등이 나타나기 시작해 이익기여도가 상승할 전망이다. MEG 또한 중국 폴리에스터 가동률 상승 영향으로 반등세다. 3Q20 BD 평균 마진은 100\$/톤 초반이었으나, 현재는 600\$/톤을 상회한다. 최근 천연고무/SBR 급등을 감안하면 추가적인 BD 상승 가능성은 매우 높다. 2Q20 대비 현재까지의 BD 마진 상승폭인 500\$/톤만 가정해도 전분기 대비 영업이익 개선폭은 170억원 가량(=BD Capa 3만톤/분기 * 환율 * 500\$/톤)이다.

2021년 영업이익 두 배 가량 급증. 본격 증익 사이클 진입

TP를 25만원에서 28만원으로 상향한다. 2021년 추정치를 17% 상향한 영향(2021년 영업이익 3,320억원, YoY +95% 추정)이다. TP는 2021년 추정 기준 PER 6.7배, PBR 0.84배다. 2021년 ROE 13%와 현 주가 기준 PER 4.7배, PBR 0.58배를 감안하면 Valuation 매력은 매우 높다. 최근 천연가스 및 에탄 가격의 급등에 따른 북미 ECC 대비 NCC의 경쟁력 부각과 이를 감안한 Chevron, Formosa 등의 증설 재검토 등을 감안하면 공급 부담 감소와 Valuation 상승이 동시에 이뤄질 것이다. 미국 PE 재고는 약 2년 래 최저치이며, 중국 PE/PP 재고도 연중 최저치까지 하락해 수요 호조를 증명하고 있다. 지금이 매수 적기다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 280,000원(상향) | CP(10월 28일): 194,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,345.26
52주 최고/최저(원)	195,500/61,500
시가총액(십억원)	1,261.0
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	6,500.0
60일 평균 거래량(천주)	110,873.5
60일 평균 거래대금(십억원)	17.1
20년 배당금(예상, 원)	3,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.55
외국인지분율(%)	13.85
주요주주 지분율(%)	
이순규 외 12 인	40.05
국민연금공단	10.56
주가상승률	1M 6M 12M
절대	20.9 34.3 60.3
상대	19.0 10.7 43.1

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,935.9	2,132.2
영업이익(십억원)	139.7	217.6
순이익(십억원)	115.9	175.0
EPS(원)	17,894	27,135
BPS(원)	304,131	328,349

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	2,554.0	2,074.3	1,827.5	1,754.5	1,765.5
영업이익	십억원	318.8	113.8	170.0	332.0	340.4
세전이익	십억원	336.4	127.7	191.1	353.5	368.4
순이익	십억원	257.4	106.3	145.2	268.7	280.0
EPS	원	39,602	16,360	22,345	41,337	43,071
증감률	%	20.11	(58.69)	36.58	84.99	4.19
PER	배	3.88	7.18	8.68	4.69	4.50
PBR	배	0.59	0.43	0.66	0.58	0.52
EV/EBITDA	배	2.20	2.77	3.64	1.70	1.47
ROE	%	16.22	6.11	7.88	13.21	12.23
BPS	원	262,267	274,192	294,162	332,648	372,868
DPS	원	4,000	2,500	3,000	3,000	3,000



Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA **손진원**
02-3771-3811
jwshon@hanafn.com

표 1. 대한유화 3Q20 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q20P	2Q20	3Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	434.7	439.5	587.0	-25.9	-1.1	499.4	-13.0	503	-13.5
영업이익	63.1	72.4	60.8	3.8	-12.8	70.3	-10.2	63	-0.2
세전이익	71.4	73.1	65.4	9.2	-2.3	75.0	-4.8		N/A
순이익	54.2	54.1	49.3	9.9	0.2	56.8	-4.6	51	6.9
영업이익률	14.5	16.5	10.4	4.2	-2.0	14.1	0.4	12.6	1.9
세전이익률	16.4	16.6	11.1	5.3	-0.2	15.0	1.4	0.0	16.4
순이익률	12.5	12.3	8.4	4.1	0.2	11.4	1.1	10.1	2.4

자료: 하나금융투자

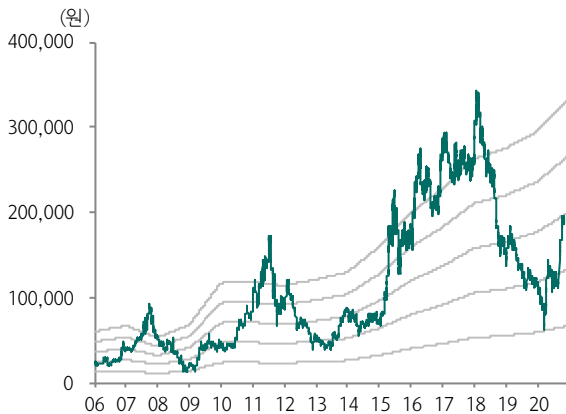
표 2. 대한유화 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F				2021F			
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이		
매출액	1,827.5	1,933.7	-5.5	1,754.5	1,926.2	-8.9		
영업이익	170.0	165.2	2.9	332.0	284.4	16.7		
세전이익	191.1	181.2	5.5	353.5	304.9	15.9		
순이익	145.2	137.2	5.8	268.7	230.9	16.4		
영업이익률	9.3	8.5	0.8	18.9	14.8	4.2		
세전이익률	10.5	9.4	1.1	20.1	15.8	4.3		
순이익률	7.9	7.1	0.9	15.3	12.0	3.3		

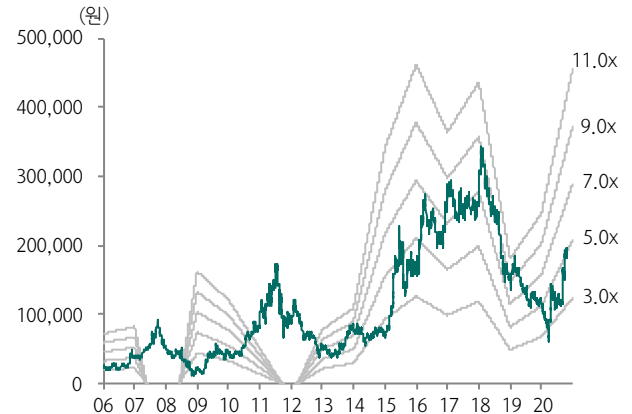
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

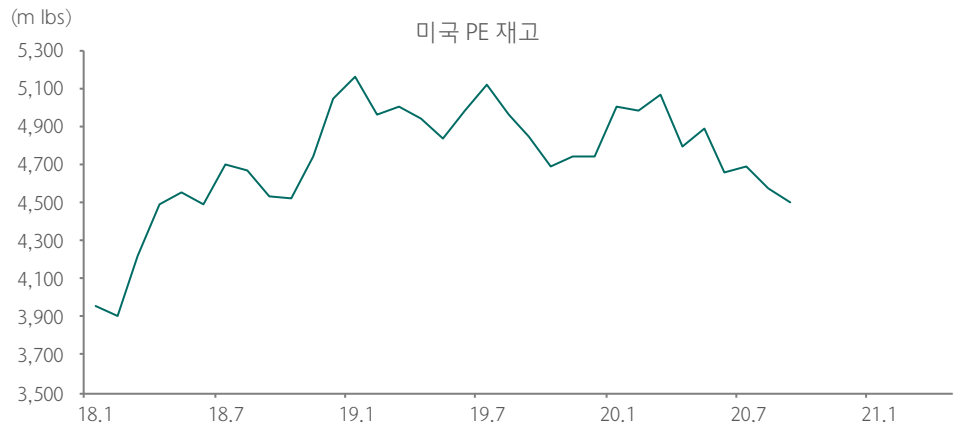
(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
매출액	516.3	404.7	587.0	566.3	496.0	439.5	434.7	457.3	2,554.0	2,074.3	1,827.5	1,754.5
QoQ(%)	-19.7%	-21.6%	45.1%	-3.5%	-12.4%	-11.4%	-1.1%	5.2%				
YoY(%)	-15.8%	-38.0%	-9.0%	-11.9%	-3.9%	8.6%	-25.9%	-19.2%	43.5%	-18.8%	-11.9%	-4.0%
영업이익	56.9	-15.7	60.8	11.8	-45.7	72.4	63.1	80.2	318.8	113.8	170.0	332.0
영업이익률(%)	11.0%	-3.9%	10.4%	2.1%	-9.2%	16.5%	14.5%	17.5%	12.5%	5.5%	9.3%	18.9%
QoQ(%)	196.2%	적전	흑전	-80.5%	적전	흑전	-12.8%	27.1%				
YoY(%)	-45.1%	적전	-30.6%	-38.4%	적전	흑전	3.8%	577.7%	12.2%	-64.3%	49.3%	95.4%
당기순이익	57.8	-11.5	49.3	10.7	-30.2	54.1	54.2	67.1	257.4	106.3	145.2	268.7
QoQ(%)	228.9%	적전	흑전	-78.3%	적전	흑전	0.3%	23.8%				
YoY(%)	-29.3%	적전	-33.6%	-39.2%	적전	흑전	10.0%	528.1%	20.0%	-58.7%	36.6%	85.0%
지배순이익	57.8	-11.5	49.3	10.7	-30.2	54.1	54.2	67.1	257.4	106.3	145.2	268.7

자료: 하나금융투자

ACC의 데이터 기준
미국 PE 재고 27개월 래 최저

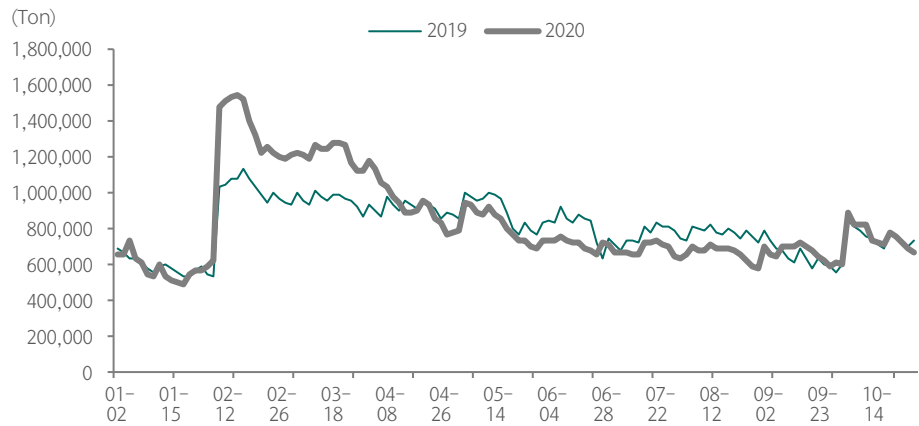
그림 1. 미국 9월 PE 재고 27개월 래 최저치



자료: ACC, 하나금융투자

중국 PE/PP재고는
작년 동기보다 낮아

그림 2. 중국 PE/PP 재고 연중 최저 수준까지 하락



자료: 하나금융투자

미국 천연가스 선물
가격은 3\$/mmbtu를 상회

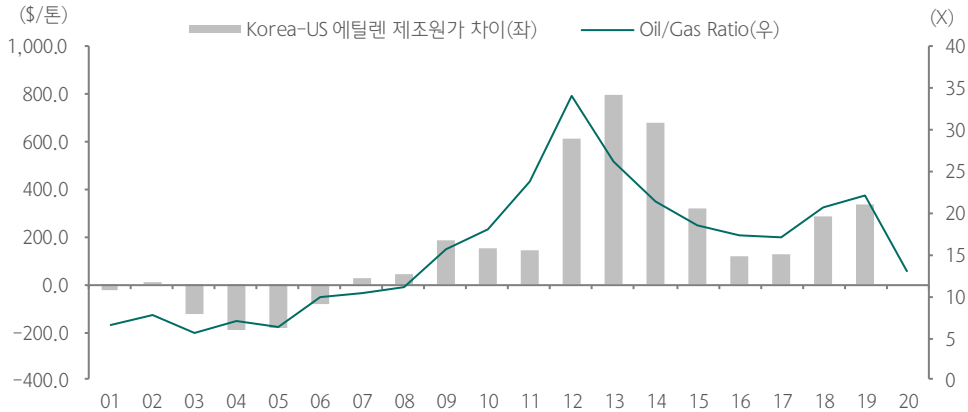
그림 3. 미국 천연가스 가격 최근 급등



자료: Bloomberg, 하나금융투자

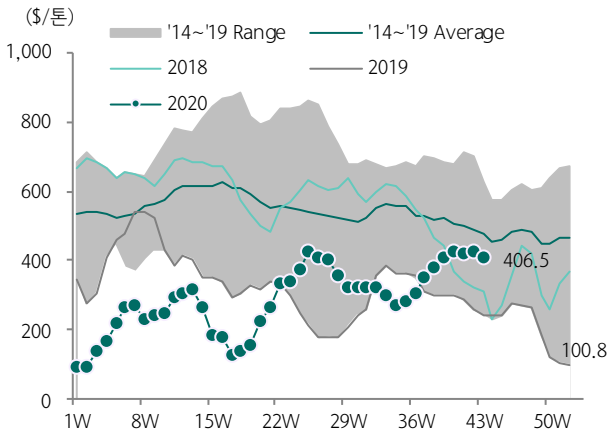
그림 4. Oil/Gas Ratio와 한국-미국의 에틸렌 제조원가 비교

미국 ECC 대비 한국 NCC의
에틸렌 제조원가는
역전되기 직전



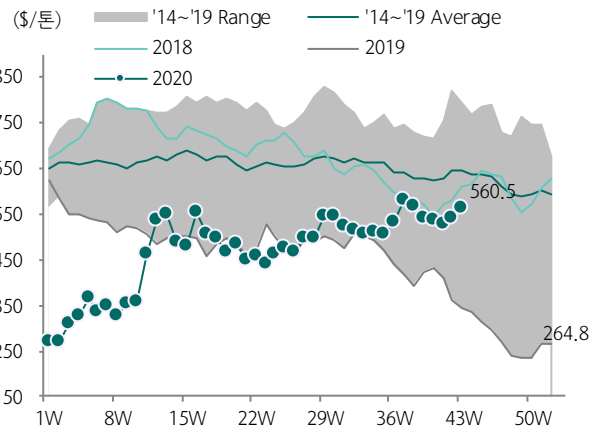
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 에틸렌 마진 추이



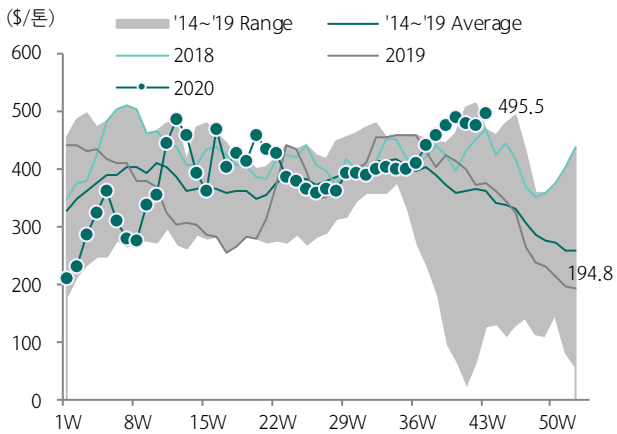
자료: Platts, 하나금융투자

그림 6. HDPE 마진 추이



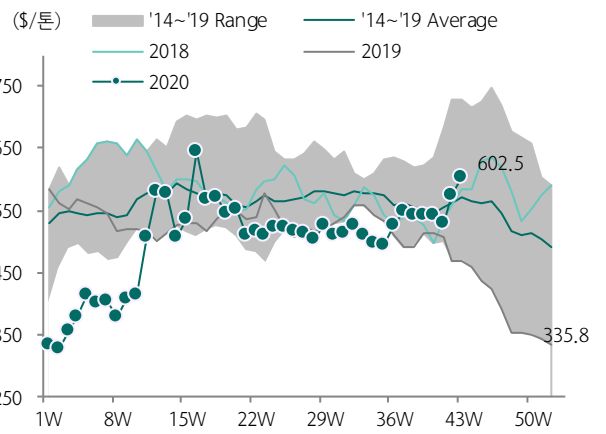
자료: Platts, 하나금융투자

그림 7. 프로필렌 마진 추이



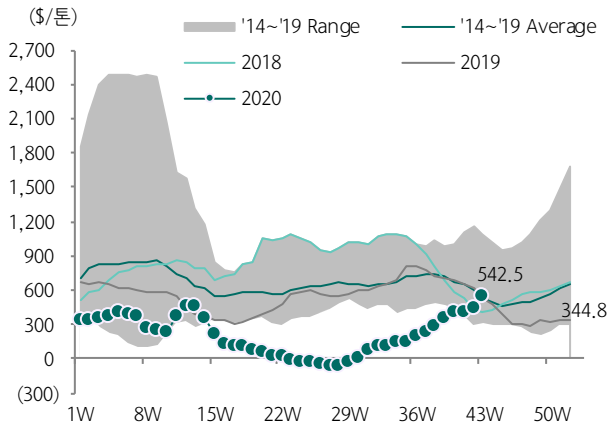
자료: Platts, 하나금융투자

그림 8. PP 마진 추이



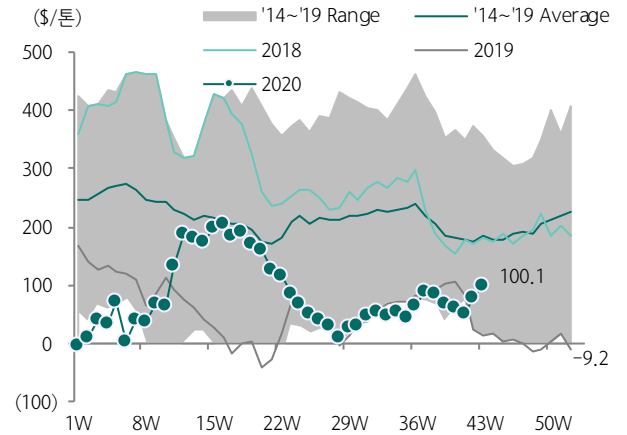
자료: Platts, 하나금융투자

그림 9. BD 마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

그림 10. MEG 마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	2,554.0	2,074.3	1,827.5	1,754.5	1,765.5
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,615.7	1,381.0	1,383.0
매출총이익	375.6	160.3	211.8	373.5	382.5
판매비	56.8	46.5	41.8	41.4	42.2
영업이익	318.8	113.8	170.0	332.0	340.4
금융손익	(2.2)	0.1	7.4	7.8	14.2
종속/관계기업손익	8.4	7.8	7.8	7.8	7.8
기타영업외손익	11.3	6.0	5.9	5.9	5.9
세전이익	336.4	127.7	191.1	353.5	368.4
법인세	79.0	21.4	45.9	84.8	88.4
계속사업이익	257.4	106.3	145.2	268.7	280.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	257.4	106.3	145.2	268.7	280.0
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	257.4	106.3	145.2	268.7	280.0
지배주주지분포괄이익	252.6	102.2	145.2	268.7	280.0
NOPAT	244.0	94.8	129.2	252.4	258.7
EBITDA	454.3	261.4	290.9	446.9	340.4
성장성(%)					
매출액증가율	43.53	(18.78)	(11.90)	(3.99)	0.63
NOPAT증가율	12.13	(61.15)	36.29	95.36	2.50
EBITDA증가율	19.77	(42.46)	11.29	53.63	(23.83)
영업이익증가율	12.17	(64.30)	49.38	95.29	2.53
(지배주주)순이익증가율	20.11	(58.70)	36.59	85.06	4.21
EPS증가율	20.11	(58.69)	36.58	84.99	4.19
수익성(%)					
매출총이익률	14.71	7.73	11.59	21.29	21.67
EBITDA이익률	17.79	12.60	15.92	25.47	19.28
영업이익률	12.48	5.49	9.30	18.92	19.28
계속사업이익률	10.08	5.12	7.95	15.31	15.86

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	39,602	16,360	22,345	41,337	43,071
BPS	262,267	274,192	294,162	332,648	372,868
CFPS	62,323	39,291	45,141	69,139	52,761
EBITDAPS	69,895	40,214	44,754	68,752	52,374
SPS	392,920	319,123	281,153	269,921	271,623
DPS	4,000	2,500	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	3.88	7.18	8.68	4.69	4.50
PBR	0.59	0.43	0.66	0.58	0.52
PCFR	2.46	2.99	4.30	2.81	3.68
EV/EBITDA	2.20	2.77	3.64	1.70	1.47
PSR	0.39	0.37	0.69	0.72	0.71
재무비율(%)					
ROE	16.22	6.11	7.88	13.21	12.23
ROA	13.02	5.30	6.98	11.90	11.15
ROIC	14.59	5.63	7.78	15.64	16.26
부채비율	16.63	13.94	11.93	10.27	9.20
순부채비율	0.13	(2.21)	(10.60)	(23.18)	(31.39)
이자보상배율(배)	88.01	77.99	110.85	216.57	222.04

자료: 하나금융투자

대차대조표

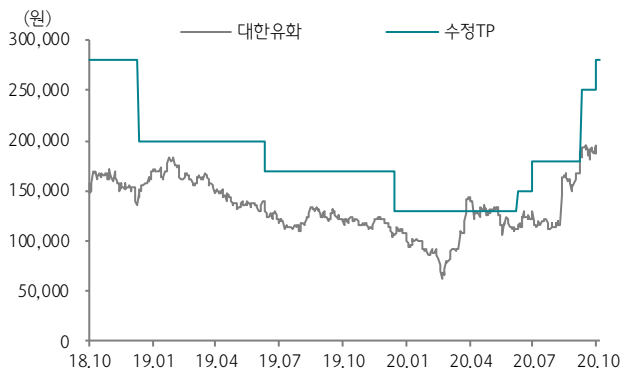
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	428.7	464.2	607.9	892.3	1,153.7
금융자산	53.7	101.2	264.2	562.3	821.6
현금성자산	53.7	98.2	261.6	559.8	819.1
매출채권	189.0	186.1	189.9	182.3	183.4
채고자산	167.6	161.4	164.6	158.1	159.1
기타유동자산	18.4	15.5	(10.8)	(10.4)	(10.4)
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,528.2	1,488.0	1,489.0
투자자산	148.8	154.5	157.0	150.7	151.7
금융자산	3.8	4.6	4.0	3.9	3.9
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,346.1	1,312.2	1,312.2
무형자산	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
기타비유동자산	18.6	18.6	18.6	18.6	18.6
자산총계	1,983.9	2,026.5	2,136.1	2,380.3	2,642.6
유동부채	134.8	91.4	83.3	80.8	81.2
금융부채	5.0	6.5	6.5	6.5	6.5
매입채무	9.4	21.8	19.2	18.4	18.6
기타유동부채	120.4	63.1	57.6	55.9	56.1
비유동부채	148.0	156.5	144.4	140.9	141.4
금융부채	51.0	55.4	55.4	55.4	55.4
기타비유동부채	97.0	101.1	89.0	85.5	86.0
부채총계	282.8	247.9	227.7	221.7	222.6
지배주주지분	1,701.1	1,778.6	1,908.4	2,158.6	2,420.0
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
자본조정	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	1,401.6	1,479.1	1,608.9	1,859.1	2,120.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,908.4	2,158.6	2,420.0
순금융부채	2.3	(39.2)	(202.3)	(500.4)	(759.7)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	350.9	230.3	252.7	383.7	271.2
당기순이익	257.4	106.3	145.2	268.7	280.0
조정	15	12	11	11	(1)
감가상각비	135.5	147.5	120.9	114.8	0.0
외환거래손익	0.3	0.7	(4.7)	0.3	0.3
지분법손익	(8.4)	(7.8)	(7.8)	(7.8)	(7.8)
기타	(112.4)	(128.4)	(97.4)	(96.3)	6.5
영업활동 자산부채 변동	(61.1)	(0.1)	(0.9)	7.8	(1.2)
투자활동 현금흐름	(116.6)	(156.6)	(73.9)	(67.0)	6.6
투자자산감소(증가)	2.8	2.1	5.4	14.1	6.9
자본증가(감소)	(115.4)	(152.6)	(84.3)	(81.0)	0.0
기타	(4.0)	(6.1)	5.0	(0.1)	(0.3)
재무활동 현금흐름	(190.2)	(29.3)	(15.4)	(18.5)	(18.5)
금융부채증가(감소)	(165.5)	5.9	(0.0)	(0.0)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(10.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(24.7)	(24.7)	(15.4)	(18.5)	(18.5)
현금의 증감	44.0	44.4	163.4	298.2	259.3
Unlevered CFO	405.1	255.4	293.4	449.4	342.9
Free Cash Flow	225.1	66.5	168.4	302.8	271.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한유화



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.28	BUY	280,000		
20.10.6	BUY	250,000	-24.01%	-21.80%
20.7.28	BUY	180,000	-25.46%	4.72%
20.7.6	BUY	150,000	-18.60%	-14.00%
20.1.12	BUY	130,000	-17.46%	11.15%
19.7.9	BUY	170,000	-29.30%	-21.18%
19.1.7	BUY	200,000	-22.85%	-8.00%
18.10.24	BUY	280,000	-43.16%	-38.57%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.22%	7.78%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 10월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 10월 29일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 10월 29일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.