



BUY(Maintain)

목표주가: 380,000원
주가(11/20): 251,500원
시가총액: 16,348억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

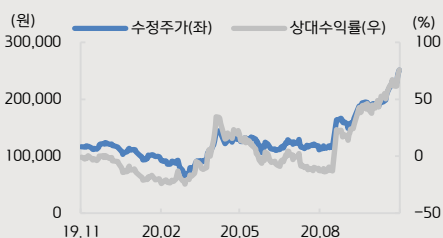
Stock Data

KOSPI(11/20)	2,553.50pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	251,500원	61,500원
등락률	0.0%	308.9%
수익률	절대	상대
1M	31.3%	21.3%
6M	87.7%	46.2%
1Y	111.3%	75.9%
발행주식수	6,500천주	
일평균 거래량(3M)	119천주	
외국인 자본율	15.1%	
배당수익률(2020E)	1.2%	
BPS(2020E)	292,207원	
주요 주주	이순규 외 12인	39.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,829.1	2,152.2
영업이익	318.8	113.8	165.1	313.2
EBITDA	454.3	261.4	314.8	463.0
세전이익	336.4	127.7	183.8	335.0
순이익	257.4	106.3	143.4	261.3
지배주주지분순이익	257.4	106.3	143.4	261.3
EPS(원)	39,602	16,360	22,060	40,195
증감률(%YoY)	20.1	-58.7	34.8	82.2
PER(배)	3.9	7.2	11.4	6.3
PBR(배)	0.59	0.43	0.86	0.76
EV/EBITDA(배)	2.2	2.8	4.6	2.8
영업이익률(%)	12.5	5.5	9.0	14.6
ROE(%)	16.2	6.1	7.8	12.9
순부채비율(%)	0.1	-2.2	-9.4	-16.2

Price Trend



기업브리프

대한유화 (006650)

목표 시가총액 2.5조원



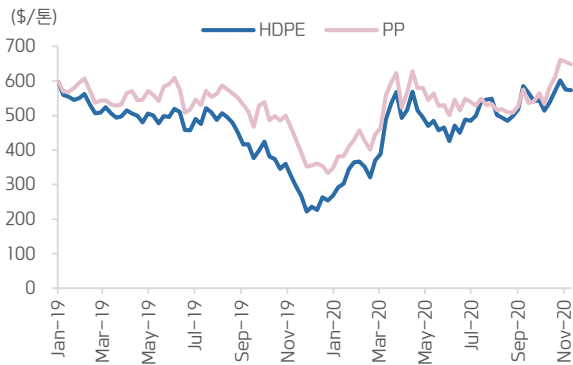
생각하시고 있는 목표 시가총액 상단 레벨을 좀 더 높일 필요가 있어 보입니다. 대한유화의 올해 4분기 영업이익은 753억원으로 작년 동기 대비 536.9% 증가할 전망입니다. 나프타 가격이 안정화되고 있는 가운데, HDPE/PP/C4/BTX 등 대부분의 스프레드가 개선되고 있기 때문입니다. 한편 동사의 신성장동력인 분리막용 UHMWPE는 전방 업체들의 공격적 증설로 높은 수익성을 유지할 전망입니다.

>>> **올해 4분기 영업이익, 작년 동기 대비 536.9% 증가 전망**
동사의 올해 4분기 영업이익은 753억원으로 작년 동기 대비 536.9% 증가하며 시장 기대치를 크게 상회할 전망이다. 미국 에탄 크래커 가동 개시 및 일부 설비 정기보수 영향에도 불구하고, 1) 화학 수요가 급증하고 있으나, 정유사들의 수율 조정으로 주요 원재료인 나프타 가격이 안정세를 유지하고 있고, 2) 주력 제품인 폴리머(PE/PP) 스프레드는 중국의 수요 증가, 동남아시아 정기보수 진행 영향으로 강세 기조를 지속하고 있으며, 3) 국내 경쟁사들의 크래커 섀다운 발생 및 노후 크래커 폐쇄 진행으로 온산/울산 에틸렌이 수급 타이트 현상을 발생하며, 국내 에틸렌 가격/스프레드가 재차 급등하고 있고, 4) 기타 NCC 부산물인 부타디엔/BTX의 마진도 전방 시장(합성고무/ABS/화섬) 수요 턴어라운드로 최근 개선되고 있기 때문이다.

>>> **크래커/SM 신증설로 추가적 포트폴리오 개선 효과 발생**
동사는 약 1,600억원을 투자하여 온산 NCC를 2022년 4분기에 증설할 계획이다. 이에 에틸렌/프로필렌 생산능력은 각각 10만톤, 5만톤이 늘어날 전망이다. 또한 C4/벤젠 등 부산물 생산능력도 크래커 증설에 따라 동일하게 생산능력 확대가 예상된다. 증가하는 기초유분은 외부 판매 및 추가 고부가 유도체 등에 투입될 것으로 보인다. 또한 동사는 SM 30만톤 신설을 동시에 계획하고 있는데, 원단위/크래커 증설 계획 고려 시 동사 에틸렌 롱 포지션은 유지될 것으로 전망되고, 시황 변동성이 크고 에틸렌 판매량과 비슷한 벤젠은 SM 플랜트 가동 시 오히려 숏 포지션이 될 것으로 보인다.

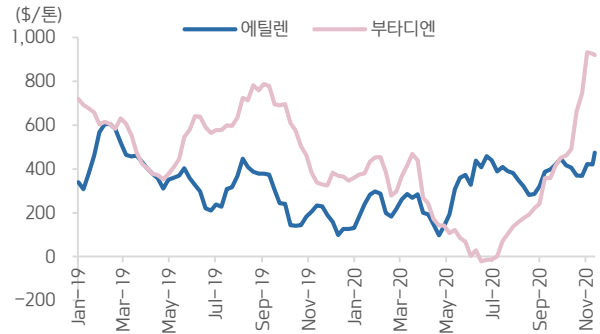
>>> **UHMWPE, 범용 PE 대비 2배 수준의 프리미엄 거래**
국내/외 경쟁사들의 증설 의지 확대 및 반덤핑 제소 등 경쟁 심화로 동사의 세계 1위 분리막용 UHMWPE 업체의 지위가 일부 훼손될 것으로 보인다. 하지만 전방 중국/국내 분리막 업체들의 공격적 증설 가속화로 분리막용 UHMWPE는 2025년까지 연평균 30% 이상의 성장이 지속되며, 2025년에는 1조원 시장이 될 것으로 보인다. 동사가 보수적으로 30%의 시장 점유율을 유지한다고 가정할 경우, 2025년에는 동 부문에서만 약 1,000억 원의 영업이익이 예상된다. 한편 세계 통관 자료를 고려하면, UHMWPE의 수출 가격은 스팟 대비 2배 수준에 거래되고 있다. 참고로 당사는 보수적 목표주가 산정을 위하여 동사의 UHMWPE 가치는 반영하지 않았다.

국내 HDPE/PP 스프레드 추이



자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

국내 에틸렌/부타디엔 스프레드 추이



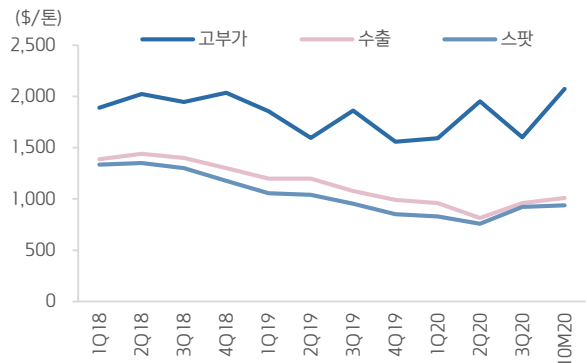
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

대한유화 BTX 스프레드(가중평균) 추이



자료: 씨스켈, KPIA, 키움증권 리서치

국내 고부가/수출/스팟 HDPE 가격 추이



자료: 씨스켈 등, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2019				2020				2018	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE				
매출액	516	405	587	566	496	439	435	459	2,554	2,074	1,829	2,152
영업이익	57	-16	61	12	-46	72	63	75	319	114	165	313
%	11.0%	-3.9%	10.4%	2.1%	-9.2%	16.5%	14.5%	16.4%	12.5%	5.5%	9.0%	14.6%
세전이익	62	-12	65	12	-41	73	71	80	336	128	184	335
%	12.0%	-3.0%	11.1%	2.1%	-8.2%	16.6%	16.4%	17.5%	13.2%	6.2%	10.1%	15.6%
당기순이익	58	-11	49	11	-30	54	54	65	257	106	143	261
%	11.2%	-2.8%	8.4%	1.9%	-6.1%	12.3%	12.5%	14.2%	10.1%	5.1%	7.8%	12.1%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,829.1	2,152.2	2,296.2
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,622.9	1,790.8	1,941.6
매출총이익	375.6	160.3	206.2	361.5	354.6
판관비	56.8	46.5	41.1	48.2	51.4
영업이익	318.8	113.8	165.1	313.2	303.2
EBITDA	454.3	261.4	314.8	463.0	452.9
영업외손익	17.6	13.9	18.7	21.7	25.2
이자수익	1.9	1.8	4.2	7.2	10.7
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
법인세차감전이익	336.4	127.7	183.8	335.0	328.4
법인세비용	79.0	21.4	40.4	73.7	72.2
계속사업순이익	257.4	106.3	143.4	261.3	256.1
당기순이익	257.4	106.3	143.4	261.3	256.1
지배주주순이익	257.4	106.3	143.4	261.3	256.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	43.5	-18.8	-11.8	17.7	6.7
영업이익 증감율	12.2	-64.3	45.1	89.7	-3.2
EBITDA 증감율	19.8	-42.5	20.4	47.1	-2.2
지배주주순이익 증감율	20.1	-58.7	34.9	82.2	-2.0
EPS 증감율	20.1	-58.7	34.8	82.2	-2.0
매출총이익률(%)	14.7	7.7	11.3	16.8	15.4
영업이익률(%)	12.5	5.5	9.0	14.6	13.2
EBITDA Margin(%)	17.8	12.6	17.2	21.5	19.7
지배주주순이익률(%)	10.1	5.1	7.8	12.1	11.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	559.8	784.0	1,004.3
현금 및 현금성자산	53.7	98.2	236.7	405.6	601.6
단기금융자산	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출채권 및 기타채권	201.7	196.7	173.4	204.0	217.7
재고자산	167.6	161.4	142.3	167.5	178.7
기타유동자산	5.7	7.9	7.4	6.9	6.3
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,570.5	1,578.5	1,586.6
투자자산	148.8	154.5	162.4	170.2	178.0
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,383.0	1,383.2	1,383.5
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	2,130.2	2,362.5	2,590.9
유동부채	134.8	91.4	74.4	68.1	63.0
매입채무 및 기타채무	75.1	66.1	49.1	42.8	37.7
단기금융부채	5.0	6.5	6.5	6.5	6.5
기타유동부채	54.7	18.8	18.8	18.8	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	230.9	224.5	219.5
자본지분	1,701.1	1,778.6	1,899.3	2,138.0	2,371.4
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	1,604.0	1,846.7	2,084.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,899.3	2,138.0	2,371.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	350.9	230.3	444.5	478.0	505.1
당기순이익	0.0	0.0	143.4	261.3	256.1
비현금항목의 가감	147.7	149.0	184.9	215.2	210.3
유형자산감가상각비	135.5	147.5	149.7	149.7	149.8
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	43.0	73.3	68.3
영업활동자산부채증감	-61.1	-0.1	22.8	-61.6	-29.4
매출채권및기타채권의감소	19.4	-0.2	23.2	-30.6	-13.6
재고자산의감소	-5.2	15.1	19.1	-25.1	-11.2
매입채무및기타채무의증가	-59.4	14.8	-17.0	-6.3	-5.0
기타	-15.9	-29.8	-2.5	0.4	0.4
기타현금흐름	264.3	81.4	93.4	63.1	68.1
투자활동 현금흐름	-116.6	-156.6	-152.9	-152.9	-152.9
유형자산의 취득	-125.8	-163.9	-150.0	-150.0	-150.0
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	-137.7
현금 및 현금성자산의 순증가	44.0	44.4	138.5	168.9	195.9
기초현금 및 현금성자산	9.7	53.7	98.2	236.7	405.6
기말현금 및 현금성자산	53.7	98.2	236.7	405.6	601.5

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	39,602	16,360	22,060	40,195	39,403
BPS	261,707	273,632	292,207	328,917	364,835
CFPS	62,323	39,291	50,504	73,301	71,759
DPS	4,000	2,500	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	3.9	7.2	11.4	6.3	6.4
PER(최고)	8.8	11.4	11.6		
PER(최저)	3.6	6.4	2.7		
PBR	0.6	0.4	0.9	0.8	0.7
PBR(최고)	1.3	0.7	0.9		
PBR(최저)	0.6	0.4	0.2		
PSR	0.4	0.4	0.9	0.8	0.7
PCFR	2.5	3.0	5.0	3.4	3.5
EV/EBITDA	2.2	2.8	4.6	2.8	2.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	9.6	14.5	12.9	7.1	7.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.6	2.1	1.2	1.2	1.2
ROA	13.0	5.3	6.9	11.6	10.3
ROE	16.2	6.1	7.8	12.9	11.4
ROIC	15.0	6.0	7.8	14.6	13.8
매출채권회전율	12.0	10.4	9.9	11.4	10.9
재고자산회전율	14.9	12.6	12.0	13.9	13.3
부채비율	16.6	13.9	12.2	10.5	9.3
순차입금비율	0.1	-2.2	-9.4	-16.2	-22.9
이자보상배율	88.0	78.0	113.1	214.6	207.7
총차입금	56.0	61.9	61.9	61.9	61.9
순차입금	2.3	-39.2	-177.7	-346.7	-542.7
NOPLAT	454.3	261.4	314.8	463.0	452.9
FCF	202.9	93.3	151.3	182.5	206.8

Compliance Notice

- 당사는 11월 20일 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

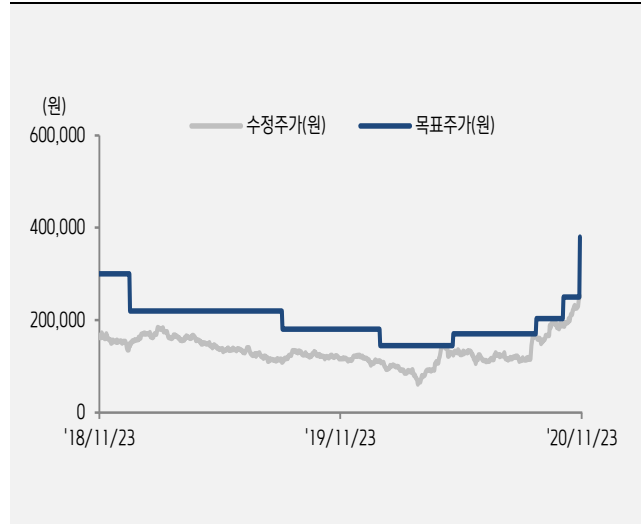
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	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	-14.17	0.60
	2020-11-23	BUY(Maintain)	380,000원	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%